



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2017



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	10
3 Konjunkturentwicklung	13
4 Preise und Kosten	17
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	20
Kästen	25
1 Inwieweit trägt der Handel zum Produktivitätswachstum bei?	25
2 Rekalibrierung des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten	31
3 Jüngste Entwicklungen bei den Konsumentenkrediten im Euro-Währungsgebiet	34
Aufsatz	38
1 Wachstum und Neuausrichtung der Wirtschaft in China und Implikationen für die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet	38
Statistik	63

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

Das solide und breit angelegte Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet setzt sich fort; so deuten die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse darauf hin, dass die Wachstumsdynamik in der zweiten Hälfte dieses Jahres unvermindert anhält. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB stützen nach wie vor die Binnennachfrage, was eine Voraussetzung für einen weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der jährlichen Inflationsentwicklung in Richtung eines Niveaus von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht ist. Die privaten Konsumausgaben werden vom Beschäftigungszuwachs, der auch durch vorangegangene Arbeitsmarktreflexionen begünstigt wird, und von der Zunahme des Vermögens der privaten Haushalte getragen. Der Anstieg der Unternehmensinvestitionen steht nach wie vor im Zeichen der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen. Auch im Baugewerbe hat die Investitionstätigkeit zugenommen. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets bleiben weitgehend ausgewogen. Einerseits könnte die kräftige Konjunktdynamik, die in der jüngsten Entwicklung der Stimmungsindikatoren zum Ausdruck kommt, zu weiteren unerwartet positiven Wachstumswerten führen. Andererseits bestehen vor allem im Zusammenhang mit globalen Faktoren und der Entwicklung an den Devisenmärkten nach wie vor Abwärtsrisiken. Auf globaler Ebene hat das Wirtschaftswachstum auch länderübergreifend an Breite gewonnen, und die Umfrageindikatoren signalisieren eine nachhaltige Wachstumsdynamik. Nach einer Abschwächung im zweiten Jahresviertel 2017 gewann das Wachstum des Welthandels im Juli an Fahrt und blieb – in erster Linie aufgrund der Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – auch im August robust. Die Vorlaufindikatoren zum Welthandel sprechen weiterhin für einen positiven Ausblick in der kurzen Frist.

Die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet belief sich im September wie bereits im Vormonat auf 1,5 %. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind seit Anfang des Jahres 2017 leicht gestiegen; allerdings sind überzeugendere Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend bislang ausgeblieben. Zwar hat das Lohnwachstum etwas angezogen, doch bleibt der binnenwirtschaftliche Kostendruck insgesamt noch verhalten. Auch weltweit ist die Gesamtinflation im August gestiegen, was in erster Linie auf höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen ist. Die zugrunde liegende Inflation im Euroraum dürfte, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung, der damit verbundenen allmählichen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und steigenden Löhnen, mittelfristig allmählich weiter zunehmen. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation gegen Jahresende vorübergehend sinken, was vor allem Basiseffekten bei den Energiepreisen zuzuschreiben ist.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 hat sich nach wie vor robust entwickelt, und die allmähliche Erholung der Kreditvergabe setzt sich fort. Haupttriebfeder des Geldmengenwachstums waren – vor dem Hintergrund der Ankäufe des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und der schrittweisen Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor – die binnenwirtschaftlichen Gegenposten zu M3. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet geht hervor, dass das Wachstum der Buchkredite weiterhin von einer steigenden Nachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte sowie einer Lockerung der Richtlinien für Buchkredite an Privathaushalte getragen wird. Die Finanzierungskosten für gebietsansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sind nach wie vor günstig. So liegen die Kreditzinsen der Banken für diesen Sektor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Der gefestigte Wirtschaftsausblick für das Eurogebiet sowie die weltwirtschaftlichen Entwicklungen spiegeln sich auch in der Verfassung der Finanzmärkte wider. Seit Anfang September steigen die Staatsanleiherenditen im Euroraum; auch weist die EONIA-Terminzinskurve einen steileren Verlauf auf. Die Aufhellung der Wirtschaftsperspektiven sowie ein gewisses Nachlassen geopolitischer Bedenken ließen die Aktienindizes ansteigen. Zugleich verringerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen. Insgesamt ist der Wert des Euro trotz einer leichten Abwertung gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling handlungsgewichtet unverändert geblieben.

Auf der geldpolitischen Sitzung vom 26. Oktober 2017 fasste der EZB-Rat mit Blick auf sein Preisstabilitätsziel folgende Beschlüsse:

- Erstens: Die Leitzinsen der EZB wurden unverändert belassen; der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass sie für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden.
- Zweitens: Im Zuge der geldpolitischen Sondermaßnahmen wird das Eurosystem den Erwerb von Vermögenswerten im Rahmen des APP im derzeitigen Umfang von monatlich 60 Mrd € bis Ende Dezember 2017 fortsetzen. Ab Januar 2018 soll der Nettoerwerb bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus in einem monatlichen Umfang von 30 Mrd € erfolgen und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten 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.
- Drittens: Das Eurosystem wird die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen. Dies wird sowohl zu günstigen

Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen.

- Viertens: Der EZB-Rat beschloss außerdem, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2019, weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

Diese Beschlüsse wurden gefasst, um die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten, die noch immer für eine nachhaltige Rückkehr der jährlichen Inflationsraten zu einem Niveau von unter, aber nahe 2 % erforderlich sind. Die Rekalibrierung der Ankäufe von Vermögenswerten ist Ausdruck eines wachsenden Vertrauens in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an das Inflationsziel. Gleichwohl ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck insgesamt nach wie vor gedämpft, und Wirtschaftsaussichten sowie Inflationsentwicklung hängen weiterhin von einer anhaltenden Unterstützung durch geldpolitische Maßnahmen ab. Der EZB-Rat gelangte zu dem Schluss, dass es daher nach wie vor umfangreicher geldpolitischer Impulse bedarf, damit sich allmählich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaut und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird.

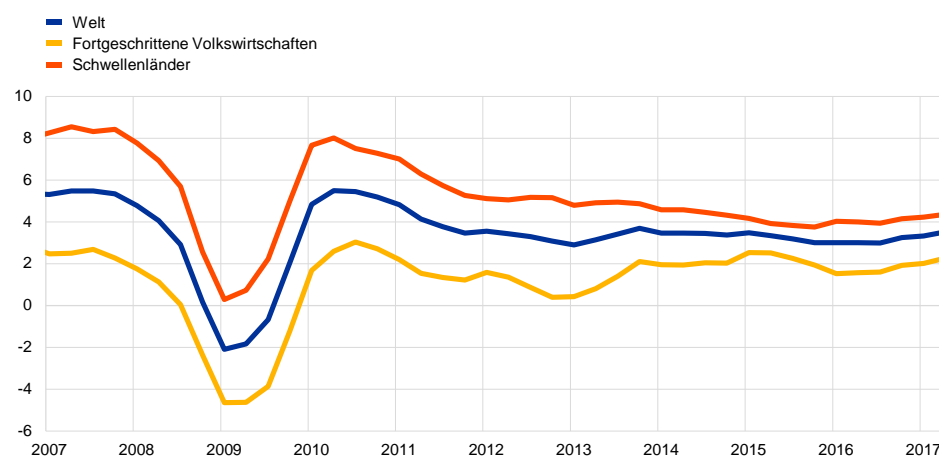
Außenwirtschaftliches Umfeld

Das Weltwirtschaftswachstum hat länderübergreifend an Breite gewonnen, und die Umfrageindikatoren lassen auf eine nachhaltige Konjunkturdynamik schließen. Seit der zweiten Jahreshälfte 2016 gibt es Anzeichen dafür, dass die wirtschaftliche Erholung weltweit zunehmend synchron verläuft (siehe Abbildung 1). Außerdem deuten die Umfrageindikatoren darauf hin, dass die Weltwirtschaft ihren nachhaltigen Wachstumskurs beibehält. Im dritten Quartal 2017 lag der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) auf einem ähnlichen Niveau wie in der ersten Hälfte des Jahres und nahe an seinem langfristigen Durchschnitt. Was die Entwicklung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften anbelangt, so stieg der EMI in den Vereinigten Staaten gegenüber dem zweiten Jahresviertel an, während er in Japan und im Vereinigten Königreich – hier in geringerem Maße – zurückging. Mit Blick auf die aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhte sich der EMI auf Quartalsbasis in China und auch geringfügig in Brasilien. In Russland und Indien sank er dagegen, wobei der Index für Indien unter die Expansionsschwelle fiel.

Abbildung 1

BIP-Wachstum weltweit, in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und in den Schwellenländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

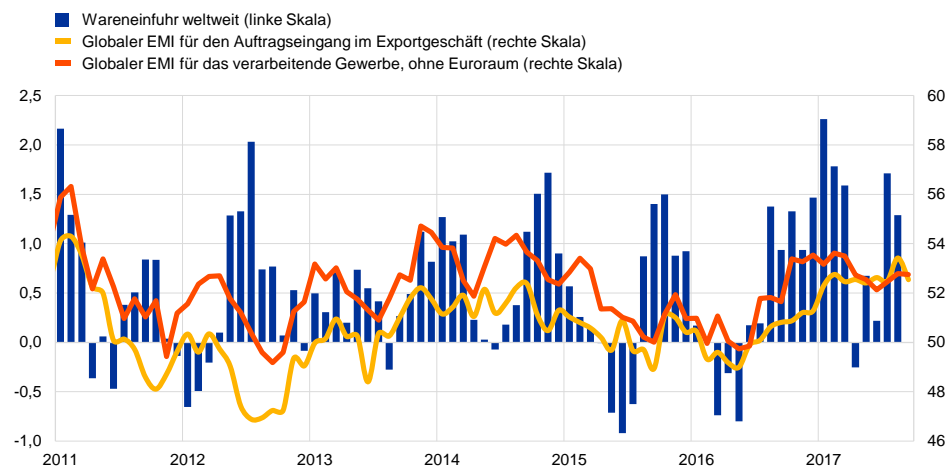
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2017.

Die Indikatoren deuten auf eine Belebung des Welthandels im dritten Quartal dieses Jahres hin.

Nach einer Abschwächung im zweiten Jahresviertel 2017 zog das Wachstum des Welthandels im Juli wieder stärker an und blieb auch im August robust. Das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren erhöhte sich im Juli gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum um solide 1,5 % und stieg im August um weitere 1,3 % an (siehe Abbildung 2). Für den Zuwachs in den genannten zwei Monaten waren hauptsächlich fortgeschrittene Volkswirtschaften verantwortlich. Die Vorlaufindikatoren sprechen weiterhin für einen positiven Ausblick auf die kurze Frist. So lag insbesondere der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im dritten Quartal 2017 mit 52,8 Zählern fast auf dem Niveau der ersten Jahreshälfte und über seinem langfristigen Durchschnittswert.

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 August 2017 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. September 2017 (EMIs).

Die Inflation zog im August weltweit an. Nach einer leichten Steigerung auf 2,0 % im Juli beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) im August weiter auf 2,2 %. Dies war hauptsächlich einer Erhöhung der Energiepreise zuzuschreiben, wobei allerdings auch die Nahrungsmittelpreise leicht anzogen. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum im August unverändert bei 1,8 %.

Die Rohölpreise tendierten in den vergangenen Wochen nach oben. Dies ist weiterhin ein Indiz dafür, dass die am Markt bestehenden Ungleichgewichte allmählich abgebaut werden. So nimmt die Nachfrage weiter zu, und die Märkte gehen nun stärker davon aus, dass die aktuelle OPEC-Vereinbarung zur Begrenzung der Fördermengen über März 2018 hinaus verlängert wird. Auftrieb erhielten die Ölnotierungen auch durch geopolitische Spannungen, die nach dem Unabhängigkeitsreferendum der Region Kurdistan im Irak Ende September aufkamen, sowie durch die Besorgnis über Sanktionen der Vereinigten Staaten gegen den Iran. Die Ölpreise liegen nach wie vor deutlich über dem Niveau, das vor der OPEC-Vereinbarung im November 2016 zu beobachten gewesen war.

Die Konjunkturdaten der Vereinigten Staaten werden vorübergehend durch die jüngsten Wirbelstürme belastet. Das reale BIP-Wachstum in den USA, das sich im zweiten Quartal auf Jahresrate hochgerechnet noch auf 3,1 % erhöht hatte, dürfte sich im dritten Vierteljahr aufgrund der wirtschaftlichen Auswirkungen der jüngsten Wirbelstürme zeitweilig abgeschwächt haben. Bisherige Hurrikan-Erfahrungen lassen jedoch vermuten, dass es mit den zunehmenden Anstrengungen für den Wiederaufbau anschließend zu einer Konjunkturbelebung kommen wird. Auch der allgemeine Rückgang der Beschäftigung im September ist vor dem Hintergrund der Wirbelstürme zu sehen. Außerhalb der betroffenen Regionen stiegen die Beschäftigtenzahlen recht kräftig an, was mit einer noch angespannteren Lage am

Arbeitsmarkt einherging. Die jährliche Gesamtinflation kletterte im September auf 2,2 %, wozu eine temporäre Erhöhung der Benzinpreise nach den Wirbelstürmen beitrug. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag der jährliche Verbraucherpreisanstieg indes den fünften Monat in Folge stabil bei 1,7 %. Auf seiner Sitzung im September gab der Offenmarktausschuss der Federal Reserve bekannt, im Oktober mit der Bilanznormalisierung beginnen zu wollen. Hierzu sollen die Tilgungszahlungen aus dem Wertpapierbestand der US-Notenbank nur bei Überschreiten der nach und nach steigenden Obergrenze reinvestiert werden.

In Japan entwickelt sich die Wirtschaft weiterhin robust, und die Lage am Arbeitsmarkt bleibt angespannt. Das reale BIP erhöhte sich im zweiten Jahresviertel 2017 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal. Damit wurde die vorherige Schätzung zwar leicht nach unten korrigiert, aber die Wirtschaft wächst dennoch deutlich über Potenzial. Der Wirtschaftsausblick für Japan bleibt insgesamt günstig und wird durch die akkommodierende Politik, die anziehende Auslandsnachfrage und einen starken Arbeitsmarkt gestützt. Die Arbeitslosenquote betrug im August 2,8 %, wobei die Vakanzquote auf den höchsten Stand seit Anfang der 1990er-Jahre stieg. Obgleich die Basislöhne weiterhin nur schwach zugelegt haben, deutet die jüngste Steigerung der Arbeitsproduktivität im nichtfinanziellen Sektor darauf hin, dass zunehmend Spielraum für ein stärkeres Lohnwachstum gegeben ist. Die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtinflation beschleunigte sich im August auf 0,7 %. Darin spiegelt sich eine gewisse Aufwärtsdynamik bei den Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wider. Die Parlamentswahlen am 22. Oktober konnte die Regierungskoalition unter Ministerpräsident Shinzo Abe mit einer Zweidrittelmehrheit für sich entscheiden.

Im Vereinigten Königreich verlor die Konjunktur im ersten Halbjahr 2017 merklich an Schwung. In den beiden Quartalen zuvor war nach dem letztjährigen Referendum über die EU-Mitgliedschaft noch ein unerwartet robustes Wachstum verzeichnet worden. Im zweiten Vierteljahr 2017 lag das reale BIP-Wachstum mit 0,3 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum zwar weitgehend auf dem Niveau des Vorquartals, jedoch unter den 0,7 % des vierten Quartals 2016. Die Abwertung des Pfund Sterling wirkte auf die Verbraucherpreise durch, wodurch das Wachstum erheblich belastet wurde. Dies lässt sich mit der geschwächten Kaufkraft der privaten Haushalte erklären, die sich nachteilig im Konsum niederschlug. Die jüngsten Indikatoren lassen den Schluss zu, dass sich die Konjunktur auch in der zweiten Jahreshälfte verhalten entwickeln wird. Der jährliche Verbraucherpreisanstieg verstärkte sich im September auf 3,0 %. Seit dem offiziellen Beginn der Austrittsverhandlungen am 19. Juni 2017 gab es zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich bereits fünf Verhandlungsrunden gemäß Artikel 50 des EU-Vertrags. Allerdings sind bislang kaum Entscheidungen zu den endgültigen Austrittsbedingungen gefallen.

Die chinesische Wirtschaft entwickelt sich weiterhin robust. Nach einer kräftigen Expansion in der ersten Jahreshälfte 2017 schwächte sich das jährliche Wachstum des realen BIP im dritten Quartal geringfügig auf 6,8 % ab, verglichen mit 6,9 % im Vorquartal. Dieser leichte Rückgang kam auch in den jüngsten Zahlen zur Industrieproduktion, zu den Anlageinvestitionen und zu den Einzelhandelsumsätzen

zum Ausdruck. Die verfügbaren Umfrageergebnisse für September sind jedoch nach wie vor robust. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe ist noch immer moderat und ging im September zurück. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise legte indes von 6,3 % im August auf 6,9 % zu. Dabei stiegen die Rohstoffpreise weiter kräftig an, und auch die gewerblichen Erzeugnisse verteuerten sich. Im Oktober fand der 19. Nationale Volkskongress der Kommunistischen Partei Chinas statt, auf dem die politische Führung bestätigt und die politischen und wirtschaftlichen Leitlinien für die kommenden fünf Jahre festgelegt wurden.

2 Finanzielle Entwicklungen

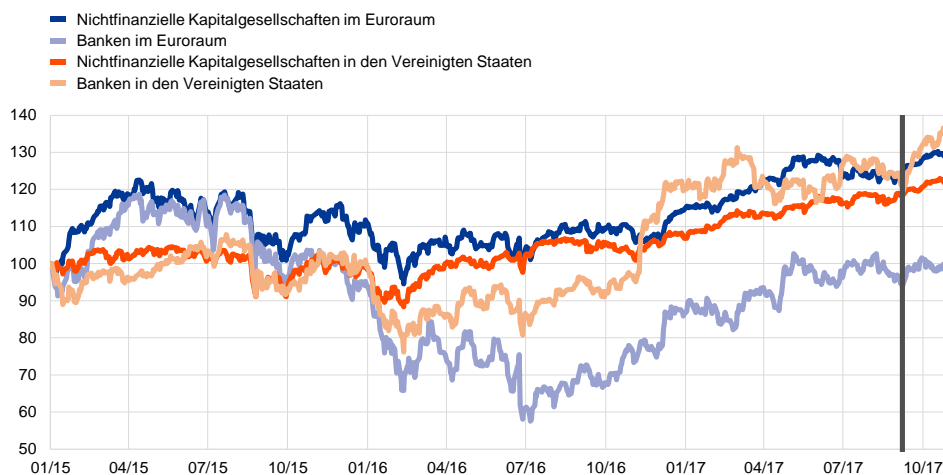
Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum sind seit Anfang September allgemein gestiegen. Im Betrachtungszeitraum vom 7. September bis zum 25. Oktober 2017 zogen der zehnjährige OIS-Zinssatz (für Tagesgeldsatz-Swaps) sowie die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen (gemessen am BIP-gewichteten Durchschnitt der Euro-Länder) im Eurogebiet um rund 15 Basispunkte auf 0,72 % bzw. 1,09 % an. Die Renditeabstände von Staatsanleihen gegenüber den risikofreien OIS-Sätzen blieben indessen weitgehend stabil, mit Ausnahme Portugals, wo sich der Spread um etwa 60 Basispunkte verengte, nachdem Standard & Poor's die Kreditwürdigkeit des Landes auf Investment-Grade hochgestuft hatte. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten stiegen die Staatsanleiherenditen um rund 40 Basispunkte auf 1,41 % bzw. 2,43 %. Triebfeder dieser Entwicklung waren in erster Linie die Markterwartungen bezüglich der künftigen geldpolitischen Ausrichtung in den beiden Ländern.

Die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet legten im Berichtszeitraum gemessen an den marktbreiten Indizes zu (siehe Abbildung 3). Die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften aus dem Euroraum stiegen um etwa 3,3 %, Bankwerte um 6 %. Ursächlich hierfür war vor allem ein Rückgang der Aktienrisikoprämie vor dem Hintergrund der Wahrnehmung sich abschwächender geopolitischer Risiken. Insgesamt profitieren die Aktienkurse im Eurogebiet weiterhin davon, dass die Unternehmen – im Einklang mit der breit angelegten Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds – mit einem robusten Gewinnwachstum rechnen. Auch in den USA verbuchten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Banken Kursgewinne, und zwar von 2,6 % bzw. 14 %. Die Markterwartungen im Hinblick auf die Aktienkursvolatilität blieben sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten insgesamt unverändert (bei rund 10 % bzw. 7 %) und lagen damit weiterhin auf einem im historischen Kontext recht niedrigen Niveau.

Abbildung 3

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quelle: Thomson Reuters.

Anmerkung: Die schwarze vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (7. September 2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. Oktober 2017.

Die Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften aus dem Euroraum gingen im Berichtszeitraum zurück.

Am 19. Oktober waren die Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen (gegenüber der entsprechenden durchschnittlichen Renditestrukturkurve von AAA-Anleihen aus dem Euroraum) im Schnitt 7 Basispunkte niedriger als Anfang September und lagen rund 80 Basispunkte unter dem Stand vom März 2016, also vor der Bekanntgabe und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). Auch die Renditeaufschläge von Schuldtiteln nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Non-Investment-Grade-Segment verringerten sich im Betrachtungszeitraum um 30 Basispunkte, während sie bei Finanzanleihen im Großen und Ganzen stabil blieben. Das niedrige Niveau und die neuerliche Verengung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen stehen mit einer Festigung der Konjunkturerholung im Einklang.

Der EONIA (Euro Overnight Index Average) lag im Berichtszeitraum weitgehend unverändert bei rund -0,36 %.

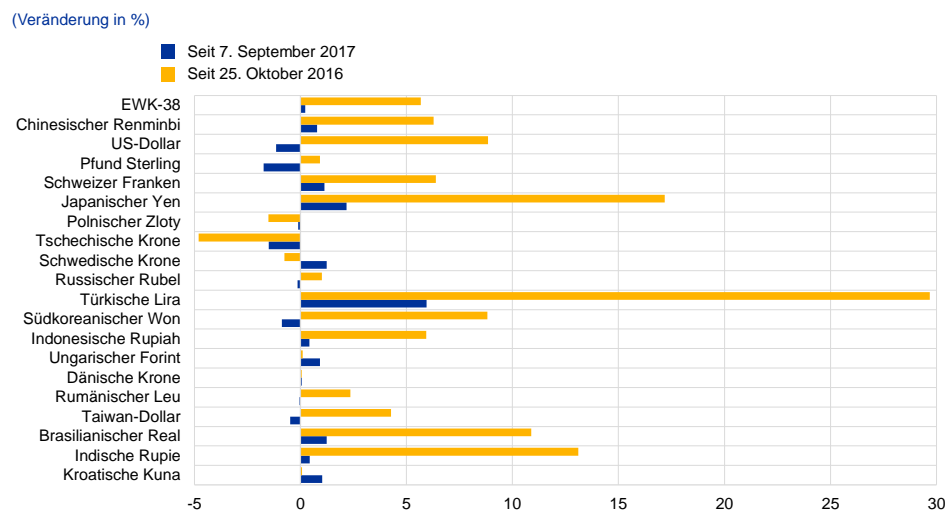
Indessen erhöhte sich die Überschussliquidität im Bankensystem um etwa 52 Mrd € auf 1 825 Mrd €. Ausschlaggebend für diese Zunahme waren die anhaltenden Anleihekäufe im Rahmen des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP).

Die EONIA-Terminzinskurve verlagerte sich im Berichtszeitraum leicht nach oben.

Verantwortlich hierfür waren die Laufzeiten von mehr als drei Jahren, denn in diesem Segment zogen die EONIA-Terminzinsen um rund 15 Basispunkte an. Der graduell ansteigenden Kurve nach zu urteilen gehen die Marktteilnehmer jedoch weiterhin davon aus, dass der EONIA noch längere Zeit (bis etwa Mitte 2020) negativ bleiben wird.

An den Devisenmärkten war der Wechselkurs des Euro im Berichtszeitraum in nominaler effektiver Rechnung weiterhin relativ stabil. Gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling verlor er an Wert (-1,6 % bzw. -2,8 %), worin die Markterwartungen bezüglich der jeweiligen geldpolitischen Ausrichtung der beiden Länder zum Ausdruck kamen. Diese Abwertung wurde jedoch weitgehend durch andere Entwicklungen ausgeglichen. So legte der Euro gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen zu, etwa gegenüber dem chinesischen Renminbi (+0,8 %), dem japanischen Yen (+3,1 %) und dem Schweizer Franken (+2,4 %). Auch in Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer sowie der meisten EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Eurogebiets – mit Ausnahme der tschechischen Krone und des polnischen Zloty – konnte sich die Gemeinschaftswährung behaupten (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

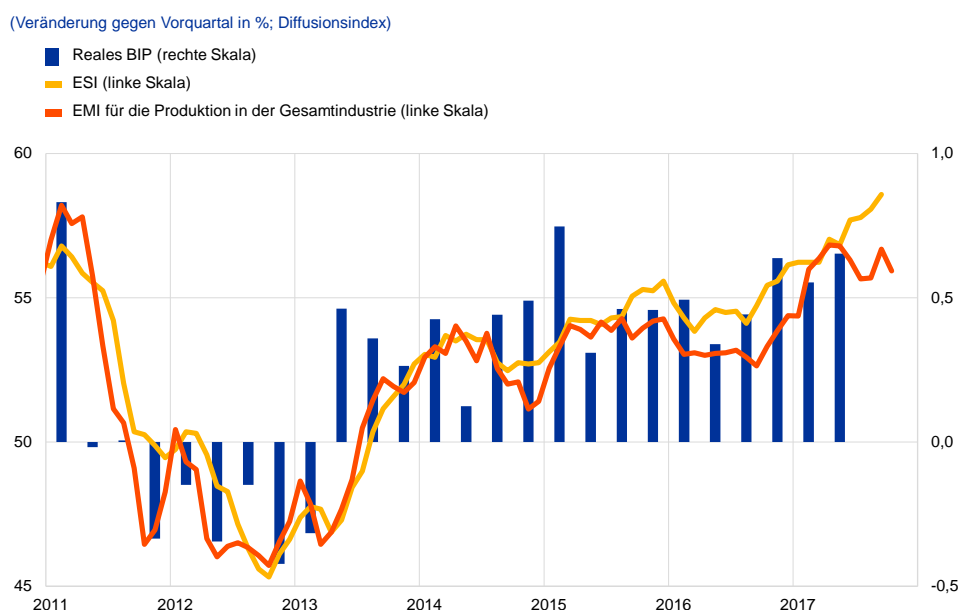


Quelle: EZB.
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Prozentuale Veränderung in Relation zum Kurs am 25. Oktober 2016.

3 Konjunktorentwicklung

Der solide und breit angelegte Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet setzt sich fort. Nach einem Anstieg von 0,6 % im ersten Vierteljahr 2017 erhöhte sich das reale BIP im zweiten Jahresviertel um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 5). Ausschlaggebend hierfür waren kräftige Wachstumsimpulse, die von der inländischen Nachfrage ausgingen. Der Außenbeitrag fiel indessen negativ aus, und die Vorratsveränderungen leisteten einen neutralen Beitrag zum BIP-Wachstum im zweiten Quartal. Die aktuellen Konjunkturindikatoren – sowohl harte Daten als auch Umfrageergebnisse – liegen weiterhin auf einem erhöhten Niveau und bestätigen damit die Erwartung eines robusten Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2017, 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 zweite Quartal 2017 (reales BIP), September 2017 (ESI) bzw. Oktober 2017 (EMI).

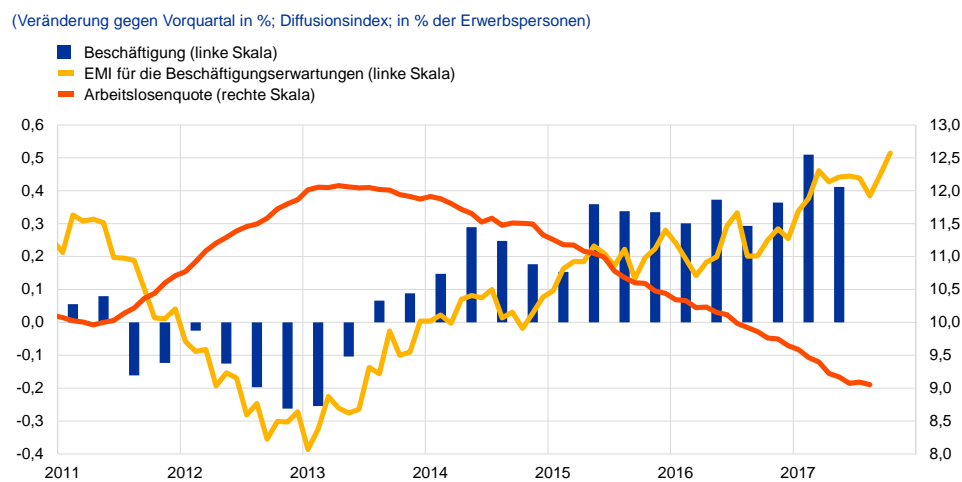
Die privaten Konsumausgaben steigen weiter an und bleiben eine wichtige Triebfeder des laufenden Konjunkturaufschwungs. Der private Verbrauch erhöhte sich im zweiten Jahresviertel 2017 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem der Zuwachs im ersten Vierteljahr etwas geringer ausgefallen war. Zurückzuführen war diese Entwicklung vor allem auf die höhere Kaufkraft, die sich daraus ergab, dass der in Euro gerechnete Ölpreis vom ersten zum zweiten Jahresviertel 2017 um 10 % sank. In jährlicher Betrachtung belief sich der Anstieg der Konsumausgaben im zweiten Quartal 2017 wie bereits im ersten Vierteljahr auf 1,6 %. Diesem stabilen Verlaufsmuster stand ein rückläufiges Wachstum des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte gegenüber, das sich im

Vorjahresvergleich von 1,6 % im ersten auf 1,4 % im zweiten Jahresviertel verringerte. Im Einklang mit dem unveränderten Konsumwachstum und dem niedrigeren Einkommenszuwachs im zweiten Quartal 2017 ging die Jahresänderungsrate der Ersparnisse im selben Zeitraum zurück, was zu einer historisch niedrigen Sparquote von 12 % führte.

Die Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet verbessert sich weiter und wirkt sich damit stützend auf das Einkommen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte aus.

Die Beschäftigung nahm im zweiten Vierteljahr 2017 erneut zu, und zwar um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Dementsprechend belief sich der jährliche Anstieg auf 1,6 %. Aktuell liegt die Beschäftigung knapp 1 % über dem vor der Krise im ersten Quartal 2008 gemessenen Höchststand. Die Arbeitslosenquote des Euroraums betrug im August 2017 wie bereits in den beiden Monaten zuvor 9,1 % und lag damit 3 Prozentpunkte unter dem nach der Krise verzeichneten Höchstwert vom April 2013 (siehe Abbildung 6). Dieser Rückgang war in allen Altersgruppen und sowohl bei Männern als auch bei Frauen zu beobachten. Die Langzeitarbeitslosigkeit (d. h. die Anzahl der Personen, die mindestens zwölf Monate ohne Beschäftigung sind, ausgedrückt in Prozent der Erwerbspersonen) ist ebenfalls weiter rückläufig, liegt aber immer noch deutlich über ihrem Vorkrisenniveau. Umfrageergebnisse lassen für die nächste Zeit auf eine fortgesetzte Aufhellung der Arbeitsmarktlage schließen. Zugleich mehren sich in einigen Ländern und Sektoren die Anzeichen für einen Arbeitskräftemangel.

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



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

Von kurzfristiger Volatilität abgesehen dürfte das Konsumwachstum robust bleiben. Die jüngsten Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen deuten derzeit darauf hin, dass die privaten Konsumausgaben im dritten Quartal 2017 nicht so stark gestiegen sind wie im zweiten Vierteljahr. Allerdings weisen diese Daten in der Regel eine gewisse Volatilität auf. Andere Indikatoren sprechen hingegen für eine anhaltend robuste Grunddynamik des Konsums. So

dürfte sich auch der erneute Beschäftigungszuwachs, der aus den aktuellen Umfrageindikatoren abzulesen ist, weiterhin positiv auf das gesamtwirtschaftliche Einkommen und damit auf den privaten Verbrauch auswirken. Darüber hinaus nahm das Reinvermögen der privaten Haushalte abermals kräftig zu, was den Konsum zusätzlich stützen sollte. Diese Faktoren dürften teilweise erklären, warum das Verbrauchervertrauen im dritten Quartal weiter gestiegen ist und im Oktober 2017 den höchsten Wert seit April 2001 erreichte.

Nach einem starken zweiten Jahresviertel dürften die Unternehmensinvestitionen auch im dritten Quartal 2017 zugenommen haben.

Die Investitionstätigkeit außerhalb des Baugewerbes wurde im zweiten Vierteljahr 2017 um 3,5 % gegenüber dem Vorquartal ausgeweitet, was vor allem auf Investitionen in Güter des geistigen Eigentums und Ausrüstungen ohne Fahrzeuge zurückzuführen war. Für das dritte Quartal lassen die nach wie vor günstigen Bedingungen im Investitionsgütersektor, wie etwa die zunehmende Kapazitätsauslastung, die steigenden Auftragseingänge, eine größere Zuversicht und eine anziehende Nachfrage, insgesamt auf eine Fortsetzung der anhaltenden Investitionsdynamik schließen. Auch die monatlichen Angaben zur Investitionsgüterproduktion bis August deuten auf einen Anstieg der Unternehmensinvestitionen zu Beginn des dritten Quartals hin. Was die Bauinvestitionen betrifft, so weisen die monatlichen Daten zur Bauproduktion auf eine Wachstumsverlangsamung im dritten Jahresviertel 2017 hin. Die Umfrageindikatoren zur Nachfrage und zur Einschätzung der Auftragslage in diesem Sektor wie auch die Anzahl der erteilten Baugenehmigungen stehen indes nach wie vor mit einer auf kurze Sicht positiven Grunddynamik im Einklang.

Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass die Investitionen weiterhin einen wesentlichen Wachstumsbeitrag leisten.

Die Investitionen sollten auch zukünftig von dem größeren Unternehmervertauen und der nachlassenden Unsicherheit, der steigenden Kapazitätsauslastung, den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, den höheren Unternehmensgewinnen und der zunehmenden Notwendigkeit einer Modernisierung des Kapitalstocks profitieren. Den Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet zufolge stieg der Bruttobetriebsüberschuss der Unternehmen im zweiten Quartal 2017 an, wenngleich die Jahreswachstumsrate geringer ausfiel als im Vorquartal, und die bis August verfügbaren Daten zu den Gewinnerwartungen für börsennotierte Unternehmen im Euroraum liegen nach wie vor auf einem hohen Niveau. Was die Bauinvestitionen betrifft, so sollten Faktoren wie das zunehmende verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die sich verbessernden Kreditbedingungen die Nachfrage in diesem Sektor stützen. Dennoch wird damit gerechnet, dass einige Faktoren die Investitionsaussichten weiterhin trüben werden, darunter die Erwartung eines schwächeren Wachstums auf mittlere Sicht und Beschränkungen der Intermediationsfunktion von Banken in einigen Ländern.

Obwohl sich das Wachstum im dritten Quartal 2017 verlangsamt haben dürfte, weisen Außenhandelsindikatoren für die Zukunft auf eine nachhaltige Wachstumsdynamik hin.

Die Gesamtausfuhren des Euroraums erhöhten sich im zweiten Quartal um 0,9 %. Grund hierfür waren kräftige Warenexporte. Die bis August verfügbaren Monatsdaten zum Warenhandel lassen den Schluss zu, dass

die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums im dritten Quartal 2017 im Einklang mit der Erholung der Auslandsnachfrage weiter zugenommen haben, wenngleich langsamer als im zweiten Vierteljahr. Getragen wurden die Exporte in den ersten beiden Monaten des dritten Quartals 2017 offenbar von der Nachfrage aus China, den Vereinigten Staaten, Lateinamerika und in geringerem Umfang den EU-Ländern außerhalb des Euroraums, wohingegen das Vereinigte Königreich und Asien (ohne China) einen negativen Beitrag leisteten. Vorlaufindikatoren wie etwa Umfrageergebnisse deuten nach wie vor auf eine anhaltende Verbesserung der Auslandsnachfrage hin, und die Auftragseingänge aus Ländern außerhalb des Eurogebiets sind im verarbeitenden Gewerbe weiter gestiegen.

Die jüngsten Konjunkturindikatoren lassen insgesamt auf ein weiterhin robustes Wachstum im zweiten Halbjahr 2017 schließen. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) wurde im August stark ausgeweitet. Infolgedessen lag das durchschnittliche Produktionsniveau im Juli und August 1,0 % über dem Wert des zweiten Jahresviertels, als diese Rate gegenüber dem Vorquartal um 1,2 % gestiegen war. Aktuellere Umfrageergebnisse lassen ebenfalls auf eine auf kurze Sicht solide Wachstumsdynamik schließen. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie belief sich im dritten Vierteljahr 2017 auf durchschnittlich 56,0 Punkte, verglichen mit 56,6 Zählern im zweiten Quartal, und sank danach von September bis Oktober auf 55,9 Punkte. Zugleich erhöhte sich der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) von 110,0 Punkten im zweiten Quartal auf 112,1 Punkte im dritten Jahresviertel (siehe Abbildung 5). Beide Indikatoren – ESI und EMI – liegen nach wie vor deutlich über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

Mit Blick auf die Zukunft wird sich das Wirtschaftswachstum voraussichtlich weiter festigen und an Breite gewinnen. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben den Prozess des Verschuldungsabbaus erleichtert und stützen weiterhin die Binnennachfrage. Die privaten Konsumausgaben werden vom Beschäftigungszuwachs, der auch durch vorangegangene Arbeitsmarktreformen begünstigt wird, und von der Zunahme des Vermögens der privaten Haushalte getragen. Der Anstieg der Unternehmensinvestitionen profitiert nach wie vor von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen. Auch im Baugewerbe hat die Investitionstätigkeit zugenommen. Darüber hinaus stützt die breit angelegte weltweite Erholung die Ausfuhren des Euroraums. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Oktober von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Juli für die Jahre 2017, 2018 und 2019 nach oben korrigiert wurden.

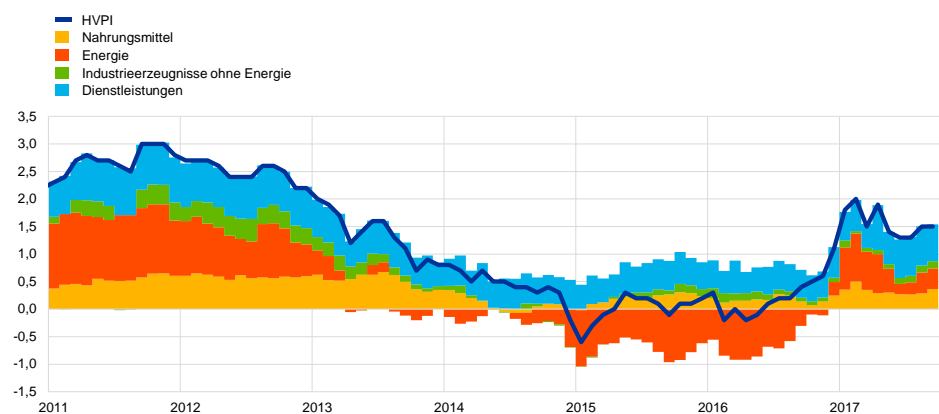
Die Risiken für die Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet sind nach wie vor weitgehend ausgewogen. Einerseits könnte die kräftige Konjunkturdynamik, die in der jüngsten Entwicklung der Stimmungsindikatoren zum Ausdruck kommt, zu weiteren überraschend positiven Wachstumswerten führen. Andererseits bestehen vor allem im Zusammenhang mit globalen Faktoren und der Entwicklung an den Devisenmärkten nach wie vor Abwärtsrisiken.

4 Preise und Kosten

Die HVPI-Gesamtinflation lag im September bei 1,5 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Abbildung 7). Dies war darauf zurückzuführen, dass ein Anstieg der Teuerung bei Nahrungsmitteln durch einen leichten Rückgang der Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,2 % im August auf 1,1 % im September ausgeglichen wurde. Das Absinken der Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel war vor allem durch einen rückläufigen Preisauftrieb bei der volatilen Teilkomponente der Verkehrsdienstleistungen bedingt.

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 September 2017.

Zahlreiche Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich seit Anfang des Jahres 2017 leicht erhöht. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel hat die Differenz zwischen ihrem Durchschnittswert von 0,8 % im vierten Quartal 2016 und ihrem langfristigen Mittel von 1,4 % mehr als zur Hälfte wieder wettgemacht, was zum Teil durch einen starken Anstieg der Teuerung bei den Teilkomponenten Verkehrs- und Beherbergungsdienstleistungen bedingt war. Überzeugendere Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind allerdings bislang ausgeblieben.

Die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators, der als weit gefasster Indikator der zugrunde liegenden Preisentwicklung in der heimischen Volkswirtschaft gelten kann, lag im zweiten Jahresviertel 2017 bei 1,0 % und damit über dem Wert des Vorquartals von 0,7 %. Der Beitrag der Lohnstückkosten war leicht rückläufig, was jedoch durch höhere Gewinne je BIP-Einheit mehr als ausgeglichen wurde. Letzteres kann auf die Volatilität im Zusammenhang mit der schwächeren Entwicklung im Vorquartal oder aber auf nachlassende negative Terms-of-Trade-Effekte zurückzuführen sein. Der jüngste Anstieg des BIP-Deflators ist Ausdruck

einer wieder engeren Kopplung an die Entwicklung der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel.¹

Durch die Aufwertung des Euro während der Sommermonate hat sich der außenwirtschaftliche Preisdruck abgeschwächt. Die im Verlauf des Sommers verzeichnete Erhöhung des nominalen effektiven Euro-Wechselkurses schlug sich in niedrigeren Preissteigerungsraten bei den Einfuhren nieder. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die auf die Steigerungsrate der Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie durchwirken dürfte, betrug im Juli -0,1 % und im August -0,3 %. Damit lag sie unter dem im April verzeichneten Höchststand von 1,3 %. Allerdings ist das Durchwirken der Euro-Aufwertung auf die inländische Produktion und den Einzelhandel in der Regel mit hoher Unsicherheit behaftet und hängt auch von einer potenziellen Anpassung der Gewinnmargen ab. Bislang blieb die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die im August 0,3 % betrug, stabil und lag damit weiterhin auf dem bereits im Juni verzeichneten Niveau bzw. nur leicht über dem Stand von Anfang 2016.

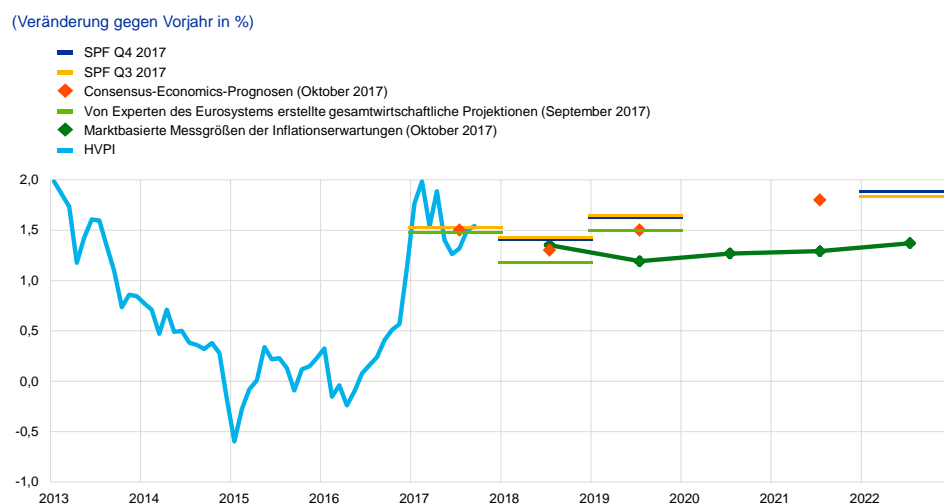
Das Lohnwachstum hat sich zwar leicht erhöht, liegt jedoch weiterhin deutlich unter dem historischen Durchschnitt. Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer stieg von 1,5 % im ersten auf 1,6 % im zweiten Quartal und setzte damit die seit dem Tiefstand von 1,1 % im zweiten Jahresviertel 2016 andauernde Aufwärtsbewegung fort. Trotz dieses Anstiegs liegt das Lohnwachstum immer noch deutlich unter seinem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt von 2,1 %. Nach Datenrevisionen weist das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitsstunde eine weitgehend ähnliche Entwicklung auf wie jenes des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in den letzten Jahren. Zu den Faktoren, die den Lohnzuwachs belastet haben könnten, zählen die beträchtliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt, das schwache Produktivitätswachstum, die niedrigen Inflationsraten in der Vergangenheit und der nach wie vor spürbare Einfluss der in einigen Ländern während der Finanzkrise durchgeführten Arbeitsmarktreformen.

Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen blieben im Wesentlichen stabil (siehe Abbildung 8). Am 25. Oktober 2017 lag der fünfjährige inflationsindexierte Swapsatz in fünf Jahren bei 1,64 %. Das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen weist weiterhin auf eine anhaltende Phase niedriger Inflationsraten hin, und die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % dürfte sich nur in sehr kleinen Schritten vollziehen. Die sich aus Inflationsoptionen ergebende Deflationswahrscheinlichkeit ist noch immer sehr gering, was nach wie vor darauf hindeutet, dass sich das Deflationrisiko weiterhin in Grenzen hält. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2017 wurden

¹ Siehe EZB, Bestimmungsfaktoren der jüngsten Entkopplung des BIP-Deflators und des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

die längerfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum, die von 1,83 % auf 1,88 % stiegen, auf 1,9 % nach oben korrigiert.

Abbildung 8
Marktbasierete 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 September 2017. Die Projektionen von Consensus Economics für 2019 und 2021 entstammen der Oktober-Prognose. Die marktbasiereten Messgrößen der Inflationserwartungen werden aus inflationsindexierten Nullkupon-Swaps, die auf dem HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren basieren, abgeleitet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. Oktober 2017.

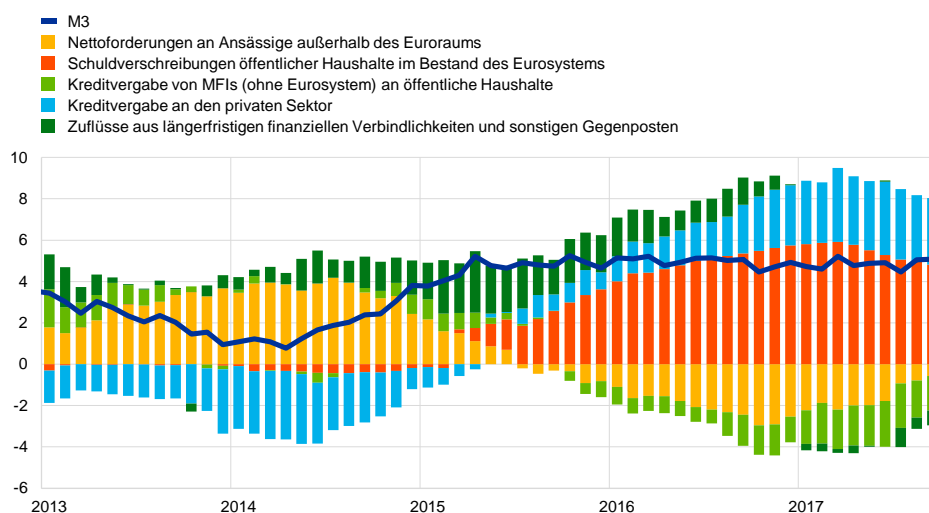
Der Preisanstieg bei Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet hat sich im zweiten Quartal 2017 weiter beschleunigt. Gemäß dem von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien sind die Preise für Häuser und Wohnungen im Euroraum im zweiten Quartal des laufenden Jahres gegenüber dem Vorjahr um 4,1 % gestiegen, verglichen mit 3,8 % im ersten Vierteljahr, was auf eine weitere Verstärkung und Erweiterung des Preiszyklus von Wohnimmobilien hindeutet.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge war nach wie vor robust. Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich im September 2017 auf 5,1 % (nach 5,0 % im August) und bewegt sich damit weiter um das seit Mitte 2015 verzeichnete Niveau (siehe Abbildung 9). Gestützt wurde das Geldmengenwachstum abermals durch die geringen Opportunitätskosten für das Halten liquider Einlagen vor dem Hintergrund der sehr niedrigen Zinsen sowie durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Das jährliche Wachstum von M1 stieg von 9,5 % im August auf 9,7 % im September und leistete damit erneut den größten Beitrag zur M3-Dynamik.

Abbildung 9
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst Buchkredite von monetären Finanzinstituten (MFIs) an den privaten Sektor sowie MFI-Bestände von Wertpapieren des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Sie enthält also auch die Bestände des Eurosystems an Schuldverschreibungen, die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) erworben wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2017.

Haupttriebfeder des Wachstums der weit gefassten Geldmenge waren abermals die binnenwirtschaftlichen Gegenposten. Erstens wirkte sich der Erwerb von Staatsanleihen durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) nach wie vor sehr positiv auf das M3-Wachstum aus (siehe die roten Balken in Abbildung 9). Zweitens hatte auch die allmähliche Belebung der Kreditvergabe an den privaten Sektor einen günstigen Einfluss auf das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (siehe die blauen Balken in Abbildung 9). Hierunter fallen sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Zu Letzteren zählt auch der Erwerb von Schuldverschreibungen durch das Eurosystem im Rahmen des CSPP. Drittens wurde das M3-Wachstum durch die negative Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) gestützt (zusammen mit den sonstigen Gegenposten zu M3 in den dunkelgrünen

Balken in Abbildung 9 enthalten), welche sich teilweise durch die begrenzte Attraktivität langfristiger Einlagen und Bankschuldverschreibungen vor dem Hintergrund der recht flachen Zinsstrukturkurve erklären lässt. Die Kreditvergabe der MFIs (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte schlug sich hingegen negativ im M3-Wachstum nieder (siehe die hellgrünen Balken in Abbildung 9).

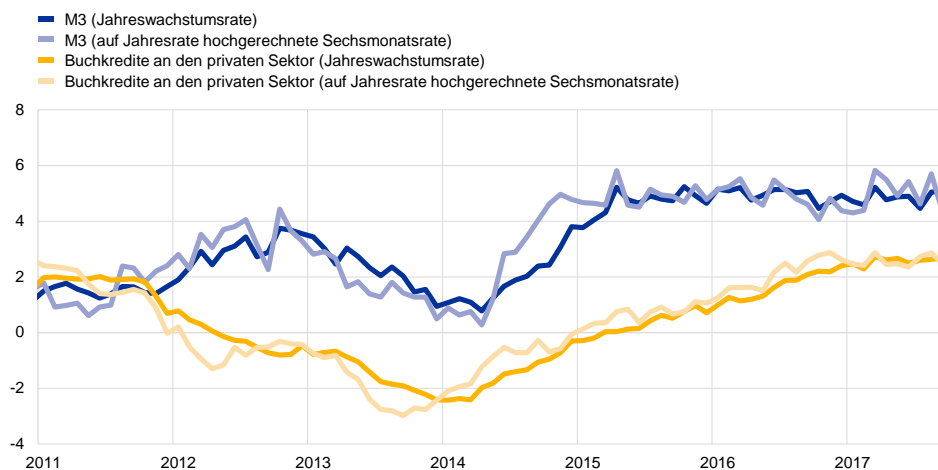
Die Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets übten weiterhin einen Abwärtsdruck auf das jährliche M3-Wachstum aus (siehe die gelben Balken in Abbildung 9), was teilweise auf die Verkäufe von Staatsanleihen der Euro-Länder durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP zurückzuführen war. Indes fielen die jährlichen Abflüsse bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums etwas geringer aus. Geschuldet war diese Entwicklung unter anderem dem gestiegenen Nettoerwerb von Wertpapieren des Eurogebiets (ohne Staatsanleihen) durch Gebietsfremde, wodurch die oben erwähnten Nettoverkäufe von Staatsanleihen teilweise ausgeglichen wurden.

Die allmähliche Erholung des Kreditwachstums schreitet voran. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) nahm im September geringfügig zu (siehe Abbildung 10). Nach Sektoren aufgegliedert erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften leicht von 2,4 % im August auf 2,5 % im September, während die Vorjahrsrate der Buchkredite an private Haushalte mit 2,7 % unverändert blieb (siehe auch Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Gestützt wurde die Erholung des Kreditwachstums durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die – vor allem aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB – seit Mitte 2014 im gesamten Euroraum deutlich gesunken sind, sowie durch die insgesamt verbesserten Kreditvergabebedingungen der Banken. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten in einigen Ländern nach wie vor hoch ist und die Intermediationsfunktion der Banken beeinträchtigen könnte.

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 September 2017.

Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2017 geht hervor, dass das Wachstum der Buchkredite weiterhin von einer steigenden Nachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte sowie von einer Lockerung der Richtlinien für Buchkredite an Privathaushalte getragen wurde. Im dritten Quartal 2017 wurden die Richtlinien für private Baufinanzierungen

gelockert, während sie für Unternehmenskredite nahezu gleich blieben. Die Wettbewerbssituation und eine niedrigere Risikoeinschätzung vor dem Hintergrund der sich aufhellenden Wirtschaftsaussichten waren wesentliche Faktoren, die sich begünstigend auf die Richtlinien für Ausleihungen sowohl an Unternehmen als auch an private Haushalte auswirkten. Außerdem hat sich die Kreditnachfrage nach Einschätzung der teilnehmenden Banken in allen Darlehenskategorien insgesamt erhöht. Als wichtige Triebfedern für diese Entwicklung wurden die Zunahme der Anlageinvestitionen, Fusions- und Übernahmeaktivitäten, das niedrige allgemeine Zinsniveau und die günstigen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt genannt. Wie aus der Umfrage hervorgeht, hat das EZB-Programm zum Ankauf von Vermögenswerten in den letzten sechs Monaten zwar weiterhin zu einer Lockerung der Bedingungen für die Kreditgewährung beigetragen, aber zugleich auch die Ertragslage der Banken beeinträchtigt. Die Banken im Euroraum berichteten auch, dass die negative Einlagefazilität der EZB in den vergangenen sechs Monaten immer noch einen dämpfenden Einfluss auf die Kreditzinsen der Banken hatte, sich aber positiv im Volumen der Kredite an Unternehmen und private Haushalte im Eurogebiet niederschlug.

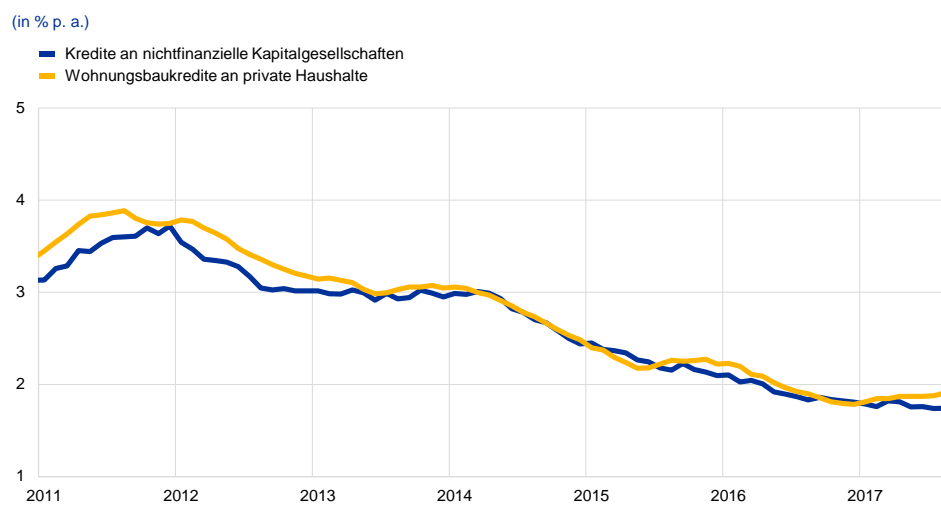
Die Kreditzinsen der Banken für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte verharrten auf ihren historischen Tiefständen oder in deren Nähe. Im August 2017 verblieben die gewichteten Bankzinsen für Buchkredite an

nichtfinanzielle Unternehmen auf dem im Juli erreichten Rekordtief von 1,74 %. Die gewichteten Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an Privathaushalte stiegen erneut etwas an, und zwar auf 1,91 % im August; ihren historischen Tiefstwert hatten sie im

Dezember 2016 mit 1,78 % erreicht (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 August 2017 gaben sie insgesamt um 119 bzw. 100 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 schließen lässt. Unterdessen verringerte sich der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und jenen für große Kredite (mehr als 1 Mio €) im Eurogebiet beträchtlich. Dies deutet auf eine erhebliche Verbesserung der Finanzierungsbedingungen kleiner und mittlerer Unternehmen im Vergleich zu großen Unternehmen hin.

Abbildung 11

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte



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 August 2017.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet nahm im dritten Quartal 2017 zu.

Aus den jüngsten EZB-Daten geht hervor, dass die Nettoströme von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen insgesamt geringfügig höher waren als im zweiten Quartal 2017. Aktuelle Marktdaten zufolge zog die Emissionstätigkeit im September und Oktober etwas an. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kehrte sich im Juli und August 2017 hingegen leicht ins Negative, wofür Aktienrückkäufe im Juli verantwortlich waren.

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 September und in der ersten Oktoberhälfte 2017 auf rund 4,4 % gesunken sein. Damit liegen die geschätzten Finanzierungskosten zwar etwa 35 Basispunkte über ihrem historischen

Tiefstand vom Juli 2016, aber nach wie vor deutlich unter dem Niveau vom Sommer 2014. Für zwei Drittel des seit Juli 2017 verzeichneten Rückgangs der geschätzten Gesamtfinanzierungskosten ist die Entwicklung der Eigenkapitalkosten verantwortlich. Die geschätzten Fremdkapitalkosten (ausgedrückt als der gewichtete Durchschnitt der Kosten für Bankkredite und für die marktbasierende Fremdfinanzierung) sind ebenfalls leicht zurückgegangen und haben ein neues Rekordtief erreicht. Zu den rückläufigen Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung trägt das CSPP der EZB bei.

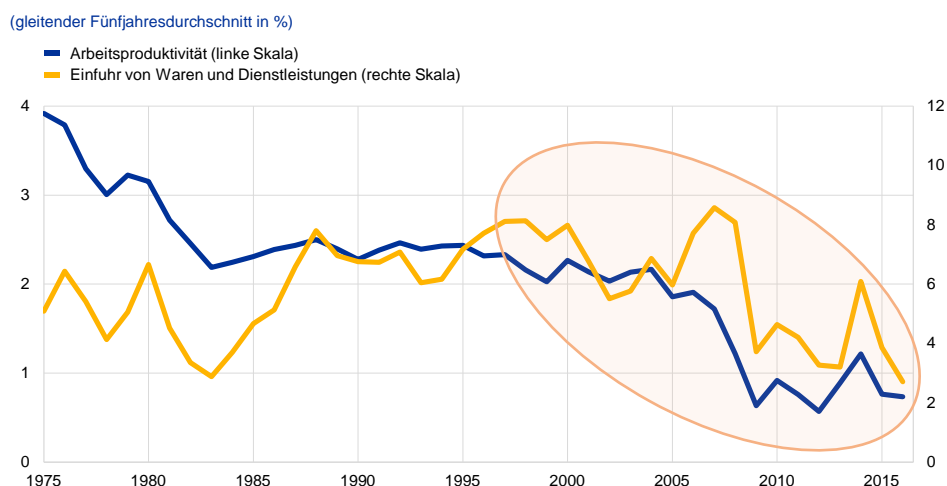
Kästen

1 Inwieweit trägt der Handel zum Produktivitätswachstum bei?

Im vorliegenden Kasten soll vor dem Hintergrund der weltweiten Abschwächung der Produktivitäts- und Handelsentwicklung untersucht werden, welche Auswirkungen der Handel auf das mittelfristige Wachstum der Arbeitsproduktivität in führenden Industrie- und Schwellenländern hat. Die Wirtschaftstheorie geht von einer positiven Beziehung zwischen Handel und Produktivität aus, was bedeutet, dass eine stärkere Teilhabe am internationalen Handel Produktivitätssteigerungen nach sich zieht.

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität und des Welthandels hat sich seit Ende der 1990er-Jahre verringert. Nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 verstärkte sich diese Entwicklung merklich. Der Anstieg der Arbeitsproduktivität, die als reales BIP dividiert durch die Zahl der Arbeitskräfte definiert ist, verlangsamte sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften von einem weitgehend stabilen Niveau von rund 2 % vor der Krise auf weniger als 1 % in der Zeit danach. Die Zuwachsraten der Importe in die OECD-Länder sanken zugleich von etwa 7 % in den beiden Jahrzehnten vor der Finanzkrise auf unter 3 % in den vergangenen Jahren (siehe Abbildung A).

Abbildung A
Wachstum der Arbeitsproduktivität und des Handels in fortgeschrittenen Volkswirtschaften



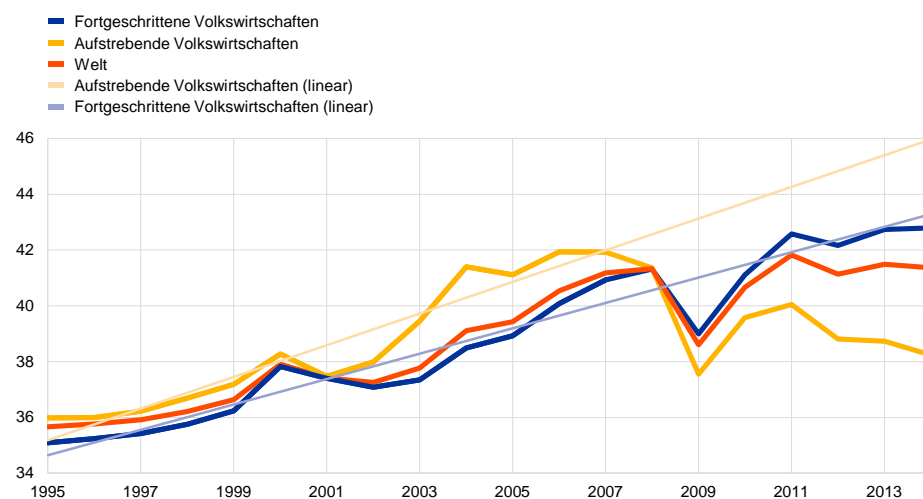
Quellen: EZB-Berechnungen, OECD und The Conference Board 2016.
Anmerkung: Die Arbeitsproduktivität ergibt sich als gewichteter Durchschnitt auf Basis der in Kaufkraftparitäten gemessenen BIP-Werte für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften und bezieht sich auf die Produktion je Arbeitnehmer.

Die Verlangsamung des Welthandels ist wesentlich dadurch gekennzeichnet, dass die Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten in jüngster Zeit zum Erliegen gekommen ist. In den vergangenen Jahren entfiel auf den Handel über globale Wertschöpfungsketten ein Anteil von rund 41 % am gesamten Welthandel

(siehe Abbildung B). Eine eingehendere Analyse bringt allerdings große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern zutage. Während sich der Anteil in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter dem Vorkrisentrend angenähert hat, scheint sich die internationale Fragmentierung der Lieferketten in den Schwellenländern nach der Finanzkrise verringert und zum Teil sogar umgekehrt zu haben.

Abbildung B
Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten

(Handel über globale Wertschöpfungsketten in % des gesamten Welthandels)



Quelle: A. Borin und M. Mancini, Follow the value added: bilateral gross export accounting, Temi di discussione, Nr. 1026, Banca d'Italia, 2015.

Anmerkung: Die Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten bemisst sich am Importgehalt von Exporten zuzüglich des Anteils der Exporte, die von Handelspartnern weiterverarbeitet und reexportiert werden. Die zugrunde liegenden Daten sind Nominalwerte; die Messgröße wurde um die Wertschöpfung in den Energiesektoren bereinigt, sodass eine Verzerrung der Messgröße durch Ölpreisänderungen verhindert wird.

Die Wirtschaftstheorie deutet auf eine positive Beziehung zwischen Handel und Produktivität hin, da unterstellt wird, dass eine Beteiligung am Handel zu einer höheren Produktivität beiträgt.

Die jüngsten Modelle, die den Zusammenhang zwischen Handel und Produktivität abbilden, befassen sich vorrangig mit den Auswirkungen des Handels auf den Wettbewerb. Diesem Forschungsansatz zufolge geht ein höherer Anteil gehandelter Waren mit einem zunehmenden Wettbewerb unter heterogenen Unternehmen einher, was eine Reallokation von Ressourcen zugunsten produktiverer Firmen bewirkt; die am wenigsten produktiven Unternehmen werden indes aus dem Markt gedrängt (z. B. Melitz¹; Melitz und Ottaviano²). Aufgrund des verstärkten Wettbewerbs durch Warenimporte sehen sich die Unternehmen veranlasst, Investitionen zur Verbesserung ihrer Technologien vorzunehmen, während die breitere Verfügbarkeit von Vorleistungsgütern potenziell zu einem Rückgang der Vorleistungskosten führt. Was die Ausfuhren betrifft, so bietet die Möglichkeit, in größere (Export-)Märkte zu expandieren, einen Anreiz, die Effizienz oder Qualität der Produktion anzuheben und damit die Produktivität innerhalb der Unternehmen zu steigern.

¹ Siehe M. Melitz, The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity, in: *Econometrica*, Bd. 71, Nr. 6, 2003, S. 1695-1725.

² Siehe M. Melitz und G. Ottaviano, Market size, trade, and productivity, in: *Review of Economic Studies*, Bd. 75, 2008, S. 295-316.

Vor dem Hintergrund der breiteren Verfügbarkeit von Daten über die Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten wird in einem aktuelleren Forschungsansatz untersucht, welche Beziehung zwischen der Produktivität und der Interaktion von Unternehmen innerhalb globaler Lieferketten besteht.

Zwei Mechanismen deuten auf Produktivitätssteigerungen hin, die aus der Interaktion von Unternehmen innerhalb weltweiter Lieferketten resultieren. Zum einen werden durch die Ausgliederung von Teilen der Produktion an internationale Lieferanten Effizienzgewinne in Form von Kostensenkungen oder Qualitätsverbesserungen erzielt, welche die Produktivität erhöhen. Zum anderen geht mit der Teilhabe an internationalen Produktionsketten in der Regel ein Wissenstransfer einher, durch den sich der Abstand zur technologischen Grenze verringert, sodass die Produktivität auf Firmenebene steigt. Die Wirtschaftsliteratur zur Beziehung zwischen der Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten, dem Handel und der Produktivität hat sich erst in der jüngeren Vergangenheit entwickelt. So nutzt etwa Schwörer³ europäische Daten, um zu belegen, dass die Verlagerung bestimmter Aktivitäten ins Ausland (Offshoring) die Produktivität auf Unternehmensebene steigern kann. Constantinescu et al.⁴ weisen nach, dass die Einbindung in globale Wertschöpfungsketten mit einem Anstieg der Arbeitsproduktivität auf internationaler Ebene verbunden ist.

Anhand eines empirischen Modells werden die verschiedenen Transmissionskanäle zwischen dem Handels- und dem Produktivitätswachstum untersucht.

Hierzu wird als Grundmodell eine Panel-Regression mit fixen Effekten gewählt, die die Arbeitsproduktivität anhand einer Reihe von Handelsvariablen erklärt, welche den Import- und den Exportkanal erfassen; des Weiteren wird der Handel über globale Wertschöpfungsketten berücksichtigt. Dabei werden zwei Messgrößen für globale Wertschöpfungsketten verwendet. Die eine spiegelt den Importgehalt der Ausfuhren wider (Rückwärtsverflechtung, d. h. auf den Einkauf von Vorleistungen bezogene Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten), während die andere die Exporte einbezieht, die von Handelspartnern weiterverarbeitet und reexportiert werden (Vorwärtsverflechtung, d. h. auf den Verkauf von Vorleistungen bezogene Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten). Die Stichprobe basiert auf jährlichen Daten und erstreckt sich auf 13 Branchen des verarbeitenden Gewerbes in 40 fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften im Zeitraum von 1996 bis 2007. Gemäß Bernard, Jensen und Schott⁵ werden die Daten in überschneidungsfreie Zeitspannen von drei Jahren unterteilt, wobei die Veränderungen der handelsbezogenen Variablen und der Variablen der globalen Wertschöpfungsketten in einem gegebenen Dreijahreszeitraum jeweils die Veränderungen der Produktivität in den darauf folgenden drei Jahren erklären.⁶

³ Siehe T. Schwörer, Offshoring, domestic outsourcing and productivity: evidence for a number of European countries, in: Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv), Bd. 149, 2013, S. 131-149.

⁴ Siehe C. Constantinescu, A. Mattoo und M. Ruta, Does vertical specialization increase productivity?, Policy Research Working Paper der Weltbank, Nr. 7978, 2017.

⁵ Siehe A. Bernard, J. Jensen und P. Schott, Trade costs, firms and productivity, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 53, 2006, S. 917- 937.

⁶ Diese Modellierungsentscheidung beugt Endogenitätsproblemen vor und trägt der möglichen Zeitdimension Rechnung, innerhalb deren es zu Wissenstransfer- und Wettbewerbseffekten kommt.

Die Ergebnisse legen einen positiven und signifikanten Zusammenhang zwischen Produktivität und (realem) Welthandel nahe. Für das verarbeitende Gewerbe (ohne Industrien im Ölgeschäft) lässt die Regression in Spalte (1) der Tabelle eine positive Beziehung zwischen den Wachstumsraten der gesamten Aus- und Einfuhren von Waren und Dienstleistungen einerseits sowie dem Anstieg der Arbeitsproduktivität andererseits erkennen. Schlüsselte man den Handel nach Endprodukten und Vorleistungsgütern auf, so zeigt sich, dass die reale Einfuhr von Vorleistungsgütern und Dienstleistungen für den Einfluss des Handels auf die Produktivität maßgeblich ist. Dies lässt darauf schließen, dass die bedeutsameren handelsbedingten Effizienzgewinne sowohl dem verstärkten Wettbewerb auf dem Heimatmarkt als auch dem Zugang zu günstigeren Vorleistungen zu verdanken sind.

Bei Betrachtung der Handelsvariablen stellt sich der Handel über globale Wertschöpfungsketten als die wichtigste Triebfeder der Produktivität und damit der Wirtschaftstätigkeit dar. Unterscheidet man beim Import von Vorleistungsgütern zwischen Einfuhren auf Basis globaler Wertschöpfungsketten und Einfuhren ohne deren Einbeziehung, so erweist sich ausschließlich der Handel über globale Wertschöpfungsketten als statistisch signifikant für die Arbeitsproduktivität. Dies lässt vermuten, dass zusätzlich zu den Produktivitätsgewinnen, die sich aus dem Kanal der Vorleistungskosten ergeben, auch die internationale Verflechtung der Produktionsprozesse einen Anstieg der Arbeitsproduktivität bewirkt. Dies geschieht möglicherweise über Wissenstransfers. Ein um 10 Prozentpunkte höheres Wachstum des Handels im Rahmen globaler Wertschöpfungsketten steigert den Produktivitätszuwachs unter sonst gleichen Bedingungen um etwa 0,5 Prozentpunkte. Die Ergebnisse sind mit Blick auf die Rückwärts- und die Vorwärtsverflechtung innerhalb globaler Wertschöpfungsketten qualitativ ähnlich.

Regressionsergebnisse für das verarbeitende Gewerbe (ohne Ölindustrie)

(abhängige Variable: Arbeitsproduktivität; alle Variablen sind Logarithmen von Differenzen; alle Handels- und GWK-Variablen sind um eine Periode verzögert)

	Alle Länder				Fortgeschrittene Volkswirtschaften		BRIC-Staaten	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)	(4)	(3)	(4)
Kapital/Arbeitnehmer	0,405***	0,404***	0,410***	0,411***	0,289***	0,291***	0,332***	0,326***
Gesamtausfuhren	0,052**							
Gesamteinfuhren	0,007							
Ausfuhr von Endprodukten		-0,014						
Ausfuhr von Vorleistungen		0,029						
Einfuhr von Endprodukten		-0,005	-0,004	-0,004	-0,026	-0,026	-0,072	-0,070
Einfuhr von Vorleistungen		0,076*						
Einfuhr von Vorleistungen ohne Einbeziehung von GWK			0,015	0,015	0,025*	0,025*	0,040	0,039
GWK-Rückwärtsverflechtung			0,045**		0,041*		0,136*	
GWK-Vorwärtsverflechtung				0,054**		0,049*		0,152
Beobachtungen	1 032	1 032	1 012	1 012	728	728	104	104
R ²	0,450	0,453	0,459	0,460	0,467	0,468	0,468	0,468

Quelle: EZB-Schätzungen.

Anmerkung: GWK steht für globale Wertschöpfungsketten. Der Stichprobenzeitraum erstreckt sich von 1996 bis 2007 und ist in vier Dreijahreszeiträume (Durchschnittswerte) unterteilt. Die Regression beinhaltet fixe Effekte auf Länder-Zeitraum-Ebene, um die technologischen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Zeiträumen zu erfassen. Fixe Effekte auf Ebene der einzelnen Industriezweige blieben in der Regression unberücksichtigt, da sie nicht signifikant waren. Alle Variablen verstehen sich in realer Betrachtung. Die Sternchen zeigen eine statistische Signifikanz an, und zwar auf dem Niveau von 10 % (ein Sternchen), 5 % (zwei Sternchen) bzw. 1 % (drei Sternchen), basierend auf robusten Standardfehlern.

Beim Handel über globale Wertschöpfungsketten unterscheidet sich die relative Bedeutung der Messgrößen für die Produktivität je nachdem, ob fortgeschrittene Volkswirtschaften oder große Schwellenländer betrachtet werden.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat der weiter gefasste Näherungswert für den Handel über globale Wertschöpfungsketten (der auch die Vorwärtsverflechtung einschließt) einen etwas stärkeren Einfluss auf die Produktivität als die engere Messgröße (Rückwärtsverflechtung); dies dürfte über das Exportgeschäft verstärkte Lerneffekte anzeigen. Was die wichtigsten Schwellenländer betrifft (die BRIC-Staaten Brasilien, Russland, Indien und China), so ist hier der Wert der geschätzten Koeffizienten zu den Messgrößen der Rückwärtsverflechtung merklich höher als in Industrieländern. Dies deutet darauf hin, dass die Produktivität in diesen Ländern stärker von der Rückwärtsverflechtung profitiert, während sich der weiter gefasste Näherungswert für den Handel über globale Wertschöpfungsketten als marginal insignifikant erweist.

Alles in allem lässt die Analyse den Schluss zu, dass der Welthandel und insbesondere die Einbindung in globale Wertschöpfungsketten auf mittlere Sicht einen signifikanten Einfluss auf die Arbeitsproduktivität ausüben. Daher könnte eine weitere Abschwächung des internationalen Handels, beispielsweise durch die vermehrte Anwendung protektionistischer Maßnahmen, ökonomisch

signifikante Kosten in Form eines geringeren Wachstums der Arbeitsproduktivität mit sich bringen.

2 Rekalibrierung des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten

Auf seiner geldpolitischen Sitzung am 26. Oktober 2017 beschloss der EZB-Rat, das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zu rekalibrieren. Dabei bestätigte er, dass die Ankäufe im Rahmen des APP im derzeitigen Umfang von monatlich 60 Mrd € bis Ende Dezember 2017 beibehalten werden. Ab Januar 2018 soll der Nettoerwerb von Vermögenswerten bis September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus im Umfang von monatlich 30 Mrd € fortgesetzt werden und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Wie bereits zuvor wies der EZB-Rat nochmals auf seine Bereitschaft hin, das Ankaufprogramm im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten, sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen. Überdies bestätigte der EZB-Rat, dass das Eurosystem die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen wird, um sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen beizutragen als auch einen angemessenen geldpolitischen Kurs beizubehalten. Im vorliegenden Kasten werden die Gründe für den Beschluss des EZB-Rats zur Rekalibrierung des APP erläutert und die wichtigsten Transmissionskanäle des Programms beschrieben.

Gründe für die Rekalibrierung des APP

Im Januar 2015 beschloss der EZB-Rat die Einführung des APP, um dem Risiko einer zu lange anhaltenden Phase niedriger Inflation zu begegnen. Von März 2015 bis März 2016 erwarb das Eurosystem Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors im Umfang von monatlich 60 Mrd €. Um die Rückkehr der Inflation auf ein Niveau, das mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB im Einklang steht, zu beschleunigen, wurde das Volumen der monatlichen Käufe im Zeitraum von April 2016 bis März 2017 auf 80 Mrd € aufgestockt. Im Dezember 2016 beschloss der EZB-Rat eine Anpassung des APP und kündigte eine Fortsetzung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten bis Dezember 2017 im reduzierten Umfang von monatlich 60 Mrd € an. Am 26. Oktober 2017 wurde der Beschluss gefasst, das monatliche Ankaufvolumen ab Januar 2018 erneut zu verringern und bis September 2018 per saldo Wertpapiere im Umfang von 30 Mrd € zu erwerben.

Die Rekalibrierung des APP ist Ausdruck eines wachsenden Vertrauens in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an das Inflationsziel der EZB vor dem Hintergrund eines zunehmend robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs, eines Anstiegs der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation und einer anhaltenden effektiven Transmission der geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft. Die Konjunkturindikatoren deuten auf eine unverminderte Wachstumsdynamik im

zweiten Halbjahr 2017 hin. Die breit angelegte weltweite Erholung dürfte die Ausfuhren des Euroraums in nächster Zeit stützen. Die privaten Konsumausgaben werden durch den Beschäftigungszuwachs, der unter anderem auf vorangegangene Arbeitsmarktreformen zurückzuführen ist, und durch das steigende Vermögen der privaten Haushalte getragen. Der konjunkturbedingte Anstieg der Investitionstätigkeit steht nach wie vor im Zeichen der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer verbesserten Ertragslage der Unternehmen. Trotz vermehrter Hinweise, dass sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation erhöht haben, sind überzeugendere Anzeichen für einen dauerhaften Aufwärtstrend bislang ausgeblieben. Alles in allem bedarf es weiterhin eines erheblichen Grads an geldpolitischer Akkommodierung, damit sich allmählich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaut und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird, sodass sie mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB im Einklang steht.

Umfang und Dauer der Wertpapierkäufe sind darauf ausgerichtet, Renditekonstellationen und indirekt damit auch Finanzierungsbedingungen herbeizuführen, die im Einklang mit dem Erreichen des Inflationsziels der EZB stehen. Die Kalibrierung des APP erfolgte unter Berücksichtigung endogener Anpassungsprozesse bei sämtlichen den Markt beeinflussenden Faktoren – darunter Bankkreditzinsen, Unternehmensanleihen und Hypothekarkredite sowie der Euro-Wechselkurs – mit dem Ziel, der Wirtschaft die erforderlichen Impulse zu verleihen, um eine Inflationsentwicklung im Einklang mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB zu fördern.

Die Transmissionskanäle des APP

Niveau und Form der Zinsstrukturkurve lassen sich über zwei Komponenten der langfristigen Zinssätze beeinflussen: die Erwartungskomponente und die Terminprämie. In der Erwartungskomponente kommen die Markterwartungen in Bezug auf den künftigen Pfad der kurzfristigen Zinssätze zum Ausdruck, die unmittelbar von den Leitzinsen beeinflusst werden. Die Terminprämie spiegelt den Renditeaufschlag wider, den Anleger als Entschädigung für das eingegangene Durationsrisiko erhalten, d. h. für Portfolioverluste, die ihnen bei Anleihen mit einer langen Restlaufzeit entstehen könnten, wenn es zu einem unerwarteten Zinsanstieg kommt.

Durch den Ankauf lang laufender Anleihen absorbiert das Eurosystem einen Teil des Durationsrisikos, der andernfalls von privaten Anlegern getragen werden müsste. Wenn die EZB ankündigt, im Rahmen des APP eine gewisse Menge an langfristigen Anleihen über einen bestimmten Zeitraum hinweg abzuziehen und somit einen Teil des Durationsrisikos zu übernehmen, der ansonsten vom Markt zu tragen wäre, kann sie Einfluss auf die Terminprämie und die Zinsstrukturkurve insgesamt nehmen. Durch Senkung der Terminprämien übt das APP Druck auf die längerfristigen Zinssätze aus und verbilligt somit die langfristige Mittelaufnahme, was wiederum Investitionen fördert und den Konsum von Gebrauchsgütern ankurbelt. Stehen privaten Anlegern insgesamt weniger langfristige Anleihen zur Verfügung, bleibt ihnen ein größeres Bilanzvolumen zur

Absicherung des am Markt verbleibenden Durationsrisikos und außerdem eine höhere Risikokapazität für die Umschichtung von Mitteln in andere Anlageformen, etwa zum Erwerb und zur Finanzierung von Produktivkapital. Dieser Prozess der Portfolioumschichtung ist der wichtigste Mechanismus zur Verbreitung geldpolitischer Lockerungen, die durch einen Durationsabzug mittels quantitativer Interventionen angestoßen wurden, über die gesamte Volkswirtschaft hinweg.

Insgesamt spiegelt der Beschluss des EZB-Rats die Einschätzung wider, dass eine vollumfängliche, nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung bislang noch auf sich warten lässt. Diese Beurteilung basiert auf einer Prüfung der jüngsten Entwicklung der Inflation anhand von vier Kriterien: erstens, ob sich die Gesamtinflation über einen relevanten mittelfristigen Zeithorizont auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % zubewegt; zweitens, ob mit hinreichender Sicherheit davon auszugehen ist, dass die Annäherung von Dauer sein und sich die Inflation auf diesem Niveau stabilisieren wird; drittens, ob es sich um eine selbsttragende Entwicklung handelt, d. h., ob der Inflationspfad auch bei einer geringeren Unterstützung seitens der Geldpolitik gewahrt bliebe. Und viertens dienen nicht die Teuerungsraten einzelner Länder als Messgröße, sondern es wird die Inflation im Euroraum insgesamt herangezogen. Der anhaltende Konjunkturaufschwung gibt Grund zur Zuversicht, dass sich die Inflation nach und nach wieder an das Inflationsziel der EZB annähern wird. Gleichwohl ist Geduld gefordert. Die Neukalibrierung des APP bringt zum Ausdruck, dass es trotz der Verringerung des monatlichen Ankaufvolumens weiterhin eines sehr erheblichen Grads an geldpolitischer Akkommodierung bedarf, damit sich allmählich Druck auf die zugrunde liegende Inflation aufbaut und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird.

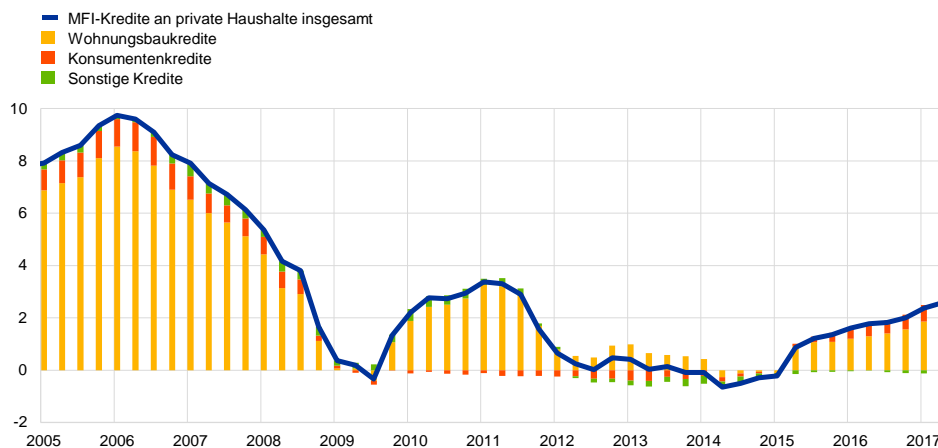
Jüngste Entwicklungen bei den Konsumentenkrediten im Euro-Währungsgebiet

Das Wachstum der Konsumentenkredite nimmt Fahrt auf. Die Jahreswachstumsrate der Gesamtkreditvergabe monetärer Finanzinstitute (MFIs) an private Haushalte im Euroraum hat sich in den letzten Monaten weiter gefestigt, wodurch sich die seit 2014 zu beobachtende allmähliche Erholung fortsetzte (siehe Abbildung A). Was die einzelnen Kreditkomponenten betrifft, so leisten Wohnungsbaukredite nach wie vor den weitaus größten Wachstumsbeitrag in Bezug auf die insgesamt an private Haushalte ausgereichten Kredite. Erkennbar ist auch, dass bei den Konsumentenkrediten in den vergangenen zwei Jahren ein besonders rascher Anstieg zu verzeichnen war, der nahezu den Wachstumszahlen in der Zeit vor der globalen Finanzkrise entsprach. Allerdings bleibt der Beitrag der Konsumentenkredite zum Wachstum der Gesamtkreditgewährung an private Haushalte moderat und unter dem Vorkrisenniveau. Dies liegt an zwei Faktoren: Erstens haben Konsumentenkredite nur einen vergleichsweise geringen Anteil an den gesamten Ausleihungen an private Haushalte, und zweitens ist das Volumen der Wohnungsbaukredite – die 75 % der gesamten MFI-Kredite an Privathaushalte ausmachen – in den letzten Jahren weiter gestiegen.

Abbildung A

MFI-Kredite an private Haushalte (nach Verwendungszweck) im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

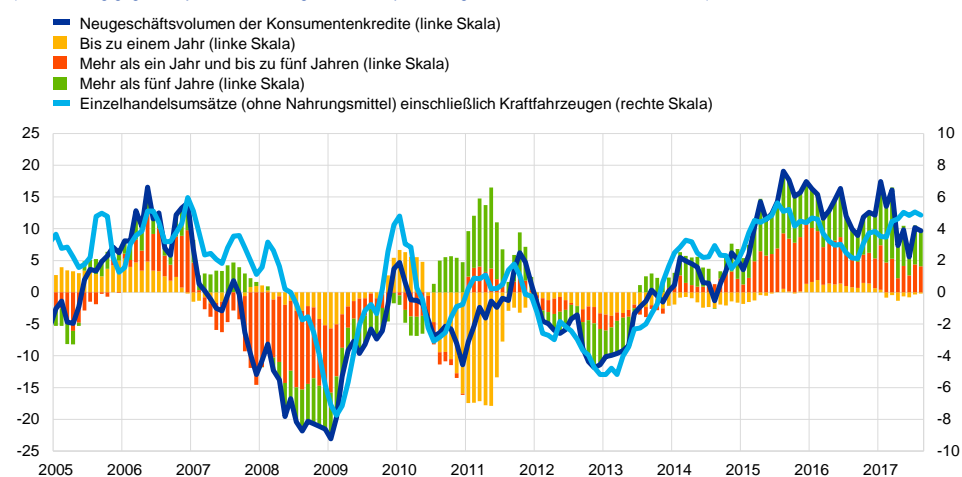
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2017. Die Daten vor 2015 sind nicht um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt.

Höhere Volumina an Konsumentenkrediten stützen die Nachfrage privater Haushalte nach Gebrauchsgütern. Ausschlaggebend für die Belebung der Konsumentenkreditgewährung war die verstärkte Aufnahme neuer mittel- und langfristiger Darlehen (siehe Abbildung B), die das Volumen auslaufender Konsumentenkredite mehr als wettmachte. Konsumentenkredite werden in erster Linie aufgenommen, um teure Anschaffungen wie Möbel, Haushaltsgeräte oder Kraftfahrzeuge zu finanzieren. Die steigende Nachfrage nach solchen Gebrauchsgütern und nach Darlehen zu deren Finanzierung ergibt sich aus dem wiedererstickten Vertrauen der privaten Haushalte im Zuge der breit angelegten

Konjunkturerholung, der Aufhellung am Arbeitsmarkt und den rekordtiefen Bankkreditzinsen. Hierzu haben auch die akkommodierenden konventionellen Maßnahmen und Sondermaßnahmen der EZB einen Beitrag geleistet. Zusammen mit der konjunkturellen Erholung haben diese geldpolitischen Maßnahmen das Ausfallrisiko von Kreditnehmern deutlich reduziert und somit auch zu einem höheren Kreditangebot sowie einer Lockerung der Kreditrichtlinien beigetragen.

Abbildung B
Konsumentenkredite (Neugeschäft) und Einzelhandelsumsätze im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2017. Die Wachstumsrate der Einzelhandelsumsätze (ohne Nahrungsmittel) einschließlich Kraftfahrzeugen ist ein gewichteter Durchschnitt der um den jeweiligen Preisindex bereinigten Wachstumsrate der nominalen Einzelhandelsumsätze ohne Nahrungsmittel (Kraftstoffe ausgenommen) und der entsprechenden Wachstumsrate eines Index für den Absatz von Kraftfahrzeugen auf Basis der Pkw-Neuzulassungen. Die Gewichtung beruht auf den relativen Anteilen dieser Güter an den privaten Konsumausgaben.

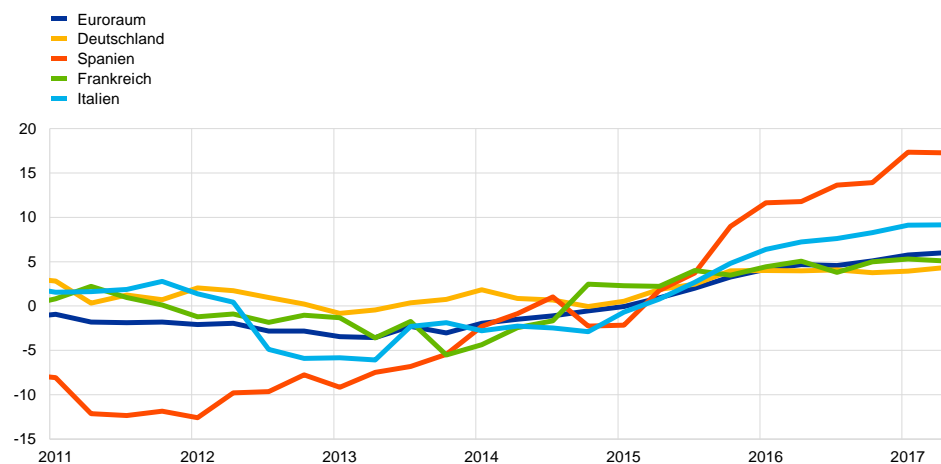
Die Belebung der Konsumentenkreditvergabe ist euroraumweit breit angelegt, wengleich die Wachstumsraten von Land zu Land sehr unterschiedlich sind.

So haben Konsumentenkredite in Spanien wie auch – in geringerem Maße – in Italien seit Mitte 2015 eine wesentliche Rolle bei der Ankurbelung der MFI-Kreditvergabe an private Haushalte insgesamt gespielt. In Spanien liegen ihre Wachstumsraten im zweistelligen Bereich (siehe Abbildung C). Diese robuste Dynamik sollte jedoch vor dem Hintergrund des starken, lang anhaltenden Rückgangs der Bankkreditvergabe im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Euroraum gesehen werden. In Spanien sind Konsumentenkredite die einzige Komponente der Kredite an den Privatsektor, die eine positive Jahreswachstumsrate aufweist. In Italien machen sie die Hälfte des jährlichen Zuwachses bei den MFI-Krediten an private Haushalte insgesamt aus. Im Gegensatz dazu sind die Jahreswachstumsraten der Konsumentenkredite in Deutschland und Frankreich noch immer relativ moderat.

Abbildung C

Konsumentenkredite in ausgewählten Euro-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



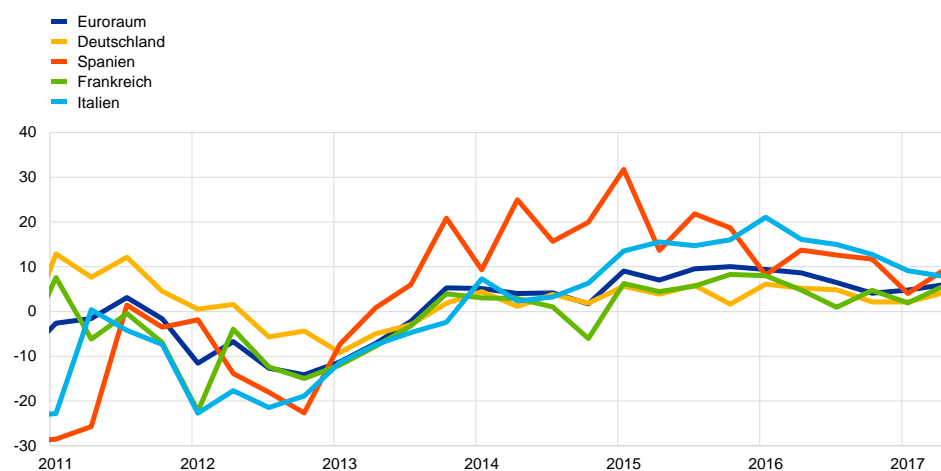
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2017. Die Daten vor 2015 sind nicht um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt.

Abbildung D

Pkw-Neuzulassungen in ausgewählten Euro-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

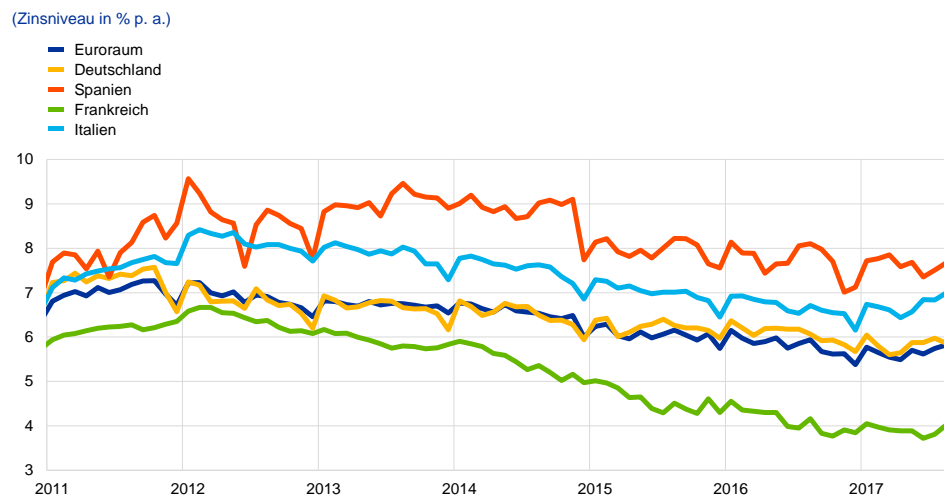
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2017.

Die unterschiedliche Dynamik der Konsumentenkredite in den einzelnen Ländern deckt sich weitgehend mit der jüngsten Entwicklung der Neuwagenkäufe und der Veränderung der Finanzierungsbedingungen. In

Spanien und Italien haben die Pkw-Neuzulassungen in den letzten Jahren deutlich zugenommen (siehe Abbildung D). Parallel dazu hat sich das Konsumentenkreditwachstum Anfang 2015 ins Positive gekehrt und in der Folgezeit kräftig angezogen. Außerdem sind in den vergangenen drei Jahren die nominalen Bankzinsen für Konsumentenkredite gesunken, insbesondere in Frankreich und Spanien (siehe Abbildung E). Seit Mitte 2015 sind die Richtlinien für die Vergabe von Konsumentenkrediten in Spanien und Italien am stärksten gelockert worden (siehe

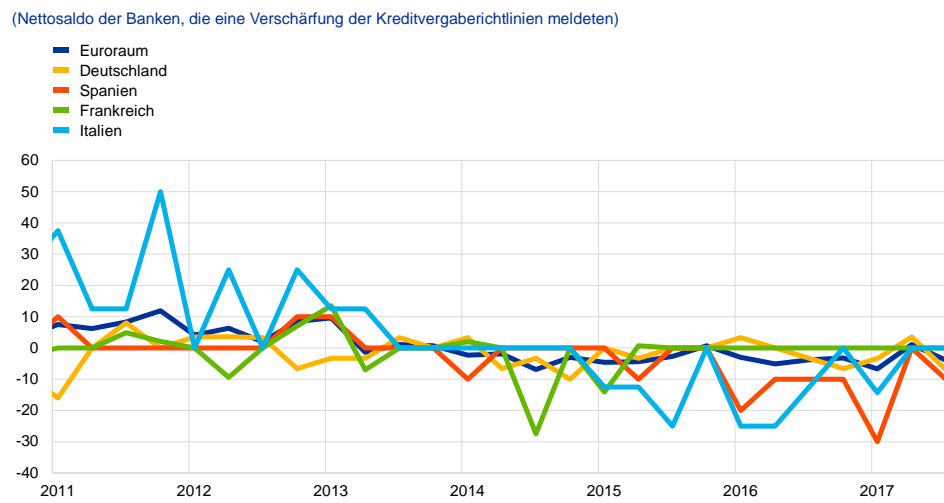
Abbildung F), nachdem sie dort im Gefolge der Finanzkrise und der Verschlechterung der Schuldendienstfähigkeit der privaten Haushalte und der Bankbilanzen erheblich gestraft worden waren.

Abbildung E
 Nominale Bankzinsen für Konsumentenkredite in ausgewählten Euro-Ländern



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2017.

Abbildung F
 Veränderungen der Richtlinien für die Vergabe von Konsumentenkrediten in ausgewählten Euro-Ländern



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2017 und stammen aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (veröffentlicht im Oktober 2017).

Aufsatz

1 Wachstum und Neuausrichtung der Wirtschaft in China und Implikationen für die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet

Nachdem in den letzten vier Jahrzehnten in China ein beachtliches Wirtschaftswachstum zu verzeichnen war, hat sich das Expansionstempo inzwischen verlangsamt, und die Ungleichgewichte in der Wirtschaft haben zugenommen. Das rasche Investitionswachstum und die steigende Verschuldung haben in einigen Sektoren zu Anfälligkeiten geführt. Durch die zunehmende Komplexität und den höheren Verschuldungsgrad im Finanzsystem sind diese Risiken noch verstärkt worden. Zwar verfügt China nach wie vor über politischen Handlungsspielraum zur Abfederung möglicher negativer Schocks, doch könnten ein Abbau von Ungleichgewichten und zusätzliche Strukturreformen dabei helfen, Chinas Wirtschaft mittelfristig auf einen nachhaltigen und robusten Wachstumspfad zu führen. Angesichts der Größe, Handelsoffenheit und vorherrschenden Stellung der chinesischen Volkswirtschaft als Konsument von Rohstoffen ist eine Neuausrichtung Chinas maßgeblich für die weltwirtschaftlichen Aussichten. Verglichen mit seiner Rolle an den internationalen Güter- und Rohstoffmärkten ist Chinas Einbindung in die globalen Finanzmärkte deutlich geringer, wobei das Land auch hier an Bedeutung gewinnt. Eine Simulationsanalyse anhand globaler Makromodelle lässt darauf schließen, dass sich eine moderate Verlangsamung des chinesischen BIP-Wachstums nur begrenzt auf den Euroraum auswirken würde, eine abrupte Korrektur hingegen signifikante Folgen hätte. Die Ergebnisse einer Sensitivitätsanalyse unterstreichen jedoch, dass die Ansteckungseffekte von der Stärke der verschiedenen Transmissionskanäle und der jeweiligen Reaktion der Zentralbanken und Regierungen abhängen.

1 Einleitung

Chinas Aufstieg ist weltweit eine der bedeutendsten wirtschaftspolitischen Erfolgsgeschichten der letzten vier Jahrzehnte. Seit 1980 ist die Wirtschaftsleistung des Landes durchschnittlich um fast 10 % pro Jahr gestiegen. China ist mittlerweile zur zweitgrößten Volkswirtschaft und größten Handelsnation der Welt avanciert, wodurch sich der Lebensstandard verbessert und die Armut verringert haben.

Chinas beeindruckende Wirtschaftsleistung gründet sich auf eine Kombination aus kräftigen Produktivitätsgewinnen und Faktorakkumulation. Eine anfänglich niedrige Kapitalausstattung und hohe Kapitalrenditen boten starke

Investitionsanreize für Unternehmen.¹ Einschneidende Reformen wie die Entwicklung privatwirtschaftlicher Initiativen in den 1980er-Jahren, die Reform der Staatsunternehmen in den 1990er-Jahren und Chinas Beitritt zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001 führten zu erheblichen Produktivitätszuwächsen. Angetrieben wurde die Industrialisierung auch durch ein breites Arbeitskräfteangebot aufgrund der rasch wachsenden Bevölkerung und der Absorption von Arbeitskräften aus ländlichen Gebieten in die moderne Fertigungsindustrie. Dieses Zusammenspiel von Produktivitätszuwächsen und Faktorakkumulation ermöglichte einen raschen Konvergenz- und Aufholprozess in Richtung eines höheren Einkommensniveaus.

China sieht sich jedoch zunehmend zwei miteinander verbundenen Herausforderungen gegenüber: einem langsameren Wachstum und sich vergrößernden Ungleichgewichten. Das Wachstum des BIP, das im Jahr 2007 noch bei über 14 % gelegen hatte, verlangsamte sich auf rund 7 % im vergangenen Jahr. Diese Entwicklung war weitgehend strukturell bedingt, da die begünstigenden Faktoren, die Chinas raschen Konvergenzprozess unterstützten, allmählich in ihrer Wirkung nachlassen. Der Fachliteratur zufolge ist das Potenzialwachstum von durchschnittlich rund 10 % in den 1990er- und 2000er-Jahren auf 7 % bis 8 % in den vergangenen Jahren gesunken (siehe Abbildung 1).² Der sinkende Produktivitätszuwachs und die schrumpfenden Erträge lassen darauf schließen, dass das traditionelle chinesische Wachstumsmodell an seine Grenzen stößt. Zur Wahrung der mittelfristigen Aussichten muss die Volksrepublik Reformen umsetzen und neue Wachstumsquellen erschließen.³ Der Übergang vom mittleren zum hohen Einkommensniveau steht jedoch aufgrund der zunehmenden Ungleichgewichte vor immer größeren Herausforderungen. Im vergangenen Jahrzehnt hat China insbesondere sehr stark auf Investitionen und Kredite als Wachstumsmotoren gesetzt. Diese Ungleichgewichte gefährden zunehmend die Wachstumsaussichten.

¹ Erläuterungen zu den hohen Investitionsausgaben in China finden sich in: C.-E. Bai, C.-T. Hsieh und Y. Qian, The Return to Capital in China, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 37(2), 2006, S. 61-102; J. Knight und S. Ding, Why Does China Invest So Much?, in: Asian Economic Papers, Bd. 9(3), 2010, S. 87-117; OECD, OECD Economic Surveys: China 2013.

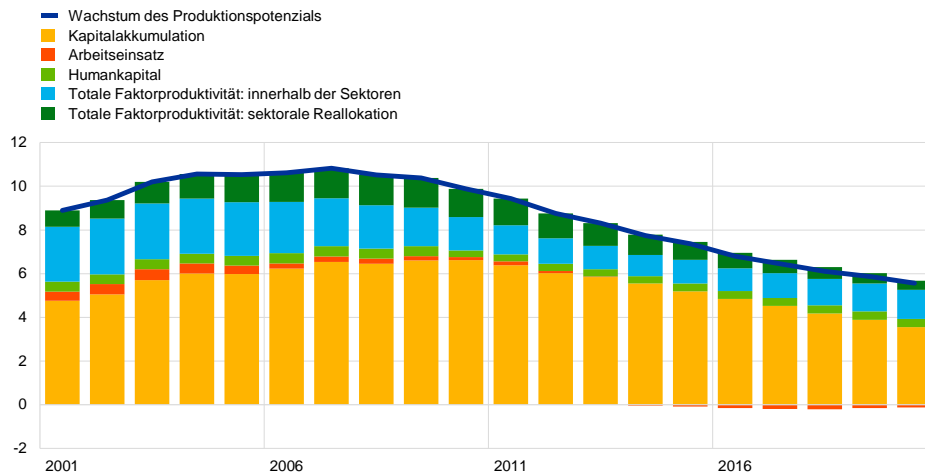
² Erläuterungen zur Problematik der Schätzung des Potenzialwachstums finden sich in: E. Alberola, A. Estrada und D. Santabárbara, Growth beyond imbalances: sustainable growth rates and output gap reassessment, Working Paper der Banco de España, Nr. 1313, 2013; J. Bailliu, M. Kruger, A. Toktamyssov und W. Welbourn, How Fast Can China Grow? The Middle Kingdom's Prospects to 2030, Staff Working Paper der Bank of Canada, Nr. 16-15, 2016; M. Albert, C. Jude und C. Rebillard, The Long Landing Scenario: Rebalancing from Overinvestment and Excessive Credit Growth – Implications for Potential Growth in China, Working Paper der Banque de France, Nr. 572, 2015; W. Maliszewski und L. Zhang, China's Growth: Can Goldilocks Outgrow Bears?, Working Paper des IWF, Nr. 15/113, 2015; R. Anand, K. C. Cheng, S. Rehman und L. Zhang, Potential Growth in Emerging Asia, Working Paper des IWF, Nr. 14/02, 2014; IWF, People's Republic of China: 2014 Article IV Consultation – Staff Report, Länderbericht, Nr. 14/235, 2014.

³ Zilibotti bezeichnet dies als Übergang von einem extensiven Wachstumsmodell hin zu einer auf Innovation basierenden Wachstumsstrategie; siehe F. Zilibotti, China at a Turning Point: The Difficult Transition from Investment-Led to Innovation-Led Growth, Rede anlässlich der Jahreskonferenz der Chinese Economic Association, Duisburg, 1. September 2016.

Abbildung 1

Wachstum des Produktionspotenzials in China

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD, Vereinte Nationen, nationale Behörden und Penn World Tables.

Anmerkung: Schätzungen des Potenzialwachstums und der Wachstumsbeiträge anhand einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion. Die Beiträge der sektoralen Reallokation zum Wachstum der totalen Faktorproduktivität stammen aus M. Albert, C. Jude und C. Rebillard (2015). Projektionen für den Zeitraum nach 2016.

Dieser Aufsatz beschäftigt sich mit den Aussichten für die chinesische

Wirtschaft. In den folgenden beiden Abschnitten werden die aktuellen Ungleichgewichte im chinesischen Wachstumsmodell näher betrachtet und Möglichkeiten für eine Neuausrichtung und Reformen dargestellt. Im vierten Abschnitt wird erörtert, inwiefern sich der wirtschaftliche Wandel in China auf die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet auswirkt.

2 Ungleichgewichte in der chinesischen Volkswirtschaft

Chinas unausgewogene Wirtschaftsstruktur ist zwar bereits seit einiger Zeit Gegenstand internationaler politischer Diskussionen, doch hat sich die Art dieser Ungleichgewichte in den letzten Jahren verändert. Auf die eingebrochene Auslandsnachfrage und das rückläufige Wachstum im Gefolge der globalen Finanzkrise reagierte die chinesische Regierung mit der Förderung von Inlandsinvestitionen. Das Zusammenspiel zwischen schwächerem weltwirtschaftlichem Umfeld und Investitionsboom ermöglichte China eine deutliche Korrektur seiner außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, insbesondere des hohen Leistungsbilanzüberschusses, der 2007 mit fast 10 % des BIP einen Rekordstand verzeichnet hatte. Dies hatte allerdings eine zunehmende Schiefelage der inländischen Wirtschaftsstruktur zur Folge; hier sind vor allem die starke Abhängigkeit von Investitionen, die zunehmende Verschuldung und höhere Risiken im Finanzsektor zu nennen.

Grund für die zuvor beträchtlichen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte wie auch die derzeit unausgewogene Binnennachfrage ist Chinas außergewöhnlich hohe Sparquote. Die gesamtwirtschaftliche Bruttoersparnis belief sich im Jahr 2016 auf 46 % des BIP und zählte damit zu den höchsten

Sparquoten weltweit.⁴ Darin spiegeln sich zahlreiche Faktoren wider, etwa die demografische Entwicklung, sozialpolitische Maßnahmen, die eine Begrenzung von Sozialversicherungs- und Gesundheitsleistungen zur Folge hatten, sowie ein starkes Einkommens- und Wohlstandsgefälle. Niedrige Einlagenzinsen sowie Kapitalverkehrsbeschränkungen, die die Zinserträge privater Haushalte belasten, wirken sich negativ auf die Sparquote aus. In einigen Sektoren sind die Risikobepreisung und die Kapitalallokation verzerrt, was zu einer starken inländischen Investitionstätigkeit und Schuldenakkumulation führt. Es lässt sich also festhalten, dass sich zwar die Struktur der gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte Chinas verändert hat, die Ursachen aber vergleichbar geblieben sind.

Im Folgenden werden die jüngste Entwicklung der Ungleichgewichte in der chinesischen Wirtschaft und deren Risiken für die Konjunkturaussichten näher betrachtet. In Abschnitt 2.1 werden die starke Abhängigkeit der Volksrepublik von Investitionen und Krediten als Wachstumsmotoren und die dadurch entstandenen Anfälligkeiten erörtert. Abschnitt 2.2 befasst sich damit, inwiefern die zunehmende Komplexität des Finanzsystems die Volkswirtschaft für binnenwirtschaftliche Krisen anfälliger machen könnte.

2.1 Starke Abhängigkeit von Investitionen und Krediten

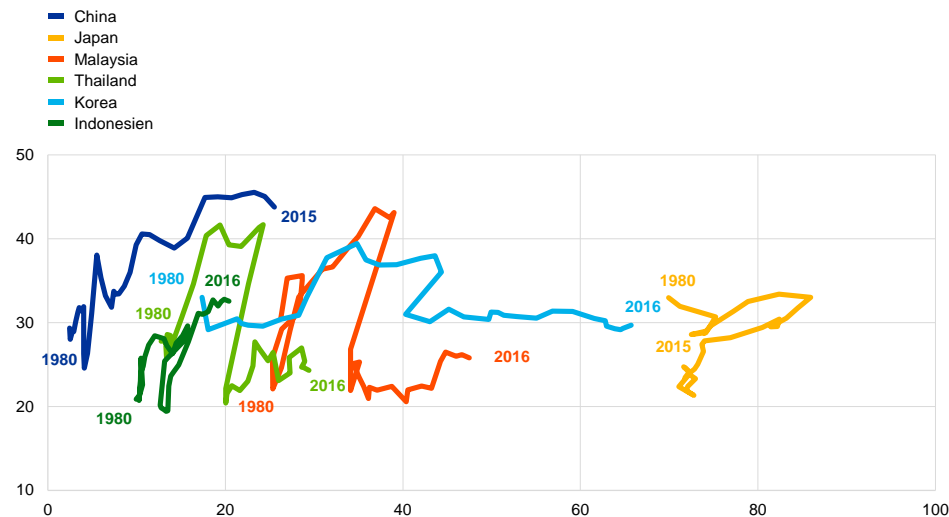
Seit Ende der 1980er-Jahre ist in China eine besonders rege Investitionstätigkeit zu beobachten. Der Anteil der Investitionen am BIP ist sukzessive von rund 30 % in den 1980er-Jahren auf durchschnittlich über 45 % nach dem Jahr 2009 gestiegen. In gewisser Hinsicht spiegeln die hohen Investitionsraten das schnelle Wirtschaftswachstum und die niedrige anfängliche Kapitalausstattung in China wider. Zwar haben einige asiatische Länder in der Vergangenheit vergleichbare Entwicklungsstrategien gewählt, die ebenfalls auf einer raschen Kapitalbildung beruhten, doch in der Regel lagen deren Investitionsraten deutlich unter dem Niveau, das derzeit in China zu verzeichnen ist (siehe Abbildung 2). In der jüngeren Vergangenheit fand eine schrittweise, wenn auch langsame Neuausrichtung von einer investitions- hin zu einer konsumbasierten Wirtschaft statt. Die Investitionsquote ist seit ihrem Höchststand im Jahr 2011 zurückgegangen, liegt im internationalen Vergleich aber nach wie vor auf einem hohen Niveau. Überdies ist der Kapitalkoeffizient weiter angestiegen; begleitet wurde diese Entwicklung von einem rückläufigen Grenzertrag des Kapitals und nachlassenden Wachstumsimpulsen aus der Investitionstätigkeit.

⁴ Erläuterungen zur Sparquote Chinas finden sich in: G. Ma und Y. Wang, China's high saving rate: myth and reality, Working Paper Series der BIZ, Nr. 312, Juni 2010, sowie IWF, People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation: Selected Issues, 2017.

Abbildung 2

Investitionsausgaben im Vergleich zum Entwicklungsstand

(y-Achse: Sachinvestitionen in % des BIP; x-Achse: Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten, in US-Dollar)



Quellen: World Economic Outlook des IWF und Weltbank.

Anmerkung: Das Pro-Kopf-BIP der einzelnen Länder versteht sich relativ zu dem Pro-Kopf-BIP der Vereinigten Staaten zum jeweiligen Zeitpunkt.

Die hohen Investitionsraten gingen auch mit einem massiven Anstieg der Verschuldung einher. Das Kreditwachstum setzte 2009 ein, als die Behörden angesichts sinkender Unternehmensgewinne und -ersparnisse versuchten, eine hohe Investitionstätigkeit aufrechtzuerhalten. Verantwortlich für die höhere Verschuldung war im Wesentlichen der Unternehmenssektor. Wenngleich der Schuldenstand der privaten Haushalte nach wie vor niedriger ist, haben auch sie in den letzten beiden Jahren deutlich mehr Kredite, insbesondere Hypothekendarlehen, aufgenommen. In der jüngsten Zeit hat sich das Kreditwachstum zwar verlangsamt, es liegt aber weiterhin über dem nominalen BIP-Wachstum.

Die Verschuldung ist, sowohl was das Niveau als auch die Wachstumsrate anbelangt, für ein Land mit dem Entwicklungsstand Chinas außergewöhnlich.

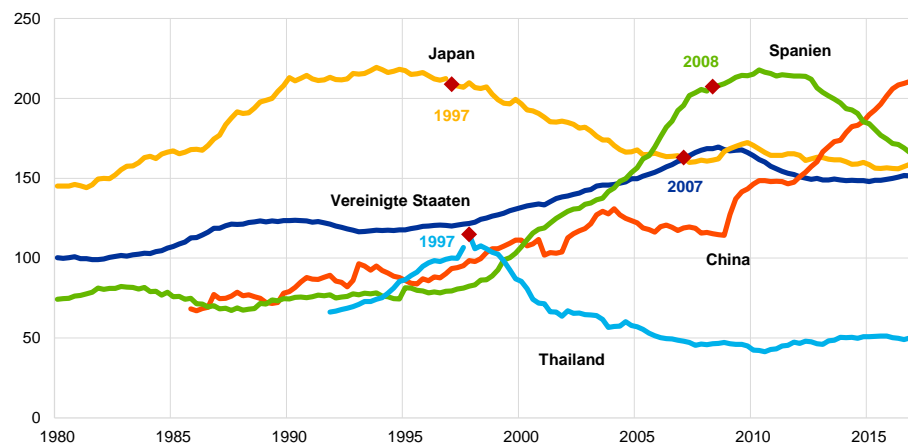
Mit derzeit 211 % ist der am BIP gemessene Schuldenstand des chinesischen nichtfinanziellen Privatsektors im Vergleich zu anderen Schwellenländern hoch und mit dem Niveau in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften vergleichbar. Ein rasches Kreditwachstum hat sich oft als Vorbote von Finanzkrisen erwiesen (siehe Abbildung 3). Selbst in Ländern, die sich einer ausgewachsenen Krise entziehen konnten, verliert das Wachstum nach dem Ende eines Kreditbooms in der Regel deutlich an Fahrt.⁵

⁵ Siehe R. Beck, G. Georgiadis und R. Straub, The finance and growth nexus revisited, in: Economics Letters, Bd. 124(3), 2014, S. 382-385. Darin wird die These erörtert, dass die Wachstumseffekte weiterer Kreditvermittlungen nachlassen oder gar negativ werden können, sobald die Gesamtverschuldung eine bestimmte Schwelle überschreitet.

Abbildung 3

Kreditvergabe im Verhältnis zum BIP in ausgewählten Ländern

(in % des BIP)



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Anmerkung: Kreditvergabe zum Marktwert an den nichtfinanziellen privaten Sektor als prozentualer Anteil am BIP. Die roten Rauten stellen Krisenjahre dar, die aus folgender Quelle stammen: L. Leaven und F. Valencia, Systemic Banking Crises Database: An Update, Working Paper des IWF, Nr. 12/163, 2013.

Das rasche Investitionswachstum und der steigende Schuldenstand haben zur Entstehung von Schwachstellen in einer Reihe chinesischer Sektoren geführt.

Die Risiken betreffen den privaten Unternehmenssektor, die Staatsunternehmen, die regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften sowie den Immobilienmarkt.

Im Unternehmenssektor lasten die zunehmende Verschuldung und die Kapazitätsausweitung auf den Bilanzen und der Ertragslage.

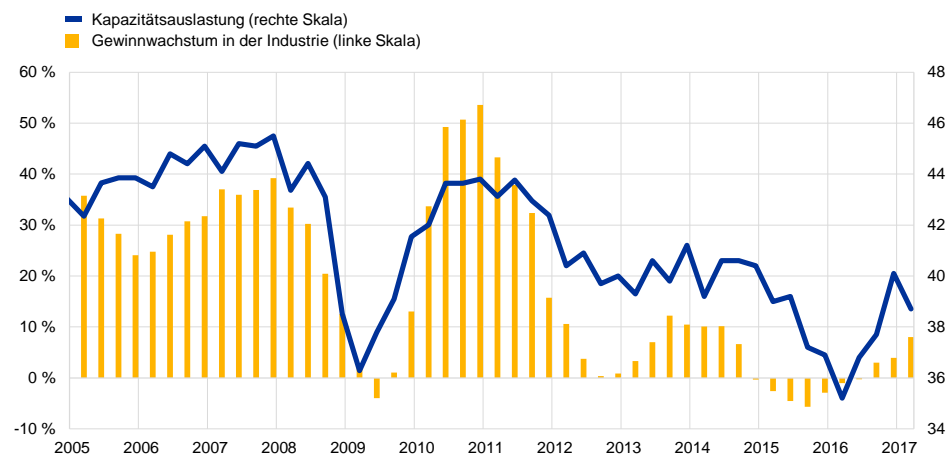
Seit der globalen Finanzkrise weiteten mehrere Branchen ihre Kapazitäten zügig – und deutlich stärker als vom Markt gefragt – aus. Trotz einer moderaten Erholung in den vergangenen Monaten lassen Umfragen darauf schließen, dass die Kapazitätsauslastung der einzelnen Branchen weiterhin unter dem Vorkrisenniveau liegt (siehe Abbildung 4). Als besonders problematisch haben sich die Überkapazitäten in einigen Bereichen der Schwerindustrie erwiesen, wie z. B. in der Stahl-, Aluminium-, Zement- und Flachglasindustrie sowie im Schiffsbau.⁶ Der Kapazitätsüberhang hat die Ertragslage der jeweiligen Unternehmen beeinträchtigt. In den letzten Jahren wurde im Industriesektor nur ein schwaches Gewinnwachstum verzeichnet. Auf Unternehmensebene erhobene Daten deuten darauf hin, dass ein erheblicher Anteil der börsennotierten Unternehmen nicht genügend Gewinne erwirtschaftet, um ihren Schuldendienst leisten zu können (siehe Abbildung 5).

⁶ Siehe Europäische Handelskammer in China, Overcapacity in China: An Impediment to the Party's Reform Agenda, 2016.

Abbildung 4

Kapazitätsauslastung und Gewinnwachstum in der Industrie

(linke Skala: in %; rechte Skala: Diffusionsindex)

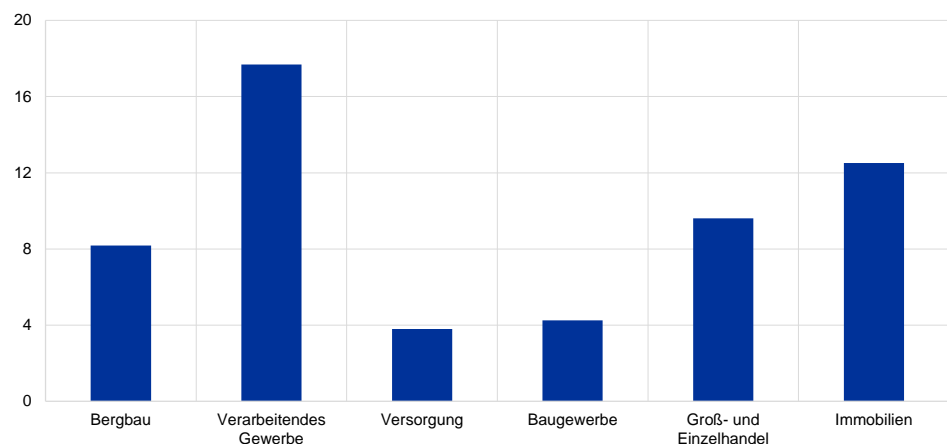


Quellen: CEIC und EZB-Berechnungen.

Abbildung 5

Anteil ausfallgefährdeter Kredite nach Industriezweig

(Anteil börsennotierter Unternehmen in den jeweiligen Sektoren, die eine Zinsdeckungsquote von unter eins aufweisen, in %)



Quellen: Wind Economic Database und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zu den einzelnen börsennotierten Unternehmen beruhen auf Daten vom Juni 2016. Die Zinsdeckungsquote stellt das in der Wind Economic Database berechnete Verhältnis des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT) zu den Zinsaufwendungen dar.

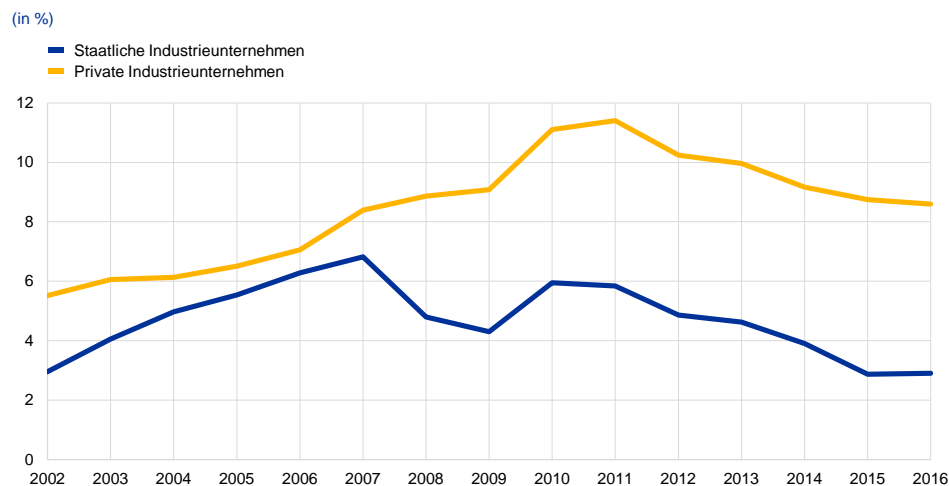
Für die Anfälligkeit des Unternehmenssektors sind vor allem Staats-

unternehmen verantwortlich. Diese genießen Vorrechte bei der Vergabe von Krediten und verfügen über implizite staatliche Garantien. Daher haben sie maßgeblich zum Anstieg der Verschuldung und Investitionstätigkeit in den vergangenen Jahren beigetragen. Im Gefolge der globalen Finanzkrise wirkten die hohen Investitionen der Staatsunternehmen stark antizyklisch, womit der sinkenden weltweiten Nachfrage entgegengesteuert werden konnte.⁷ Dadurch verschlechterte

⁷ Siehe Y. Wen und J. Wu, Withstanding great recession like China, Working Paper der Federal Reserve Bank of St. Louis, Nr. 2014-007A, 2014.

sich jedoch die Ertragslage, sodass die Gesamtkapitalrentabilität der im Industriesektor tätigen Staatsunternehmen weit unter das Niveau der Konkurrenz im privaten Sektor fiel (siehe Abbildung 6).

Abbildung 6
Gesamtkapitalrentabilität

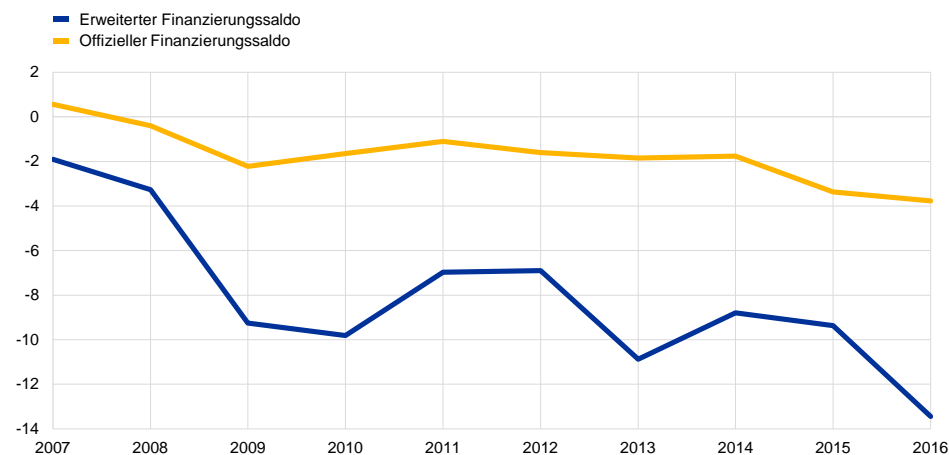


Quellen: CEIC und EZB-Berechnungen.

Der Staatssektor spielte auch dahingehend eine wichtige Rolle, dass die regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften den schnellen Ausbau der Infrastruktur vorantrieben. Ein beträchtlicher Teil der Investitionen seit der globalen Finanzkrise betraf Infrastrukturprojekte, die zumeist von regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften durchgeführt wurden, denen es untersagt ist, Haushaltsdefizite auszuweisen. Um die ehrgeizigen Wachstumsziele zu erreichen, griffen sie daher auf Landverkäufe und außerbilanzielle Finanzierungen zurück, die über spezielle Finanzierungsvehikel der Gebietskörperschaften bereitgestellt wurden, wobei sich diese wiederum über Anleiheemissionen und Bankdarlehen refinanzierten. Bezieht man diese Finanzierungen in die Berechnung des „erweiterten Defizits“ ein, gelangt man zu dem Schluss, dass die staatlichen Stimulierungsmaßnahmen in den letzten Jahren wesentlich umfangreicher waren, als aus den offiziellen Defizitzahlen hervorgeht (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7 Finanzierungssaldo

(in % des BIP)



Quellen: CEIC, Wind Economic Database und EZB-Schätzungen.

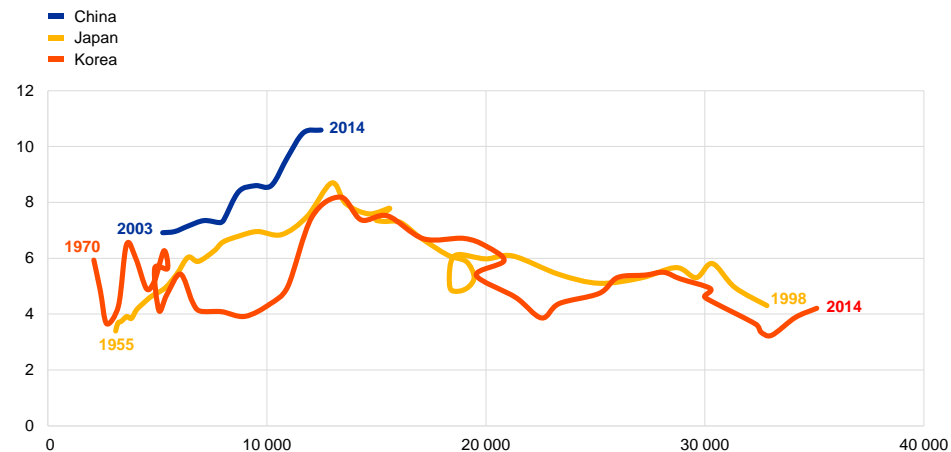
Anmerkung: Der erweiterte Finanzierungssaldo ist der öffentliche Finanzierungssaldo zuzüglich der geschätzten Ausgaben der regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften, die durch Landverkäufe, Kreditaufnahmen der Gebietskörperschaften und außerbilanzielle Finanzierungen (über ausgelagerte Finanzierungsvehikel der Gebietskörperschaften) finanziert wurden. Das „erweiterte Defizit“ entspricht in etwa der Begriffsbestimmung in: IWF, People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation, 2017.

Auch im Immobiliensektor haben die Risiken zugenommen. Immobilieninvestitionen waren eine der treibenden Kräfte des rapiden Investitionswachstums, das in den vergangenen Jahren in China zu beobachten war (siehe Abbildung 8). Eine Reihe von Faktoren haben zur starken Nachfrage am Wohnungsmarkt beigetragen, darunter die Urbanisierung und der Sanierungsbedarf bei Bestandswohnungen. Auch das solide Einkommenswachstum der privaten Haushalte, hohe Sparquoten und ein begrenztes Angebot an alternativen Investitionsmöglichkeiten haben dazu geführt, dass Immobilien ein im Vergleich zu Bankeinlagen und Aktien attraktives Anlageobjekt für private Haushalte geworden sind. Es gibt jedoch Anzeichen für mögliche Ungleichgewichte. Der Immobilienboom in China ging mit einem raschen Anstieg der Immobilienpreise einher. Die Schätzwerte eines qualitätsbereinigten Preisindex für Wohnimmobilien in 35 größeren chinesischen Städten stiegen von 2006 bis 2014 real um jährlich 10 %.⁸ In kleineren Städten dagegen stellt das Überangebot am Häusermarkt trotz einer gewissen Verbesserung im letzten Jahr weiterhin ein Problem dar. So verfügen Immobilienentwickler noch immer in großem Umfang über unverkaufte Bestandsgebäude. Ein Abschwung am Häusermarkt könnte die chinesische Gesamtwirtschaft hart treffen, da sie stark vom Immobiliensektor abhängig ist.

⁸ Siehe J. Wu, J. Gyorko und Y. Deng, Evaluating the Risk of Chinese Housing Markets: What We Know and What We Need to Know, in: China Economic Review, Bd. 39(7), 2016, S. 91-114.

Abbildung 8 Wohnungsbauinvestitionen

(y-Achse: Wohnungsbauinvestitionen in % des BIP; x-Achse: Pro-Kopf-BIP auf Basis von Kaufkraftparitäten)



Quellen: Penn World Tables und nationale Quellen.

Anmerkung: Die Schätzungen zu Wohnungsbauinvestitionen basieren auf dem Wert aller laut der chinesischen Baustatistik neu errichteten Wohngebäude. Siehe Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Effekten eines Abschwungs am chinesischen Wohnimmobilienmarkt, Monatsbericht, August 2014, S. 18-20.

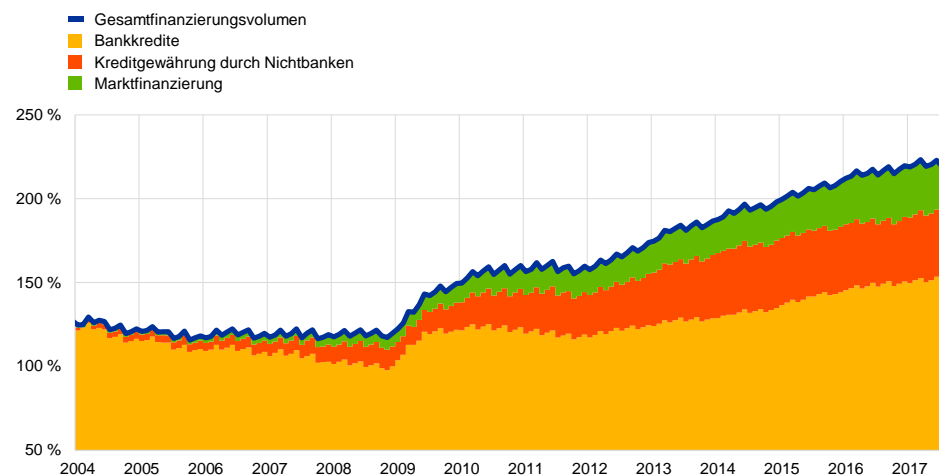
2.2 Zunehmende Verschuldung und Komplexität im Finanzsektor

Die mit dem rasch wachsenden Schuldenstand verbundenen Risiken sind durch die gestiegene Komplexität des Finanzsystems noch verstärkt worden.

Banken sind in China nach wie vor die wichtigste Kreditquelle, und ihre Aktiva sind seit der weltweiten Finanzkrise beträchtlich gestiegen. Indessen ist auch ein Zuwachs der Aktivitäten im Nichtbanken- bzw. im Schattenbankensektor zu verzeichnen: Die Kreditvergabe durch Nichtbanken an den nichtfinanziellen Sektor hat sich bis 2016 auf rund 70 % des BIP erhöht (siehe Abbildung 9).

Abbildung 9 Gesamtfinanzierungsvolumen

(in % des BIP)



Quellen: CEIC und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Beim Gesamtfinanzierungsvolumen (Total Social Financing – TSF) handelt es sich um eine Messgröße, mit der die People's Bank of China die insgesamt bereitgestellten Finanzierungsmittel an die Wirtschaft erfasst. Hierzu zählt auch die Beteiligungsfinanzierung.

Die zunehmende Finanzierung über Nichtbanken hat den Unternehmen neue Kreditquellen erschlossen, aber auch neue Risiken mit sich gebracht.

Von Nichtbanken angebotene Finanzierungsformen können vorteilhaft sein, wenn sie Firmen und privaten Haushalten alternative Finanzierungsquellen eröffnen und die finanzielle Inklusion fördern. So haben in China neue Kanäle der Finanzierung über Nichtbanken zur Liberalisierung des Finanzsystems beigetragen. In diesen Tätigkeiten kommt jedoch vermehrt Aufsichtsarbitrage zum Ausdruck: Institute beabsichtigen dabei, die regulatorische Kontrolle zu minimieren und die Auswirkungen von Eigenkapital-, Risikovorsorge- und Liquiditätsanforderungen zu mindern (oder völlig zu vermeiden).

Die mit dem Schattenbankensystem verbundenen Risiken erstrecken sich über das gesamte Finanzsystem.

Banken sind Risiken aus Schattenbankprodukten über explizite und implizite Garantien ausgesetzt, denn sie besitzen oder unterhalten viele Nichtbankenstrukturen und haften potenziell für Verluste der von ihnen vermarkteten Anlageprodukte des Schattenbankensystems. Wenngleich Banken beispielsweise nicht direkt für so genannte Vermögensverwaltungsprodukte haftbar sind, lassen implizite Garantien darauf schließen, dass sie sich verpflichtet fühlen könnten, Anleger bei einem Ausfall zu entschädigen. Die engere Verflechtung zwischen dem Schattenbanken- und dem Bankensektor spiegelt sich auch in der raschen Kreditausweitung am Geldmarkt wider; Großbanken verleihen Gelder an kleinere Banken und andere Finanzinstitute wie Wertpapierhäuser, Treuhänder und Vermögensverwaltungsgesellschaften. Außerdem nutzen Banken vermehrt Schattenbankstrukturen, um das klassische Kreditgeschäft aus ihrem Anlagebuch auszulagern. Diese so genannten Schattenkredite beinhalten Forderungen aus strukturierten Produkten von Treuhändern und Wertpapierfirmen, in denen Kredite und Anleihen gebündelt werden. Banken erfassen diese Risikopositionen als

Forderung an ein Finanzinstitut, wodurch die Anforderungen in Bezug auf das Eigenkapital und die Risikovorsorge sinken.

Die rasche Kreditexpansion könnte höhere Risiken für das Bankensystem signalisieren. Insgesamt liegt die Kernkapitalquote der Banken allerdings deutlich über den regulatorischen Mindestanforderungen. Der Deckungsgrad der Rückstellungen ist zwar rückläufig, aber immer noch hoch, und der Anteil der gemeldeten notleidenden Kredite im gesamten Bankensektor war mit rund 1,7 % der Gesamtkreditvergabe im Jahr 2016 sehr niedrig. Allerdings legt die Analyse von Daten auf Unternehmens- und Bankebene die Vermutung nahe, dass das Volumen der nach den Schätzungen ausfallgefährdeten Kredite – d. h. des Anteils der an Unternehmen mit einer niedrigen Zinsdeckungsquote vergebenen Kredite – höher liegen könnte.⁹

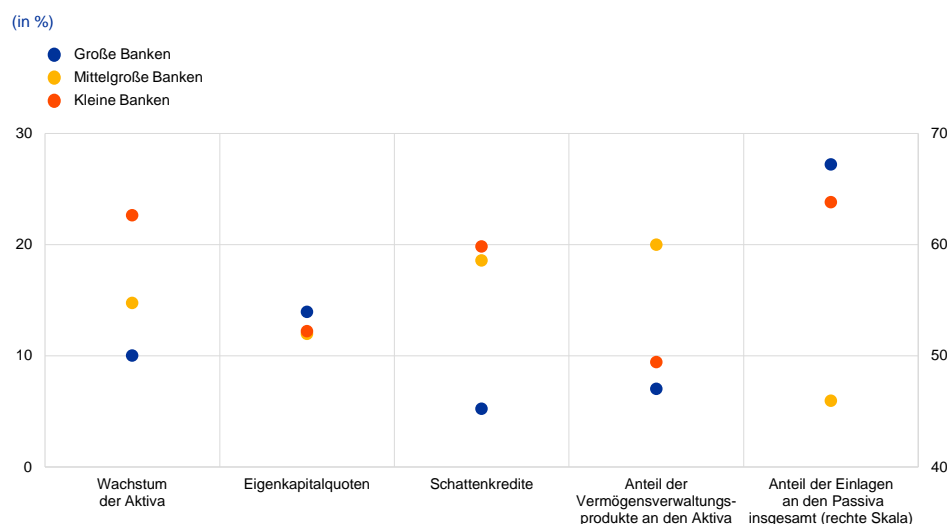
Auch eine Veränderung des Sparverhaltens hat zu gestiegenen Refinanzierungs-, Liquiditäts- und Ausfallrisiken für Banken – insbesondere für kleinere Institute – geführt. Die niedrigen Einlagenzinsen und die Verbreitung alternativer Sparprodukte (z. B. Vermögensverwaltungsprodukte) haben sich begünstigend auf die Mobilität der Sparer ausgewirkt, die verstärkt nach Anlagen mit höheren Renditen suchen. Die Situation variiert jedoch von Bank zu Bank. Das Gros der Privatkundeneinlagen fließt nach wie vor an die fünf größten Banken des Landes, da hier die Erwartungen bezüglich einer impliziten staatlichen Unterstützung hoch sind. Bei kleineren Banken wird hingegen deutlich seltener davon ausgegangen, dass der Staat unterstützend eingreift, sodass diese stärker unter dem veränderten Sparverhalten leiden und zunehmend auf die Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte angewiesen sind, um die rasch wachsenden Aktiva zu refinanzieren. Auch greifen sie vermehrt auf die von der Zentralbank bereitgestellte Liquidität zurück: So hat sich die Kreditaufnahme bei der People's Bank of China in den vergangenen zwei Jahren verdoppelt und belief sich Ende 2016 auf 16 % des BIP. Der Refinanzierungsdruck hat die Nettozinsmargen und die Rentabilität kleiner Banken beeinträchtigt.

Alles in allem scheint der Bankensektor daher zwar insgesamt gesund zu sein, es gibt jedoch große Unterschiede zwischen den einzelnen Instituten. Den fünf größten Banken fließen nach wie vor Privatkundeneinlagen zu, und sie treten am Interbankenmarkt als Nettokreditgeber auf. Sie haben ihr Geschäft weniger aggressiv ausgebaut, weniger Schattenkredite angesammelt und verfügen nur über geringe außerbilanzielle Risikopositionen. Das heißt, dass die von ihnen gemeldeten regulatorischen Kennziffern ihren Liquiditäts- und Kapitalbedarf deutlich repräsentativer abbilden. Bei den übrigen Banken sind die Risiken beträchtlich höher. Auf die mittelgroßen und kleineren Banken entfällt ein unverhältnismäßiger Anteil der Kredit- und Refinanzierungsrisiken, da sie über größere Portfolios mit Schattenkrediten und außerbilanzielle Risikopositionen aus Vermögensverwaltungs-

⁹ Schätzungen für in der Wind Economic Database enthaltene börsennotierte Unternehmen (Stand: Juni 2015) gehen davon aus, dass rund 8 % des bilanziellen Kreditgeschäfts als „ausfallgefährdet“ eingestuft werden können. Hierbei handelt es sich um den Anteil des Kreditvolumens börsennotierter Unternehmen, die eine Zinsdeckungsquote von unter eins haben.

produkten verfügen, eine niedrigere Rentabilität aufweisen und stärker von der Finanzierung über die Geld- und Kapitalmärkte abhängig sind (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10
Refinanzierung der Banken und Buchkreditforderungen



Quellen: CEIC, UBS und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Beim Wachstum der Aktiva handelt es sich um den Durchschnittswert für den Zeitraum von 2014 bis 2016. Die Eigenkapitalquoten beziehen sich auf das Kern- und das Ergänzungskapital. Die Schattenkredite werden anhand des Anteils der Forderungen gegenüber anderen Finanzinstituten an den gesamten Aktiva dargestellt. Die Berechnung des Anteils der Vermögensverwaltungsprodukte an den Aktiva erfolgt anhand von UBS-Daten für 23 börsennotierte Banken zum Jahresende 2015. Die Eigenkapitalquoten, Schattenkredite und Einlagen im Verhältnis zu den Passiva insgesamt werden mit Stand Ende 2016 dargestellt. Bankendefinition gemäß CEIC-Abgrenzung.

3 Perspektiven für eine wirtschaftliche Neuausrichtung und Reformen

Trotz der höheren Anfälligkeit verfügt China nach wie vor über politischen Handlungsspielraum zur Abfederung möglicher negativer Schocks. Mit einer hohen gesamtwirtschaftlichen Ersparnis, umfangreichen Devisenreserven und einem Leistungsbilanzüberschuss ist China gegen eine Außenfinanzierungskrise gut gewappnet. Die Schätzungen für die gesamtstaatliche Verschuldung im erweiterten Sinne, die Eventualverbindlichkeiten und außerbilanzielle Kreditaufnahmen der regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften mit umfasst, haben sich in den letzten fünf Jahren erhöht. Mit rund 60 % des BIP ist jedoch noch etwas Handlungsspielraum vorhanden, um auf aufkommende Schocks reagieren zu können.¹⁰ Außerdem ist das Zins-Wachstums-Differenzial trotz Wachstumsverlangsamung weiterhin günstig. China verfügt zudem über einen erheblichen Bestand an öffentlichen Vermögenswerten wie beispielsweise Devisenreserven, obwohl Letztere in den vergangenen beiden Jahren gesunken sind. Und nicht zuletzt hat die Regierung weiterhin Instrumente zur Hand, um die

¹⁰ Eine Erörterung der Berechnung der staatlichen Verschuldung Chinas im weiteren Sinne findet sich in: IWF, People's Republic of China: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation, 2017.

chinesische Wirtschaft – insbesondere über ihre engen Beziehungen zu Staatsunternehmen und Banken – zu steuern.

Mit einem weiteren Abbau von Ungleichgewichten und zusätzlichen Reformen könnte es China jedoch gelingen, auf mittlere Sicht einen nachhaltigeren Wachstumspfad einzuschlagen. In der Vergangenheit trugen kurzfristige Stimulierungsmaßnahmen, die angesichts eines rückläufigen strukturellen Wachstums und zunehmender Ungleichgewichte zwecks Ankurbelung der Konjunktur ergriffen wurden, zur Stabilisierung des Wachstums bei. Ein Festhalten an solchen Maßnahmen könnte jedoch zur Folge haben, dass die Sicherheitspuffer irgendwann aufgebraucht sind. Eine Änderung der Produktions- und Nachfragestruktur, einschließlich einer geringeren Abhängigkeit von investitions- und kreditbasiertem Wachstum, könnte China den Übergang zu einem ausgewogeneren Wachstumspfad erleichtern.

Das dritte Plenum des Zentralkomitees der Kommunistischen Partei Chinas stellte 2013 eine Reformagenda auf. Schwerpunkt dieser Agenda war es, Ungleichgewichte abzubauen und den Märkten eine größere Rolle bei der Ressourcenallokation zuzugestehen. Seitdem wird das chinesische Finanzsystem kontinuierlich liberalisiert. Besonders stark waren diese Bemühungen im Jahr 2016, als China den G-20-Vorsitz innehatte. In den vergangenen Monaten befasste sich die Regierung intensiver mit den Gefahren für die Finanzstabilität und ergriff regulatorische Maßnahmen, um Risiken im Schattenbankensystem eingehender zu überprüfen und zu erfassen. Es wurden Verwaltungsreformen in die Wege geleitet, die das Geschäftsumfeld bereits verbessern. Auch die finanzpolitischen Maßnahmen zeigen erste Wirkung bei den Finanzen der regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften, die allmählich wieder ins Lot kommen. Langsamer voran gehen indes die Reformbemühungen im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Rolle der Staatsunternehmen, auch wenn die Regierung bereits Schritte unternommen hat, um die Probleme im Bereich der Unternehmensführung anzupacken. Das behutsame Vorgehen bei Wirtschaftsreformen lässt sich unter anderem damit erklären, dass diesen ein Konflikt innewohnen kann: Während zwar auf mittlere Sicht Stabilität angestrebt wird, kann es beim kurzfristigen Wachstum zu stärkeren Schwankungen kommen. Dieser Konflikt spiegelt sich zum Teil in der Senkung und Lockerung der jährlichen BIP-Wachstumsziele wider. Mit dem 19. Nationalen Volkskongress der Kommunistischen Partei, der vor Kurzem stattgefunden hat, bot sich der Regierung die Chance, den Reformweg mit neuer Dynamik weiterzuverfolgen.

Die Erfahrungen, die 2015 bei der Anpassung des Wechselkurssystems gesammelt wurden, verdeutlichen die mit Reformen verbundenen Herausforderungen. Ab Mitte 2014 wertete der US-Dollar auf und am Markt wuchs die Besorgnis über die wirtschaftlichen Aussichten Chinas, woraufhin sich die Erwartungen an die Entwicklung des Renminbi-Wechselkurses änderten. In der Folge kam es in China zu erheblichen Nettokapitalabflüssen, da die Unternehmen ihre US-Dollar-Verbindlichkeiten zurückzahlten und sich die privaten Haushalte um eine Diversifikation ihrer Anlageportfolios bemühten. Zeitgleich entschieden die Behörden, das chinesische Wechselkurssystem anzupassen. Der Wechselkurs des

Renminbi, der bis dahin de facto an den US-Dollar gekoppelt war, sollte künftig über einen Währungskorb gesteuert werden. Dieser Schritt sorgte am Finanzmarkt für hohe Volatilität, wobei sich die Kapitalabflüsse beschleunigten und die Devisenreserven drastisch schrumpften. Stabilisierend wirkte eine verbesserte Kommunikation seitens der People's Bank of China, kombiniert mit strikteren Kapitalverkehrskontrollen und Maßnahmen zur Stützung des Wachstumsausblicks. Dies trug dazu bei, dass sich die Erwartungen wieder drehten. Die Ereignisse verdeutlichten jedoch, dass eine stärkere Öffnung des Finanzmarkts auch eine höhere Instabilität desselben nach sich ziehen kann. Daher muss eine solche Öffnung mit einem flexiblen Wechselkurs einhergehen, um eine unabhängige Geldpolitik zu gewährleisten. Solche vielschichtigen Konflikte zwischen kurzfristiger Stabilität einerseits und dem Erreichen mittelfristiger Zielsetzungen andererseits könnten auch in anderen Reformbereichen zutage treten.

4 Auswirkungen der wirtschaftlichen Neuausrichtung Chinas auf die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet

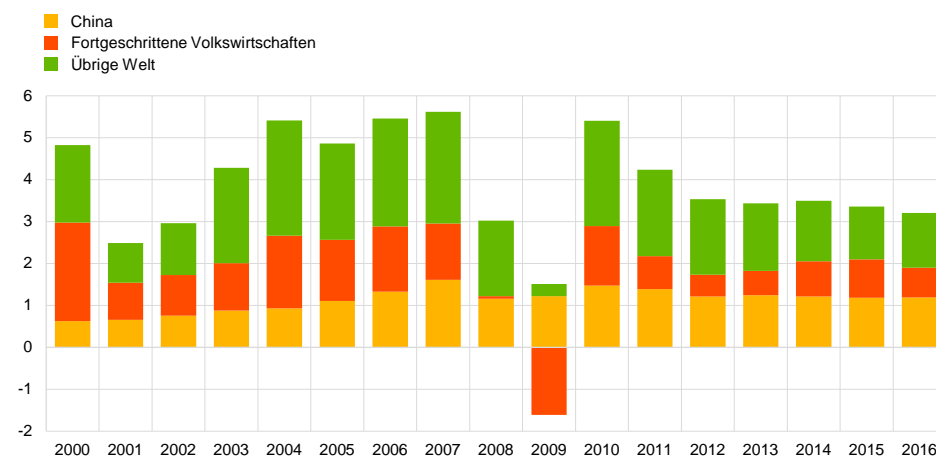
4.1 Chinas Verflechtungen mit der übrigen Welt und dem Euroraum

Angesichts der Größe, Handelsoffenheit und vorherrschenden Stellung der chinesischen Volkswirtschaft als Rohstoffkonsument wirkt sich eine Neuausrichtung Chinas ganz entscheidend auf den Ausblick für die Weltwirtschaft aus. Im Durchschnitt hat China seit 2005 ein Drittel – und somit mehr als alle fortgeschrittenen Volkswirtschaften zusammen – zum Weltwirtschaftswachstum beigetragen (siehe Abbildung 11). Rund 10 % der globalen Importe entfallen auf China. Darin zeigt sich unter anderem die wichtige Stellung, die das Land innerhalb der weltweiten Wertschöpfungsketten einnimmt. Für viele Handelspartner hängt aber auch ein beträchtlicher Teil ihrer Wertschöpfung von der Endnachfrage in China ab. Das Land zählt zu den weltweit größten Konsumenten und Produzenten zahlreicher Rohstoffe. Mehr als die Hälfte des globalen Kupfer-, Aluminium- und Eisenerzverbrauchs und ein hoher Anteil am weltweiten Energieverbrauch sind China zuzuordnen.

Abbildung 11

Beiträge zum weltweiten BIP-Wachstum

(Beiträge zum weltweiten BIP in Prozentpunkten; gewichtet nach Kaufkraftparitäten)



Quelle: Internationaler Währungsfonds.

Verglichen mit seiner Rolle an den weltweiten Güter- und Rohstoffmärkten ist die Einbindung Chinas in die globalen Finanzmärkte deutlich geringer; die Erfahrungen der letzten Jahre haben jedoch gezeigt, dass Schocks, die von China ausgehen, die internationalen Finanzmärkte durchaus in Mitleidenschaft ziehen können. Im Jahr 2015 entfielen 8 % der weltweiten Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten auf China und Hongkong zusammengenommen. Allerdings dürfte die Zusammensetzung der außenwirtschaftlichen Position Chinas das über Bilanz- und Bewertungskanäle gegebene finanzielle Ansteckungspotenzial begrenzen. Die Aktiva des Landes bestehen nämlich hauptsächlich aus Reserven, während die Passiva primär ausländische Direktinvestitionen betreffen. Die Ereignisse im Sommer 2015 zeigten jedoch, dass Schocks, die ihren Ursprung in China haben, die globalen Finanzmärkte über den Vertrauenskanal erschüttern können, auch wenn direkte Engagements im Finanzsektor nur in begrenztem Maße vorliegen. Damals lösten Schwankungen am chinesischen Aktienmarkt und ein volatiler Wechselkurs weltweit eine Phase der Risikoaversion aus. In Zukunft dürften Finanzkanäle an Bedeutung gewinnen, da die Behörden ihren Schwerpunkt auf eine stärkere Öffnung des Finanzmarkts legen.¹¹

Mit dem Euro-Währungsgebiet weist China weniger direkte Verbindungen auf.

Rund 7 % der Ausfuhren des Euroraums in Drittländer gehen nach China.¹² Auf finanzieller Ebene sind die direkten Verflechtungen geringer: Auf China und Hongkong entfallen insgesamt nur 2,7 % der Forderungen von Kreditinstituten des Euro-Währungsgebiets gegenüber Ländern außerhalb des Euroraums und nur etwa 1 % der Forderungen von Kreditinstituten des Euro-Währungsgebiets, wenn Forderungen innerhalb des Euroraums einbezogen werden (siehe Abbildung 12).

¹¹ Siehe EZB, Understanding the links between China and the euro area, Financial Stability Review, Kasten 1, November 2015, sowie EZB, Is euro area financial stress becoming more global?, Financial Stability Review, Kasten 1, November 2016.

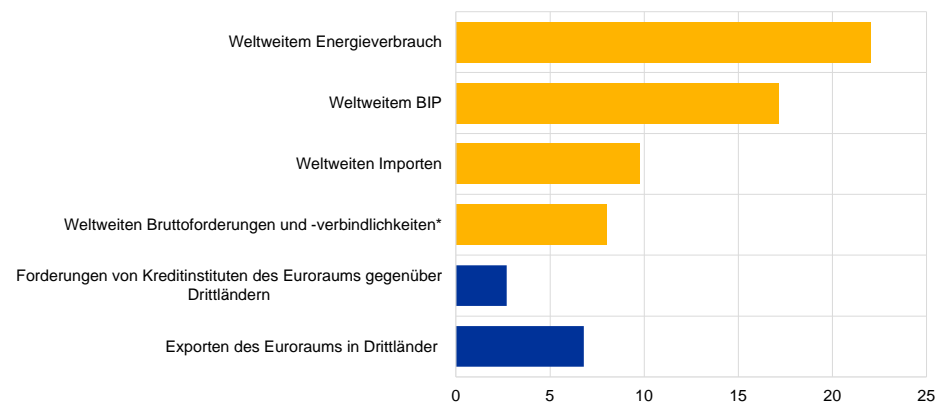
¹² In Anbetracht des raschen Anstiegs der chinesischen Importe in den letzten zehn Jahren hat China seit 2005 etwa 12 % zum Wachstum der Auslandsnachfrage nach Gütern des Eurogebiets beigetragen.

Abbildung 12

Chinas Rolle in der Weltwirtschaft und seine Verflechtungen mit dem Euroraum

(gelbe Balken: Anteil an den globalen Gesamtwerten in %; blaue Balken: Anteil an den Gesamtwerten des Euroraums in %)

Chinas Anteil an:



Quellen: Internationaler Währungsfonds und Internationale Energieagentur.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf 2015. BIP auf Basis von Kaufkraftparitäten, Importe auf Basis von Marktwechselkursen. Energieverbrauch als Anteil am weltweiten Gesamtangebot an Primärenergie. Forderungen von Kreditinstituten des Euroraums gegenüber China als prozentualer Anteil an den Forderungen von Kreditinstituten des Eurogebiets gegenüber Drittstaaten.

*Einschließlich Hongkong.

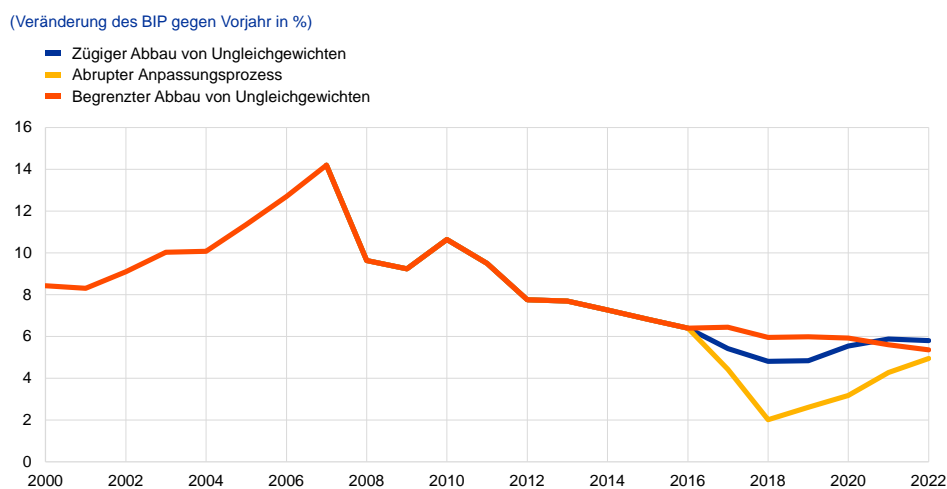
4.2 Übertragungseffekte der wirtschaftlichen Neuausrichtung in China auf die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet

In diesem Abschnitt wird anhand von drei stilisierten Szenarien aufgezeigt, wie die möglichen Anpassungspfade für die chinesische Wirtschaft aussehen könnten (siehe Abbildung 13). In dem Szenario „begrenzter Abbau von

Ungleichgewichten“ wird von einer allmählichen Wachstumsverlangsamung in China ausgegangen, bei der nur einige moderate Maßnahmen zum Abbau von Ungleichgewichten in der Wirtschaft ergriffen werden. Auf kurze Sicht würde dies implizieren, dass die Wirtschaft weiterhin auf ein investitionslastiges und kreditbasiertes Wachstum ausgerichtet ist. Damit blieben auch einige Schwachstellen und Abwärtsrisiken bestehen. Das Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ beinhaltet aggressivere Reformanstrengungen zur Behebung vorhandener Anfälligkeiten. Weniger Investitionen und eine verminderte Kreditschöpfung implizieren ein kurzfristig schwächeres Wachstum. Allerdings würden sich die Reformen im weiteren Verlauf positiv auf die privaten Konsumausgaben auswirken und die Effizienz der Wirtschaft erhöhen, was zu einem nachhaltigeren mittelfristigen Wachstumspfad führen würde. Das Szenario „abrupter Anpassungsprozess“ fußt auf einer stärkeren Wachstumsabschwächung, in der die Abwärtsrisiken tatsächlich zum Tragen kommen. Eine Ursache für einen derartigen Abschwung könnten Anpassungen im Finanzsektor sein, wenn sich die Finanzierungsbedingungen verschärfen. Angesichts der Tatsache, dass China noch immer über politischen Handlungsspielraum zur Abfederung von Schocks für die Wirtschaft verfügt, wird einem kurzfristigen Konjunkturerinbruch nur eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit beigemessen.

Abbildung 13

Beispielszenarien für den Wachstumsausblick Chinas



Quellen: CEIC und EZB-Berechnungen.

Um die Auswirkungen einer Neuausrichtung in China nachvollziehen zu können, werden globale makroökonomische Modelle herangezogen; damit können die entsprechenden Übertragungseffekte auf die Weltwirtschaft untersucht werden. Das Szenario „begrenzter Abbau von Ungleichgewichten“ stellt das Basisszenario dar. Dieses wird zunächst mit dem Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ verglichen, das massive Reformbemühungen unterstellt, um bestehende Anfälligkeiten zu beheben. Hierbei wird eine zusätzliche Abschwächung des chinesischen BIP um insgesamt etwa 3 % im Zeitraum von drei Jahren impliziert (siehe Abbildung 13).¹³ Danach werden die Auswirkungen des Szenarios „abrupter Anpassungsprozess“ untersucht, das durch eine drastische Verschärfung der Finanzierungsbedingungen ausgelöst wird. In diesem Fall wäre das reale BIP Chinas nach drei Jahren rund 9 % niedriger. Um die Bedeutung der verschiedenen Übertragungskonzepte zu verdeutlichen, gehen die Simulationen anfangs von einigen wesentlichen Annahmen aus, die danach gelockert werden. So wird zunächst unterstellt, dass a) Handels- und Finanzverflechtungen den historischen Durchschnittswerten entsprechen; b) die Ölmärkte eine endogene Reaktion aufweisen; c) die Übertragungseffekte von den chinesischen Finanzmärkten auf die übrige Welt begrenzt sind; und d) die Geldpolitik in China eingeschränkt ist, da die Behörden ein kontrolliertes Wechselkursregime verfolgen.¹⁴ Für die Simulationen wird das ECB-Global-Modell zugrunde gelegt und mit einer Reihe struktureller und nichtstruktureller globaler Modelle verglichen; hierzu zählen das globale Modell des IWF (Global Integrated Monetary and Fiscal Model – GIMF), das Oxford Economics

¹³ Dies wird mithilfe eines negativen binnenwirtschaftlichen Nachfrageschocks, der in erster Linie durch eine geringere Investitionstätigkeit bedingt ist, sowie einer endogenen Verschärfung der Kreditkonditionen und der Kreditvergabebedingungen der Banken simuliert.

¹⁴ Eine weitere wesentliche Annahme besteht darin, dass die Geldpolitik außerhalb Chinas nicht eingeschränkt ist. Zudem wird bei den Simulationen unterstellt, dass es über das Wirken der automatischen fiskalischen Stabilisatoren hinaus keine finanzpolitischen Impulse gibt. Die Szenarien berücksichtigen keine möglichen Auswirkungen von Veränderungen der weltweiten Unsicherheit, Vertrauenseffekte oder ein Übergreifen auf andere Schwellenländer.

Global Model (Oxford) sowie das neue Mehrländermodell der EZB (New Multi-Country Model – NMCM) für den Euroraum.¹⁵ Die Modelle weisen unterschiedliche Detailtiefen und Länderabdeckungen auf.

Unter den genannten Annahmen zeigen die Modelle, dass das Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ kurzfristig eine Dämpfung der Weltwirtschaft zur Folge hätte, wenngleich die Auswirkungen – außer für die erdölproduzierenden Länder – relativ begrenzt wären. Die Wiederherstellung eines ausgewogenen Wachstums in China, die einen Rückgang des (importintensiven) Investitionswachstums umfasst, führt zu einer spürbaren Verringerung des Welthandelwachstums, was die Exportnachfrage der wichtigsten Handelspartner Chinas schwächt. Länder mit engeren Handelsbeziehungen sind von negativen Schocks aus China stärker betroffen. Die Wirtschaftsleistung der erdölproduzierenden Länder wird darüber hinaus aufgrund von negativen Anpassungen der Terms of Trade, die sich aus den rückläufigen Ölpreisen infolge der schwächeren globalen Nachfrage ergeben, merklich in Mitleidenschaft gezogen. In rohstoffimportierenden Staaten trägt die Verbilligung der Rohstoffe – zusammen mit einer Lockerung der Geldpolitik – jedoch zur Stabilisierung der Nachfrage bei. Im ECB-Global-Modell, das Finanzkanäle mit berücksichtigt, werden die grenzüberschreitenden Effekte in begrenztem Maße auch durch die Finanzmärkte verstärkt. So wirken sich der Anstieg der Spreads am Interbankenmarkt in China und die sinkenden Aktienkurse nachteilig auf die internationalen Aktiennotierungen aus und haben weltweit eine Erhöhung der Spreads am Interbankenmarkt und der Risikoprämien zur Folge. Demgegenüber wird der Finanzsektor im GIMF-, im Oxford- und im NMCM-Modell nur eingeschränkt abgebildet, wodurch die globalen Übertragungseffekte schwächer ausfallen als im ECB-Global-Modell. Ungeachtet dieser Unterschiede sind die Ergebnisse der Modelle im Großen und Ganzen aber ähnlich. Die Resultate lassen darauf schließen, dass die Wirtschaftsleistung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, so auch im Euro-Währungsgebiet, als Reaktion auf eine konjunkturelle Eintrübung in China im Umfang von etwa 3 % nach drei Jahren bis zu 0,3 % niedriger liegt (siehe Abbildung 14). Diese Auswirkungen stehen weitgehend im Einklang mit der Fachliteratur, in der sich – je nach verwendetem Modell und Szenariospezifikation – eine Reihe von Schätzungen finden.¹⁶ Im Gefolge des in China zu verzeichnenden niedrigeren Kostendrucks im Inland und im verarbeitenden Gewerbe kommt es im Zusammenwirken mit dem Preisverfall für Öl und sonstige Rohstoffe aufgrund der nachlassenden chinesischen Nachfrage auch zu einem Abwärtsdruck auf die Inflation.

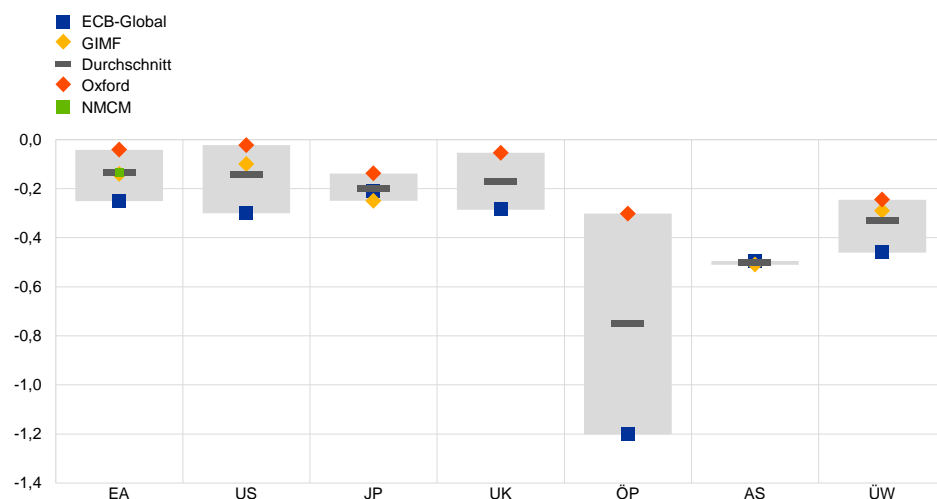
¹⁵ Siehe A. Dieppe, G. Georgiadis, M. Ricci, I. Van Robays und B. van Roye, ECB-Global: Introducing the ECB's Global Macroeconomic Model for Spillover Analysis, Working Paper Series der EZB, Nr. 2045, 2017; M. Kumhof, D. Laxton, S. Mursula und D. Muir, The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure, Working Paper des IWF, Nr. 10/34, 2010; A. Dieppe, A. Gonzalez Pandiella und A. Willman, The ECB's New Multi-Country Model for the euro area: NMCM – Simulated with rational expectations, Working Paper Series der EZB, Nr. 1315, 2011.

¹⁶ Siehe beispielsweise A. Dizioli, B. Hunt und W. Maliszewski, Spillovers from the Maturing of China's Economy, Working Paper des IWF, Nr. 16/212, 2016; OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2015/2; D. Furceri, J. T. Jalles und A. Zdzienicka, China Spillovers: New Evidence from Time-Varying Estimates, Spillover Task Force des IWF, 2016; R. Huidrom, A. Kose und F. L. Ohnsorge, How important are spillovers from major emerging markets?, Working Paper der Weltbank, Nr. 8093, 2017.

Abbildung 14

Übertragungseffekte aus China – Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“

(reales BIP, Abweichung vom Szenario „begrenzter Abbau von Ungleichgewichten“ nach drei Jahren in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Reaktionen auf eine Wachstumsverlangsamung in China von insgesamt rund 3 % des BIP nach drei Jahren. EA = Euroraum; US = Vereinigte Staaten; JP = Japan; UK = Vereinigtes Königreich; ÖP = Ölproduzenten; AS = asiatische Schwellenländer; ÜW = übrige Welt.

Das Szenario „abrupter Anpassungsprozess“, das durch eine deutliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in China geprägt ist, ergibt jedoch vergleichsweise größere Übertragungseffekte.

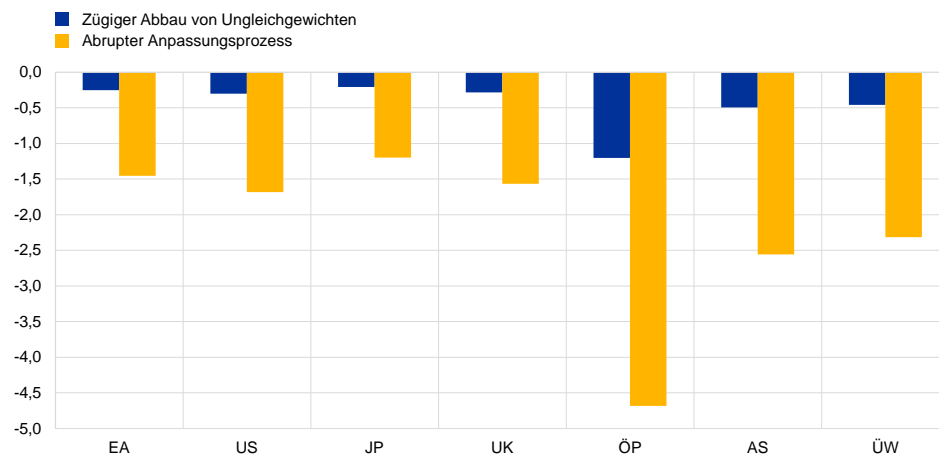
Dieses Szenario beinhaltet einen kräftigeren Rückgang des Wirtschaftswachstums in China, der sich, verglichen mit dem Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“, zwangsläufig stärker auf die übrige Welt auswirkt (siehe Abbildung 15). Aber auch die Art des Schocks hat Einfluss darauf, wie groß die Ansteckungseffekte sind. Trotz der noch immer recht geringen finanziellen Verflechtungen mit der übrigen Welt dürften restriktivere Finanzierungsbedingungen in China den Annahmen zufolge die weltweiten Risikoprämien ansteigen lassen. Der in China zu beobachtende Schock würde sich daher sowohl über den Handelskanal (durch die niedrigere Inlandsnachfrage) als auch über den Finanzkanal verbreiten. Damit sind seine Auswirkungen auf die übrige Welt schwerwiegender.¹⁷

¹⁷ Dies steht im Einklang mit: S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou und J. L. Pedro, Financial Regulation, Financial Globalization and the Synchronization of Economic Activity, in: Journal of Finance, Bd. 68(3), 2013, S. 1179-1228.

Abbildung 15

Übertragungseffekte aus China – Szenario „abrupter Anpassungsprozess“

(reales BIP, Abweichung vom Szenario „begrenzter Abbau von Ungleichgewichten“ nach drei Jahren in %)



Quelle: ECB-Global-Modell.

Anmerkung: Die in der Abbildung dargestellten BIP-Rückgänge resultieren aus (1) dem Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ in China, das auf einer Abschwächung der Inlandsnachfrage um rund 3 % des BIP nach drei Jahren basiert, und (2) dem Szenario „abrupter Anpassungsprozess“ in China, das durch eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen bedingt ist und nach drei Jahren ein um etwa 9 % niedrigeres BIP zur Folge hat. EA = Euroraum; US = Vereinigte Staaten; JP = Japan; UK = Vereinigtes Königreich; ÖP = Ölproduzenten; AS = asiatische Schwellenländer; ÜW = übrige Welt.

Eine Lockerung diverser Annahmen hinsichtlich der Übertragungskanäle und der Reaktion der Politik in verschiedenen Volkswirtschaften hat zur Folge, dass die Übertragungseffekte einer konjunkturellen Eintrübung in China stärker ausfallen.

Die Szenarioergebnisse entstammen hauptsächlich dem ECB-Global-Modell, das reale und finanzielle grenzüberschreitende Ansteckungen berücksichtigt und damit eine Grundlage für eine einheitlichere Untersuchung der Übertragungskanäle bildet. In Abbildung 16 wird auf Basis des Szenarios „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ dargestellt, dass der kumulierte Effekt auf das BIP im Euro-Währungsgebiet bei einer Lockerung verschiedener Annahmen erheblich größer ausfiel. In den folgenden Abschnitten werden die verschiedenen Kanäle genauer betrachtet.

a) Rohstoffpreise

Die von China ausgehenden Auswirkungen auf die Rohstoffpreise könnten Einfluss auf das Ausmaß der Übertragungseffekte haben.

Die Bandbreite der in der Fachliteratur enthaltenen Schätzungen zu den Auswirkungen einer Wachstumsabschwächung in China auf die Preise für Öl und sonstige Rohstoffe ist groß. Für das Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ legen die ECB-Global-Simulationen nahe, dass die Ölnotierungen nach drei Jahren um nahezu 6 % gesunken wären, was im Vergleich zu anderen Schätzungen im unteren Bereich liegt.¹⁸ Nimmt man die Ölpreise als Ersatzindikator für Rohstoffnotierungen

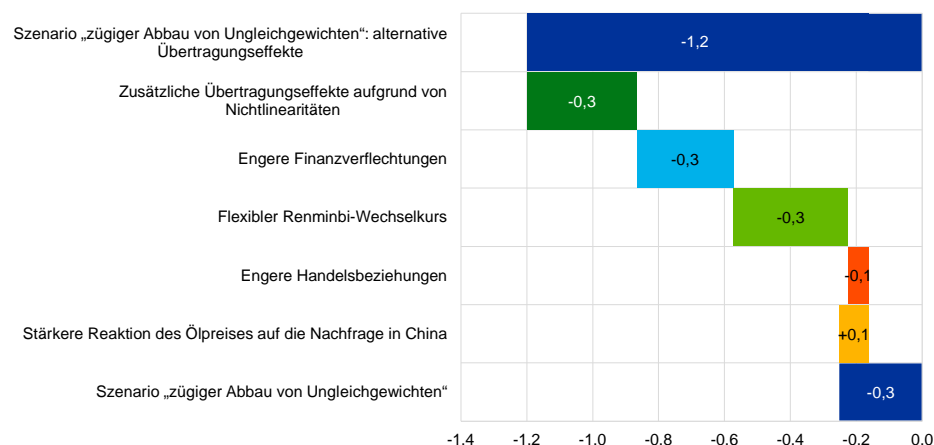
¹⁸ Siehe beispielsweise L. Gauvin und C. Rebillard, Towards recoupling? Assessing the global impact of a Chinese hard landing through trade and commodity price channels, Working Paper der Banque de France, Nr. 562, 2015.

insgesamt, bedeutet dies, dass Letztere doppelt so stark auf Änderungen der chinesischen Nachfrage reagieren könnten. Durch die stärkere Reaktion bei den Rohstoffpreisen werden die Folgen einer wirtschaftlichen Flaute in China auf die Konjunktur im Eurogebiet (und in anderen rohstoffimportierenden Industrieländern) teilweise ausgeglichen (siehe den zweiten Balken von unten in Abbildung 16).

Abbildung 16

Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ und alternative Spezifikationen: Reaktion des BIP im Euroraum

(Abweichung vom Szenario „begrenzter Abbau von Ungleichgewichten“ nach drei Jahren in %)



Quelle: ECB-Global-Modell.

Anmerkung: Den Szenarien liegt die Annahme eines identischen BIP-Rückgangs in China zugrunde (Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“). Der unterste Balken stellt die Abweichung des realen BIP im Euroraum vom Szenario „begrenzter Abbau von Ungleichgewichten“ nach drei Jahren dar. Die jeweils darüber liegenden Balken veranschaulichen, welche Auswirkungen es hat, wenn eine dieser Annahmen zu den Übertragungseffekten zugrunde liegende Annahme verändert wird: (1) Verdoppelung der Reaktion des Ölpreises auf Änderungen der Nachfrage in China; (2) Verdoppelung der Handelsverflechtungen; (3) Annahme, dass der Wechselkurs in China flexibel auf die Wachstumsabschwächung reagiert; (4) Verfünffachung der finanziellen Verflechtungen Chinas mit der übrigen Welt; und (5) Berücksichtigung weiterer Nichtlinearitäten aus der Kombination der Annahmen miteinander. Der oberste Balken zeigt die kumulierten Auswirkungen dieser alternativen Annahmen auf die Ansteckungseffekte, die auf das BIP im Euroraum wirken.

b) Handelsbeziehungen

Die weltweiten Handelsbeziehungen mit China wurden in jüngerer Vergangenheit rapide ausgebaut; so hat das Land seinen Anteil am Welthandel in den vergangenen 15 Jahren mehr als verdoppelt. Diese stärkere Einbindung Chinas in den internationalen Handel hat auch das Potenzial für Übertragungseffekte erhöht. Allerdings werden globale Makromodelle typischerweise unter Zugrundelegung der durchschnittlichen bilateralen Handelsbeziehungen der vergangenen Jahre kalibriert.¹⁹ Um diesen Umstand zu verdeutlichen, wird in diesem alternativen Szenario eine Verdoppelung der Handelsverflechtungen der Industrieländer mit China unterstellt. Dies deckt sich weitgehend mit dem Anstieg der direkten Handelsströme von den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach China in den Jahren von 1996 bis 2016. Die Wirkung von Schocks in China auf das Eurogebiet dürfte sich den Vorhersagen nach leicht intensivieren, da die Bedeutung

¹⁹ So wird beispielsweise für die im ECB-Global-Modell verwendeten Handelsgewichte der Durchschnitt für den Zeitraum 2009-2015 gebildet.

der Volksrepublik für den Welthandel zugenommen hat (siehe den dritten Balken von unten in Abbildung 16).²⁰

c) Wechselkursregime und geldpolitische Reaktion in China

Die Übertragungseffekte werden maßgeblich auch vom Wechselkursregime und der Reaktion der Geldpolitik in China beeinflusst. Für das Szenario „zügiger Abbau von Ungleichgewichten“ gilt die Annahme, dass in China angesichts der konjunkturellen Eintrübung keine geldpolitischen Maßnahmen ergriffen werden und bezüglich des Wechselkurses grundsätzlich ein kontrolliertes Floating zum US-Dollar Anwendung findet. Allerdings wäre es vor dem Hintergrund der jüngsten Reformen zur Liberalisierung des Wechselkurses womöglich angebrachter vorzusetzen, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger in China den negativen wirtschaftlichen Schock unter anderem durch Zinssenkungen abfedern. Dies führt wiederum zu einer Abwertung des Renminbi.²¹ Die damit verbundenen Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Chinas würden die nachteiligen Folgen des zügigen Abbaus von Ungleichgewichten für die chinesische Konjunktur zum Teil ausgleichen. Das Szenario wird entsprechend angepasst. Seine Kalibrierung basiert auf einem Zusammenspiel von verbesserter preislicher Wettbewerbsfähigkeit und nachlassender Nachfrage (vor dem Hintergrund der Reformbemühungen), was dennoch innerhalb von drei Jahren einen Rückgang des chinesischen BIP um 3 % zur Folge hätte. Die damit einhergehende niedrigere Nachfrage Chinas und der Rückgang der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum implizieren erheblich größere Übertragungseffekte (siehe den vierten Balken in Abbildung 16); so sind die BIP-Einbußen im Euro-Währungsgebiet zweimal so hoch wie in einem Szenario, bei dem eine Reaktion der Geldpolitik in China ausbleibt.

d) Finanzielle Verflechtungen

Je enger die finanziellen Verflechtungen werden, desto größer könnten auch die Auswirkungen einer Wachstumsabschwächung in China auf die Weltwirtschaft sein. Die Simulationsrechnungen des Basisszenarios unterstellen begrenzte Finanzverflechtungen zwischen China und der übrigen Welt, wodurch die finanziellen Ansteckungseffekte nur gering wären. Allerdings schreitet die Finanzintegration des Landes mit der übrigen Welt rasch voran, und die Ereignisse im Sommer 2015 machen deutlich, dass China das Potenzial hat, die weltweiten Finanzmärkte in Mitleidenschaft zu ziehen. Um die engeren Finanzverbindungen mit China zu simulieren, wird der Anteil des finanziellen Engagements der einzelnen Volkswirtschaften gegenüber China verfünffacht und der Anteil der Engagements

²⁰ Dies steht im Einklang mit: D. Furceri, J. T. Jalles und A. Zdzienicka, China Spillovers: New Evidence from Time-Varying Estimates, Spillover Task Force des IWF, 2016.

²¹ Nachdem die chinesischen Behörden zuvor die Strategie der Wechselkurssteuerung mit einem stabilen Kurs des Renminbi gegenüber dem US-Dollar verfolgt hatten, wurde die chinesische Währung liberalisiert; sie orientiert sich inzwischen an einem Währungskorb.

gegenüber der übrigen Welt entsprechend reduziert.²² Durch die intensiveren finanziellen Verbindungen sind die negativen Übertragungseffekte auf das BIP in den Industrieländern mehr als doppelt so hoch wie zuvor (siehe den fünften Balken von unten in Abbildung 16).

Insgesamt betrachtet bestätigen die Ergebnisse der modellgestützten Sensitivitätsanalyse, dass die Ansteckungseffekte komplex sind und von der Stärke der verschiedenen Transmissionskanäle sowie der Reaktion der Zentralbanken abhängen. In Abbildung 16 sind die kumulierten Effekte der verschiedenen Annahmen auf die Transmissionskanäle dargestellt. Geht man von erheblicheren Auswirkungen auf die Rohstoffpreise, engeren Handelsbeziehungen und einer aggressiveren geldpolitischen Reaktion in China mit einer daraus resultierenden Abwertung des Renminbi aus, würde sich das Ausmaß der Übertragungseffekte verdoppeln. Werden darüber hinaus auch vermehrte Finanzverflechtungen unterstellt, würden sich die Auswirkungen noch weiter verstärken. Nichtlinearitäten aus dem Zusammenwirken der engeren Verflechtungen und der unterschiedlichen politischen Reaktionen hätten zusätzlich Folgen für das BIP im Eurogebiet. Die Ansteckungseffekte könnten sogar noch größer sein als in den Modellsimulationen, wenn sich die Aussichten in China eintrüben und eine synchronisierte Konjunkturabschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften auslösen würden und wenn die Ansteckung von den Reaktionen der Zentralbanken abhinge. Zugleich könnte die Politik in China mithilfe eines Konjunkturpakets eine wirtschaftliche Abschwächung theoretisch abmildern.

5 Schlussbemerkungen

Der Aufstieg Chinas stellt die wirtschaftliche Erfolgsgeschichte der letzten vier Jahrzehnte dar, doch hat sich das Wirtschaftswachstum verlangsamt und die Anfälligkeiten haben zugenommen. Der vorliegende Aufsatz kommt zu dem Schluss, dass Chinas starke Abhängigkeit von Investitionen und Krediten zu einer erhöhten Verschuldung geführt hat, was in einer Reihe von Sektoren – so auch im privaten Unternehmenssektor, bei den Staatsunternehmen, den regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften und am Immobilienmarkt – Schwachstellen entstehen ließ. Diese Anfälligkeiten werden durch die Zunahme der Komplexität und des Verschuldungsgrads im Finanzsystem, und hier vor allem durch den merklichen Anstieg der Kreditvergabe durch Nichtbanken, noch verschärft. Trotz dieser fraglos höheren Anfälligkeit verfügt China nach wie vor über politischen Handlungsspielraum zur Abfederung negativer Schocks. Dessen ungeachtet könnten zusätzliche Maßnahmen zum Abbau von Ungleichgewichten sowie Strukturreformen dabei helfen, Chinas Wirtschaft mittelfristig auf einen nachhaltigen und robusten Wachstumspfad zu führen. Angesichts der Größe, Handelsoffenheit und vorherrschenden Stellung der chinesischen Volkswirtschaft als Konsument von Rohstoffen wirkt sich eine Neuausrichtung Chinas maßgeblich auf die

²² Dies bedeutet, dass die finanziellen Verflechtungen Chinas und Hongkongs zusammengenommen mit der übrigen Welt dem Durchschnitt der Finanzverflechtungen zwischen anderen Volkswirtschaften entsprechen.

weltwirtschaftlichen Aussichten aus. Verglichen mit seiner Rolle an den internationalen Güter- und Rohstoffmärkten ist die Einbindung Chinas in die globalen Finanzmärkte deutlich geringer, wobei das Land auch hier allmählich an Bedeutung gewinnt. In diesem Beitrag wurden die möglichen Auswirkungen einer wirtschaftlichen Neuausrichtung in China auf die Weltwirtschaft und das Eurogebiet in verschiedener Hinsicht quantifiziert. Die Simulationsanalyse lässt darauf schließen, dass sich eine moderate Verlangsamung des chinesischen BIP-Wachstums nur begrenzt auf den Euroraum auswirken würde, während eine abrupte Korrektur signifikante Folgen hätte. Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse unterstreichen jedoch, dass die Ansteckungseffekte von der Stärke der verschiedenen Transmissionskanäle und der jeweiligen Reaktion der Zentralbanken und Regierungen abhängen.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontagsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017 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
Juli	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
Aug.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
Sept.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03

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 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 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
Juli	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
Aug.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52
Sept.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68

Quelle: EZB.

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

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017 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
Juli	377,8	3 483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2 454,1	20 044,9
Aug.	375,1	3 451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2 456,2	19 670,2
Sept.	380,7	3 507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2 492,8	19 924,4

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			Effektiver Zinssatz ³⁾				
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren			Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 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	6,42	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	6,39	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	6,33	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	0,41	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	6,38	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	6,39	16,69	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85
April	0,06	0,47	0,39	0,74	6,34	16,70	4,83	5,58	5,96	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87
Mai	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,70	5,09	5,78	6,22	2,43	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87
Juni	0,06	0,47	0,38	0,77	6,31	16,83	4,68	5,74	6,20	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87
Juli	0,05	0,46	0,38	0,76	6,27	16,80	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88
Aug. ^(p)	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,29	5,88	6,38	2,36	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91

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 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	1,37	1,62	1,79
Febr.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,31	1,53	1,76
März	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,31	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	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76
Juni	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,72	1,67	1,26	1,43	1,55	1,76
Juli	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,72	1,23	1,33	1,65	1,74
Aug. ^(p)	0,05	0,10	0,36	2,43	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,74

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾							
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
			FMKGs					FMKGs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Kurzfristig															
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	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	350	162	45	.	32	79	33	
2017 März	1 315	547	131	.	82	480	74	383	171	46	.	43	90	33	
April	1 303	525	137	.	91	479	72	360	156	50	.	43	75	36	
Mai	1 304	522	140	.	93	481	68	362	173	46	.	37	84	21	
Juni	1 289	509	144	.	80	484	72	363	149	68	.	33	81	33	
Juli	1 291	516	146	.	86	477	66	373	177	44	.	43	77	32	
Aug.	1 293	517	147	.	84	474	71	347	168	46	.	29	80	25	
Langfristig															
2014	15 134	4 048	3 165	.	994	6 285	643	223	65	45	.	16	86	10	
2015	15 247	3 784	3 287	.	1 058	6 481	637	215	68	45	.	13	81	9	
2016	15 399	3 693	3 233	.	1 189	6 643	641	219	61	53	.	18	79	8	
2017 März	15 386	3 643	3 207	.	1 159	6 735	643	304	71	103	.	24	97	9	
April	15 358	3 625	3 240	.	1 143	6 716	632	260	55	101	.	12	87	5	
Mai	15 420	3 624	3 240	.	1 143	6 779	634	281	68	90	.	18	101	4	
Juni	15 401	3 618	3 211	.	1 147	6 788	638	230	62	50	.	24	84	9	
Juli	15 394	3 614	3 225	.	1 157	6 765	638	261	74	86	.	21	76	4	
Aug.	15 310	3 589	3 155	.	1 153	6 780	633	118	30	26	.	3	54	5	

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	16 454,4	4 590,6	3 295,4	.	1 052,6	6 822,7	693,0	6 026,4	591,3	850,5	4 584,6
2015	16 516,4	4 301,6	3 433,9	.	1 119,2	6 959,3	702,4	6 819,1	586,4	981,9	5 250,9
2016	16 641,1	4 213,1	3 368,0	.	1 248,4	7 108,2	703,4	7 095,2	538,8	1 085,9	5 470,5
2017 März	16 700,7	4 189,9	3 337,7	.	1 240,8	7 215,0	717,3	7 584,6	610,0	1 134,1	5 840,5
April	16 660,9	4 150,5	3 377,5	.	1 234,0	7 195,0	703,8	7 764,9	636,9	1 152,4	5 975,6
Mai	16 723,5	4 146,2	3 379,5	.	1 235,7	7 260,1	701,9	7 851,0	631,3	1 140,2	6 079,5
Juni	16 690,7	4 127,3	3 354,8	.	1 226,6	7 272,2	709,8	7 701,0	640,5	1 137,9	5 922,6
Juli	16 684,8	4 130,4	3 371,0	.	1 243,4	7 241,7	698,4	7 724,2	663,1	1 197,7	5 863,4
Aug.	16 603,3	4 105,4	3 302,2	.	1 237,2	7 253,9	704,7	7 644,2	630,9	1 174,1	5 839,3
Wachstumsraten											
2014	-0,6	-8,0	0,9	.	5,2	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7
2015	0,2	-7,0	5,2	.	4,6	1,8	0,6	1,1	4,5	1,4	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,8	.	7,6	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017 März	1,3	-1,5	1,4	.	9,6	1,6	0,8	0,8	5,8	0,9	0,3
April	1,4	-2,0	2,0	.	8,5	2,1	0,2	0,8	5,8	1,0	0,3
Mai	1,4	-2,0	2,0	.	8,2	2,2	0,1	0,8	5,8	1,1	0,3
Juni	1,3	-2,2	2,9	.	8,4	1,7	0,4	0,7	4,8	1,1	0,3
Juli	1,7	-1,1	2,6	.	9,4	1,8	-0,9	0,8	6,0	1,3	0,2
Aug.	1,4	-1,5	1,1	.	9,2	2,1	-0,4	0,8	6,0	1,3	0,2

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2014	101,4	97,2	96,4	91,0	96,4	98,6	114,3	95,4
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,6	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,8	85,0	79,8	89,3	109,7	89,3
2016 Q4	94,5	89,6	90,5	84,7	79,5	89,1	109,4	88,9
2017 Q1	93,8	89,0	89,6	83,4	78,7	88,3	108,6	88,1
Q2	95,3	90,3	91,0	84,7	78,8	89,2	110,2	89,1
Q3	98,6	93,3	93,8	.	.	.	114,5	92,4
2017 April	93,7	89,0	89,6	-	-	-	108,3	87,7
Mai	95,6	90,5	91,5	-	-	-	110,5	89,3
Juni	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
Juli	97,6	92,4	93,2	-	-	-	113,4	91,6
Aug.	99,0	93,7	94,3	-	-	-	115,1	92,9
Sept.	99,0	93,7	94,0	-	-	-	115,1	92,8
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2017 Sept.	0,0	0,0	-0,2	-	-	-	0,0	0,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2017 Sept.	4,2	3,9	2,9	-	-	-	4,3	3,5

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 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
Q3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
2017 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
Juli	7,796	7,412	26,079	7,437	306,715	129,482	4,236	0,886	4,5689	9,589	1,106	1,151
Aug.	7,876	7,405	26,101	7,438	304,366	129,703	4,267	0,911	4,5789	9,548	1,140	1,181
Sept.	7,826	7,464	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2017 Sept.	-0,6	0,8	-0,1	0,0	1,3	1,7	0,1	-1,8	0,4	-0,2	0,6	0,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017 Sept.	4,6	-0,5	-3,5	-0,1	-0,1	15,5	-1,2	5,0	3,3	-0,3	5,0	6,3

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2016 Q3	23 519,8	24 521,3	-1 001,5	10 318,1	8 434,1	7 682,4	10 463,6	-62,1	4 854,3	5 623,5	727,0	13 856,0
Q4	23 982,9	24 780,0	-797,1	10 680,0	8 610,8	7 862,2	10 570,0	-57,7	4 790,9	5 599,2	707,6	13 782,1
2017 Q1	25 161,7	25 746,9	-585,2	11 055,3	8 909,6	8 253,0	10 859,1	-62,8	5 189,5	5 978,2	726,6	14 242,7
Q2	24 571,9	25 201,4	-629,5	10 766,7	8 719,8	8 175,2	10 679,9	-48,8	4 996,1	5 801,8	682,7	13 888,6
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2017 Q2	224,4	230,2	-5,7	98,3	79,6	74,7	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8
Transaktionen												
2016 Q3	263,3	148,3	115,0	94,3	-28,5	120,2	-12,2	23,6	17,4	188,9	7,7	-
Q4	94,9	0,6	94,3	102,5	38,7	23,2	-22,8	15,9	-51,3	-15,4	4,6	-
2017 Q1	629,7	567,3	62,4	187,1	199,8	172,3	65,7	21,8	251,0	301,8	-2,5	-
Q2	209,4	160,8	48,7	51,0	70,6	174,5	110,6	-1,3	-13,2	-20,4	-1,7	-
2017 März	30,6	-2,9	33,5	30,1	75,8	42,3	-3,3	8,0	-50,4	-75,4	0,6	-
April	172,0	161,3	10,7	46,0	7,0	40,9	16,8	2,2	87,4	137,5	-4,5	-
Mai	97,0	89,2	7,9	31,8	33,0	70,2	65,0	4,0	-10,4	-8,8	1,4	-
Juni	-59,6	-89,7	30,1	-26,8	30,6	63,4	28,7	-7,5	-90,2	-149,0	1,4	-
Juli	-20,1	-60,8	40,7	-177,4	-186,1	65,8	52,0	-5,3	101,9	73,2	-5,2	-
Aug.	56,9	15,8	41,1	12,7	19,2	68,9	-26,3	-7,9	-16,1	22,9	-0,7	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2017 Aug.	967,0	621,3	345,7	231,9	127,7	515,1	170,5	27,3	191,3	323,1	1,3	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2017 Aug.	8,8	5,7	3,2	2,1	1,2	4,7	1,6	0,2	1,7	3,0	0,0	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag ¹⁾			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungsinvesti- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2014	10 157,6	9 786,6	5 633,9	2 129,1	1 997,1	1 006,5	599,7	385,6	26,5	371,0	4 541,7	4 170,8
2015	10 515,0	10 030,2	5 754,3	2 168,9	2 078,1	1 016,2	637,9	418,4	28,8	484,8	4 847,0	4 362,2
2016	10 788,7	10 309,9	5 891,6	2 218,8	2 189,3	1 051,8	674,3	457,7	10,2	478,8	4 935,9	4 457,1
2016 Q3	2 699,5	2 582,0	1 474,4	555,7	548,9	262,9	168,4	116,2	3,0	117,5	1 234,6	1 117,1
Q4	2 725,4	2 614,5	1 489,1	559,1	558,6	267,4	171,3	118,6	7,7	111,0	1 265,2	1 154,3
2017 Q1	2 745,1	2 630,0	1 503,1	562,1	560,0	272,8	171,7	114,2	4,8	115,1	1 297,6	1 182,5
Q2	2 774,1	2 656,6	1 513,0	565,5	572,3	277,8	174,4	118,7	5,8	117,5	1 305,7	1 188,2
In % des BIP												
2016	100,0	95,6	54,6	20,6	20,3	9,7	6,2	4,2	0,1	4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,6	-	-	0,6	0,5
Q4	0,6	0,8	0,5	0,4	1,5	1,7	1,8	0,3	-	-	1,5	1,9
2017 Q1	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,2	1,7	0,8	-6,0	-	-	1,3	0,4
Q2	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	0,4	0,9	7,7	-	-	0,9	1,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,9	-0,4	4,6	3,8	-	-	4,7	4,9
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,3	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,5	2,5	5,5	8,3	-	-	3,3	4,7
2016 Q3	1,7	2,3	1,9	1,6	4,7	2,7	5,2	8,5	-	-	3,2	4,6
Q4	1,9	2,3	1,9	1,7	4,6	2,7	3,4	11,1	-	-	3,8	4,9
2017 Q1	2,0	1,9	1,6	1,0	4,0	3,7	3,7	5,6	-	-	4,6	4,8
Q2	2,3	2,2	1,8	1,2	3,3	4,3	3,6	0,8	-	-	4,4	4,3
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q3	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-	-
Q4	0,6	0,7	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	-	-
2017 Q1	0,6	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,4	-	-
Q2	0,7	0,8	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,2	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,3	1,3	0,5	0,1	0,4	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 Q3	1,7	2,2	1,0	0,3	0,9	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
Q4	1,9	2,2	1,1	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2017 Q1	2,0	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	-	-
Q2	2,3	2,1	1,0	0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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	9 123,0	152,0	1 782,5	461,6	1 720,2	418,4	458,0	1 050,1	980,8	1 777,3	322,0	1 034,6
2015	9 443,1	153,8	1 899,9	468,7	1 782,7	433,1	464,2	1 072,9	1 025,7	1 811,4	330,6	1 071,9
2016	9 680,2	151,4	1 936,5	489,3	1 831,4	451,3	454,1	1 100,1	1 070,6	1 857,5	338,1	1 108,5
2016 Q3	2 421,9	37,9	482,8	122,6	457,7	113,6	113,4	275,5	268,2	465,6	84,6	277,6
Q4	2 443,6	38,7	489,5	123,8	463,0	114,5	112,3	277,5	270,7	468,4	85,1	281,9
2017 Q1	2 462,5	39,9	490,6	126,2	468,4	114,8	112,6	279,5	274,7	470,5	85,4	282,6
Q2	2 488,8	40,0	497,9	128,4	474,6	116,2	112,3	281,9	278,5	472,9	86,1	285,3
In % der Wertschöpfung												
2016	100,0	1,6	20,0	5,1	18,9	4,7	4,7	11,4	11,1	19,2	3,5	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q3	0,4	-0,3	0,7	0,6	0,5	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,2	0,7
Q4	0,6	-1,1	1,2	0,6	0,8	0,8	-0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,9
2017 Q1	0,6	1,7	0,0	1,5	1,0	0,9	-0,2	0,4	1,3	0,2	0,2	0,4
Q2	0,7	-0,2	1,1	1,0	0,7	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3	0,5	0,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,3	1,7	2,7	-1,0	1,7	4,3	-1,9	0,4	2,7	0,5	0,1	1,3
2015	1,9	3,0	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,0	3,4
2016	1,7	-1,3	2,0	1,6	1,9	3,0	0,4	0,9	2,9	1,3	0,9	3,0
2016 Q3	1,6	-1,3	1,6	2,0	1,6	3,5	0,9	0,9	2,6	1,4	0,8	3,0
Q4	1,9	-2,8	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,6	1,5	0,9	2,5
2017 Q1	1,9	0,1	1,7	2,7	2,5	4,3	-0,6	1,1	3,4	1,3	0,9	2,7
Q2	2,3	0,1	3,0	3,6	2,9	4,7	-0,2	1,1	3,0	1,2	1,2	2,6
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,6	0,0	0,2	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	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,3	0,0	0,5	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2016 Q3	1,6	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
Q4	1,9	0,0	0,5	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 Q1	1,9	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q2	2,3	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,1	1,2	1,4	-0,2	1,4	2,7	1,1	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,3	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 Q3	1,3	1,6	-0,1	-0,1	0,6	-0,3	1,6	2,1	0,1	2,3	2,8	1,3	1,0
Q4	1,3	1,6	-0,1	0,2	0,7	0,3	1,7	2,6	0,1	2,3	2,7	1,2	0,5
2017 Q1	1,5	1,8	0,2	0,9	0,8	1,2	1,7	3,1	-0,4	2,0	3,1	1,3	1,1
Q2	1,6	1,9	-0,5	0,2	1,1	1,2	1,7	3,3	-0,6	2,0	3,1	1,2	1,8
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,8	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,1	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,5	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 Q3	1,1	1,4	-0,4	-0,7	0,6	-0,2	1,5	1,5	0,3	1,5	2,3	1,1	0,4
Q4	1,0	1,4	-0,3	-0,9	0,9	-0,2	1,4	2,0	0,2	2,3	2,5	0,8	0,1
2017 Q1	1,3	1,7	-0,5	-0,6	1,0	1,4	1,2	2,7	-0,2	2,3	2,8	0,9	1,1
Q2	1,5	1,9	-0,3	-0,7	1,5	1,7	1,7	2,9	-1,2	1,8	2,7	1,0	1,6
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 Q3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	0,0	0,1	-0,2	-0,6	0,2	-0,8	-0,5	-0,2	-0,6
Q4	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,4
2017 Q1	-0,3	-0,1	-0,7	-1,5	0,2	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,0
Q2	-0,1	0,0	0,2	-0,9	0,4	0,4	0,0	-0,3	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160,334	4,6	18,633	11,6	6,1	15,212	10,4	3,421	23,7	9,930	11,5	8,704	11,8	1,4
2015	160,600	4,6	17,447	10,9	5,6	14,297	9,8	3,151	22,3	9,256	10,7	8,191	11,0	1,5
2016	161,877	4,3	16,232	10,0	5,0	13,282	9,0	2,950	20,9	8,477	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 Q3	162,275	4,1	16,076	9,9	4,8	13,162	8,9	2,913	20,6	8,383	9,6	7,692	10,3	1,6
Q4	162,300	4,2	15,755	9,7	4,9	12,873	8,7	2,882	20,4	8,243	9,4	7,512	10,0	1,7
2017 Q1	161,635	4,3	15,378	9,5	4,8	12,629	8,5	2,748	19,6	7,965	9,1	7,413	9,9	1,9
Q2	162,214	4,2	14,858	9,2	4,5	12,173	8,2	2,685	19,1	7,691	8,8	7,167	9,6	1,9
2017 März	-	-	15,240	9,4	-	12,525	8,5	2,715	19,3	7,894	9,0	7,346	9,8	-
April	-	-	14,965	9,2	-	12,268	8,3	2,697	19,2	7,732	8,9	7,233	9,7	-
Mai	-	-	14,878	9,2	-	12,183	8,2	2,696	19,2	7,701	8,8	7,177	9,6	-
Juni	-	-	14,731	9,1	-	12,069	8,1	2,662	18,9	7,640	8,8	7,091	9,4	-
Juli	-	-	14,793	9,1	-	12,128	8,2	2,664	18,9	7,654	8,7	7,139	9,5	-
Aug.	-	-	14,751	9,1	-	12,082	8,1	2,668	18,9	7,655	8,7	7,095	9,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

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

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Gesamtindex für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 Q4	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 Q1	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
Q2	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
Q3	112,1	5,4	.	-1,5	-2,3	2,9	14,9	.	57,4	58,0	55,3	56,0
2017 Mai	109,3	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	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3
Juli	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7
Aug.	111,9	5,0	-	-1,5	-3,3	1,6	15,1	-	57,4	58,3	54,7	55,7
Sept.	113,0	6,6	-	-1,2	-1,7	3,0	15,3	-	58,1	59,2	55,8	56,7
Okt.	.	.	-	-1,0	.	.	.	-	58,6	58,7	54,9	55,9

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	12,7	94,6	1,0	1,8	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	131,1	2,7	6,9	1,5
2015	12,4	93,9	1,5	2,0	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	132,8	3,8	4,6	2,1
2016	12,2	93,5	1,9	1,9	5,4	4,3	4,4	33,4	7,7	132,5	3,8	6,1	2,0
2016 Q3	12,4	93,5	1,7	2,2	5,6	4,2	4,0	33,5	7,6	131,6	3,4	6,2	1,7
Q4	12,2	93,5	1,3	1,9	4,9	4,3	4,4	33,4	7,7	132,5	3,8	6,6	2,0
2017 Q1	12,2	93,1	1,6	2,0	10,1	4,6	4,6	33,5	7,2	132,7	4,2	10,1	2,4
Q2	.	.	1,4	1,8	5,7	4,9	4,9	33,3	6,6	.	4,2	8,4	2,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

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

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

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 Q3	919,2	835,5	83,8	532,7	438,1	197,7	188,1	161,2	140,9	27,6	68,4	6,3	5,4
Q4	946,0	860,8	85,3	548,4	457,9	199,2	193,7	170,0	144,3	28,4	64,8	9,4	9,6
2017 Q1	955,2	871,1	84,1	558,9	479,8	206,1	188,8	163,0	145,9	27,2	56,6	7,4	17,7
Q2	964,4	890,2	74,1	559,1	477,5	208,0	190,8	170,5	151,5	26,8	70,3	7,0	17,2
2017 März	322,2	289,5	32,7	188,5	160,0	69,4	61,2	54,4	48,0	9,8	20,2	2,2	6,2
April	318,9	297,3	21,6	184,2	158,4	69,3	62,8	56,5	49,6	8,9	26,5	2,0	6,1
Mai	326,3	297,9	28,4	188,9	162,2	68,6	64,1	59,8	50,8	9,0	20,8	2,1	5,5
Juni	319,2	295,0	24,1	186,0	156,9	70,0	64,0	54,2	51,1	8,9	23,0	2,9	5,6
Juli	320,3	288,8	31,5	185,1	158,7	70,2	62,1	56,3	44,6	8,6	23,4	2,4	1,4
Aug.	323,7	290,4	33,3	188,1	159,9	70,2	62,9	56,6	46,3	8,8	21,3	1,8	1,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2017 Aug.	3 819,4	3 481,0	338,5	2 218,5	1 879,6	820,7	762,0	670,8	579,8	109,4	259,6	30,3	49,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2017 Aug.	34,9	31,8	3,1	20,3	17,2	7,5	7,0	6,1	5,3	1,0	2,4	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 Q3	-0,1	-1,7	509,8	237,8	103,9	154,3	427,1	443,8	244,8	72,7	117,8	328,0	44,0
Q4	2,3	2,5	525,8	244,8	109,0	157,5	440,2	461,5	257,1	75,1	119,6	335,7	50,1
2017 Q1	10,9	13,9	539,6	256,9	109,2	160,9	449,5	485,5	279,3	77,9	119,9	344,3	59,9
Q2	5,3	9,6	544,7	256,8	111,4	162,8	455,1	485,6	274,6	77,4	122,9	351,6	51,7
2017 März	14,6	17,0	183,1	86,5	37,5	54,8	153,2	161,9	93,2	25,5	40,7	115,3	18,5
April	-1,6	4,3	179,9	85,5	36,4	53,7	149,6	161,3	91,7	25,9	40,1	116,3	17,8
Mai	13,7	18,2	184,1	86,5	38,2	55,3	154,5	165,5	93,8	26,4	42,2	119,7	17,5
Juni	4,0	6,5	180,7	84,8	36,8	53,8	151,0	158,8	89,1	25,1	40,7	115,6	16,4
Juli	6,1	9,1	178,7	83,6	36,1	54,1	149,6	160,9	90,2	25,9	40,7	117,4	15,6
Aug.	6,8	8,6	183,1	.	.	.	153,0	161,6	.	.	.	117,7	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q3	0,7	1,7	118,4	116,3	114,0	124,0	117,5	109,3	108,5	106,8	112,2	112,3	101,3
Q4	1,5	0,9	120,5	118,1	118,8	124,9	120,1	109,9	108,9	107,5	112,0	112,6	104,5
2017 Q1	6,4	3,4	121,1	121,0	118,0	124,4	120,5	110,5	111,5	108,1	109,9	112,5	109,9
Q2	1,3	2,3	122,4	121,5	120,4	125,5	121,8	112,8	112,6	108,9	113,9	115,8	104,0
2017 Febr.	0,9	-3,1	120,7	121,2	118,3	122,6	121,0	110,0	111,0	107,7	108,6	112,2	113,1
März	9,3	6,5	122,6	121,9	121,5	125,9	122,5	111,0	111,9	106,4	112,9	113,1	104,2
April	-6,1	-4,7	121,0	120,8	117,6	124,4	120,1	111,0	111,0	107,6	111,1	114,1	101,6
Mai	8,9	9,9	123,7	122,4	123,5	126,9	123,5	115,0	115,0	111,6	116,6	118,0	104,5
Juni	1,4	2,0	122,6	121,4	120,1	125,1	121,9	112,5	111,8	107,6	113,9	115,1	105,9
Juli	3,4	4,0	121,2	119,5	116,8	126,3	120,6	113,5	113,5	109,3	113,2	116,1	100,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

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

	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 Q4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2017 Q1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
Q2	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8
Q3	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
2017 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
Juli	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8
Aug.	1,4	2,0	0,6	1,4	0,5	4,0	1,3	1,2	2,5	-1,9	2,4	0,8
Sept.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9

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	0,3	1,6
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	3,8
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,7
2016 Q3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	0,0	0,1	-5,9	0,5	3,3	7,5
Q4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,3	0,1	0,4	1,2	3,7	5,5
2017 Q1	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,8	.
Q2	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	1,9	4,1	.
2017 März	104,5	3,9	4,0	2,5	3,9	0,9	2,0	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	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,6	0,2	5,8	-	-	-
Juni	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,5	0,3	2,5	-	-	-
Juli	104,0	2,0	2,3	2,1	2,7	1,0	2,2	3,3	0,3	1,9	-	-	-
Aug.	104,3	2,5	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,3	0,3	3,4	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

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

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	34,7	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 Q4	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 Q1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4
Q2	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5
Q3	8,7	4,9	6,9	3,3	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4
2017 Mai	8,2	3,6	5,1	-0,5	11,8	62,0	55,9	54,1	51,7
Juni	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9
Juli	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0
Aug.	8,1	4,0	6,4	0,1	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3
Sept.	10,5	6,2	8,0	4,5	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8
Okt.	.	.	.	.	.	66,5	56,6	56,1	52,3

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte								Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5								
Bestände												
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 147,6	3 729,4	9 669,3	121,5	430,3	109,2	661,0	10 330,3
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 159,8	3 599,1	10 201,8	74,6	485,5	75,4	635,5	10 837,3
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11 376,2
2016 Q4	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,3	2 175,8	3 496,1	10 686,3	70,4	523,7	95,8	689,9	11 376,2
2017 Q1	1 088,6	6 302,5	7 391,0	1 306,7	2 180,0	3 486,6	10 877,7	73,5	533,6	102,4	709,5	11 587,2
Q2	1 095,0	6 430,9	7 525,9	1 259,9	2 195,1	3 455,0	10 980,9	68,3	515,2	80,5	664,0	11 644,9
Q3 ^(p)	1 103,0	6 579,5	7 682,4	1 223,1	2 209,2	3 432,3	11 114,7	68,6	532,3	80,9	681,9	11 796,6
2017 April	1 092,3	6 342,9	7 435,2	1 280,1	2 183,0	3 463,0	10 898,3	72,3	518,7	81,0	671,9	11 570,2
Mai	1 092,4	6 376,5	7 468,9	1 264,3	2 190,4	3 454,8	10 923,6	72,5	518,5	81,8	672,8	11 596,5
Juni	1 095,0	6 430,9	7 525,9	1 259,9	2 195,1	3 455,0	10 980,9	68,3	515,2	80,5	664,0	11 644,9
Juli	1 093,9	6 458,0	7 551,9	1 245,4	2 201,0	3 446,4	10 998,3	66,7	513,4	79,5	659,5	11 657,8
Aug.	1 099,1	6 535,4	7 634,5	1 245,7	2 206,4	3 452,1	11 086,6	72,5	519,9	75,1	667,5	11 754,1
Sept. ^(p)	1 103,0	6 579,5	7 682,4	1 223,1	2 209,2	3 432,3	11 114,7	68,6	532,3	80,9	681,9	11 796,6
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	11,9	13,0	28,5	374,3
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,3	-123,0	505,5	-48,0	49,8	-26,6	-24,8	480,7
2016	36,7	540,6	577,3	-109,2	15,9	-93,3	484,0	-4,3	38,1	16,4	50,2	534,2
2016 Q4	6,5	152,1	158,6	-66,7	3,2	-63,5	95,1	-10,4	19,7	4,2	13,5	108,6
2017 Q1	15,5	187,9	203,3	-11,3	4,1	-7,2	196,1	3,1	10,0	6,0	19,1	215,3
Q2	6,4	148,0	154,4	-37,2	14,7	-22,5	132,0	-4,7	-18,1	-20,1	-43,0	89,0
Q3 ^(p)	7,9	156,6	164,5	-34,7	11,0	-23,8	140,7	0,9	17,3	0,0	18,2	158,9
2017 April	3,7	45,0	48,7	-25,0	3,1	-22,0	26,7	-1,1	-14,9	-21,5	-37,5	-10,8
Mai	0,1	44,7	44,8	-8,7	6,9	-1,8	43,1	0,5	-0,1	0,0	0,4	43,5
Juni	2,6	58,3	60,9	-3,5	4,7	1,3	62,2	-4,1	-3,1	1,4	-5,9	56,3
Juli	-1,1	33,2	32,1	-12,4	2,8	-9,7	22,4	-1,4	-1,8	0,8	-2,4	20,1
Aug.	5,3	80,9	86,1	0,7	5,4	6,0	92,2	6,2	6,6	-6,9	5,8	98,0
Sept. ^(p)	3,8	42,5	46,3	-23,0	2,8	-20,2	26,1	-3,9	12,5	6,1	14,8	40,9
Wachstumsraten												
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,9	19,2	4,6	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	11,4	-25,0	-3,7	4,6
2016	3,5	9,7	8,7	-7,6	0,7	-2,6	4,7	-5,8	7,8	21,6	7,9	4,9
2016 Q4	3,5	9,7	8,7	-7,6	0,7	-2,6	4,7	-5,8	7,8	21,6	7,9	4,9
2017 Q1	3,7	10,0	9,0	-7,5	0,8	-2,5	5,0	-14,4	12,9	4,2	8,1	5,2
Q2	3,8	10,6	9,5	-9,3	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	4,9
Q3 ^(p)	3,4	10,8	9,7	-10,8	1,5	-3,3	5,3	-13,8	5,7	-11,3	1,2	5,1
2017 April	4,2	10,0	9,1	-8,7	0,9	-2,9	5,0	-17,8	7,9	-16,0	1,1	4,8
Mai	3,9	10,1	9,2	-8,7	1,0	-2,8	5,1	-17,0	7,1	-9,5	1,6	4,9
Juni	3,8	10,6	9,5	-9,3	1,1	-3,0	5,3	-18,6	5,0	-13,9	-0,6	4,9
Juli	3,4	10,0	9,0	-9,9	1,2	-3,2	4,9	-18,5	3,7	-17,6	-2,1	4,5
Aug.	3,5	10,6	9,5	-9,1	1,4	-2,7	5,4	-10,9	6,2	-24,7	-0,4	5,0
Sept. ^(p)	3,4	10,8	9,7	-10,8	1,5	-3,3	5,3	-13,8	5,7	-11,3	1,2	5,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾		
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände															
2014	1 863,4	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	979,8	196,3	380,6		
2016 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	979,8	196,3	380,6		
2017 Q1	2 170,8	1 743,3	303,7	117,4	6,4	6 139,8	3 503,3	620,0	2 013,7	2,7	972,0	190,9	389,1		
Q2	2 196,2	1 775,3	295,5	118,9	6,5	6 188,7	3 560,9	599,1	2 026,4	2,3	971,1	198,0	400,2		
Q3 ^(p)	2 215,9	1 805,6	284,7	120,5	5,1	6 253,0	3 631,6	582,8	2 036,7	1,9	989,7	201,5	420,3		
2017 April	2 164,7	1 746,0	294,8	117,1	6,8	6 156,5	3 524,2	611,5	2 017,6	3,2	959,8	199,7	397,6		
Mai	2 172,7	1 753,3	294,5	118,8	6,2	6 173,6	3 542,3	605,5	2 023,2	2,7	963,9	195,8	397,7		
Juni	2 196,2	1 775,3	295,5	118,9	6,5	6 188,7	3 560,9	599,1	2 026,4	2,3	971,1	198,0	400,2		
Juli	2 177,7	1 761,6	290,6	119,2	6,3	6 200,7	3 573,4	593,4	2 032,0	2,0	987,7	193,5	411,4		
Aug.	2 205,6	1 792,8	286,7	120,2	5,8	6 231,3	3 604,9	589,2	2 035,2	2,0	999,6	202,1	421,3		
Sept. ^(p)	2 215,9	1 805,6	284,7	120,5	5,1	6 253,0	3 631,6	582,8	2 036,7	1,9	989,7	201,5	420,3		
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	128,7	152,9	-24,7	0,2	0,2	298,8	333,0	-46,8	13,4	-0,8	29,0	-30,6	17,1		
2016 Q4	4,2	28,2	-22,3	-1,2	-0,5	68,6	90,6	-24,5	3,4	-0,9	21,4	-11,1	-4,9		
2017 Q1	96,4	88,4	11,3	-1,0	-2,2	90,1	104,1	-23,9	8,8	1,1	-6,2	-5,2	8,6		
Q2	34,9	38,0	-5,2	1,9	0,2	52,1	60,8	-20,0	11,8	-0,5	15,6	7,5	10,8		
Q3 ^(p)	23,8	33,2	-9,6	1,7	-1,4	62,2	71,4	-16,1	7,2	-0,3	23,6	3,7	20,3		
2017 April	-2,6	4,5	-7,3	-0,3	0,5	17,9	21,8	-8,3	4,0	0,5	-10,6	9,0	8,2		
Mai	11,9	10,3	0,6	1,7	-0,6	18,4	19,6	-5,6	5,0	-0,6	16,6	-3,7	0,1		
Juni	25,6	23,2	1,5	0,5	0,4	15,7	19,5	-6,2	2,8	-0,4	9,5	2,2	2,5		
Juli	-14,8	-10,8	-4,0	0,3	-0,3	9,9	13,1	-5,5	2,5	-0,2	19,9	-4,2	11,4		
Aug.	29,6	32,4	-3,4	1,1	-0,4	31,0	31,9	-4,1	3,3	0,0	13,8	8,7	9,9		
Sept. ^(p)	9,0	11,7	-2,2	0,3	-0,8	21,3	26,5	-6,5	1,5	-0,1	-10,1	-0,7	-1,0		
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	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,6	4,7		
2016 Q4	6,6	10,2	-7,7	0,2	2,2	5,2	10,9	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,6	4,7		
2017 Q1	8,1	11,7	-5,0	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	2,1	1,5	-13,3	3,6		
Q2	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,8	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,2	-6,2	5,4		
Q3 ^(p)	7,7	11,6	-8,2	1,2	-43,6	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,6	5,7	-2,4	9,0		
2017 April	7,0	10,6	-6,9	-0,5	-20,0	5,2	11,3	-11,1	1,2	-9,9	1,1	-7,7	5,4		
Mai	7,5	10,8	-5,7	0,5	-22,4	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,0	2,5	-9,0	4,9		
Juni	8,4	11,6	-3,9	0,3	-21,3	4,8	10,7	-12,4	1,4	-25,5	3,2	-6,2	5,4		
Juli	6,8	9,7	-5,3	1,1	-24,4	4,5	10,0	-12,6	1,5	-30,3	5,4	-9,9	6,8		
Aug.	8,1	11,3	-5,2	1,6	-32,1	4,5	9,9	-12,4	1,5	-29,2	6,4	-5,3	9,3		
Sept. ^(p)	7,7	11,6	-8,2	1,2	-43,6	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,6	5,7	-2,4	9,0		

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungs-gesellschaften und Pensions-einrichtungen
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	10 725,2	4 317,2	5 200,2	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	10 805,8	4 291,4	5 306,9	790,1	123,5	1 305,1	782,3
2016	4 397,8	1 081,9	3 302,7	12 838,1	10 671,8	10 978,5	4 313,5	5 407,7	838,2	112,5	1 382,1	784,2
2016 Q4	4 397,8	1 081,9	3 302,7	12 838,1	10 671,8	10 978,5	4 313,5	5 407,7	838,2	112,5	1 382,1	784,2
2017 Q1	4 439,1	1 070,3	3 354,7	12 971,0	10 755,0	11 046,5	4 334,2	5 456,5	851,5	112,9	1 423,8	792,2
Q2	4 457,4	1 065,2	3 378,0	12 962,7	10 722,7	11 038,6	4 297,6	5 486,4	826,2	112,5	1 439,9	800,0
Q3 ^(p)	4 544,1	1 052,2	3 477,8	13 019,4	10 785,6	11 102,5	4 300,5	5 523,6	850,6	111,0	1 439,0	794,7
2017 April	4 465,9	1 072,2	3 379,5	12 953,4	10 741,3	11 044,1	4 337,2	5 465,7	823,9	114,4	1 423,4	788,7
Mai	4 477,9	1 066,4	3 397,1	12 975,3	10 746,0	11 058,0	4 341,4	5 473,0	820,6	111,0	1 439,9	789,4
Juni	4 457,4	1 065,2	3 378,0	12 962,7	10 722,7	11 038,6	4 297,6	5 486,4	826,2	112,5	1 439,9	800,0
Juli	4 492,3	1 058,3	3 419,6	12 990,4	10 735,3	11 071,6	4 303,1	5 486,2	831,6	114,3	1 458,5	796,6
Aug.	4 539,5	1 058,9	3 466,2	12 992,0	10 761,6	11 084,5	4 302,4	5 507,3	837,2	114,7	1 442,5	787,8
Sept. ^(p)	4 544,1	1 052,2	3 477,8	13 019,4	10 785,6	11 102,5	4 300,5	5 523,6	850,6	111,0	1 439,0	794,7
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2014	73,8	16,4	57,4	-99,9	-47,1	-32,6	-60,6	-14,9	16,7	11,7	-89,8	37,0
2015	296,1	-21,1	316,9	84,9	58,2	76,2	-13,7	98,1	-20,5	-5,7	25,2	1,5
2016	489,5	-34,8	524,2	315,8	233,4	258,2	81,2	119,2	44,1	-11,1	78,1	4,3
2016 Q4	161,4	-20,2	181,7	78,6	61,6	69,1	19,4	35,1	3,8	3,3	15,3	1,6
2017 Q1	77,9	-10,9	88,3	147,8	97,7	86,5	27,9	51,1	18,2	0,5	40,6	9,5
Q2	23,5	-3,2	26,6	55,7	18,8	42,0	-2,5	39,2	-17,6	-0,3	20,9	16,0
Q3 ^(p)	90,9	-10,0	101,0	80,7	87,3	93,0	20,8	41,6	26,3	-1,5	0,2	-6,8
2017 April	26,6	1,8	24,7	-7,7	-4,7	6,6	7,1	12,0	-25,4	1,6	-0,3	-2,7
Mai	13,9	-3,2	17,0	31,0	14,1	22,8	8,8	9,1	-0,5	-3,3	16,9	0,0
Juni	-17,0	-1,8	-15,1	32,5	9,4	12,7	-18,4	18,1	8,2	1,5	4,3	18,7
Juli	34,9	-6,5	41,3	40,3	25,0	45,8	13,5	0,9	8,7	1,9	19,3	-4,0
Aug.	41,8	0,3	41,5	13,5	34,6	22,4	3,9	23,2	7,0	0,4	-15,7	-5,4
Sept. ^(p)	14,2	-3,8	18,3	26,9	27,6	24,9	3,4	17,5	10,6	-3,8	-3,4	2,7
Wachstumsraten												
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,6
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	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,2	5,6	-9,0	6,0	0,6
2016 Q4	12,5	-3,1	18,8	2,5	2,2	2,4	1,9	2,2	5,6	-9,0	6,0	0,6
2017 Q1	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,9	3,6	8,2	4,6
Q2	8,2	-3,7	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
Q3 ^(p)	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,7	1,9	5,6	2,6
2017 April	10,3	-4,4	16,0	2,9	2,2	2,6	1,6	2,6	2,6	1,5	7,6	4,5
Mai	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,2	0,2	8,1	3,9
Juni	8,2	-3,7	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,6	8,3	7,2	6,5
Juli	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,7	7,5	5,7
Aug.	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6
Sept. ^(p)	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,7	1,9	5,6	2,6

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⁾	Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2014	4 317,2	4 270,2	1 112,3	724,9	2 480,0	5 200,2	5 545,5	562,9	3 860,9	776,4
2015	4 291,4	4 273,3	1 041,1	762,2	2 488,2	5 306,9	5 640,0	595,2	3 948,4	763,3
2016	4 313,5	4 312,8	998,3	798,3	2 516,8	5 407,7	5 724,3	615,0	4 044,9	747,7
2016 Q4	4 313,5	4 312,8	998,3	798,3	2 516,8	5 407,7	5 724,3	615,0	4 044,9	747,7
2017 Q1	4 334,2	4 332,9	1 004,3	803,0	2 526,9	5 456,5	5 768,2	626,5	4 085,6	744,4
Q2	4 297,6	4 310,2	988,7	797,4	2 511,4	5 486,4	5 798,7	634,8	4 113,9	737,8
Q3 ^(p)	4 300,5	4 324,7	973,7	813,3	2 513,5	5 523,6	5 828,1	643,2	4 149,1	731,3
2017 April	4 337,2	4 339,5	998,2	805,3	2 533,7	5 465,7	5 776,2	628,5	4 096,4	740,8
Mai	4 341,4	4 344,2	1 002,0	804,8	2 534,6	5 473,0	5 792,3	635,2	4 096,7	741,1
Juni	4 297,6	4 310,2	988,7	797,4	2 511,4	5 486,4	5 798,7	634,8	4 113,9	737,8
Juli	4 303,1	4 326,1	984,0	801,9	2 517,2	5 486,2	5 810,9	639,4	4 113,1	733,7
Aug.	4 302,4	4 325,4	980,7	804,5	2 517,2	5 507,3	5 819,9	642,2	4 132,6	732,5
Sept. ^(p)	4 300,5	4 324,7	973,7	813,3	2 513,5	5 523,6	5 828,1	643,2	4 149,1	731,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,6	-49,0	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,7	22,9	-64,2	32,0	18,5	98,1	76,4	21,8	80,0	-3,6
2016	81,2	98,7	-18,1	44,3	55,0	119,2	113,8	23,4	105,0	-9,2
2016 Q4	19,4	29,8	-10,1	7,7	21,9	35,1	31,4	9,2	30,5	-4,5
2017 Q1	27,9	30,7	8,3	6,3	13,3	51,1	46,0	11,3	40,0	-0,3
Q2	-2,5	9,4	-2,1	0,6	-1,0	39,2	40,8	10,2	28,9	0,2
Q3 ^(p)	20,8	36,5	-9,3	19,1	11,0	41,6	32,9	9,8	35,9	-4,2
2017 April	7,1	9,9	-4,0	3,6	7,5	12,0	11,4	2,3	10,8	-1,1
Mai	8,8	8,5	7,5	1,0	0,3	9,1	18,0	7,1	1,1	0,9
Juni	-18,4	-9,0	-5,6	-4,0	-8,8	18,1	11,4	0,8	17,0	0,4
Juli	13,5	24,8	-1,4	6,1	8,8	0,9	12,5	5,1	-0,6	-3,6
Aug.	3,9	4,7	-1,4	3,7	1,6	23,2	11,2	3,2	20,0	0,0
Sept. ^(p)	3,4	7,0	-6,5	9,4	0,5	17,5	9,2	1,6	16,5	-0,6
Wachstumsraten										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,4	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,4	0,7	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,2
2016 Q4	1,9	2,3	-1,8	5,8	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,2
2017 Q1	1,7	2,4	-2,8	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
Q2	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,1
Q3 ^(p)	1,5	2,5	-1,3	4,3	1,8	3,1	2,7	6,7	3,4	-1,2
2017 April	1,6	2,5	-3,0	4,9	2,6	2,6	2,5	4,6	3,0	-1,1
Mai	1,6	2,5	-2,5	4,9	2,3	2,7	2,6	6,3	2,9	-1,0
Juni	1,2	2,0	-2,6	3,8	2,0	3,0	2,6	5,9	3,3	-1,1
Juli	1,2	2,4	-2,2	3,7	1,9	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
Aug.	1,4	2,4	-1,8	3,8	2,0	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
Sept. ^(p)	1,5	2,5	-1,3	4,3	1,8	3,1	2,7	6,7	3,4	-1,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2014	269,4	7 131,5	2 186,6	92,2	2 391,5	2 461,1	1 389,0	219,7	184,5	139,7
2015	284,8	6 997,7	2 119,7	79,8	2 254,7	2 543,5	1 353,7	262,5	205,9	135,6
2016	318,8	6 922,7	2 054,4	70,6	2 145,6	2 652,1	1 140,6	241,2	205,9	121,6
2016 Q4	318,8	6 922,7	2 054,4	70,6	2 145,6	2 652,1	1 140,6	241,2	205,9	121,6
2017 Q1	304,1	6 881,8	2 033,2	69,2	2 101,9	2 677,5	1 104,2	258,8	182,2	111,8
Q2	296,5	6 764,4	2 003,4	67,0	2 067,9	2 626,1	1 026,4	259,2	154,2	109,7
Q3 ^(p)	378,5	6 701,3	1 976,2	61,7	2 016,7	2 646,7	1 032,1	280,8	142,2	85,6
2017 April	335,9	6 849,8	2 023,4	69,3	2 084,1	2 673,0	1 091,9	244,7	175,4	103,7
Mai	310,5	6 833,3	2 015,7	67,0	2 082,5	2 668,1	1 040,5	246,5	162,4	104,3
Juni	296,5	6 764,4	2 003,4	67,0	2 067,9	2 626,1	1 026,4	259,2	154,2	109,7
Juli	322,1	6 724,7	1 990,5	63,5	2 058,0	2 612,7	1 044,9	177,0	128,1	76,4
Aug.	352,3	6 728,8	1 981,2	62,6	2 039,7	2 645,3	1 027,6	276,2	124,4	69,0
Sept. ^(p)	378,5	6 701,3	1 976,2	61,7	2 016,7	2 646,7	1 032,1	280,8	142,2	85,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-4,0	-171,0	-120,8	2,0	-160,1	107,9	238,7	-13,2	0,7	17,8
2015	9,2	-212,8	-106,2	-13,5	-215,4	122,2	-85,3	-18,6	21,4	-4,0
2016	31,0	-104,3	-70,3	-9,1	-110,4	85,5	-275,8	-68,7	12,8	-12,0
2016 Q4	6,6	-9,5	-18,6	-2,6	-11,9	23,6	-43,9	-90,4	-0,2	-7,5
2017 Q1	-16,2	-14,1	-15,0	-1,4	-30,8	33,2	-37,3	-3,5	-22,5	-9,1
Q2	-7,6	-6,1	-22,2	-2,1	3,4	14,8	-18,9	15,0	-28,0	-2,1
Q3 ^(p)	87,8	-14,4	-24,2	-2,9	-30,6	43,3	35,9	24,9	-11,9	-24,1
2017 April	31,8	-13,1	-8,2	0,2	-6,2	1,1	-0,7	-10,3	-6,8	-8,2
Mai	-25,4	14,9	-5,6	-2,3	14,3	8,4	-28,1	16,2	-13,0	0,6
Juni	-14,0	-7,9	-8,4	0,0	-4,7	5,3	9,8	9,2	-8,2	5,4
Juli	25,7	-0,3	-10,8	-1,1	3,7	7,9	38,3	-68,1	-26,0	-33,3
Aug.	30,1	0,1	-8,2	-0,8	-10,7	19,9	-18,2	91,2	-3,7	-7,5
Sept. ^(p)	32,0	-14,2	-5,2	-1,0	-23,5	15,4	15,7	1,8	17,8	16,6
Wachstumsraten										
2014	-1,6	-2,3	-5,1	2,2	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-2,9	-4,8	-14,5	-8,8	4,9	-	-	11,6	-2,9
2016	10,9	-1,5	-3,3	-11,5	-4,9	3,3	-	-	6,3	-9,0
2016 Q4	10,9	-1,5	-3,3	-11,5	-4,9	3,3	-	-	6,3	-9,0
2017 Q1	-4,6	-1,0	-3,9	-10,1	-4,6	4,5	-	-	-21,1	-25,3
Q2	-8,2	-1,1	-3,9	-10,8	-3,7	3,7	-	-	-30,7	-22,6
Q3 ^(p)	22,5	-0,6	-3,9	-12,4	-3,3	4,4	-	-	-30,4	-33,3
2017 April	5,5	-1,3	-4,2	-9,0	-4,6	4,0	-	-	-20,8	-24,8
Mai	3,2	-1,1	-4,3	-11,6	-3,9	4,0	-	-	-23,4	-23,6
Juni	-8,2	-1,1	-3,9	-10,8	-3,7	3,7	-	-	-30,7	-22,6
Juli	-2,5	-0,8	-4,0	-11,4	-2,7	3,7	-	-	-35,6	-39,5
Aug.	9,2	-0,7	-4,1	-11,7	-2,9	4,1	-	-	-38,2	-48,0
Sept. ^(p)	22,5	-0,6	-3,9	-12,4	-3,3	4,4	-	-	-30,4	-33,3

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2016 Q3	46,1	45,6	12,5	13,0	15,3	0,5	47,9	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,8
Q4	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5
2017 Q1	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5
Q2	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,1	22,7	3,5

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige 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 Eurosraums	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 Q3	89,7	2,7	15,6	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Q1	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	89,1	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Wachstum/Zins-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2013	1,9	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6	
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4	
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3	
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6	
2016 Q3	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5	
Q4	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6	
2017 Q1	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0	
Q2	-1,7	-0,9	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8	

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2	
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2016 Q3	-2,8	0,6	0,3	-1,6	-1,9	-4,9	-3,3	-2,4	-1,0	
Q4	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,4	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2017 Q1	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,1	-3,4	-2,4	0,8	
Q2	-1,5	0,8	-0,5	-0,6	1,0	-3,6	-3,3	-2,4	1,0	
Verschuldung										
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6	
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5	
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5	
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2016 Q3	108,8	69,2	9,5	75,1	176,4	99,9	97,4	132,1	111,5	
Q4	106,1	68,1	9,4	72,8	179,1	99,0	96,5	132,0	108,5	
2017 Q1	107,8	66,6	9,2	74,7	176,2	99,9	98,8	134,0	107,6	
Q2	106,6	66,0	8,9	74,3	175,0	99,8	99,3	134,7	107,6	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 Q3	0,2	0,3	1,6	0,9	-0,4	-0,7	-3,7	-1,8	-2,4	-2,0
Q4	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 Q1	-0,1	0,7	0,5	2,3	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-1,9	-1,5
Q2	0,4	0,7	0,4	2,0	1,1	-1,3	-1,4	-1,2	-1,7	-0,9
Verschuldung										
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 Q3	38,3	41,2	21,6	59,3	61,5	82,7	132,8	81,7	52,7	61,6
Q4	40,5	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,9	63,1
2017 Q1	39,4	39,2	23,9	58,1	59,6	81,7	130,4	80,2	53,5	62,6
Q2	40,0	41,7	23,4	56,8	58,7	81,4	132,1	79,8	51,8	61,8

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2017

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 25. Oktober 2017.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-17-007-DE-N (Online-Version)