



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2017



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	11
3 Konjunkturentwicklung	14
4 Preise und Kosten	19
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	22
Kästen	26
1 Das EZB-Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und die TARGET-Salden: Umsetzung der Geldpolitik und andere Aspekte	26
2 Jüngste Entwicklung der Jugendarbeitslosigkeit	33
3 Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt	37
4 Welche Aussagen über den Preisdruck lassen sich aus der jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreise ableiten?	43
5 Überblick über die Inanspruchnahme der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und deren Einfluss auf die Bankenintermediation	49
Aufsätze	55
1 Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet in einem globalen Kontext	55
2 Harmonisierte Zahlungsverkehrsstatistik im einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum (SEPA)	81
Statistik	92

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben weiterhin zur Wahrung der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen, die erforderlich sind, um eine nachhaltige Annäherung der Inflationsraten an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Die seit der Ratssitzung Anfang März neu verfügbaren Daten bestätigen, dass sich die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet zunehmend festigt und sich die Abwärtsrisiken weiter verringert haben.¹ Zugleich bleibt der Druck auf die Kerninflation verhalten, und ein überzeugender Aufwärtstrend ist noch nicht zu erkennen. Außerdem unterstreicht die anhaltende Volatilität der Gesamtinflation die Notwendigkeit, über kurzfristige Entwicklungen der HVPI-Inflation, die keine Auswirkungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität haben, hinauszublicken.

Die verfügbaren Indikatoren deuten darauf hin, dass die Weltwirtschaft Anfang 2017 weiter auf Wachstumskurs blieb und sich die Belebung des internationalen Handels fortgesetzt hat. Die weltweite Erholung vollzieht sich auf zunehmend breiterer Basis, und in immer mehr Ländern zeigen sich Wachstumsverbesserungen. Die Bedingungen an den internationalen Finanzmärkten blieben trotz der erheblichen politischen Unsicherheit insgesamt günstig. Die Gesamtinflation stieg weltweit weiter an, was im Wesentlichen auf die Energiepreise zurückzuführen war. Allerdings ließ sich bei den Ölpreisen zuletzt eine gewisse Volatilität beobachten.

Die Finanzierungsbedingungen im Euroraum sind nach wie vor sehr günstig. In der Zeit von der Ratssitzung am 9. März 2017 bis zur letzten Sitzung am 27. April kam es insgesamt nur zu geringfügigen Veränderungen an den Anleihe-, Aktien- und Devisenmärkten.

Aktuelle Daten, vor allem Umfrageergebnisse, legen den Schluss nahe, dass sich der gegenwärtige Konjunkturaufschwung weiter festigen und an Breite gewinnen wird. Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen unterstützt die Binnennachfrage und erleichtert den anhaltenden Prozess des Verschuldungsabbaus. Die Erholung der Investitionstätigkeit profitiert weiterhin von sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen. Der Beschäftigungszuwachs, der auch eine Folge früherer Arbeitsmarktreformen ist, unterstützt das real verfügbare Einkommen und die privaten Konsumausgaben. Zudem deuten die Anzeichen einer stärkeren weltweiten Erholung und eines anziehenden Welthandels darauf hin, dass die Auslandsnachfrage zunehmend zur allgemeinen Robustheit des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet beitragen dürfte. Allerdings wird die Konjunktur weiterhin dadurch

¹ Auf Grundlage der zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 27. April 2017 vorliegenden Informationen.

gebremst, dass die Umsetzung von Strukturreformen, insbesondere an den Gütermärkten, schleppend verläuft und in einer Reihe von Sektoren immer noch Bilanzanpassungen erforderlich sind. Bei den Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums ist zwar eine Entwicklung in Richtung einer ausgewogeneren Konstellation zu beobachten, es überwiegen aber nach wie vor die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben.

Die Inflation hat sich von den sehr niedrigen Werten des Jahres 2016 erholt, was größtenteils auf den stärkeren Energiepreisanstieg zurückzuführen ist. Nach 2,0 % im Februar 2017 ging die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate für den Euroraum im März auf 1,5 % zurück. Die Messgrößen der Kerninflation befinden sich jedoch weiterhin auf einem niedrigen Niveau und dürften – getragen von den geldpolitischen Maßnahmen, der erwarteten Fortsetzung der Konjunkturerholung und dem damit verbundenen allmählichen Abbau der Unterauslastung – mittelfristig nur leicht aufwärts tendieren.

Das Wachstum der breit gefassten Geldmenge blieb robust, und die seit Anfang 2014 verzeichnete Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setzt sich fort. Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2017 deutet darauf hin, dass die Nachfrage nach Krediten per saldo zugenommen hat und sich die Kreditvergabebedingungen der Banken in sämtlichen Darlehenskategorien weiter verbessert haben. Die Transmission der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen hat somit nach wie vor deutlich positive Auswirkungen auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sowie auf die Kreditströme im gesamten Euroraum. Zudem sind Schätzungen zufolge die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet in den ersten Monaten des laufenden Jahres günstig geblieben.

In seiner Sitzung am 27. April 2017 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten, im neuen Umfang von monatlich 60 Mrd €, bis Ende Dezember 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen soll und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten wird parallel zur Reinvestition der Tilgungszahlungen für im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) erworbene und fällig werdende Wertpapiere durchgeführt.

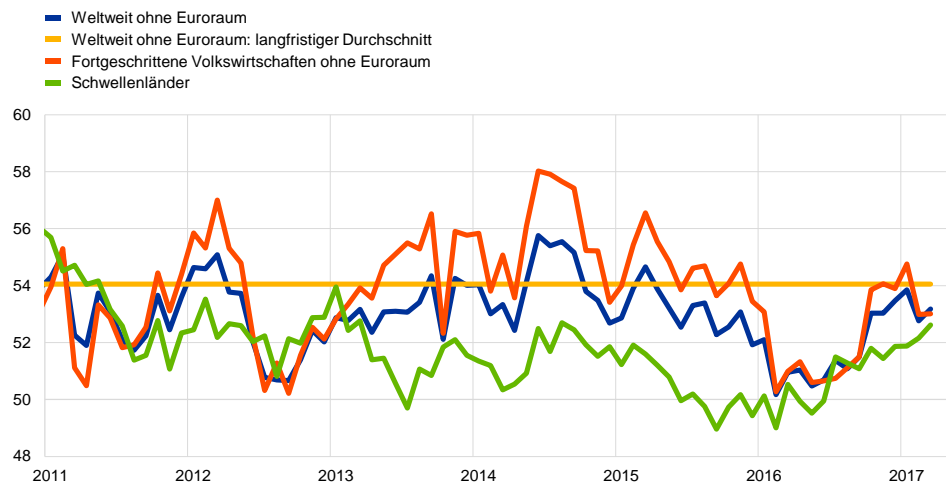
Was die künftige Entwicklung betrifft, so bekräftigte der EZB-Rat, dass es eines sehr erheblichen Grades an geldpolitischer Akkommodierung bedarf, damit sich im Eurogebiet Inflationsdruck aufbaut und die Gesamtinflation auf mittlere Sicht gestützt wird. Sollten sich die Aussichten eintrüben oder die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

Umfrageergebnisse deuten auf ein nachhaltiges Weltwirtschaftswachstum im ersten Quartal 2017 hin. So stieg der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie (ohne Euro-Währungsgebiet) im März an (siehe Abbildung 1). Zurückzuführen war dies auf eine Erhöhung des Index für den Dienstleistungssektor, während der EMI für das verarbeitende Gewerbe weitgehend unverändert auf einem Dreijahreshoch lag. Im Quartalsvergleich blieb der EMI im ersten Vierteljahr nahezu konstant, was auf ein weiterhin robustes Wachstum schließen lässt. Im Vereinigten Königreich und in geringerem Maße auch in den Vereinigten Staaten schwächte sich der vierteljährliche EMI ab, wohingegen er in Japan zulegte. Was die aufstrebenden Volkswirtschaften betrifft, so ging der vierteljährliche Index in China zurück, erholte sich dagegen in Russland, Indien und Brasilien, wenngleich er in diesen Ländern immer noch unterhalb der Wachstumsschwelle liegt.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie

(Diffusionsindex)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017.

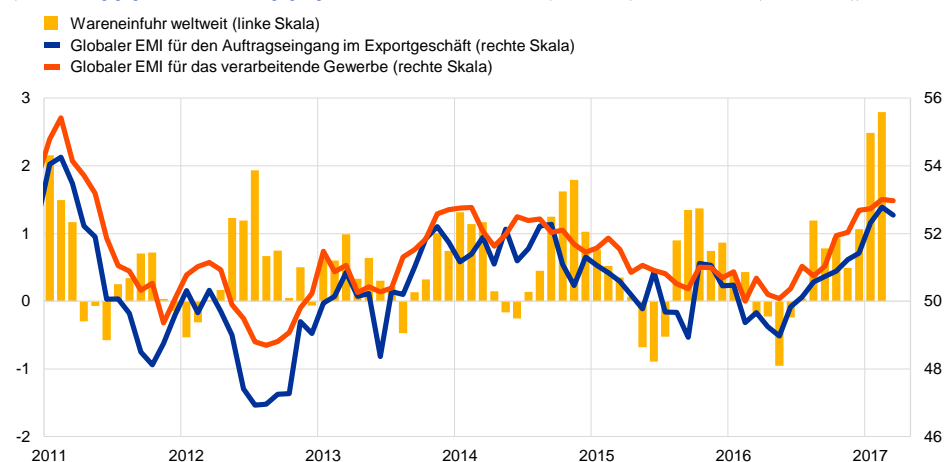
Die Erholung vollzieht sich auf immer breiterer Basis, und die Wachstumsbeschleunigung ist in einer Vielzahl von Ländern zu beobachten. Tatsächlich wiesen die vierteljährlichen Wachstumsraten der einzelnen Länder in den vergangenen Quartalen merklich geringere Unterschiede auf. So hat sich die Konjunktur in den rohstoffexportierenden Ländern aufgrund des Wiederanstiegs der Rohstoffpreise stabilisiert, und in einigen Ländern, wie der Türkei, hat der durch inländische Faktoren bedingte vorübergehende Abschwung seinen Tiefpunkt erreicht.

Die Finanzierungsbedingungen weltweit wirken nach wie vor im Großen und Ganzen konjunkturstützend. Die Aktienmärkte entwickelten sich zuletzt schwächer, da gewisse Bedenken unter den Anlegern hinsichtlich der Fähigkeit der neuen US-Administration aufkamen, die angekündigten politischen Vorhaben in die Tat umzusetzen. Doch trotz erheblicher politischer Unsicherheit behaupteten sich die Finanzmärkte im Allgemeinen gut, und die Risikoaversion blieb gering. Auf ihrer Sitzung im März beschloss die US-amerikanische Notenbank, ihre Leitzinsen anzuheben. Während allgemein damit gerechnet wird, dass andere wichtige Zentralbanken ihren akkommodierenden Kurs beibehalten, erhielten die Märkte auch durch die Erwartung Auftrieb, dass die geldpolitische Straffung in den Vereinigten Staaten schrittweise erfolgen wird. In China haben sich die Finanzierungsbedingungen der Banken verschärft und die Anleiherenditen erhöht. Die Referenzsätze für Bankkredite blieben dagegen unverändert. In den meisten anderen aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Finanzierungsbedingungen verbessert. Die Finanzmärkte erholten sich, und bei den Kapitalströmen waren nach einigen Wochen mit Mittelabflüssen wieder Kapitalrückflüsse zu beobachten.

Die Erholung des Welthandels setzte sich zu Jahresbeginn fort. Das Wachstum der globalen Warenimporte stieg im Februar im Dreimonatsvergleich auf 2,8 % und damit auf den höchsten Wert seit mehr als zehn Jahren (siehe Abbildung 2). Die verstärkte Dynamik war hauptsächlich den Schwellenländern zu verdanken und hier insbesondere der sehr günstigen Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas sowie Lateinamerikas. Die Vorlaufindikatoren bestätigen diesen positiven Trend. So legte der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft im ersten Quartal 2017 auf 52,5 Punkte zu und weist damit auf eine nachhaltige Wachstumserholung im Welthandel hin.

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 Februar 2017 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. März 2017 (EMIs).

Die Inflation weltweit nahm im Februar vor allem energiepreisbedingt erneut

zu. In den Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) belief sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Februar mit 2,5 % auf einen Wert, der zuletzt vor knapp fünf Jahren verzeichnet worden war. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet hatte sich die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum mit 1,9 % gegenüber dem Januarwert nicht verändert. In der Vorausschau dürften die sich weltweit allmählich zurückbildenden Kapazitätsreserven die zugrunde liegende Inflation leicht stützen, während die aktuelle Öl-Terminkontraktkurve ausgesprochen stabile Ölpreise und somit einen sehr begrenzten Beitrag der Energiekomponente zur Teuerung signalisiert.

Seit Ende vergangenen Jahres, als die Mitglieder der Organisation erdöl-exportierender Länder (OPEC) sowie elf Nicht-OPEC-Staaten übereinkamen, die Ölförderung zu drosseln, schwanken die Notierungen für Rohöl der Sorte Brent in einer Spanne von 49 USD bis 56 USD je Barrel.

Während die globale Ölproduktion im Januar erwartungsgemäß sank, nahm das Ölangebot im Februar sowohl in den OPEC- als auch in den Nicht-OPEC-Ländern zu, weshalb die Umsetzung der angekündigten Angebotsbeschränkung angezweifelt wurde. Zugleich wirkten sich die steigenden Rohöllagerbestände und das zunehmende Angebot an Schieferöl in den Vereinigten Staaten zusehends negativ auf die Ölpreise aus, die in der Folge mit 50 USD je Barrel auf ihren Stand von Ende November 2016 zurückfielen. Seit Anfang April weisen die Notierungen wieder einen leicht positiven Trend auf. Grund hierfür sind ein erneuter Rückgang der Lagerbestände in den USA und Produktionsausfälle in Libyens größtem Ölfeld aufgrund neuerlicher geopolitischer Spannungen. Die erwartete Ausweitung der OPEC-Drosselung auf das zweite Halbjahr 2017 ist ebenfalls seit Kurzem eingepreist. Die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl sind seit Anfang März auf US-Dollar-Basis um rund 5 % gesunken. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem ein deutlicher Rückgang der Eisenerzpreise, der auf die hohen Vorratsbestände in chinesischen Häfen und die erwartete Abnahme der Stahlnachfrage in China zurückzuführen war, sowie in geringerem Umfang auch auf sinkende Nahrungsmittelpreise. Die Notierungen für sonstige Metalle (NE-Metalle) blieben im Wesentlichen stabil.

Der Konjunkturausblick für die Vereinigten Staaten bleibt weitgehend robust.

So stieg das reale BIP im vierten Quartal 2016 auf Jahresrate hochgerechnet um 2,1 %, getragen vor allem von den Konsumausgaben und den privaten Investitionen. Die Umfrageergebnisse und harten Daten liefen zu Jahresbeginn 2017 auseinander: Während das Verbraucher- und Unternehmensvertrauen nach wie vor robust ausfiel, schwächten sich die Industrieproduktion, der Auftragseingang für wichtige Investitionsgüter und die privaten Konsumausgaben ab. Einige der Faktoren, die den Konsum beeinträchtigen, sind jedoch vorübergehender Natur, wie etwa die außergewöhnlich hohen Temperaturen, die den Energieverbrauch belasteten, oder Verzögerungen bei den Steuererstattungen. Am Arbeitsmarkt ist indessen eine zunehmend angespannte Lage zu verzeichnen. So sank die Arbeitslosenquote im März auf einen Stand von 4,5 % (unterhalb des Schätzwerts des Offenmarktausschusses der Federal Reserve für Vollbeschäftigung), und die Jahreswachstumsrate des durchschnittlichen Stundenlohns lag bei 2,7 %. Die am jährlichen Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene Teuerung insgesamt sank im

März auf 2,4 %, was in erster Linie einem Rückgang der Energiekomponente zuzuschreiben war. Die Hauptkomponenten der Kerninflation schwächten sich ebenfalls ab, sodass der VPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf einen Wert von 2,0 % fiel.

In Japan setzt sich das moderate Wirtschaftswachstum fort. Das reale BIP legte im vierten Jahresviertel 2016 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu, wobei sowohl das Wachstum der Binnennachfrage als auch der Außenbeitrag verhalten blieben. Nach einer Schwächephase im Januar erholten sich die Industrieproduktion und die realen Ausfuhren wieder und liegen im Schnitt nach wie vor über ihren entsprechenden Vorjahrswerten. Darüber hinaus lieferten auch die Daten zum privaten Konsum – gestützt durch die Arbeitsmarktentwicklung – zaghafte Hinweise auf eine Erholung. Die angespanntere Lage am Arbeitsmarkt – mit einer Arbeitslosenquote, die so niedrig war wie zuletzt 1994 – ging jedoch nicht mit einer Zunahme des Lohnwachstums einher. Die am VPI-Gesamtindex gemessene Inflation erhöhte sich im Januar binnen Jahresfrist auf 0,4 %. Unterdessen beschleunigte sich der jährliche Anstieg des VPI ohne frische Nahrungsmittel und Energie, die von der Bank von Japan bevorzugte Messgröße der Kerninflation, ebenfalls geringfügig auf 0,2 %.

Nach einem robusten Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr deuten die aktuellen Indikatoren im Vereinigten Königreich auf einen moderateren Start in das Jahr 2017 hin. Im Schlussquartal 2016 erhöhte sich das reale BIP um 0,7 % gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel. Allerdings lassen die jüngsten Indikatoren insgesamt darauf schließen, dass sich das wirtschaftliche Expansions-tempo zu Beginn des laufenden Jahres verringert hat. So zeichnet sich insbesondere ab, dass die steigende Inflation die realen Einkommen und den privaten Konsum schmälert. Der Preisauftrieb der letzten Monate war hauptsächlich der Energiepreisentwicklung und der Abwertung des Pfund Sterling seit dem Referendum über die Mitgliedschaft des Vereinigten Königreichs in der EU geschuldet. Die jährliche VPI-Teuerungsrate belief sich im März 2017 auf 2,3 %. Am 29. März 2017 teilte die Regierung des Vereinigten Königreichs offiziell ihre Absicht mit, aus der Europäischen Union auszutreten, und ebnete damit den Weg für Verhandlungen gemäß Artikel 50 des Vertrags über die Europäische Union.

Das Wirtschaftswachstum in China hat sich stabilisiert. Im ersten Quartal 2017 stieg das reale BIP im Vorjahrsvergleich um 6,9 % und damit etwas stärker als im Dreimonatszeitraum zuvor. Dabei wurde das Wachstum vor allem durch die Konsumausgaben beflügelt, während von den Bruttoanlageinvestitionen der niedrigste Beitrag seit Anfang 2015 ausging. Insgesamt fiel die wirtschaftliche Dynamik im ersten Quartal jedoch schwächer als im Schlussviertel 2016 aus. Sie war auch nicht so stark wie einige verfügbare Indikatoren – insbesondere für die Investitionen und das Baugewerbe – nahegelegt hatten, was möglicherweise auf saisonale Reste zurückzuführen ist, welche die Schätzung für das erste Quartal beeinträchtigt haben. Die am VPI gemessene jährliche Teuerungsrate fiel im Februar auf 0,8 % (nach 2,5 % im Januar), da die Preise für Nahrungsmittel und Fremdenverkehrsdienstleistungen nach dem chinesischen Neujahrsfest nachgaben. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sank die Preissteigerungsrate von 2,2 % auf

1,8 %. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise beschleunigte sich indessen infolge der anziehenden Eisenmetall- und Energiepreise auf 7,8 %. Wenngleich der Abbau der Überkapazitäten in der Schwerindustrie zu einem Anstieg der Rohstoffpreise geführt hat, dürfte sich dies als temporärer Effekt erweisen.

2 Finanzielle Entwicklungen

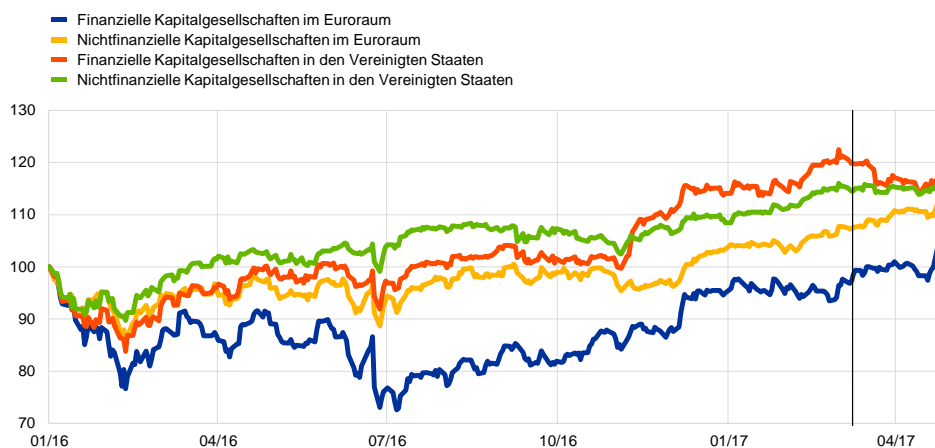
Die Staatsanleiherenditen im Euroraum haben sich seit Anfang März insgesamt betrachtet geringfügig nach unten entwickelt.

Das Umfeld, in dem sich der leichte Rückgang im Berichtszeitraum (vom 9. März bis zum 26. April) vollzog, war durch eine erhöhte politische Unsicherheit im Zusammenhang mit den Präsidentschaftswahlen in Frankreich geprägt. So kam es von Ende März bis zum Vortag des Bekanntwerdens der Ergebnisse des ersten Wahlgangs zu einem Absinken der Renditen, das durch steigende Renditen nach der Wahl partiell wieder ausgeglichen wurde. Insgesamt verringerte sich der zehnjährige OIS-Zinssatz (für Tagesgeldsatz-Swaps) um 5 Basispunkte, und die Staatsanleiherenditen gaben um durchschnittlich rund 15 Basispunkte nach. Die Renditerückgänge in den Euro-Staaten erstreckten sich von wenigen Basispunkten bis auf rund 70 Basispunkte, wobei in Italien und den Niederlanden teils leicht anziehende Renditen beobachtet wurden. Die Spreads gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen blieben in den meisten Ländern insgesamt unverändert oder engten sich geringfügig ein. Ausnahmen bildeten Griechenland und Portugal, wo der Rückgang rund 70 Basispunkte betrug, sowie Italien und die Niederlande, wo eine leichte Ausweitung der Spreads zu registrieren war.

Abbildung 3

Ausgewählte Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(1. Januar 2016 = 100)



Quelle: Thomson Reuters.

Anmerkung: Tageswerte. Die schwarze vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (9. März 2017). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. April 2017.

Die Aktienmärkte des Euroraums haben seit Anfang März Zugewinne verbucht.

Am Ende des Berichtszeitraums notierten die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum rund 5 % höher als zu Beginn des Zeitraums, während die Kurse finanzieller Kapitalgesellschaften annähernd 7 % hinzugewonnen hatten. Aufgrund der günstigen aktuellen Entwicklung an den Euroraum-Aktienmärkten liegen Bankenwerte inzwischen insgesamt rund 70 % über ihren Kurstiefs, auf die sie nach dem im Juni 2016 im Vereinigten Königreich durchgeführten Referendum über die EU-Mitgliedschaft gefallen waren (siehe Abbildung 3). Wie bei den Anleihen schlug sich die politische Unsicherheit auch an den Aktienmärkten des Eurogebiets

nieder, wo die Kurse bis zur Bekanntgabe des Präsidentschaftswahlergebnisses in Frankreich überwiegend seitwärts tendierten, um dann jedoch eine bedeutende Aufwärtsbewegung zu vollziehen. Seit Anfang März haben sich Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich merklich langsamer als im Euro-Währungsgebiet verteuert, während in Japan leichte Einbußen verzeichnet wurden. In allen drei Wirtschaftsräumen blieben finanzielle Kapitalgesellschaften in ihrer Kursentwicklung hinter nichtfinanziellen Unternehmen zurück. Die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse im Euroraum zogen vor den französischen Präsidentschaftswahlen deutlich auf rund 23 % an, bildeten sich im Anschluss daran jedoch wieder auf das Niveau von Anfang März, d. h. auf rund 14 %, zurück. In den USA hingegen blieben die marktbasieren Erwartungen über die Aktienkursvolatilität seit Anfang März weitgehend stabil.

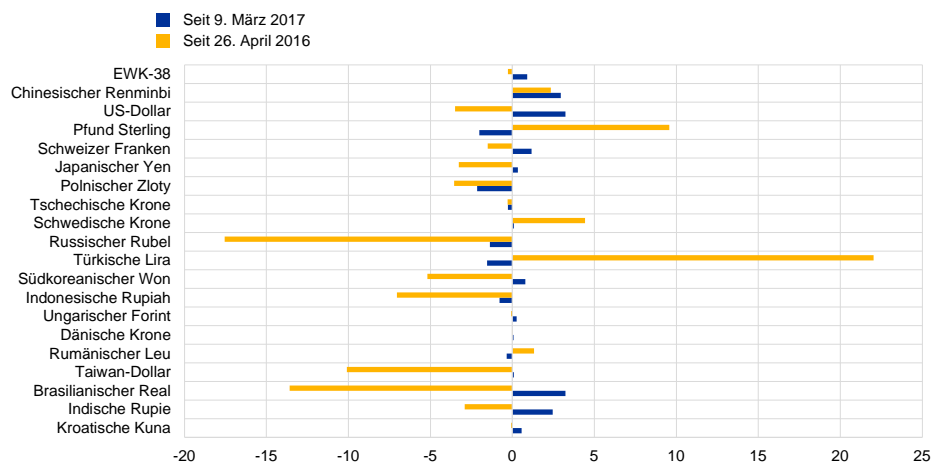
Die Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gingen im Berichtszeitraum leicht zurück. Am 26. April waren die Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen (Durchschnitt der Ratingkategorien AAA, AA, A und BBB) um 4 Basispunkte niedriger als Anfang März und befanden sich noch rund 25 Basispunkte unter dem Stand vom März 2016, als der EZB-Rat die Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) bekannt gab. Die Renditeaufschläge von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller und finanzieller Kapitalgesellschaften im Non-Investment-Grade-Segment (die nicht für Käufe im Rahmen des CSPP zugelassen sind) gingen im selben Zeitraum ebenfalls – um 10 bzw. 4 Basispunkte – zurück.

An den Devisenmärkten erfuhr der Euro in handelsgewichteter Rechnung eine geringfügige Abwertung. Gegenüber dem US-Dollar und dem chinesischen Renminbi wertete er zwar auf (um 3,2 % bzw. 2,9 % seit 9. März). Stärker zu Buche schlug jedoch die Abschwächung gegenüber den Währungen einer Reihe anderer wichtiger Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. So büßte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Pfund Sterling 2 % ein und verlor im Verhältnis zu den Währungen der meisten anderen nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten ebenfalls an Boden. Auch gegenüber der tschechischen Krone kam es nach Aufhebung des Mindestkurses zu einer leichten Abschwächung um 0,3 % (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums.

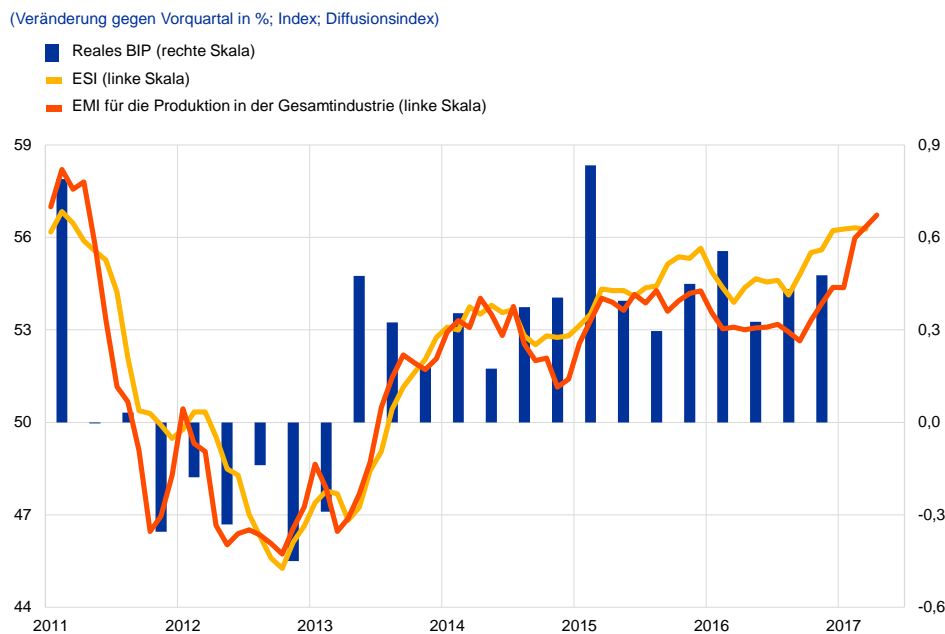
Der EONIA (Euro Overnight Index Average) blieb im Berichtszeitraum stabil bei rund -35 Basispunkten. Die Überschussliquidität nahm um etwa 243 Mrd € auf circa 1 608 Mrd € zu. Dieser Anstieg ging vornehmlich auf das letzte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft der zweiten Serie (GLRG-II) zurück, im Zuge dessen per saldo Liquidität von rund 200 Mrd € bereitgestellt wurde (nähere Einzelheiten zu den GLRGs finden sich in Kasten 5). Daneben trugen die im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) getätigten Kaufgeschäfte weiterhin zur steigenden Überschussliquidität bei.

Die EONIA-Terminzinskurve hat sich laufzeitenübergreifend um durchschnittlich ungefähr 10 Basispunkte nach unten verschoben. Eine anfängliche Aufwärtsverschiebung der Kurve, die bis etwa Mitte März zu beobachten war, wurde überwogen von einer Gegenbewegung, die im verbleibenden Berichtszeitraum nachfolgte. Insgesamt verlagerte sich die EONIA-Terminzinskurve bei Laufzeiten von mehr als acht Jahren rund 15 Basispunkte nach unten, während das Drei- bis Siebenjahressegment um etwa 10 Basispunkte nachgab. Bei den kürzeren Laufzeiten gingen die Terminalsätze nur in mindermem Umfang zurück. Bei Fälligkeiten bis Anfang 2020 liegt die Kurve nach wie vor unter null.

3 Konjunkturentwicklung

Der von der Binnennachfrage getragene Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet festigt sich und gewinnt an Breite. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) erhöhte sich im vierten Quartal 2016 gegenüber dem Vorquartal um 0,5 % (siehe Abbildung 5). Maßgeblich hierfür waren positive Beiträge der Binnennachfrage und – in geringerem Maße – der Vorratsveränderungen. Unterdessen fiel der Beitrag des Außenhandels deutlich negativ aus, da die Importe weitaus stärker zunahmen als die Exporte. Die aktuellen Konjunkturindikatoren, d. h. sowohl harte Daten als auch Umfrageergebnisse, sind weiterhin aufwärtsgerichtet und signalisieren für die erste Jahreshälfte 2017 ein anhaltendes Wirtschaftswachstum, das in etwa der Größenordnung des Schlussquartals 2016 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-Berechnungen.
Anmerkung: Der ESI ist normiert auf den Mittelwert und die Standardabweichung des EMI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (reales BIP), März 2017 (ESI) bzw. April 2017 (EMI).

Die privaten Konsumausgaben stiegen im vierten Quartal 2016 erneut an und stellten damit nach wie vor eine Haupttriebfeder der Konjunkturerholung dar.

Auf Quartalsbasis gerechnet beschleunigte sich die Zunahme des privaten Verbrauchs weiter auf 0,5 %. Diese Verbesserung ergab sich ungeachtet eines zeitgleichen Anstiegs des in Euro gerechneten Rohölpreises um knapp 15 % im Quartalsvergleich. In jährlicher Betrachtung weitete sich der private Verbrauch im letzten Jahresviertel 2016 um 1,9 % aus, verglichen mit 1,8 % im Dreimonatszeitraum zuvor. Die leichte Erhöhung stand im Widerspruch zu der starken Wachstumsverlangsamung des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte im vierten Quartal (im Vorjahrsvergleich 1,1 % nach 1,6 % im dritten Vierteljahr), die wiederum das Anziehen der jährlichen Inflationsrate widerspiegelte,

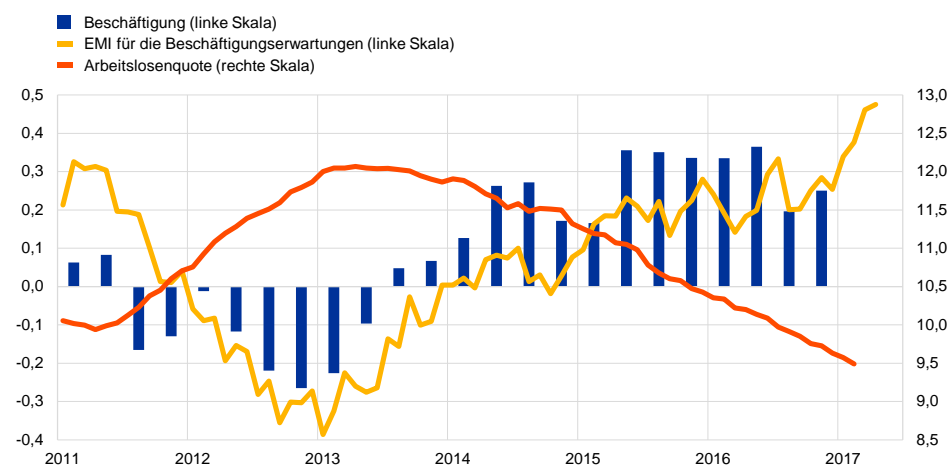
das im letzten Jahresviertel 2016 gegenüber dem Vorquartal anhand des Deflators der privaten Konsumausgaben gemessen wurde. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Einkommenszuwächse trotz des jüngsten Rückgangs im historischen Vergleich nach wie vor verhältnismäßig hoch sind. So profitieren die privaten Konsumausgaben im Zuge der anhaltenden Erholung vom Anstieg des realen Arbeitseinkommens der privaten Haushalte, der seinerseits vor allem eine Folge der zunehmenden Beschäftigung und der gesunkenen Ölpreise ist. Der etwas stärkere Zuwachs des privaten Verbrauchs ließ im Verbund mit dem niedrigeren Wachstum des real verfügbaren Einkommens die Sparquote der privaten Haushalte im Berichtsquartal gegenüber dem Vorquartal sinken.

Die Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet verbessert sich weiter, was die Einkommen sowie die privaten Konsumausgaben stützt.

Die Beschäftigung nahm im letzten Jahresviertel 2016 erneut zu, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Damit beläuft sich der jährliche Anstieg auf 1,2 %. Im Ergebnis liegt die Beschäftigung nun 3,4 % über dem letzten, im zweiten Quartal 2013 verzeichneten Tiefstand, aber immer noch knapp 0,5 % unter dem vor der Krise im ersten Quartal 2008 gemessenen Höchststand. Die Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets sank im Februar 2017 geringfügig auf 9,5 % und lag damit 2,6 Prozentpunkte unter dem nach der Krise beobachteten Höchststand vom April 2013 (siehe Abbildung 6). Dieser Rückgang war in allen Altersgruppen und sowohl bei Männern als auch bei Frauen zu beobachten (siehe hierzu auch Kasten 2). Gleichwohl besteht am Arbeitsmarkt nach wie vor eine hohe Unter- auslastung, die das anhand der Arbeitslosenquote zu vermutende Ausmaß deutlich übersteigt (siehe Kasten 3). Umfrageergebnisse lassen für die nächste Zeit auf eine anhaltende Aufhellung der Arbeitsmarktlage schließen.

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex; in % der Erwerbepersonen)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (Beschäftigung), April 2017 (EMI) bzw. Februar 2017 (Arbeitslosigkeit).

Das Wachstum des privaten Verbrauchs dürfte weiterhin robust verlaufen.

Nach einer Verbesserung im Schlussquartal 2016 hat sich die Stimmung unter den Verbrauchern im ersten Quartal 2017 nochmals aufgehellt. Damit liegt das Verbrauchervertrauen deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt und in der Nähe seines vor der Krise im Jahr 2007 gemessenen Höchststands. Darüber hinaus stehen die Angaben zum Einzelhandel (bis Februar 2017) und zu den Pkw-Neuzulassungen (für das gesamte erste Quartal) im Einklang mit einem Anstieg der privaten Konsumausgaben im ersten Jahresviertel 2017, der in etwa so hoch ausgefallen sein dürfte wie im vorangegangenen Quartal. Zudem dürfte sich auch der anhaltende Beschäftigungszuwachs, der aus den jüngsten Umfrageindikatoren hervorgeht, weiterhin positiv auf das gesamtwirtschaftliche Einkommen und den privaten Verbrauch auswirken. Unterdessen steigt das Reinvermögen der privaten Haushalte im Verhältnis zu ihrem verfügbaren Einkommen weiter an, was hauptsächlich Bewertungsgewinnen aus dem Immobilienbestand zuzuschreiben ist. Diese Entwicklung sollte den insgesamt zu beobachtenden Anstieg des privaten Verbrauchs zusätzlich stützen.

Das Investitionswachstum hat sich im vierten Quartal nach den schwachen Ergebnissen des dritten Jahresviertels deutlich belebt.

So erhöhten sich die Gesamtinvestitionen im letzten Vierteljahr 2016 auf Quartalsbasis um 3,3 %, was auf die deutliche Zunahme der Investitionen außerhalb des Baugewerbes zurückzuführen war. Diese legten um 6,4 % zu; ausschlaggebend hierfür war eine starke Ausweitung der Investitionen im Bereich des geistigen Eigentums im Gefolge der Transaktion in Vermögenswerten seitens einiger weniger großer Wirtschaftsakteure in Irland. Dagegen waren die Ausrüstungsinvestitionen im Schlussquartal 2016 leicht rückläufig, und der geringfügige Anstieg der Bauinvestitionen um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal spiegelte eine Zunahme der Investitionen im Wohnungsbau wider, die teilweise durch einen Rückgang der Investitionen in Nichtwohnbauten aufgezehrt wurde.

Für das erste Quartal 2017 deuten die aktuellen Daten auf eine weitere Zunahme sowohl der Unternehmens- als auch der Bauinvestitionen hin.

Die anhaltend positive Entwicklung der Unternehmensinvestitionen lässt sich aus dem Durchschnittswert für die Investitionsgüterproduktion von Januar und Februar ablesen, der im Vergleich zum Schlussquartal 2016 ein Plus von 0,2 % verzeichnete. Zudem fiel das Vertrauen im Investitionsgütersektor im ersten Jahresviertel durchschnittlich höher aus als im Vierteljahr zuvor. Auch die Auftragslage in diesem Sektor wurde sowohl insgesamt als auch im Hinblick auf die Auslandsbestellungen – parallel zur beobachteten allmählichen Verbesserung des außenwirtschaftlichen Umfelds – als günstiger eingeschätzt. Was die Bauinvestitionen betrifft, so weisen die monatlichen Daten zur Bauproduktion auf ein positives Wachstum im ersten Quartal 2017 hin. Die Umfrageindikatoren zur Nachfrage und zur Einschätzung der Auftragslage in diesem Sektor wie auch die Baugenehmigungen stehen überdies nach wie vor mit einer in der nächsten Zeit positiven Grundtendenz im Einklang.

Die Erholung der Investitionen dürfte sich auf mittlere Sicht fortsetzen. Vor dem Hintergrund der akkommodierenden Geldpolitik sollten die Unternehmensinvestitionen von der Binnen- und Auslandsnachfrage wie auch den günstigen Finanzierungsbedingungen getragen werden. Auch die steigenden Unternehmensgewinne dürften die Investitionen stützen. Bei den Bauinvestitionen sollten Faktoren wie das zunehmende verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die besseren Kreditbedingungen die Nachfrage in diesem Sektor stärken. Abwärtsrisiken für die Investitionsaussichten der Unternehmen ergeben sich aus dem immer noch notwendigen Schuldenabbau in einigen Ländern.

Die monatlichen Handelsdaten weisen auf eine weitere Zunahme der Ausfuhren des Euroraums in nächster Zeit hin. Im vierten Quartal 2016 erhöhten sich die Gesamtausfuhren des Eurogebiets um 1,8 %. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie eine Erholung der Warenexporte, gestützt durch einen schwächeren effektiven Wechselkurs des Euro und eine allmähliche Ausweitung des Welthandels. Die Monatsdaten zum Warenhandel für Januar und Februar lassen den Schluss zu, dass sich die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums im ersten Vierteljahr 2017 weiter gefestigt haben. Dabei scheint die Exportdynamik (gemessen als prozentuale Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) vornehmlich der Nachfrage aus Asien (einschließlich Chinas) sowie Verbesserungen in Russland und den Vereinigten Staaten geschuldet zu sein.

Mit der weiteren Festigung des Welthandels dürften sich auch die Ausfuhren des Euroraums erholen. So signalisieren Umfrageindikatoren ein Anziehen der Auslandsnachfrage, und der Auftragseingang im Exportgeschäft ist gestiegen. Zudem notierte der Euro in effektiver Rechnung in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres niedriger, was die Wettbewerbsfähigkeit der gebietsansässigen Exporteure erhöhen könnte. Allerdings könnten weltweit aufkommende protektionistische Tendenzen auf längere Sicht Abwärtsrisiken im Hinblick auf die Aussichten für die Auslandsnachfrage und somit die Exporte des Euroraums darstellen.

Insgesamt lassen die jüngsten Konjunkturindikatoren den Schluss zu, dass das Wachstum des realen BIP im ersten und zweiten Jahresviertel 2017 angehalten hat und in etwa so hoch ausgefallen ist wie im letzten Quartal 2016.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) war im Februar 2017 leicht rückläufig, nachdem im Vormonat ein Anstieg in derselben Größenordnung verzeichnet worden war. Infolgedessen entsprach das durchschnittliche Produktionsniveau der beiden Monate in etwa dem Wert des Schlussquartals 2016, als die Produktion gegenüber dem Vorquartal um 0,9 % gestiegen war. Aktuellere Umfrageergebnisse stehen ebenfalls mit einer auf kurze Sicht anhaltend positiven Wachstumsdynamik in Einklang. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in der Gesamtindustrie belief sich im ersten Vierteljahr 2017 auf durchschnittlich 55,6 Punkte, verglichen mit 53,8 Zählern im vierten Quartal, und erhöhte sich danach von 56,4 Punkten im März auf 56,7 Punkte im April 2017 (siehe Abbildung 5). Gleichzeitig stieg der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) von 106,9 Zählern im Schlussquartal 2016 auf 107,9 Punkte im ersten Jahresviertel an. Beide Indikatoren – EMI und ESI – liegen

somit nach wie vor über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt und nähern sich ihren letzten Höchstständen von Anfang 2011 an.

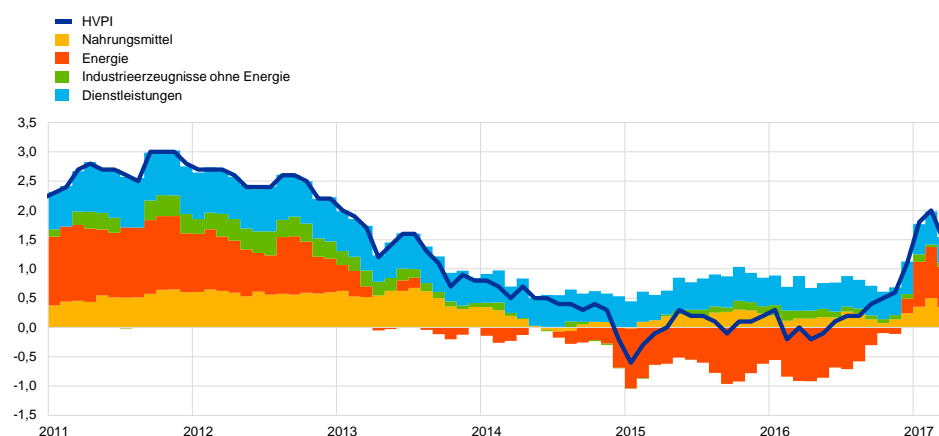
Der gegenwärtige Konjunkturaufschwung wird sich voraussichtlich weiter festigen und an Breite gewinnen. Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen unterstützt die Binnennachfrage und erleichtert den anhaltenden Prozess des Verschuldungsabbaus. Die Erholung der Investitionstätigkeit profitiert weiterhin von sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und einer Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen. Der Beschäftigungszuwachs, der auch durch vorangegangene Arbeitsmarktreformen begünstigt wird, stützt das real verfügbare Einkommen und die privaten Konsumausgaben. Zudem deuten die Anzeichen einer stärkeren weltweiten Erholung und eines anziehenden Welthandels darauf hin, dass die Auslandsnachfrage zunehmend zur allgemeinen Robustheit des Konjunkturaufschwungs im Eurogebiet beitragen dürfte. Allerdings wird das Wirtschaftswachstum weiterhin durch die insbesondere an den Gütermärkten schleppende Umsetzung von Strukturreformen und noch erforderliche Bilanzanpassungen in einer Reihe von Sektoren gebremst. Bei den Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums ist zwar eine Entwicklung in Richtung einer ausgewogeneren Konstellation zu beobachten, es überwiegen aber nach wie vor die Abwärtsrisiken, die sich hauptsächlich aus globalen Faktoren ergeben. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang April von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Januar für die Jahre 2017 und 2018 nach oben korrigiert wurden.

Die Gesamtinflation hat sich im März verringert. Nach einem Anstieg auf 2,0 % im Februar 2017 sank sie im März auf 1,5 % (siehe Abbildung 7). Zurückzuführen war dieser Rückgang im Wesentlichen auf geringere Preissteigerungen bei den volatilen Komponenten Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, aber auch auf eine niedrigere Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel.

Abbildung 7

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

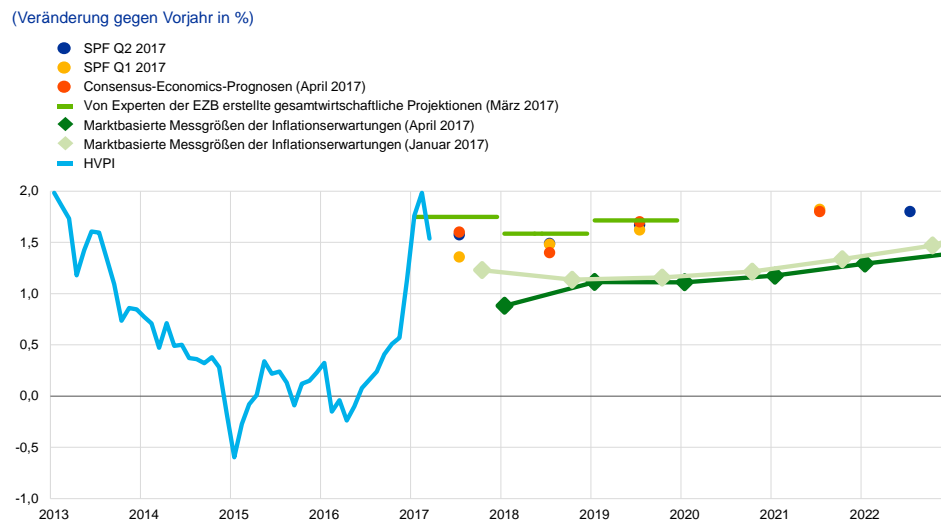
Die Messgrößen der Kerninflation entwickelten sich weiterhin verhalten. Die Jahresänderungsrate der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sank von 0,9 % im Februar 2017 auf 0,7 % im März und damit auf den niedrigsten Stand seit zwei Jahren. Diese Entwicklung war größtenteils der Wachstumsabschwächung bei den sehr volatilen Komponenten der Dienstleistungen im Reiseverkehr zuzuschreiben und dürfte vor allem Preiseffekte im Zusammenhang mit der Lage der Osterferien widerspiegeln (Ostern fiel 2017 auf den April, im letzten Jahr hingegen auf den März), die somit eher vorübergehender Natur sein dürften. Nach wie vor liegt die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt von 1,4 %. Auch die meisten alternativen Maße lassen kein Anziehen des zugrunde liegenden Inflationsdrucks erkennen. Dies könnte zum Teil auf verzögerte indirekte Abwärtseffekte im Zusammenhang mit den niedrigen Ölpreisen der Vergangenheit und grundsätzlich auch auf einen weiterhin schwachen binnenwirtschaftlichen Kostendruck zurückzuführen sein.

Ein gewisser Druck hat sich auf den vorgelagerten Stufen der Produktions- und Preissetzungskette aufgebaut. Dort weisen der überdurchschnittlich hohe Auftrieb der weltweiten Erzeugerpreise (ohne Öl) und der starke Anstieg der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter auf einen sich bildenden Preisdruck hin. Die Vorleistungsgüter sind auch die Hauptursache für die jüngste Zunahme der Erzeugerpreise in der Gesamtindustrie (ohne Baugewerbe und Energie) im Euro-Währungsgebiet (von 1,5 % im Januar auf 2,1 % im Februar). Auf den

nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette lässt die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die sich seit November 2016 merklich erhöht hat und im Februar erneut auf 0,6 % nach -0,1 % im Januar gestiegen ist, einen gewissen Aufwärtsdruck erkennen. Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel blieb indes mit 0,2 % im Februar weitgehend stabil auf niedrigem Niveau, sodass sie bei den Industrierzeugnissen ohne Energie bislang noch nicht inflationsstimulierend wirkt (siehe hierzu auch die Ausführungen in Kasten 4).

Das Lohnwachstum im Euroraum liegt trotz eines leichten Anstiegs immer noch auf niedrigem Niveau. Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer erhöhte sich von 1,3 % im dritten Quartal 2016 auf 1,5 % im letzten Jahresviertel, liegt jedoch weiterhin deutlich unter ihrem (seit 1999 gemessenen) langfristigen Durchschnitt von 2,1 %. Zu den das Lohnwachstum möglicherweise belastenden Faktoren zählen die nach wie vor beträchtliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt, der schwache Produktivitätszuwachs und die immer noch spürbaren Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise eingeführten Arbeitsmarkt-reformen. Darüber hinaus ist es denkbar, dass das Niedriginflationsumfeld der letzten Jahre weiterhin – über vergangenheitsorientierte formelle und informelle Indexierungsmechanismen – zum geringeren Lohnwachstum beiträgt.

Abbildung 8
Marktbasierte und umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die marktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartungen werden aus inflationsindexierten Nullkupon-Swaps, die auf dem HVPI des Euro-Währungsgebiets ohne Tabakwaren basieren, abgeleitet.

Die marktbasieren längerfristigen Inflationserwartungen sind leicht zurückgegangen, während die umfragebasierten Messgrößen stabil geblieben sind. Seit Anfang März sind die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen über alle Laufzeiten hinweg gesunken (siehe Abbildung 8). So verringerte sich die fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren auf rund 1,6 % und lag damit etwa 10 Basispunkte unter dem Wert von Anfang März 2017. Demgegenüber blieben die umfragebasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen für das Eurogebiet gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB vom April 2017 stabil bei 1,8 %.

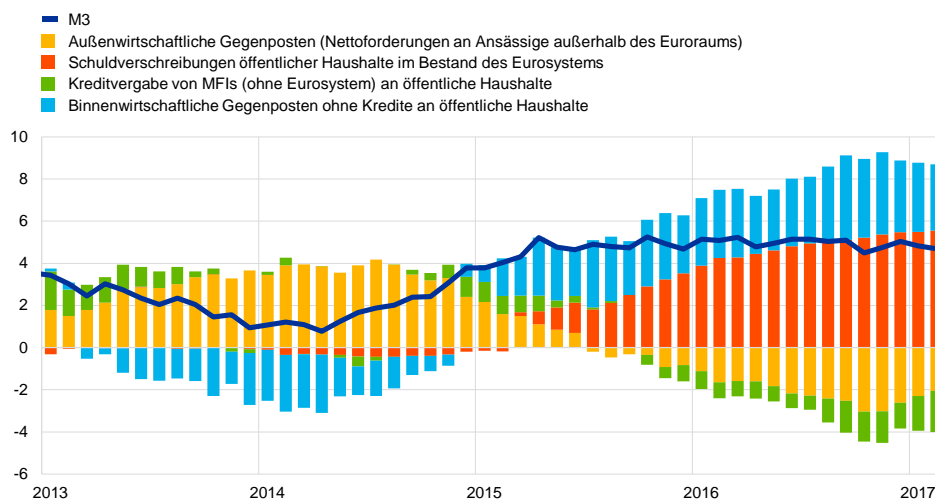
Die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet haben weiter angezogen. Gemäß dem von der EZB erstellten Preisindikator für Wohnimmobilien sind die Preise für Häuser und Wohnungen im Euroraum im Schlussquartal 2016 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 3,8 % gestiegen, verglichen mit 3,4 % im dritten Vierteljahr, was auf eine 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 der Geldmenge M3, die sich seit Mitte 2015 um einen Wert von 5,0 % bewegt, blieb auch im Februar 2017 mit 4,7 % (nach 4,8 % im Januar) weitgehend stabil (siehe Abbildung 9). Gestützt wurde das Geldmengenwachstum abermals durch die wegen der sehr niedrigen Zinsen nur geringen Opportunitätskosten für das Halten liquider Einlagen und durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Der größte Beitrag ging wiederholt vom jährlichen M1-Wachstum aus, das sich im Februar unverändert auf 8,4 % belief.

Abbildung 9
M3 und Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

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

Die Dynamik der weit gefassten Geldmenge wurde erneut von binnenwirtschaftlichen Quellen der Geldschöpfung bestimmt. Der Erwerb von Schuldverschreibungen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) wirkte sich nach wie vor deutlich positiv auf das M3-Wachstum aus (siehe die roten Balken in Abbildung 9). Dagegen blieb der Beitrag der Kreditvergabe der monetären Finanzinstitute (MFIs) ohne Eurosystem an öffentliche Haushalte negativ (siehe die grünen Balken in Abbildung 9).

Auch die binnenwirtschaftlichen Gegenposten ohne Kredite an öffentliche Haushalte übten einen positiven Einfluss auf das M3-Wachstum aus (siehe die blauen Balken in Abbildung 9). In dieser Entwicklung kommt zum einen die allmähliche Belebung der Kreditvergabe an den privaten Sektor zum Ausdruck; zum anderen wurde das M3-Wachstum nach wie vor durch die stark negative Jahresänderungsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) gestützt. Dies lässt sich unter anderem mit der flachen Zinsstrukturkurve erklären, die mit den geldpolitischen Maßnahmen der EZB zusammenhängt und aus Anlegersicht die Attraktivität der Haltung langfristiger

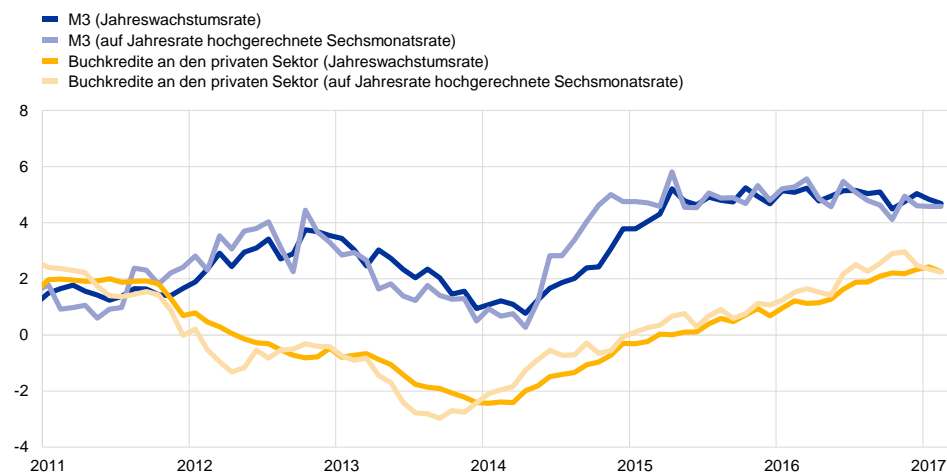
Einlagen und Bankanleihen schmälert. Auch die Verfügbarkeit der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) als Alternative zur längerfristigen marktbasierter Bankfinanzierung spielte hier eine Rolle.

Von der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors ging weiterhin ein Abwärtsdruck auf das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 aus (siehe die gelben Balken in Abbildung 9). Diese Entwicklung spiegelt anhaltende Kapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet wider. Der Verkauf von Staatsanleihen aus dem Euroraum durch Gebietsfremde im Rahmen des PSPP trägt erheblich zu diesem Trend bei.

Die Erholung des Kreditwachstums schreitet voran. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling) war im Februar 2017 weitgehend unverändert (siehe Abbildung 10). Was die einzelnen Sektoren betrifft, so schwächte sich der jährliche Zuwachs der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften leicht ab, während die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte stabil blieb. Gestützt wurde die Erholung des Kreditwachstums durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die – vor allem aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB – seit Sommer 2014 im gesamten Euroraum deutlich gesunken sind, sowie durch die insgesamt verbesserte Angebots- und Nachfrageentwicklung bei Bankdarlehen. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten in einigen Ländern nach wie vor hoch ist, was die Kreditvergabe belasten dürfte.

Abbildung 10
M3 und Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017.

Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2017 lässt darauf schließen, dass das Wachstum der Buchkredite weiterhin von gelockerten Kreditvergabebedingungen und -richtlinien und einer Nachfragebelebung in allen Darlehenskategorien getragen wurde. Die Richtlinien für die

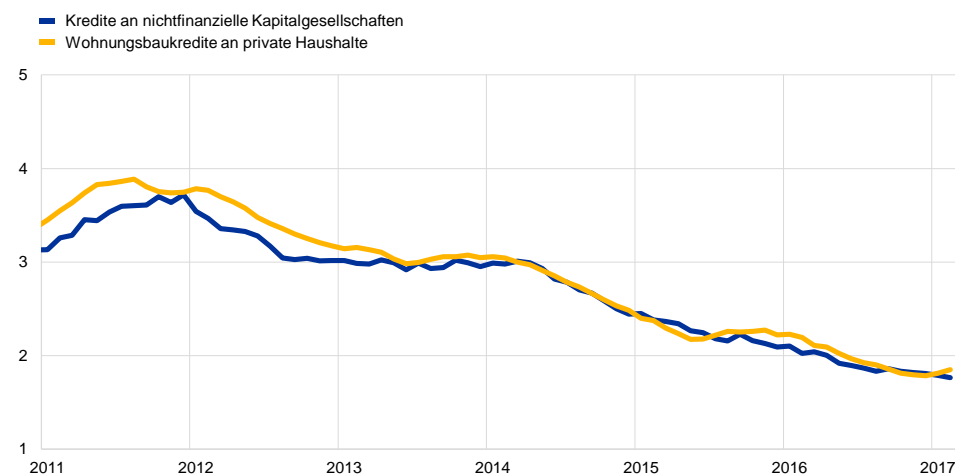
Vergabe von Unternehmenskrediten und von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte wurden im ersten Quartal 2017 leicht gelockert. Das erweiterte Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hat zu einer Lockerung der Bedingungen für die Kreditgewährung in sämtlichen Kreditkategorien geführt. Der per saldo lockernde Effekt fiel in Bezug auf die Kreditbedingungen stärker aus als bei den Kreditrichtlinien. Die Banken des Euroraums berichteten, dass das APP zu einer Verbesserung ihrer Liquiditätslage und der Finanzierungsbedingungen am Markt beigetragen habe. Sie gaben an, die im Rahmen des APP erhaltene Liquidität vorrangig für die Gewährung von Krediten verwendet zu haben. Ferner wirke sich der negative EZB-Zinssatz für die Einlagefazilität zwar begünstigend auf das Kreditvolumen aus, belaste zugleich aber den Nettozinsertrag. Außerdem berichteten die Banken über eine per saldo anziehende Kreditnachfrage vonseiten privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen. Ausschlaggebend dafür waren verschiedene Faktoren, insbesondere das niedrige allgemeine Zinsniveau, Fusions- und Übernahmeaktivitäten und die günstigen Aussichten an den Wohnimmobilienmärkten.

Der seit Anfang 2014 zu beobachtende Rückgang der Bankkreditzinsen hat sich zu Jahresbeginn 2017 abgeflacht (siehe Abbildung 11). In der Zeit von Mai 2014 bis Februar 2017 sanken die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum um 117 bzw. 106 Basispunkte. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Kreditzinsen deutlich stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. In anfälligen Euro-Ländern verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften besonders stark, was zu einer Verringerung der zwischen den einzelnen Euro-Ländern bestehenden Asymmetrien bei der geldpolitischen Transmission beitrug. Unterdessen verringerte sich im Eurogebiet der Abstand zwischen den Zinsen für sehr kleine Kredite (bis zu 0,25 Mio €) und für große Kredite (mehr als 1 Mio €) erheblich. Dies ist ein Anzeichen dafür, dass kleine und mittlere Unternehmen insgesamt stärker von den rückläufigen Bankkreditzinsen profitieren als große.

Abbildung 11

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017.

Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im ersten Quartal 2017 robust.

Aus den jüngsten EZB-Daten geht hervor, dass die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch im Euroraum ansässige nichtfinanzielle Unternehmen im Januar und Februar 2017 erneut anzog, nachdem sie sich im Dezember 2016 vor allem aufgrund saisonaler Faktoren abgeschwächt hatte. Gestützt wurde die Emissionstätigkeit weiterhin unter anderem durch die von der EZB getätigten Käufe von Investment-Grade-Unternehmensanleihen (ohne Bankanleihen). Vorläufigen Daten zufolge blieb die Emissionstätigkeit im März robust. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien war in den ersten Monaten des laufenden Jahres indes gedämpft.

Schätzungen zufolge sind die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet in den ersten Monaten dieses Jahres günstig geblieben.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dürften sich im ersten Quartal 2017 gegenüber Dezember 2016 kaum verändert haben. Im März lagen sie nur leicht über dem historischen Tiefstand vom letzten Sommer. Im Vergleich zu den Fremdfinanzierungskosten sind die Eigenfinanzierungskosten jedoch nach wie vor hoch, was auf relativ hohe Aktienrisikoprämien zurückzuführen ist. Die Fremdfinanzierung verbilligte sich in den letzten Monaten erneut und wies zuletzt ein neues historisches Tief auf.

Kästen

1 Das EZB-Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und die TARGET-Salden: Umsetzung der Geldpolitik und andere Aspekte

Im vorliegenden Kasten wird der Anstieg der TARGET-Salden seit Einführung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) analysiert und erläutert, weshalb sich die aktuelle Entwicklung von jener unterscheidet, die in früheren Phasen steigender Salden beobachtet wurde.¹ Bei den TARGET-Salden handelt es sich um Forderungen bzw. Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken des Euroraums (NZBen) gegenüber der EZB, die sich aus in Zentralbankgeld abgewickelten grenzüberschreitenden Zahlungen ergeben.² Nettozahlungsmittelzuflüsse in ein Land führen zu einer Erhöhung der TARGET-Forderung (bzw. einer Verringerung der TARGET-Verbindlichkeit) der NZB dieses Landes, während Nettozahlungsmittelabflüsse den gegenteiligen Effekt haben. Der Gesamtsaldo von TARGET, also die Summe aller positiven Salden, verändert sich nur dann, wenn Zentralbankgeld zwischen einem Land mit positivem und einem Land mit negativem Saldo verschoben wird.³ Grenzüberschreitende, sich in veränderten TARGET-Salden niederschlagende Ströme von Zentralbankgeld werden in der Zahlungsbilanz der Euro-Länder erfasst.⁴ Diese Mittelflüsse müssen sich in anderen Teilkomponenten der Zahlungsbilanz, wie beispielsweise als Kapitalströme in der Leistungsbilanz oder bei den Wertpapieranlagen, widerspiegeln.

Ausschlaggebend für hohe TARGET-Salden kann die Zuführung umfangreicher Überschussliquidität durch das dezentrale Zentralbanksystem des Euro-Währungsgebiets sein. TARGET-Salden entstehen, wenn die in einem Land geschaffenen Zentralbankreserven in ein anderes Land fließen. Während der Staatsschuldenkrise kam es zu einem *nachfragebedingten* Anstieg der Überschussliquidität, da die Banken marktbasierende Finanzierungsquellen, die ausgetrocknet waren, durch die Finanzierung über das Eurosystem ersetzt. Obwohl die

¹ „TARGET“ steht für „transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungssystem“ (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system). Im Mai 2008 wurde das bisherige TARGET-System vollständig durch TARGET2 als das im Besitz des Eurosystems befindliche und von ihm betriebene Echtzeit-Bruttosystem ersetzt. Der besseren Lesbarkeit halber wird hier zur Bezeichnung der kumulierten Salden von TARGET und TARGET2 der Begriff „TARGET-Salden“ verwendet.

² Darüber hinaus verfügen auch die EZB und die NZBen von fünf nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden, aber an TARGET2 teilnehmenden Mitgliedstaaten (Bulgarien, Dänemark, Kroatien, Polen und Rumänien) über TARGET-Salden.

³ Der TARGET-Gesamtsaldo erhöht sich, wenn per saldo Zentralbankgeld von einem Land mit TARGET-Verbindlichkeiten in ein Land mit TARGET-Forderungen fließt, und er sinkt, wenn das Geld in umgekehrter Richtung transferiert wird. Dagegen verändern Zahlungsströme zwischen zwei Ländern mit TARGET-Forderungen (oder zwischen zwei Ländern mit TARGET-Verbindlichkeiten) zwar die Zusammensetzung, nicht aber die Höhe des TARGET-Gesamtsaldos.

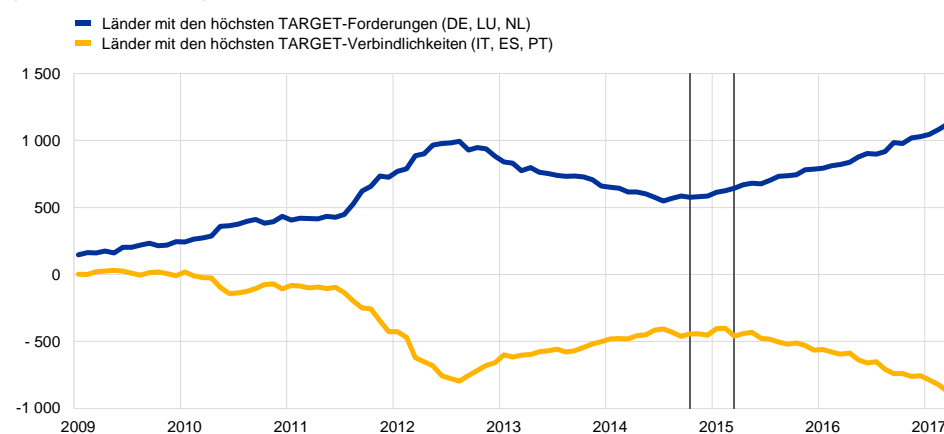
⁴ Transferiert ein Land des Euroraums mehr Mittel über TARGET ins Ausland als es erhält, erfolgt die Gegenbuchung einer gleich großen Verbindlichkeit der NZB des entsprechenden Landes gegenüber der EZB in der Kapitalbilanz der Zahlungsbilanz unter dem Posten „übriger Kapitalverkehr der nationalen Zentralbank“.

anfängliche Bereitstellung von Liquidität über Refinanzierungsgeschäfte TARGET-neutral war,⁵ erhöhten sich die TARGET-Salden, weil diese Liquidität vor dem Hintergrund starker Marktspannungen in der Folge aus anfälligen in weniger anfällige Länder floss.⁶ Die erneute Zunahme der Überschussliquidität seit dem Start des erweiterten APP ist allerdings überwiegend *angebotsbedingt*, da sie aus Wertpapierkäufen der NZBen und der EZB resultiert statt aus einer stressbezogenen Inanspruchnahme von Refinanzierungsgeschäften.⁷ Das APP – und insbesondere das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) – verursacht die steigenden TARGET-Salden (siehe Abbildung A), indem es zu umfangreichen grenzüberschreitenden Liquiditätsströmen führt. Diese Ströme entstehen a) im Zuge der Durchführung des APP und b) über weitere Portfolioumschichtungen.

Abbildung A

Summe der TARGET-Salden der drei NZBen mit den höchsten Forderungen und der drei NZBen mit den höchsten Verbindlichkeiten

(in Mrd € Monatsendwerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die drei Länder, die Ende März 2017 die höchsten TARGET-Forderungen aufwiesen, waren Deutschland, Luxemburg und die Niederlande. Die drei Staaten mit den höchsten TARGET-Verbindlichkeiten waren Italien, Spanien und Portugal (wenngleich im Grunde die EZB-Verbindlichkeiten jene von Portugal übersteigen). Die senkrechten schwarzen Linien markieren den Beginn der Käufe im Oktober 2014 (im Rahmen des APP) bzw. im März 2015 (im Rahmen des PSPP). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017.

⁵ Monetäre Finanzinstitute (MFIs) können nur über ihre jeweilige NZB an Refinanzierungsgeschäften teilnehmen. Die Liquidität wird dem teilnehmenden MFI mittels einer Gutschrift auf sein Girokonto bei der NZB zugeteilt. Die Durchführung der Refinanzierungsgeschäfte umfasst keine grenzüberschreitenden Zahlungen und ist somit TARGET-neutral.

⁶ Im Rahmen des Mengentenders mit Vollzuteilung wurde die Nachfrage nach Refinanzierung über das Eurosystem bei Verfügbarkeit von Sicherheiten in vollem Umfang gedeckt, was den Weg für eine deutliche Zunahme der Überschussliquidität ebnete. Siehe hierzu auch EZB, TARGET-Salden und geldpolitische Geschäfte, Monatsbericht Mai 2013.

⁷ Rund 85 % des von Ende Februar 2015 (d. h. vor Beginn des PSPP) bis zum 31. März 2017 verzeichneten Anstiegs der über auf Euro lautende Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität entfielen auf das APP. In der über denselben Zeitraum gestiegenen Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems spiegelt sich vollumfänglich die Teilnahme an den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRGs) wider. Die GLRG-Teilnahme sollte nicht als Zeichen für eine stressbedingte Inanspruchnahme der Refinanzierungsfazilitäten des Eurosystems interpretiert werden, denn die äußerst attraktive Preisgestaltung dieser Geschäfte stellte ein Kernmotiv für die Teilnahme dar (siehe etwa die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2017).

Die Finanzierungsstruktur des Euroraums trägt zum derzeitigen Anstieg der TARGET-Salden bei, da grenzüberschreitende Zahlungen ein Wesensmerkmal der dezentralen Umsetzung des APP in einem integrierten Markt darstellen.

Die Umsetzung des APP unterscheidet sich von der Durchführung der Refinanzierungsgeschäfte, weil sie unmittelbare grenzüberschreitende Zahlungen beinhalten kann, da die Käufe nicht durch nationale Grenzen beschränkt werden. So sind an volumenmäßig rund 80 % aller im Rahmen des APP durchgeführten Käufe ausländische Geschäftspartner beteiligt, während bei etwa 50 % die Geschäftspartner ihren Sitz außerhalb des Euroraums, viele davon im Vereinigten Königreich, haben.⁸ Letztere haben bisher über große Finanzzentren des Eurogebiets auf TARGET2 zugegriffen, vor allem über Deutschland und in geringerem Maße die Niederlande.⁹ Die wichtigsten Finanzzentren im Euroraum befinden sich seit jeher in jenen Ländern, die während der Staatsschuldenkrise als weniger anfällig galten.¹⁰ Die Abwicklung von Transaktionen im Rahmen des APP ist daher mit strukturell grenzüberschreitenden Mittelströmen zu diesen Standorten verbunden.¹¹

Der steigende TARGET-Gesamtsaldo folgt dem Aufwärtspfad der grenzüberschreitenden Zahlungen im Zusammenhang mit APP-Transaktionen, was darauf schließen lässt, dass andere Finanzströme keinen weiteren Saldoanstieg nach der APP-Einführung verursacht haben.

Abbildung B stellt die tatsächliche Entwicklung des TARGET-Gesamtsaldos parallel zu einem simulierten Saldo dar, der aufzeigt, wie sich der Gesamtsaldo entwickelt hätte, wenn die Liquiditätsströme im Zusammenhang mit der APP-Umsetzung die einzigen grenzüberschreitenden Zahlungen im System gewesen wären.¹² Der tatsächliche Saldo liegt derzeit unter dem simulierten Saldo, was darauf hinweist, dass weitere grenzüberschreitende Liquiditätsströme nicht zu einem zusätzlichen Anstieg des Gesamtsaldos von TARGET führen. Vielmehr spricht dieser Umstand dafür, dass ein Teil der grenzüberschreitenden Liquidität aus Ländern mit TARGET-Forderungen per saldo zurück in Länder mit TARGET-Verbindlichkeiten fließt.

⁸ In diesem Zusammenhang bezieht sich „ausländisch“ auf Geschäftspartner, die in einem anderen Land als die erwerbende NZB – einschließlich anderer Euro-Länder – ansässig sind. Die Geschäftspartner sind nicht zwangsläufig die rechtlichen Eigentümer des Wertpapiers; sie können auch als Intermediäre auftreten, die im Auftrag des Eigentümers Wertpapiere halten und Transaktionen abwickeln.

⁹ Über welches Land Banken aus Ländern außerhalb des Euroraums an TARGET2 teilnehmen, entscheiden sie selbst. Banken mit Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), die für die direkte Teilnahme an TARGET2 zugelassen sind, können wählen, bei welcher NZB sie ein TARGET2-Konto eröffnen möchten. Andere Banken mit Sitz in Ländern außerhalb des Eurogebiets suchen sich für ihren TARGET2-Zugang hingegen Korrespondenzbanken aus, wobei dies für gewöhnlich historisch bedingt ist. Hierbei haben sich seit der Inbetriebnahme des TARGET2-Systems 2007/2008 kaum Veränderungen ergeben.

¹⁰ Erkenntnisse aus dem ursprünglichen TARGET-Zahlungssystem deuten darauf hin, dass Deutschland und das Vereinigte Königreich schon lange vor Ausbruch der globalen Finanzkrise wichtige Finanzplätze waren (siehe I. Cabral, F. Dierick und J. Vesala, Banking integration in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 6, 2002). Dies ist zwar nach wie vor der Fall, doch ist das Vereinigte Königreich kein direkter Teilnehmer an TARGET2; Deutschland ist der Hauptstandort, über den Banken mit Sitz im Vereinigten Königreich Zugang zu TARGET2 erhalten, was die Rolle Deutschlands als wichtiges Finanzzentrum untermauert.

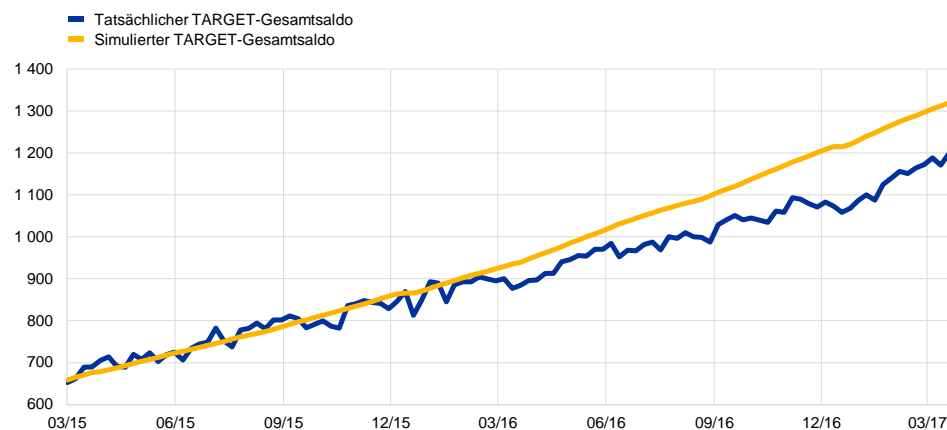
¹¹ Weitere Einzelheiten darüber, wie sich die Umsetzung des APP auf die TARGET-Salden auswirkt, finden sich in: EZB, Die TARGET-Salden und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, Wirtschaftsbericht 7/2016, November 2016.

¹² Die Simulation basiert auf Transaktionsdaten und bildet die Zahlungen ankaufender Zentralbanken auf die von den veräußernden Geschäftspartnern genutzten TARGET-Konten ab.

Abbildung B

TARGET-Gesamtsaldo seit Einführung des PSPP und simulierter Saldo

(in Mrd € wöchentliche Daten)



Quellen: EZB, TARGET2 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der simulierte TARGET-Saldo wird anhand von APP-Transaktionsdaten und Standortinformationen über die TARGET-Konten der APP-Geschäftspartner berechnet (der Saldo der EZB wird getrennt von den Salden der Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets berücksichtigt). Der simulierte Saldo veranschaulicht, wie sich der TARGET-Gesamtsaldo seit März 2015 entwickelt hätte, wenn die einzigen grenzüberschreitenden Zahlungen im System die aus APP-Ankäufen resultierenden Liquiditätsströme der Zentralbanken auf die TARGET2-Konten der Geschäftspartner gewesen wären. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017.

Zahlungsströme im Zusammenhang mit der Umschichtung von Wertpapieranlagen werden ebenfalls von der Finanzierungsstruktur beeinflusst und sorgen dafür, dass die TARGET-Salden erhöht bleiben.

Seit dem Start des APP ist es im Euroraum insgesamt zu einer breitflächigen Umschichtung in von Gebietsfremden begebene Schuldverschreibungen gekommen, die in erheblichem Ausmaß durch die anhaltend negativen Renditeabstände zwischen Anleihen des Eurogebiets und jenen anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften befeuert wurde.¹³ So stammten die von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets in diesem Zeitraum per saldo gekauften Schuldverschreibungen Gebietsfremder fast ausschließlich aus Emissionen anderer Industrieländer, vor allem der USA. Bei solchen internationalen Portfoliostrukturierungen sind in der Regel Akteure mit Sitz in den großen Finanzzentren des Euroraums zwischengeschaltet, was zur Akkumulation von Währungsreserven an bestimmten Standorten und zur Fortdauer der TARGET-Salden beiträgt.¹⁴ Dieser Mechanismus kommt in der Netto-Auslandsposition der MFIs eines Landes zum Tragen, in der sich die Transaktionen des Nichtbankensektors mit der übrigen Welt (siehe Abbildung C) und die Kanäle widerspiegeln, die die damit verbundenen Zahlungsströme nehmen (siehe Abbildung D).¹⁵ Aus der

¹³ Siehe EZB, Analyse der Nettokapitalabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet im Bereich der Wertpapieranlagen, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

¹⁴ Bei den Aktienbeteiligungen weisen länderspezifische Daten der größten Volkswirtschaften des Eurogebiets auf umfangreiche grenzüberschreitende Mittelflüsse innerhalb des Euroraums in Investmentfonds hin, die in den großen Finanzzentren des Eurogebiets (vor allem Luxemburg) konzentriert sind.

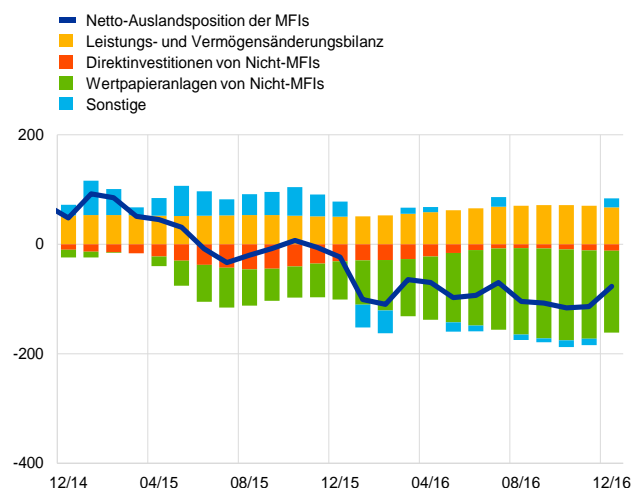
¹⁵ Nähere Einzelheiten zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich bei L. Bê Duc, F. Mayerlen und P. Sola, The monetary presentation of the euro area balance of payments, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 96, 2008.

Aufschlüsselung der Nettoforderungen der MFIs der größten TARGET-Schuldnerstaaten geht hervor, dass die mit internationalen Portfolioumschichtungen einhergehenden Zahlungsströme hauptsächlich via TARGET kanalisiert werden.¹⁶

Abbildung C

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz in den drei Ländern mit den höchsten TARGET-Verbindlichkeiten

(in Mrd €; Zwölfmonatsveränderungen)



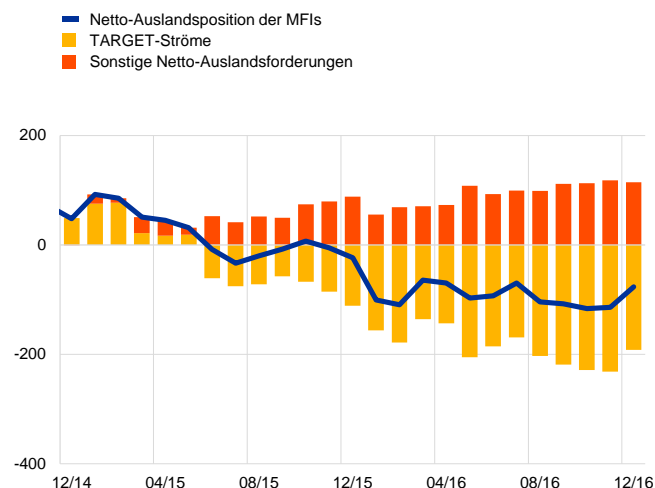
Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Aggregate der drei Länder mit den höchsten TARGET-Verbindlichkeiten – Italien, Spanien und Portugal. Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors eines Landes besteht aus den MFI-Positionen gegenüber Gebietsfremden und gegenüber Ansässigen in anderen Euro-Ländern (einschließlich Positionen zwischen den NZBen, die vor allem TARGET-Salden widerspiegeln). TARGET-Ströme repräsentieren die Zwölfmonatsdifferenz der TARGET-Verbindlichkeiten eines Landes. Die sektoralen Zahlungsbilanzdaten werden aus Quartalsdaten interpoliert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

Abbildung D

Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors der Länder mit den höchsten TARGET-Verbindlichkeiten – Aufschlüsselung nach Intermediationskanal

(in Mrd €; Zwölfmonatsveränderungen)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Aggregate der drei Länder mit den höchsten TARGET-Verbindlichkeiten – Italien, Spanien und Portugal. Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors eines Landes besteht aus den MFI-Positionen gegenüber Gebietsfremden und gegenüber Ansässigen in anderen Euro-Ländern (einschließlich Positionen zwischen den NZBen, die vor allem TARGET-Salden widerspiegeln). TARGET-Ströme repräsentieren die Zwölfmonatsdifferenz der TARGET-Verbindlichkeiten eines Landes. Die sektoralen Zahlungsbilanzdaten werden aus Quartalsdaten interpoliert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2016.

Seit dem Start des PSPP unterscheidet sich die Entwicklung der Zahlungsbilanz der Euro-Länder mit den höchsten TARGET-Forderungen und der Euro-Staaten mit den höchsten TARGET-Verbindlichkeiten deutlich von der während der Staatsschuldenkrise verzeichneten Entwicklung, wobei in beiden Gruppen weitgehend ähnliche Verlaufsmuster zu erkennen sind. Im Zeitraum von Mitte 2011 bis Mitte 2012 kam es bei den Ländern mit TARGET-Verbindlichkeiten zu einem abrupten Versiegen („sudden stop“) der ausländischen Mittelzuflüsse in die heimischen MFIs und Anleihemärkte (siehe Abbildung E Grafik a). Zugleich fuhren Gebietsansässige im Zuge der Repatriierung von Liquidität ihre Bestände an ausländischen Wertpapieren zurück, während heimische MFIs Mittel in ausländische Einlagen umschichteten. Außerdem wiesen die Länder mit TARGET-Verbindlichkeiten zusammengenommen ein Leistungsbilanzdefizit aus. Umgekehrt flossen Ländern mit TARGET-Forderungen ausländische Mittel zu, die in die dortigen

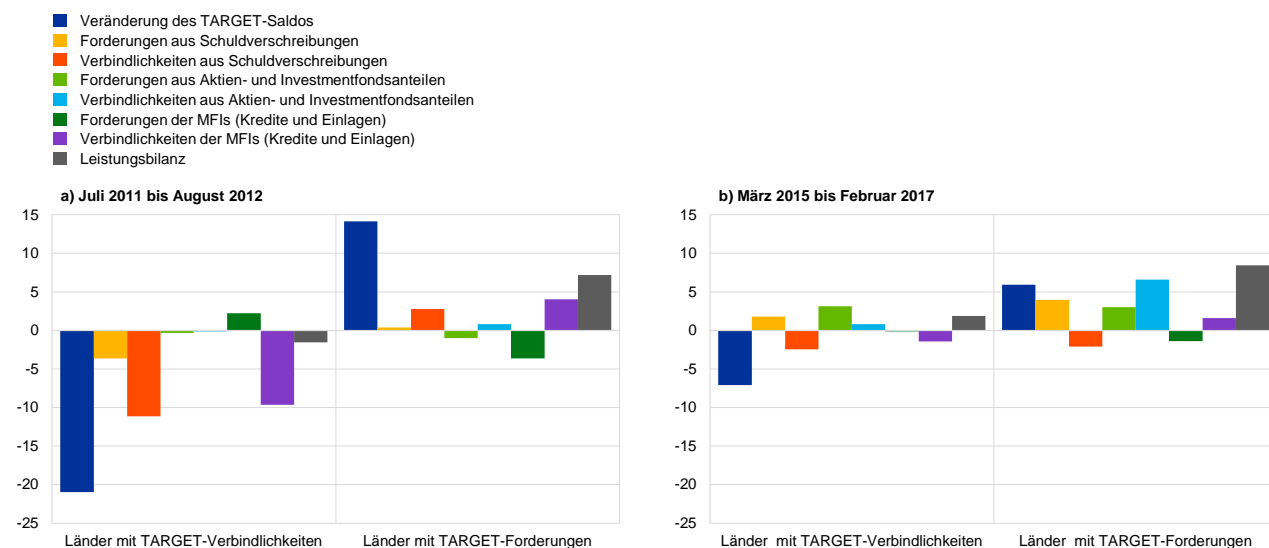
¹⁶ Dies geschieht nach den vorliegenden Erkenntnissen unabhängig davon, ob es sich bei dem Zahlungsempfänger um einen Gebietsansässigen handelt oder nicht. Den EZB-Statistiken über Wertpapierbestände zufolge waren für die seit der APP-Umsetzung gestiegenen Nettokäufe ausländischer Schuldverschreibungen durch Ansässige in den drei Ländern mit den aktuell höchsten TARGET-Verbindlichkeiten (d. h. Italien, Spanien und Portugal) rund zur Hälfte Transaktionen mit Gebietsfremden verantwortlich.

MFIs und heimischen Wertpapiere strömten, während die Leistungsbilanzen dieser Länder Überschüsse aufwiesen. Seit Beginn des PSPP haben ausländische Anleger ihr Engagement in Schuldverschreibungen von Ländern mit TARGET-Verbindlichkeiten reduziert, wenngleich deutlich gemäßigter als in Zeiten der Staatsschuldenkrise und ganz ähnlich wie in den Staaten, die TARGET-Forderungen aufweisen (siehe Abbildung E Grafik b). Zudem schichteten die Ansässigen beider Ländergruppen Kapital in ausländische Schuldtitel und Anteilsrechte um, während Zuflüsse in einheimische Anteilsrechte verbucht wurden.¹⁷ Nachdem die Länder mit TARGET-Verbindlichkeiten in den letzten Jahren einen außenwirtschaftlichen Anpassungsprozess vollzogen haben, warten sie seit dem PSPP-Start wieder mit Leistungsbilanzüberschüssen auf, was in den Staaten mit TARGET-Forderungen durchgehend der Fall gewesen ist.

Abbildung E

Veränderung der TARGET-Salden und ausgewählte Zahlungsbilanzentwicklungen

(in % des BIP; kumulierte monatliche Veränderungen)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zu den Ländern mit TARGET-Forderungen zählen Deutschland, Luxemburg und die Niederlande. Zu den Ländern mit TARGET-Verbindlichkeiten gehören Italien, Spanien und Portugal. Bei den Forderungen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokäufe (-verkäufe) von Vermögenswerten gebietsfremder Emittenten durch Ansässige im Euroraum. Bei den Verbindlichkeiten steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokäufe (-verkäufe) von Vermögenswerten gebietsansässiger Emittenten durch Gebietsfremde. Das BIP ist auf eine monatliche Frequenz umgerechnet.

¹⁷ Die grenzüberschreitenden Mittelflüsse im Bankensektor waren seit Einführung des APP relativ verhalten. So bauten die MFIs beider Ländergruppen ihre Auslandsforderungen sowohl bei den Krediten als auch den Einlagen geringfügig ab. Bei den MFIs der Länder mit TARGET-Verbindlichkeiten kam es zu einem Rückgang der grenzüberschreitenden Bankverbindlichkeiten, während diese in den TARGET-Gläubigerländern etwas zunahmen.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass sich die Antriebsfaktoren des aktuellen Anstiegs der TARGET-Salden grundlegend von jenen unterscheiden, die für die steigenden TARGET-Salden in vergangenen Phasen verantwortlich waren.

Der von Mitte 2011 bis Mitte 2012 erfolgte Anstieg der TARGET-Salden war darauf zurückzuführen, dass es angesichts angespannter Bankenfinanzierungsbedingungen zu einer Substitution der privatwirtschaftlichen Finanzierung der Banken durch die Refinanzierung über die Zentralbanken kam. Hierauf deuten unter anderem eine Reihe von Finanzmarkt-, Banken- und Zahlungsbilanzstatistiken hin.¹⁸ Im Gegensatz dazu ist der jüngste Anstieg der TARGET-Salden überwiegend der dezentralen Umsetzung des APP in Verbindung mit der Finanzierungsstruktur des Euro-Währungsgebiets zuzuschreiben.

¹⁸ Siehe BIZ, Was ist der Grund für den erneuten Anstieg der TARGET2-Salden?, Kasten A, Quartalsbericht, März 2017.

Jüngste Entwicklung der Jugendarbeitslosigkeit

Die Jugendarbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet – d. h. die Arbeitslosigkeit unter den 15- bis 24-Jährigen – erreichte 2013 mit über 24 % ihren Höchststand. Seither ist sie rascher gesunken als die Arbeitslosenquote insgesamt und lag im vergangenen Jahr bei rund 21 % und damit etwa 6 Prozentpunkte über ihrem Stand von 2007. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Kasten einige wesentliche Merkmale der Jugendarbeitslosigkeit der jüngeren Zeit vorgestellt, die in den Ländern des Euroraums zu beobachten waren.

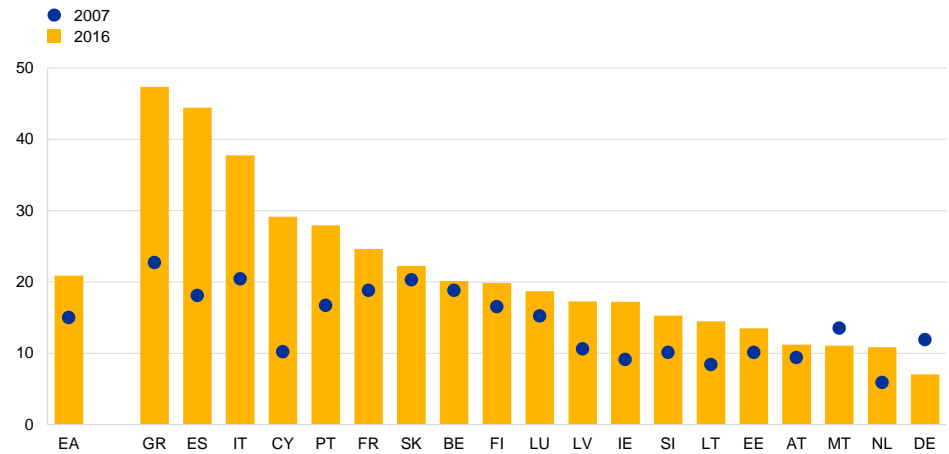
Da sich Arbeitslosigkeit vor allem zu Beginn des Berufslebens langfristig negativ auswirken kann, ist eine genaue Beobachtung der Jugendarbeitslosigkeit erforderlich.¹⁹ Durch lange Phasen der Arbeitslosigkeit in jungen Jahren kann das Risiko künftiger Arbeitslosigkeit, von Einbußen an Humankapital und eines geringeren Verdiensts steigen. In der Regel sind die Jugendarbeitslosenquoten höher als die Gesamtarbeitslosenraten. Allerdings deuten große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern darauf hin, dass es in einigen Staaten möglicherweise Probleme mit der Funktionsweise des Arbeitsmarkts gibt.

Im Euroraum liegt die Jugendarbeitslosigkeit nach wie vor über ihrem Vorkrisenniveau, wenngleich sich ihr Verhältnis zur Gesamtarbeitslosigkeit kaum verändert hat. Vor allem in Griechenland, Spanien und Italien ist die Zahl der Jugendlichen ohne Arbeit nach dem drastischen Anstieg während der Krise besonders hoch (siehe Abbildung A). Da sich das Verhältnis von Jugendarbeitslosigkeit zu Gesamtarbeitslosigkeit – trotz der sehr hohen Arbeitslosenquoten unter Jugendlichen – von 2007 bis 2016 jedoch nicht wesentlich verändert hat, dürften sich die beiden Quoten im Gleichklang entwickelt haben (siehe Abbildung B). Somit spiegelt die während der Krise verzeichnete sehr hohe Jugendarbeitslosenquote nicht nur die Schwere der Krise, sondern auch das bereits im Vorfeld verhältnismäßig hohe Niveau der Jugendarbeitslosigkeit wider. Außerdem bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Während die Jugendarbeitslosenquote im Eurogebiet 2,2-mal höher als die Gesamtarbeitslosenquote ist, beläuft sich das Verhältnis in Italien und Luxemburg auf mehr als 3:1. Im Gegensatz dazu ist die Jugendarbeitslosigkeit in Deutschland nur rund 1,7-mal höher als die Arbeitslosigkeit insgesamt.

¹⁹ Siehe beispielsweise W. Arulampalam, Is Unemployment Really Scarring? Effects of Unemployment Experience on Wages, in: The Economic Journal, Bd. 111, Nr. 475, 2011, S. 585-686.

Abbildung A
Jugendarbeitslosenquote im Euroraum

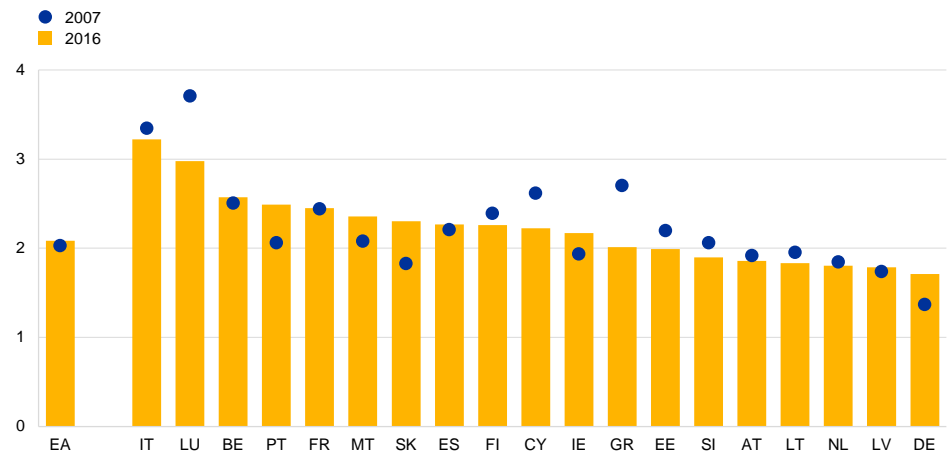
(in %; Altersgruppe: 15- bis 24-Jährige)



Quelle: Eurostat.

Abbildung B
Verhältnis von Jugendarbeitslosenquote zu Gesamtarbeitslosenquote

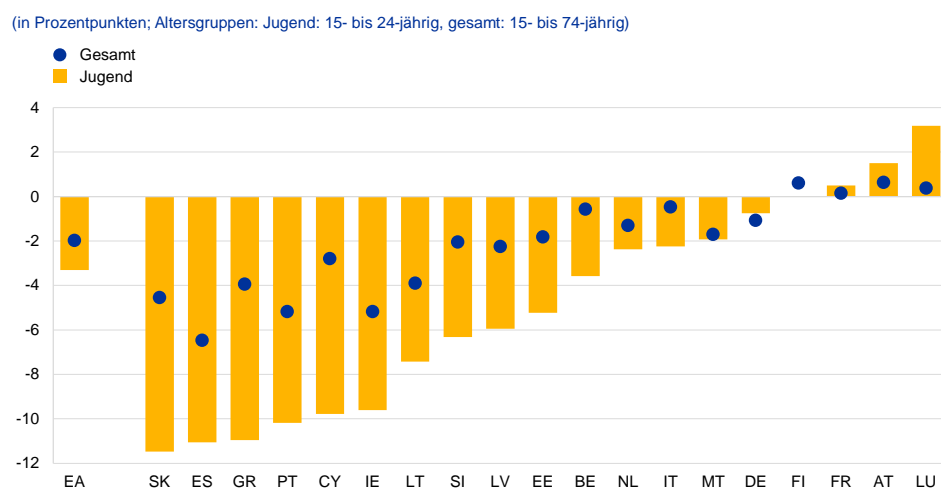
(Verhältnis; Altersgruppen: Jugend: 15- bis 24-jährig, gesamt: 15- bis 74-jährig)



Quelle: Eurostat.

Im Vergleich zur gesamten Arbeitslosigkeit sinkt die Jugendarbeitslosenquote rascher, was der höheren Konjunkturreagibilität geschuldet ist. Im Zeitraum von 2007 bis 2013 erhöhte sich die Quote bei den Jugendlichen im Euroraum um rund 9 Prozentpunkte. Die Gesamtarbeitslosigkeit stieg indes nur halb so stark an, und zwar um rund 4,5 Prozentpunkte. Entsprechend sank die Jugendarbeitslosigkeit während der Erholung rascher als die Arbeitslosigkeit insgesamt. Während sie von 2013 bis 2016 um rund 3,5 Prozentpunkte abnahm, verringerte sich die Gesamtarbeitslosigkeit um etwa 2 Prozentpunkte (siehe Abbildung C). Dabei wurden in der Slowakei, in Griechenland und Spanien – gefolgt von Portugal, Irland und Zypern – die größten Rückgänge der Jugendarbeitslosigkeit verzeichnet. In Griechenland und Spanien verringerte sich parallel dazu auch die Erwerbsbeteiligung.²⁰

Abbildung C
Veränderung der Arbeitslosenquote seit 2013



Quelle: Eurostat.

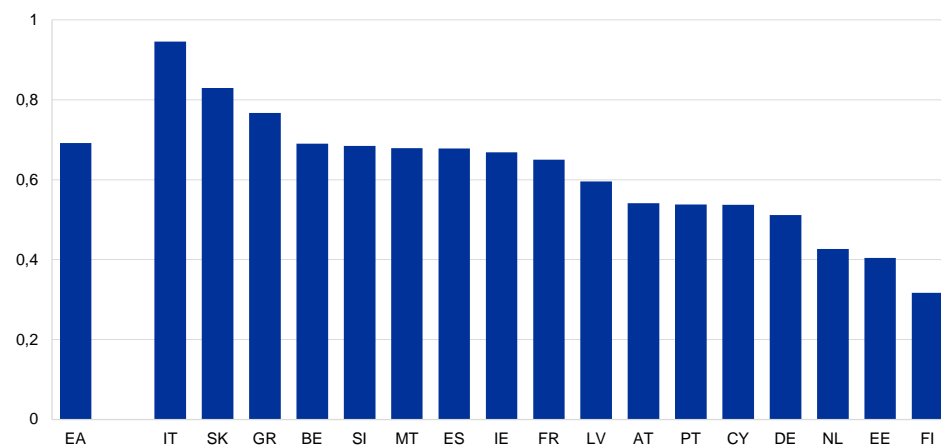
Der Anteil der Jugendlichen, die seit mehr als zwölf Monaten arbeitslos sind, ist geringer als der entsprechende Anteil der Arbeitslosen insgesamt. Dieser erwartungsgemäß geringere Anteil ist darauf zurückzuführen, dass junge Menschen eher zwischen Erwerbstätigkeit und Inaktivität wechseln (z. B. um eine weitere schulische oder berufliche Ausbildung zu durchlaufen). In einigen Ländern ist der Anteil der jugendlichen Arbeitslosen jedoch nahezu genauso hoch wie jener der Arbeitslosen insgesamt (siehe Abbildung D).

²⁰ Während der Krise war ein allgemeiner Rückgang der Erwerbsbeteiligung Jugendlicher zu verzeichnen. Zugleich blieb der Anteil der Jugendlichen, die keine schulische oder berufliche Ausbildung durchlaufen und auch nicht arbeitssuchend sind, seit 2007 relativ stabil, was darauf schließen lässt, dass die Entwicklung der Erwerbsbeteiligung während der Krise die Entscheidung vieler Jugendlicher widerspiegelt, in Ausbildung zu bleiben oder dorthin zurückzukehren.

Abbildung D

Verhältnis von Langzeitarbeitslosenquote unter Jugendlichen zur Langzeitarbeitslosenquote insgesamt

(Verhältnis; 2015)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Langzeitarbeitslosigkeit wird als eine Arbeitslosigkeit von mehr als zwölf Monaten definiert. Die Langzeitarbeitslosenquote wird berechnet als prozentualer Anteil der Langzeitarbeitslosen an allen Arbeitslosen der jeweiligen Altersgruppe.

Alles in allem hat sich die Beziehung zwischen Jugendarbeitslosigkeit und Gesamtarbeitslosigkeit seit der Krise nicht verändert, allerdings machen die mit der Jugendarbeitslosigkeit verbundenen hohen Kosten deutlich, dass die Politik Maßnahmen ergreifen muss, um die Funktionsweise der Arbeitsmärkte in einigen Ländern zu verbessern.

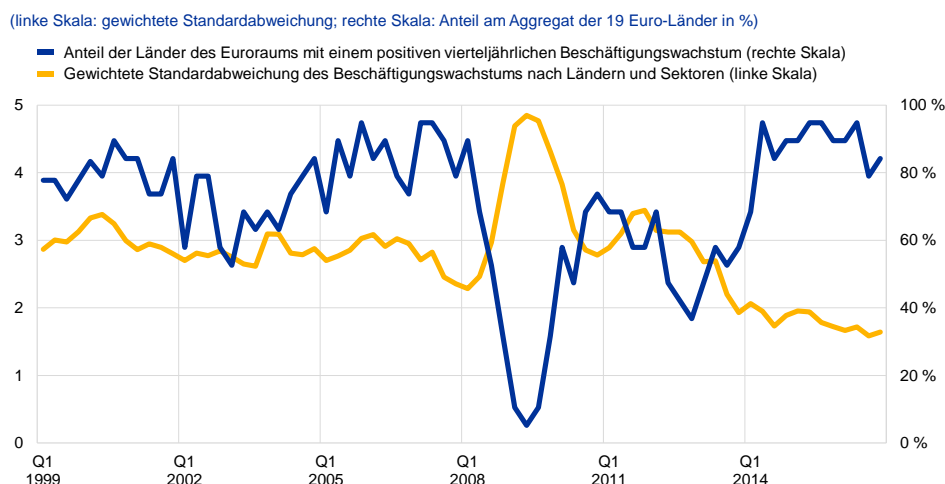
Hierzu zählen etwa 1) die Verbesserung der Qualität und Arbeitsmarktrelevanz der Ausbildung, unter anderem über gut entwickelte Berufsausbildungssysteme, 2) die Gewährleistung einer gut funktionierenden und fairen Lohnsetzung, auch in Bezug auf Mindestlöhne, 3) die Verbesserung der Rolle staatlicher Arbeitsagenturen sowie der Bereitstellung aktiver arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen, um Arbeitslose bei Übergängen am Arbeitsmarkt besser zu unterstützen und rascher vermitteln zu können, und 4) die stärkere Flexibilisierung der Arbeitszeit, um Arbeit und Bildung besser zu vereinbaren und den Übergang von der Ausbildung in die Beschäftigung am Arbeitsmarkt zu erleichtern.

3 Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt

Wenngleich sich die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets seit dem Beginn der wirtschaftlichen Erholung allgemein verbessert hat und die Arbeitslosenquote in vielen Euro-Ländern deutlich gesunken ist, bleibt das Lohnwachstum verhalten, was auf eine nach wie vor erhebliche Unterauslastung an den Arbeitsmärkten schließen lässt. Im vorliegenden Kasten werden die weiter gefassten Messgrößen dieser Unterauslastung im Vergleich zur recht eng gefassten Definition der Arbeitslosenquote betrachtet.

Die Ausweitung der konjunkturellen Erholung schlägt sich zunehmend auch an den Arbeitsmärkten des Euroraums nieder, sodass immer mehr Länder und Sektoren ein positives Beschäftigungswachstum aufweisen. Die beschäftigungsintensive Erholung²¹ hat dazu geführt, dass die Zahl der Erwerbstätigen seit Mitte des Jahres 2013 insgesamt um knapp 5 Millionen gestiegen ist, wodurch praktisch alle im Laufe der Krise verzeichneten Beschäftigungsverluste wettgemacht wurden. Darüber hinaus hat die positive Entwicklung an den Arbeitsmärkten deutlich an Breite gewonnen; dies zeigt sich auch daran, dass das Gefälle beim Beschäftigungswachstum der einzelnen Länder und Sektoren des Eurogebiets in den vergangenen beiden Jahren geringer geworden ist und nahezu alle Euro-Länder inzwischen im Quartalsvergleich ein positives Beschäftigungswachstum verbuchen (siehe Abbildung A). Die im Vergleich zum Vorkrisenniveau immer noch hohe Arbeitslosenquote (siehe hierzu Abbildung 6 in Abschnitt 3) ist indes etwas schneller zurückgegangen als erwartet. Dabei scheint sich in einigen Ländern (insbesondere in Deutschland) ein Arbeitskräftemangel abzuzeichnen.

Abbildung A
Gefälle beim Beschäftigungswachstum der Länder des Euroraums



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

²¹ Siehe EZB, Zur Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP seit der Krise, Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

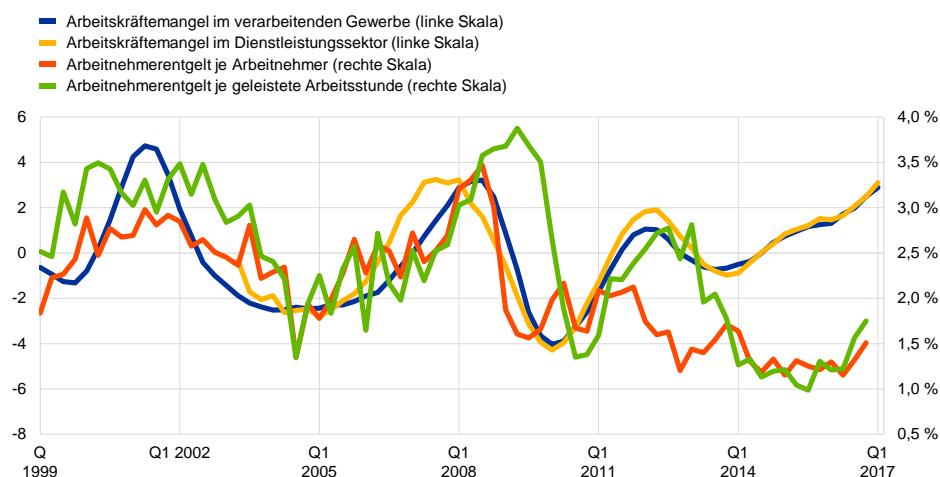
Trotz des beachtlichen Beschäftigungsanstiegs ist das Lohnwachstum im Euroraum jedoch nach wie vor verhalten; dies lässt darauf schließen, dass am Arbeitsmarkt möglicherweise immer noch eine hohe Unterauslastung besteht, die stärker ist, als die Arbeitslosenquote vermuten lässt. Abbildung B

verdeutlicht, dass ein Mangel an Arbeitskräften seit dem Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zumeist mit einem steigenden Lohndruck einherging. Dieser Gleichlauf scheint allerdings während der Erholung zum Erliegen gekommen zu sein, was bedeuten könnte, dass die Unterauslastung am Arbeitsmarkt weiterhin hoch ist und das Lohnwachstum behindert.²²

Abbildung B

Gleichlauf zwischen Arbeitskräftemangel und Lohnwachstum im Euroraum seit Beginn der WWU

(linke Skala: Diffusionsindizes, gleitender Vierquartalsdurchschnitt; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihen zum Arbeitskräftemangel wurden als gleitender Vierquartalsdurchschnitt berechnet und auf den langfristigen Durchschnitt normiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde) bzw. auf das erste Quartal 2017 (Indikatoren des Arbeitskräftemangels).

Die Arbeitslosenquote basiert auf einer recht engen Definition der Unterauslastung am Arbeitsmarkt.

Gemäß der von der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) angewandten Definition von Arbeitslosigkeit (mit deren Hilfe auch die Quote für das Eurogebiet ermittelt wird) werden Arbeitssuchende als arbeitslos eingestuft, wenn sie a) ohne Arbeit sind, b) innerhalb von zwei Wochen eine Arbeit aufnehmen können und c) aktiv auf Arbeitssuche sind.²³ Um jedoch die gesamtwirtschaftliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt einschätzen zu können, sind möglicherweise auch weiter gefasste Definitionen relevant. Dabei verdienen zwei Personengruppen besondere Beachtung: erstens diejenigen, die ohne Arbeit sind, aber eines der anderen beiden Kriterien nicht erfüllen, und zweitens jene, die auf Teilzeitbasis beschäftigt sind, jedoch gerne länger arbeiten würden. Die erste

²² Dies soll die Bedeutung anderer Faktoren durchaus nicht schmälern. Denn auch andere Einflüsse, wie Strukturreformen an den Arbeitsmärkten und Tarifsystemen, ein veränderter Grad der zukunfts- und vergangenheitsgerichteten Preisindexierung bei den Tarifabschlüssen sowie das Niedriginflationsumfeld, dürften zur Unterbrechung dieser Korrelation beigetragen haben.

²³ Siehe <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Unemployment/de>

Gruppe fällt in die Kategorie der Nichterwerbspersonen, die zweite in die Kategorie der Beschäftigten.

Im Euro-Währungsgebiet weisen derzeit rund 3½ % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter eine geringe Arbeitsmarktbindung auf – dies bedeutet, sie werden als nicht erwerbstätig eingestuft, sind jedoch lediglich weniger aktiv am Arbeitsmarkt. Diese Kategorie, die auch als „zusätzliches Erwerbspersonenpotenzial“²⁴ bezeichnet wird, umfasst sowohl jene, die momentan nicht nach Arbeit suchen, obwohl sie zur Verfügung stehen (vor allem entmutigte Arbeitnehmer), als auch solche Personen, die aktiv Arbeit suchen, diese aber (noch) nicht aufnehmen können (möglicherweise weil ihnen eine Stelle mit einem in der Zukunft liegenden Eintrittsbeginn angeboten wurde oder weil sie nicht innerhalb der nächsten beiden Wochen eine Arbeit aufnehmen können). Die letztgenannte Untergruppe umfasst gegenwärtig annähernd 1 % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, während die erstgenannte mit aktuell rund 2,6 % etwas größer ist – die Mehrheit bilden dabei die entmutigten Arbeitnehmer, die nicht aktiv nach einer Arbeit suchen, weil sie der Meinung sind, es sei keine verfügbar. Diese Untergruppe kann jedoch relativ schnell wieder in den Arbeitsmarkt integriert werden, sobald sich die Arbeitsmarktlage verbessert.²⁵ Die Zahl derer, die zur Verfügung stehen, aber keine Arbeit suchen, verändert sich in der Regel antizyklisch (wie auch die Arbeitslosenquote), wohingegen die Zahl derer, die angeben, eine Arbeit zu suchen, aber nicht zur Verfügung zu stehen, vor der Erholung rückläufig war und danach stabil blieb.

Weitere 3 % der Erwerbsbevölkerung sind zudem derzeit unterbeschäftigt, d. h., sie würden gern mehr Stunden arbeiten. Die Teilzeitbeschäftigung steigt in den meisten Ländern des Eurogebiets seit über zehn Jahren an. Grund hierfür sind vor allem strukturelle Faktoren wie die Ausweitung des Dienstleistungssektors und zum Teil auch die zunehmende Erwerbsbeteiligung von Frauen.²⁶ Ein nicht zu vernachlässigender Teil dieser Teilzeitkräfte hegt jedoch den Wunsch, die Zahl ihrer Arbeitsstunden zu erhöhen. Zurzeit gibt es im Euroraum grob sieben Millionen unterbeschäftigte Teilzeitkräfte und damit rund eine Million mehr als bei Ausbruch der Krise. Obgleich es während der Erholung zu einem robusten Beschäftigungszuwachs kam, hat sich die Zahl der unterbeschäftigten Teilzeitkräfte im Verlauf der beiden letzten Jahre nur sehr langsam verringert.

²⁴ Siehe Eurostat, [Underemployment and potential additional labour force statistics](#)

²⁵ Diese Personen können jedoch die Arbeitslosenquote vorübergehend in die Höhe treiben, wenn sie in die Erwerbstätigkeit zurückkehren, bevor sie eine Arbeit finden.

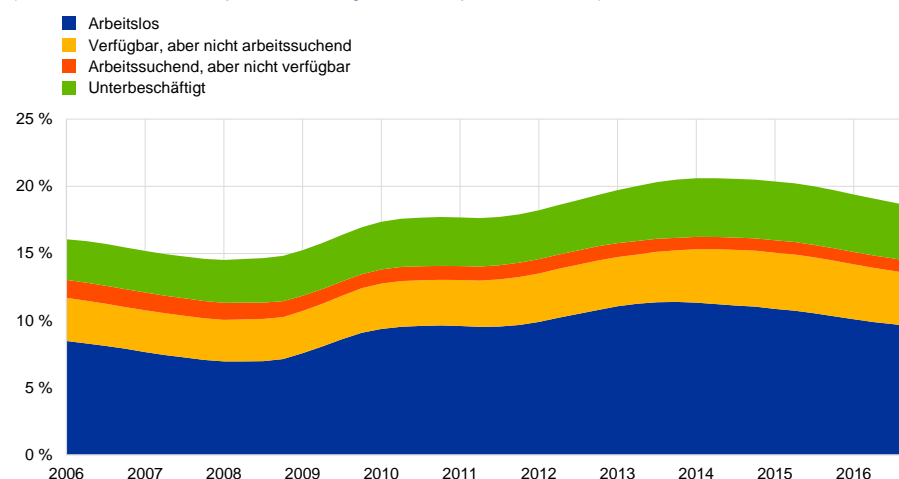
²⁶ Siehe EZB, Ursachen für die Entwicklung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten seit 2008, Kasten 6, Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

Kombiniert man die Schätzungen zur Zahl der Arbeitslosen und Unterbeschäftigten mit den weiter gefassten Messgrößen der Arbeitslosigkeit, so ergibt sich daraus, dass momentan rund 18 % des erweiterten Erwerbspersonenkreises im Euroraum von der Unterauslastung am Arbeitsmarkt betroffen sind.²⁷ Dieser Grad der Unterauslastung ist annähernd doppelt so hoch wie die Arbeitslosenquote, die aktuell bei 9,5 % liegt (siehe Abbildung C). Der weiter gefasste Indikator wird häufig vom US Bureau of Labor Statistics wie auch der OECD verwendet.²⁸ Diese breiteren Indikatoren signalisieren im Vergleich zur Arbeitslosenquote nicht nur deutlich höhere Schätzungen der Unterauslastung an den Arbeitsmärkten des Euroraums, sondern sie verzeichnen in der Erholung auch etwas moderatere Rückgänge.

Abbildung C

Weiter gefasste Schätzungen der Unterauslastung an den Arbeitsmärkten des Euroraums

(in % des erweiterten Erwerbspersonenkreises, gleitender Vierquartalsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Alle Komponenten werden als Anteil am erweiterten Erwerbspersonenkreis in Prozent angegeben (d. h. aktive Erwerbspersonen zuzüglich derer, die verfügbar sind, aber keine Arbeit suchen, und jener, die Arbeit suchen, aber nicht verfügbar sind). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016.

²⁷ Zur Berechnung dieses Wertes wird die Zahl der Arbeitslosen und Unterbeschäftigten zusammen mit den Schätzungen der verfügbaren, jedoch nicht arbeitssuchenden Personen, und derjenigen, die Arbeit suchen, aber nicht zur Verfügung stehen (zusätzliches Erwerbspersonenpotenzial), als prozentualer Anteil am erweiterten Erwerbspersonenkreis ausgedrückt (d. h. der Beschäftigten und Arbeitslosen, die zur Gruppe der aktiven Erwerbspersonen gehören, zuzüglich des zusätzlichen Erwerbspersonenpotenzials).

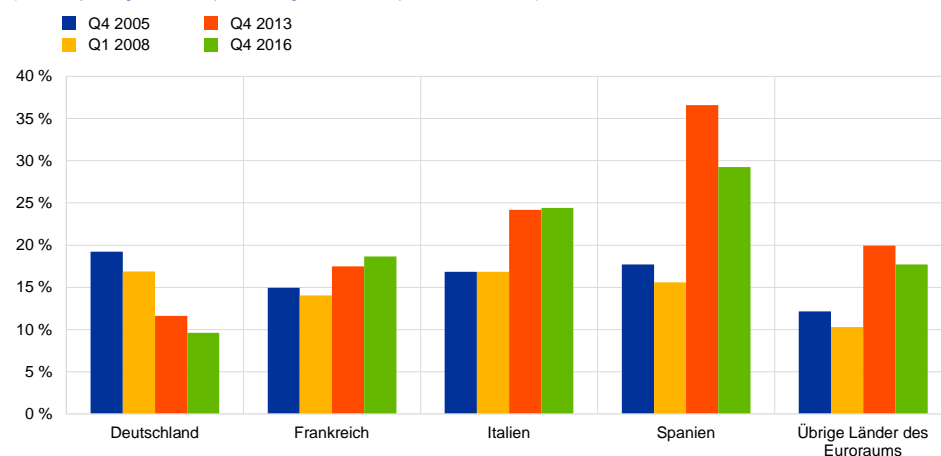
²⁸ Das US Bureau of Labor Statistics bezeichnet diese Messgröße als den U6-Indikator. Noch breiter angelegte Indikatoren sind zurzeit Gegenstand von Untersuchungen. Siehe beispielsweise A. Hornstein, M. Kudlyak und F. Lange, Measuring Resource Utilization in the Labor Market, in: Economic Quarterly, Bd. 100(1), Federal Reserve Bank of Richmond, 2014.

Zwischen den einzelnen Ländern bestehen nach wie vor erhebliche Unterschiede (siehe Abbildung D), und zwar sowohl hinsichtlich der Höhe des weiter gefassten Indikators als auch im Vergleich dieses Wertes mit der Entwicklung der Arbeitslosenquote. In Deutschland ist der weiter gefasste Indikator (mit allen drei Hauptkomponenten) – ebenso wie die Arbeitslosenquote – seit 2013 rückläufig und damit ein weiterer Beleg für eine zunehmende Anspannung am deutschen Arbeitsmarkt. In anderen Ländern verdeutlichen die breiteren Messgrößen jedoch, dass der Arbeitsmarkt immer noch eine hohe Unterauslastung aufweist. In Frankreich und Italien sind die entsprechenden Messgrößen im Verlauf der Erholung weiter gestiegen, während sie in Spanien und in den übrigen Ländern des Euroraums zuletzt leicht gesunken sind, aber nach wie vor deutlich über den vor der Krise ermittelten Schätzungen liegen.

Abbildung D

Weiter gefasste Schätzungen der Unterauslastung an den Arbeitsmärkten der Länder des Euroraums

(in % der jeweiligen Erwerbspersonen, gleitender Vierquartalsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Alle Messgrößen werden als Anteil am erweiterten Erwerbspersonenkreis in Prozent angegeben (d. h. aktive Erwerbspersonen zuzüglich derer, die verfügbar sind, aber keine Arbeit suchen, und jener, die Arbeit suchen, aber nicht verfügbar sind).

Obgleich diese weiter gefassten Messgrößen mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten sind, scheinen die Arbeitsmärkte im Eurogebiet einen höheren Unterauslastungsgrad aufzuweisen, als es die Arbeitslosenquote nahelegt. Die weiter gefassten Messgrößen können den tatsächlichen Unterauslastungsgrad am Arbeitsmarkt aus verschiedenen Gründen leicht überzeichnen: a) Sie überschätzen die freien Kapazitäten unterbeschäftigter Teilzeitkräfte etwas, da diese einen Teil ihrer Zeit (normalerweise etwa die Hälfte) bereits für die Arbeit aufwenden, b) möglicherweise schätzen sie zu hoch ein, in welchem Umfang die im zusätzlichen Erwerbspersonenpotenzial Erfassten tatsächlich willens und in der Lage sind, eine Arbeit zu finden (also inwieweit sie für den lokalen Arbeitsmarkt angemessen qualifiziert sind), und c) sie lassen außer Acht, dass viele Arbeitslose, die seit sehr langer Zeit, d. h. seit zwei Jahren oder länger, ohne Arbeit sind (zurzeit macht diese Personengruppe schätzungsweise rund ein Drittel aller Arbeitslosen im Euroraum

aus), eine geringere Chance haben, eine Arbeit zu finden.²⁹ Passt man die weiter gefassten Messgrößen an, indem man die Arbeitslosen, die seit sehr langer Zeit ohne Beschäftigung sind, herausrechnet und die Zeit, die Unterbeschäftigte für Arbeit aufwenden, berücksichtigt, so ergibt sich für das Schlussquartal 2016 immer noch eine geschätzte Unterauslastung der Arbeitsmärkte im Eurogebiet in der Größenordnung von 15 % (auf Basis des gleitenden Vierquartalsdurchschnitts).

Trotz einer deutlichen Verbesserung vieler Arbeitsmarktindikatoren scheinen die Arbeitsmärkte in den meisten Euro-Ländern – mit der großen Ausnahme Deutschlands – nach wie vor durch eine hohe Unterauslastung gekennzeichnet zu sein. Der weiter gefasste Indikator der Unterauslastung am Arbeitsmarkt liegt weiterhin auf einem hohen Niveau, und dies dürfte die Lohn- dynamik auch künftig beeinträchtigen.

²⁹ Es ist beispielsweise gut dokumentiert, dass sich die Wahrscheinlichkeit, eine Arbeit zu finden, in den verschiedenen Arbeitslosenuntergruppen stark unterscheidet; daraus folgt jedoch nicht zwingend, dass die Wahrscheinlichkeit für Nichterwerbstätige gleich null ist, wenngleich sie empirisch deutlich geringer ist als für Arbeitslose, die verfügbar sind und aktiv nach Arbeit suchen. Dabei hängt viel von der Intensität der Arbeitssuche der Einzelnen ab, aber auch davon, wie die Arbeitgeber die verschiedenen Untergruppen vor dem Hintergrund der allgemeinen Arbeitsmarktlage wahrnehmen. Andererseits sind viele Arbeitslose, die seit sehr langer Zeit ohne Beschäftigung sind, im Hinblick auf ihre Vermittelbarkeit möglicherweise mit den Nichterwerbstätigen vergleichbar. Siehe beispielsweise R. Shimer, The probability of finding a job, in: American Economic Review: Papers & Proceedings, Bd. 98(2), S. 268-273, 2008; R. Shimer, Reassessing the Ins and Outs of Unemployment, in: Review of Economic Dynamics, Bd. 15(2), S. 127-148, 2012 und A. Hornstein, M. Kudlyak und F. Lange, Measuring resource utilization in the labor market, in: Economic Quarterly, Bd. 100(1), Federal Reserve Bank of Richmond, 2014.

4 Welche Aussagen über den Preisdruck lassen sich aus der jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreise ableiten?

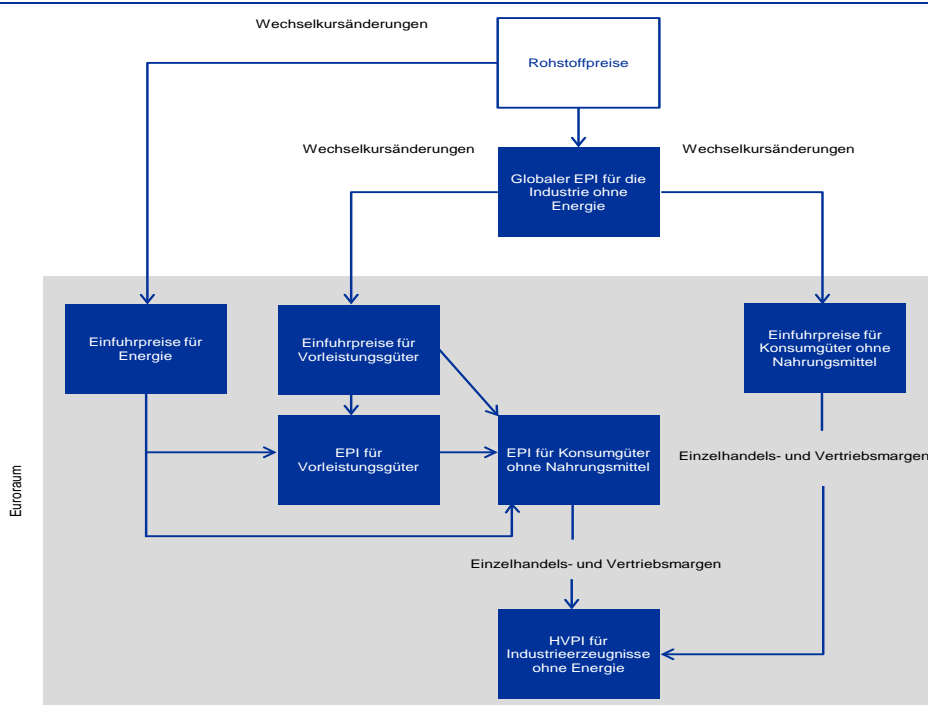
Im Euro-Währungsgebiet blieb die Teuerung bei den Verbraucherpreisen für Industrieerzeugnisse ohne Energie bislang gedämpft. Die kurzfristigen

Aussichten für diese Komponente des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) lassen sich üblicherweise anhand des sogenannten Preisdrucks erkennen, der sich auf den vorgelagerten Stufen der gesamten Produktionskette möglicherweise bereits manifestiert hat. Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Entwicklung der weltweiten und inländischen Erzeugerpreise, die wichtige Indikatoren innerhalb dieser Produktionskette sind, beleuchtet.

Ein Preisdruck entsteht oftmals auf globaler Ebene. Vor allem die Rohstoffpreise können über die Kosten für Energieimporte auf die Erzeugerpreise für Industrieerzeugnisse im Euroraum durchschlagen (siehe Abbildung A). Dieses Durchwirken kann auch auf indirektere Weise erfolgen, wenn die Rohstoffpreise auf die globalen Erzeugerpreise ohne Energie durchschlagen. Daraus erwächst anschließend möglicherweise ein Einfluss auf die Preise importierter Güter, die Teil der Wertschöpfungsketten in der inländischen Produktion sind. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter steigt weiterhin rasch an. Zurückzuführen ist dies nicht nur auf die sich weltweit erholenden Erzeugerpreise, sondern auch auf die jüngste Euro-Abwertung. Infolge der Verwendung importierter Vorleistungsgüter spiegelt die kürzlich erfolgte Zunahme der Teuerung bei den Erzeugerpreisen ohne Energie im Euroraum zu einem großen Teil die Entwicklung des Preisauftriebs der globalen Erzeugerpreise ohne Energie wider (siehe Abbildung B).

Abbildung A

Stilisierte Überblick über die Preissetzung in der Wertschöpfungskette von im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen ohne Energie

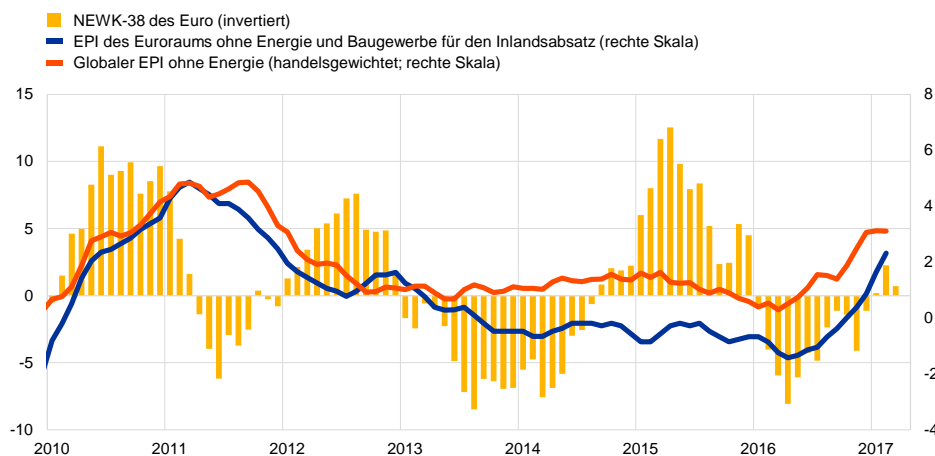


Quelle: EZB.

Abbildung B

Erzeugerpreise für die Industrie ohne Energie für den Euroraum und weltweit

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

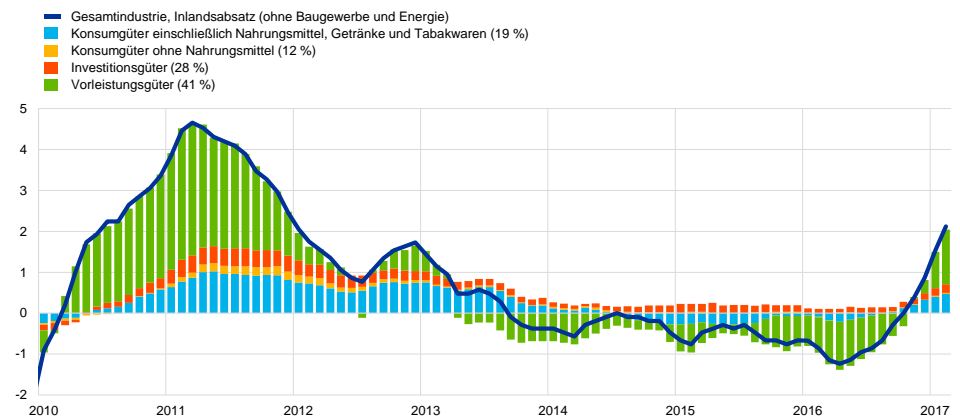
Anmerkung: Die Zeitreihe für den globalen Erzeugerpreisindex (EPI) ohne Energie ist eine Schätzung der EZB und wird als gewichteter Durchschnitt von 20 Handelspartnern des Euroraums berechnet, wobei deren Anteil an den Warenausfuhren des Euroraums in Drittländer zugrunde gelegt wird. Soweit möglich werden im Rahmen der Zeitreihe Erzeugerpreisindizes ohne Einbeziehung des Energiesektors herangezogen. Bei Ländern, für die diese Messgröße nicht vorliegt, wurde der Anstieg der Erzeugerpreise im Energiesektor unter Verwendung des Gewichts des Energiesektors in der jeweiligen Volkswirtschaft von der Entwicklung des EPI insgesamt abgezogen. Für einige wenige Länder wurde der Beitrag des Energiesektors zum Erzeugerpreisindex insgesamt geschätzt.

Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017 (nominaler effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets (NEWK-38)) bzw. Februar 2017 (EPI).

Die jüngste Entwicklung der Erzeugerpreise auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette deutet auf einen gewissen Preisdruck hin. Die Veränderung der Gesamtteuerung bei den Erzeugerpreisen (Industrie ohne Baugewerbe und Energiesektor) wird üblicherweise von der Preisentwicklung in der Vorleistungsgüterindustrie geprägt, was sowohl deren hohes Gewicht als auch deren hohe Ausschläge widerspiegelt (siehe Abbildung C). Zur Messung der Inflation auf der Endverbraucherstufe können die Erzeugerpreise insgesamt daher nicht als direkter Indikator des Preisdrucks herangezogen werden. Allerdings gilt, dass je stärker und nachhaltiger die Entwicklung der Erzeugerpreise im Vorleistungsgütersektor ist, der sich auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette befindet, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese Veränderungen auf die Erzeugerpreise in der Konsumgüterindustrie ohne Nahrungsmittel durchwirken. Korrelationsanalysen legen den Schluss nahe, dass der Preisauftrieb auf der Erzeugerstufe in der Vorleistungsgüterindustrie im Allgemeinen seinen stärksten Gleichlauf (von durchschnittlich 0,7) mit dem Preisauftrieb auf der Erzeugerebene in der Konsumgüterindustrie ohne Nahrungsmittel mit gut halbjähriger Verzögerung³⁰ aufweist; allerdings gab es auch Episoden ohne einen derartigen Gleichlauf. Der jüngste Anstieg der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter könnte daher ein erstes Anzeichen dafür sein, dass sich in den kommenden Monaten auf den nachgelagerten Stufen der Kette ein gewisser Preisdruck ergibt.

Abbildung C
Erzeugerpreise für die Gesamtindustrie und Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

³⁰ Die maximale Korrelation kann eine Verzögerung von gut einem halben Jahr aufweisen. Die Auswirkungen einer Änderung der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter in einem jeweiligen Monat auf die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel können allerdings bereits in den ersten darauf folgenden Monaten spürbar werden. Im Rahmen einer eingehenderen Analyse des Durchwirkens würden zweckmäßigerweise die aus einem entsprechenden Modell abgeleiteten Impuls-Antwort-Folgen herangezogen, was aber über den Rahmen dieses Kastens hinausginge.

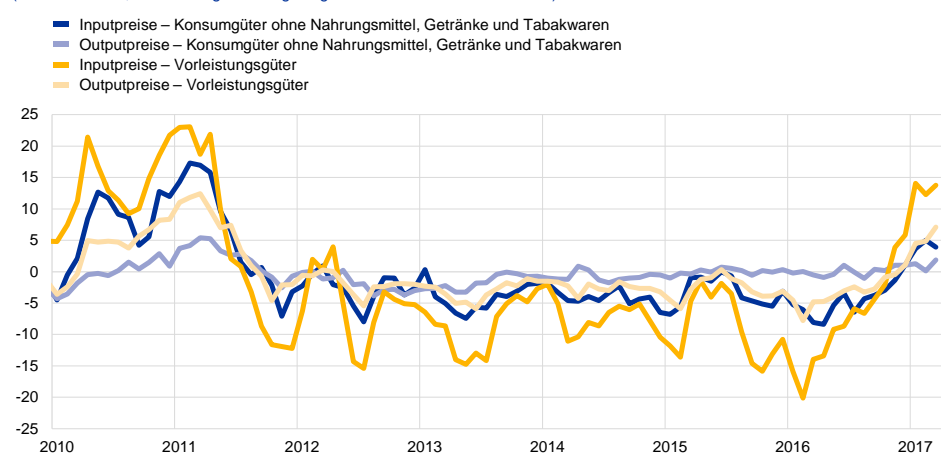
Tendenziell schwächt sich ein Preisdruck entlang der Produktionskette

allmählich ab. Inwieweit es zu dieser Abschwächung kommt, dürfte von der Anzahl der Produktionsstufen (vom Rohstoff bis hin zum Fertigerzeugnis) sowie der zeitlichen Gestaltung der entsprechenden Preisentscheide abhängen. Erklären lässt sich dies unter anderem dadurch, dass in jeder Stufe möglicherweise ein gewisser Freiraum zur Margenanpassung besteht und ausreichend Spielraum hinsichtlich des Zeitpunkts der Preissetzung vorhanden ist, um die Persistenz von Kostenschocks aus den vorgelagerten Stufen abschätzen zu können. Hier setzen die Unternehmen unter Umständen Sicherungsinstrumente ein, um sich beispielsweise vor Risiken wie etwa Wechselkursschwankungen zu schützen. Zudem können Lieferverträge zuweilen für mehrere Monate im Voraus vereinbart werden und dadurch einen temporären Puffer gegenüber Kostenschocks bieten. Die relativen Schwankungen bei den im Einkaufsmanagerindex (EMI) erfassten Input- und Outputpreisen in der Industrie deuten darauf hin, dass die Margen im Vorleistungsgütersektor möglicherweise generell stärker variieren als im Bereich der Konsumgüter ohne Nahrungsmittel – wobei sich letztgenannte auf einer nachgelagerten Stufe der Preissetzung für die Industrieerzeugnisse ohne Energie befinden (siehe Abbildung D).³¹ Zugleich war die Aufwärtsbewegung bei den im EMI erfassten Inputpreisen relativ gesehen stärker als bei den Outputpreisen im Konsumgütersektor ohne Nahrungsmittel, was laut Korrelationsanalyse ein Hinweis auf einen rund ein halbes Jahr später erfolgenden Anstieg der Teuerung auf der Erzeugerstufe in diesem Sektor sein könnte.

Abbildung D

Umfragedaten zum Einkaufsmanagerindex (EMI) für Vorleistungsgüter und Konsumgüter ohne Nahrungsmittel

(Diffusionsindex; Abweichung vom langfristigen durchschnittlichen Indexwert)



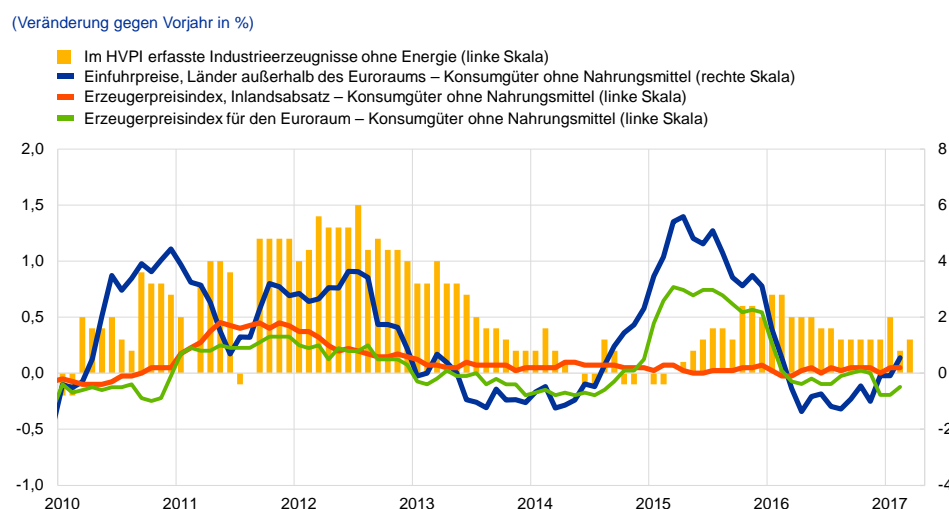
Quellen: IHS Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die langfristigen Durchschnittswerte wurden für den Zeitraum von Oktober 2002 bis März 2017 ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017.

³¹ Die in der Umfrage zum EMI enthaltenen Vorleistungskosten beinhalten keine Arbeitskosten und sind daher kein umfassender Indikator der Produktionskosten. Überdies ist es schwierig abzuschätzen, wann und in welchem Umfang die Margen angepasst werden müssen, da die Daten keine verlässliche Benchmark in Bezug auf die Höhe der Margen liefern.

In der Konsumgüterbranche ohne Nahrungsmittel hat sich der bislang nur sehr moderate Anstieg der Erzeugerpreise fortgesetzt. Im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2017 bewegte sich die Jahreswachstumsrate der Verkaufspreise im Inlandsabsatz knapp über der Nullmarke, während jene der Verkaufspreise im Absatz außerhalb des Eurogebiets häufig ein negatives Vorzeichen aufwies (siehe Abbildung E)³². Der aufwärtsgerichtete Druck auf die entsprechenden Verbraucherpreise ergibt sich in jüngster Zeit hauptsächlich aus der Entwicklung der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, deren Vorjahrsrate sich im Februar auf 0,6 % erhöhte und damit erstmals binnen Jahresfrist im positiven Bereich lag. Korrelationsanalysen legen den Schluss nahe, dass der Preisauftrieb auf der Erzeugerstufe in der Konsumgüterindustrie ohne Nahrungsmittel seinen stärksten Gleichlauf (von knapp 0,7) mit dem Anstieg der Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie mit gut halbjähriger Verzögerung aufweist.³³

Abbildung E
Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie und Anstieg der Erzeugerpreise und der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Euroraum



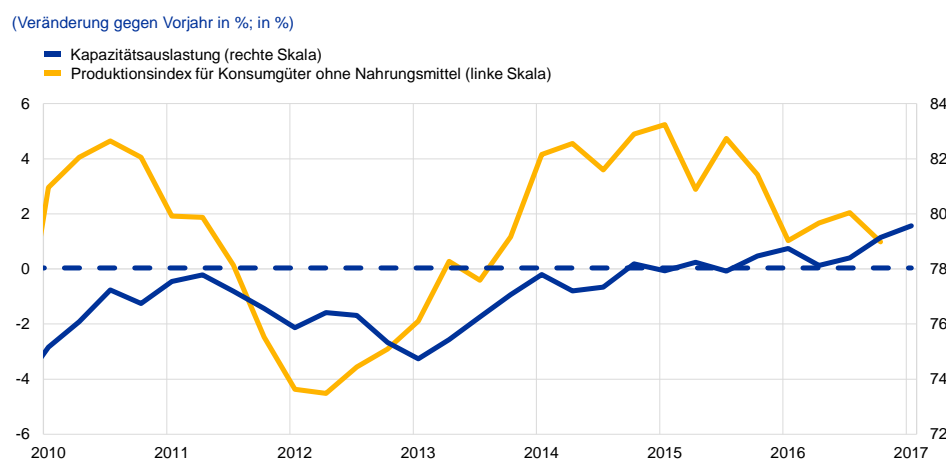
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2017 (im HVPI erfasste Industrieerzeugnisse ohne Energie) bzw. Februar 2017 (restliche Preise).

³² Von den insgesamt im Euro-Währungsgebiet produzierten Konsumgütern ohne Nahrungsmittel werden etwa 72 % im selben Land des Euroraums erzeugt und verkauft (Inlandsabsatz), wohingegen 28 % in einem Land produziert und in einem anderen Land des Eurogebiets verkauft werden (Absatz innerhalb des Eurogebiets).

³³ Zwar nehmen die Erzeuger- und Einfuhrpreise für Konsumgüter als Indikator Bezug auf die nachgelagerten Stufen der Produktionskette, aber jedweder auf diesen Stufen entstehende Druck lässt sich durch das Preissetzungsverhalten des Vertriebs und des Einzelhandels noch verstärken bzw. abschwächen. Der EMI für Margen im Einzelhandel ohne Nahrungsmittel (einer der wenigen für diese finalen Stufen vorliegenden Indikatoren) hat sich in den letzten Monaten innerhalb eines relativ engen Bandes bewegt und lässt daher nicht darauf schließen, dass die letzten von den Erzeugerpreisen ausgehenden Hinweise auf die Konsumgüterpreise durch Margenverschiebungen in nennenswerter Weise verzerrt worden sind.

Summa summarum gehen von den Daten zu den Erzeugerpreisen derzeit uneinheitliche Hinweise auf einen Preisdruck in Bezug auf die im HVPI erfassten Industrieerzeugnisse ohne Energie aus. Zwar hat sich auf den vorgelagerten Stufen wohl ein gewisser Aufwärtsdruck ergeben, aber es dürfte noch einige Zeit dauern, bis dieser entlang der Produktionskette auf den nachgelagerten Stufen zum Tragen kommt. Möglich wäre aber auch, dass dieser Druck durch Margen oder sonstige Anpassungen entlang der Produktionskette abgeschwächt wird, es sei denn, die Unternehmen könnten eine derartige Anpassung in einem von einer kräftig steigenden Nachfrage geprägten Umfeld aussetzen. Trotz einer gewissen Abschwächung in den zurückliegenden Jahresvierteln bleibt in diesem Sinne das jährliche Wachstum des Produktionsvolumens positiv (siehe Abbildung F). Zudem könnten Umfragedaten zur Kapazitätsauslastung in der Konsumgüterindustrie ohne Nahrungsmittel – soweit diese die Entwicklung der Nachfrage bezogen auf das Angebot widerspiegeln – auf ein gewisses Erstarken der Preissetzungsmacht hindeuten.

Abbildung F
Kapazitätsauslastung und Produktion im Sektor Konsumgüter ohne Nahrungsmittel



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2016 (Produktion) bzw. das erste Quartal 2017 (Kapazitätsauslastung). Die gestrichelte blaue Linie bezeichnet den langfristigen Durchschnitt für die Kapazitätsauslastung, die anhand von Daten vom ersten Quartal 1999 bis zum ersten Quartal 2017 berechnet wurde.

5 Überblick über die Inanspruchnahme der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und deren Einfluss auf die Bankenintermediation

Über die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) erhalten Kreditinstitute im Euroraum Finanzierungsmittel mit einer Laufzeit von bis zu vier Jahren zu attraktiven Konditionen. Es wurden zwei Serien derartiger Geschäfte durchgeführt: Die erste Serie umfasste acht Operationen (GLRG I) und wurde im Juni 2014 angekündigt.³⁴ Ihr folgte eine zweite Serie mit vier Geschäften (GLRG II), die im März 2016 bekannt gegeben wurde.³⁵ Im Rahmen der GLRG II konnten Banken Mittel in Höhe von bis zu 30 % ihrer ausstehenden Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte (ohne Wohnungsbaukredite an Privathaushalte) aufnehmen. Überdies erhielten sie die Möglichkeit, die über GLRG-I-Geschäfte aufgenommenen Gelder frühzeitig zurückzuzahlen und stattdessen zu einer Refinanzierung über GLRG II zu wechseln. Ein solcher Wechsel war aus zwei Gründen attraktiv: Erstens verlängerte sich die Laufzeit der Refinanzierung der Banken, und zweitens verringerten sich die Kosten, da die durchschnittlichen Refinanzierungskosten über GLRG I bei rund 10 Basispunkten liegen, wohingegen der Zinssatz für die GLRG-II-Refinanzierung maximal null beträgt.

Die GLRGs schaffen Anreize für die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft. Bei den GLRG-I-Operationen geschah dies auf zwei Arten: Zum einen durften Banken, deren Nettokreditvergabe in einem Referenzzeitraum einen bankspezifischen Richtwert überstieg, in den letzten sechs GLRG-I-Geschäften mehr Mittel aufnehmen, und zwar im Höchstfall das Dreifache des Betrags, um den ihre Nettokreditvergabe den für ihr Institut geltenden Richtwert überstiegen hatte. Zum anderen mussten Banken, die ihre Benchmark nicht erreichten, ihre über GLRG I aufgenommenen Refinanzierungsmittel frühzeitig zurückzahlen. Im Rahmen der GLRG II wurden die Anreize anders ausgestaltet. Anstatt Banken für eine Unterschreitung ihrer Benchmarks zu bestrafen, wird bei den GLRG II eine Überschreitung des Richtwerts durch niedrigere Zinsen honoriert. So profitieren Institute, deren anrechenbare Nettokreditvergabe im Zeitraum vom 1. Februar 2016 bis zum 31. Januar 2018 über ihrem entsprechenden Richtwert liegt, von einem

³⁴ Die GLRG I wurden im Rahmen des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe eingeführt, das auch Leitzinssenkungen (durch die der Zinssatz für die Einlagefazilität erstmals negativ wurde) und die Ankündigung einer Verstärkung der Vorarbeiten im Zusammenhang mit Outright-Käufen von Asset-Backed Securities umfasste. Zudem wurde die Anwendung des Mengentenderverfahrens mit Vollzuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften verlängert, und die wöchentlichen Feinsteuerungsoperationen zur Neutralisierung der im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte zugeführten Liquidität wurden ausgesetzt.

³⁵ Weitere Einzelheiten zu den GLRG-II-Operationen finden sich in: EZB, Die zweite Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016. Um die Entwicklung des Nettokreditvolumens der teilnehmenden Banken verfolgen zu können, wurde ein spezielles Meldeschema entwickelt, das auf der Methodik der MFI-Bilanzstatistik basiert.

niedrigeren Zinssatz. Dabei kann der GLRG-II-Satz sogar bis zu -40 Basispunkte betragen.³⁶

Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte haben die Refinanzierungsbedingungen der Banken verbessert, wodurch sichergestellt wurde, dass der geldpolitische Impuls auch bei den privaten Haushalten und Unternehmen im Euroraum ankommt. Die GLRGs verringerten die marginalen Refinanzierungskosten der an den Operationen teilnehmenden Banken und boten diesen zugleich Anreize, ihr Angebot an zielgerichteten Krediten zu erhöhen. Somit wurde durch die Ausgestaltung der Maßnahme gewährleistet, dass die Banken die gesunkenen Refinanzierungskosten, von denen sie profitieren, an ihre Kreditnehmer weitergeben. Soweit die Banken die GLRGs als Ersatz für eine marktbasiertere Refinanzierung nutzten, dämpften die Geschäfte auch das Angebot an Bankanleihen. Da bei einer rückläufigen Emission von Bankschuldverschreibungen ceteris paribus generell auch die Finanzierungskosten der Banken am Anleihemarkt sinken, haben sich die Refinanzierungsbedingungen sowohl für die an den GLRGs teilnehmenden als auch die nicht teilnehmenden Banken weiter verbessert. Die sich daraus ergebenden günstigeren Kreditkonditionen für Kreditnehmer (sofern die geringeren Refinanzierungskosten weitergereicht werden) fördern wiederum die Kreditaufnahme sowie die Investitions- und Konsumausgaben.

Die Mittelaufnahme der Banken im Rahmen der GLRG II liegt derzeit bei insgesamt 739 Mrd € Beim ersten GLRG-II-Geschäft (GLRG II.1, das im Juni 2016 abgewickelt wurde) beliefen sich die Gebote auf 399 Mrd €, was im Wesentlichen auf eine Verlagerung der Refinanzierung von den GLRG I zu den GLRG II zurückzuführen war (siehe Abbildung A). In der zweiten und der dritten GLRG-II-Operation (GLRG II.2 und GLRG II.3) wurden 45 Mrd € bzw. 62 Mrd € zugeteilt. Beim letzten Geschäft (GLRG II.4) war die Inanspruchnahme mit 233 Mrd € erheblich höher, wobei ein beträchtlicher Anteil davon (216 Mrd €) eine Nettoerhöhung der über GLRGs aufgenommenen Kredite darstellte. Die umfangreiche Mittelaufnahme in der letzten Operation spiegelt die insgesamt attraktive Preisgestaltung der GLRG-II-Geschäfte im Vergleich zu alternativen marktbasierteren Finanzierungsquellen der Banken wider, in gewissem Umfang aber auch die Tatsache, dass es für die Banken Anreize gegeben hatte, ihre Mittelaufnahme aufzuschieben.³⁷ Insgesamt belief sich das Volumen der ausstehenden GLRG-Kredite (einschließlich der noch

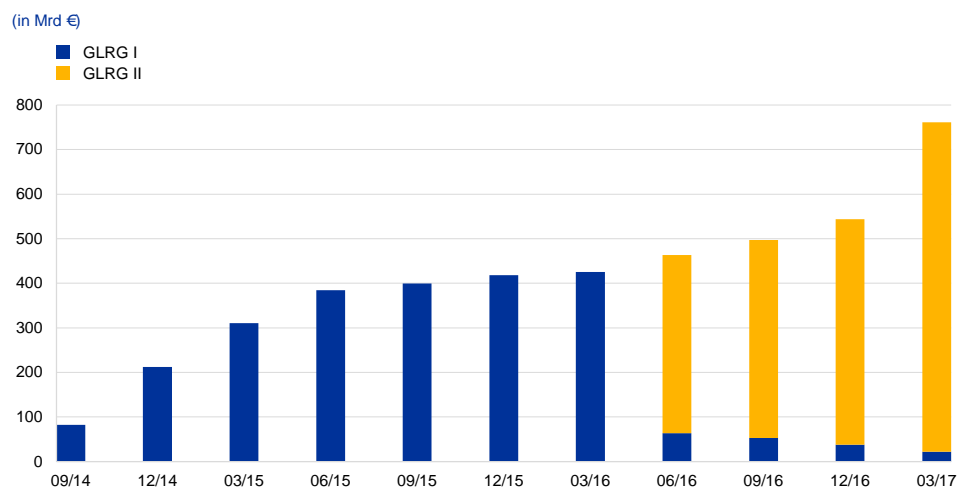
³⁶ Diesen Zinssatz (der dem zum Zeitpunkt der Zuteilung des jeweiligen GLRG-II-Geschäfts geltenden Zinssatz für die Einlagefazilität entspricht) können Geschäftspartner in Anspruch nehmen, wenn ihre ausstehenden Beträge an anrechenbaren Krediten (vorbehaltlich gewisser Bereinigungen, z. B. um Kreditverkäufe und -käufe sowie Kreditverbriefungen) den für ihr Institut geltenden Richtwert für den Bestand der anrechenbaren Kredite zum 31. Januar 2018 um mindestens 2,5 % übertreffen. Bei Beträgen, die unter dieser Grenze liegen, wird der Zinssatz in Abhängigkeit vom Prozentsatz, um den ein Geschäftspartner seine Benchmark übersteigt, ermittelt und dabei linear gestaffelt.

³⁷ Es gibt mehrere Gründe dafür, weshalb es zu Anreizen für das Zurückstellen der Mittelaufnahme („Backloading“) kam. Erstens erwarteten die Marktteilnehmer zum Zeitpunkt der Gebotsphase von GLRG II.1 und GLRG II.2 weitere Leitzinssenkungen. Eine Verschiebung der Mittelaufnahme wurde zu diesem Zeitpunkt vielleicht präferiert, um sich den niedrigsten möglichen Zinssatz zu sichern. Zweitens verlängert das Backloading die Laufzeit des Geschäfts, in der die Marktsätze möglicherweise steigen. Und drittens verringert es die Unsicherheit in Bezug auf den Zinssatz im letzten GLRG-II-Geschäft, da Banken die Entwicklung ihrer anrechenbaren Kredite über die Hälfte des Referenzzeitraums beobachten konnten, bevor sie ihre Gebote für das GLRG II.4 abgeben mussten. Diese Information ermöglichte ihnen eine genauere Einschätzung, ob und wie stark sie ihren Richtwert vermutlich übertreffen würden.

ausstehenden Beträge aus der GLRG-I-Serie) Ende März 2017 auf 761 Mrd €, wobei die Mittel vornehmlich aus dem ersten und dem letzten GLRG-II-Geschäft stammten (siehe Abbildung A und B).

Abbildung A

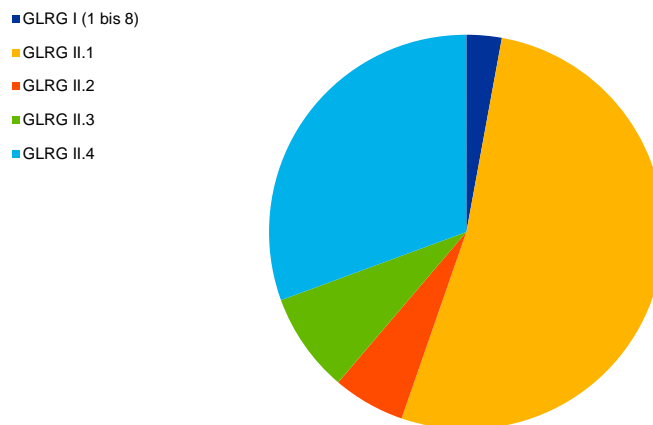
Entwicklung der Bruttokreditaufnahme der Banken im Rahmen der GLRGs



Quelle: EZB.

Abbildung B

Zusammensetzung der ausstehenden GLRG-Kredite (Stand: Ende März 2017)



Quelle: EZB.

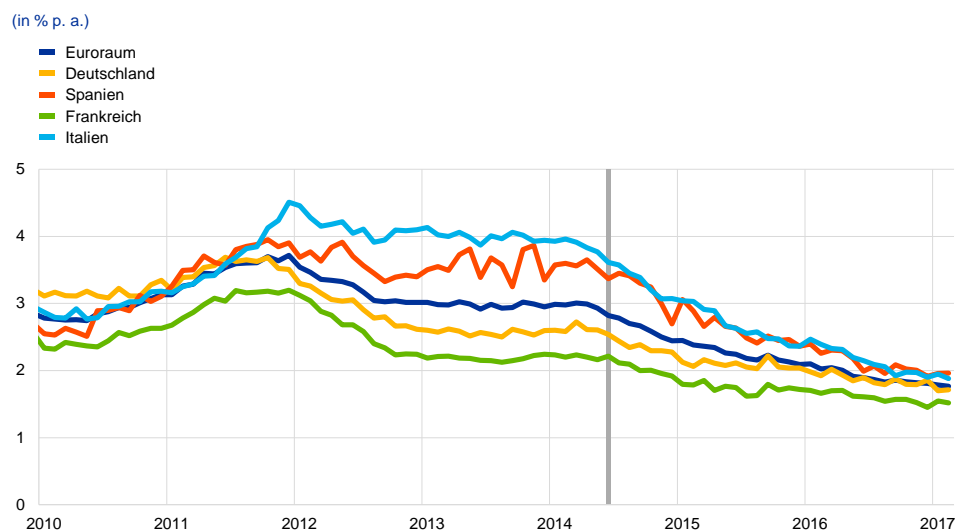
Gegenwärtig lassen sich die Gesamtauswirkungen der GLRG-I- und GLRG-II-Geschäfte auf die Bankenintermediation nicht ohne Weiteres in die jeweiligen Beiträge der beiden Serien aufschlüsseln. Ein hohes Bietungsvolumen ist zwar zu begrüßen, stellt aber kein geeignetes Maß für die Beurteilung der Effektivität der beiden GLRG-Serien dar. Der Erfolg der GLRGs lässt sich vielmehr daran bemessen, inwieweit sich durch diese Geschäfte die Finanzierungsbedingungen der Endkreditnehmer verbessern. Angesichts der Vielzahl von Banken, die in beiden Serien Gebote abgaben, der beträchtlichen Umschichtung von Mitteln aus GLRG-I-Operationen in GLRG-II-Geschäfte und der Tatsache, dass die Abwicklung des

ersten GLRG-II-Geschäfts, für das Daten zur Kreditgewährung der Banken vorliegen, noch nicht lange zurückliegt, ist es derzeit schwierig, den Gesamteffekt der GLRGs in die Beiträge der ersten Serie und die zusätzlichen Auswirkungen der zweiten Serie zu unterteilen. Aus diesem Grund werden im Folgenden stattdessen Erkenntnisse zu den Gesamtauswirkungen der GLRGs auf die Bankenintermediation dargestellt.

Gemeinsam mit den anderen seit Juni 2014 eingeführten Sondermaßnahmen haben die GLRGs erfolgreich dazu beigetragen, dass die niedrigeren Leitzinsen in Form von günstigeren Kreditbedingungen an den nicht-finanziellen privaten Sektor im Euroraum weitergegeben wurden. Unmittelbar

nach der Ankündigung der ersten GLRG-Serie sanken die Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beträchtlich (siehe Abbildung C), und zwar besonders stark in jenen Ländern, in denen die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zuvor auf erhöhtem Niveau gelegen hatten, wodurch insgesamt auch die länderübergreifende Streuung der Kreditzinsen zurückging. In den anfälligen Ländern senkten zudem die Banken, die sich im Rahmen der GLRG I refinanzierten, ihre Zinssätze stärker als jene Banken, die keine Gebote abgaben.³⁸ Darüber hinaus wurde in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet wiederholt angegeben, dass die GLRGs – einschließlich der Operationen der zweiten Serie – zu einer Lockerung der Konditionen für Unternehmenskredite und – wenn auch in geringerem Umfang – der Kreditrichtlinien geführt haben (siehe Abbildung D).

Abbildung C
Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



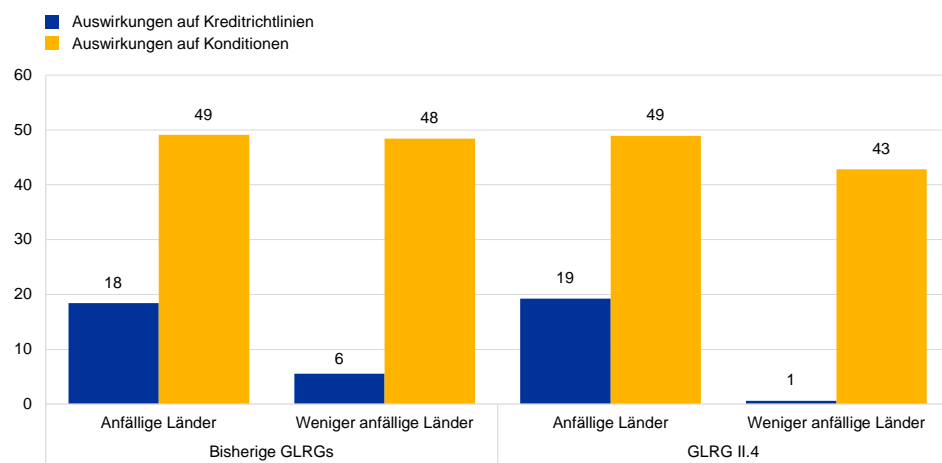
Quelle: EZB.
Anmerkung: Die vertikale Linie markiert die Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Förderung der Kreditvergabe vom Juni 2014, das auch die GLRG I umfasste. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017.

³⁸ Siehe EZB, Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

Abbildung D

Lockerungseffekt der bisherigen GLRGs und erwarteter Lockerungseffekt des GLRG II.4 auf die Kreditrichtlinien und Konditionen für Unternehmenskredite

(prozentualer Anteil der Banken, die in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2017 einen gewissen oder einen beträchtlichen Lockerungseffekt der GLRGs auf die Kreditrichtlinien und Konditionen meldeten)



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2017.

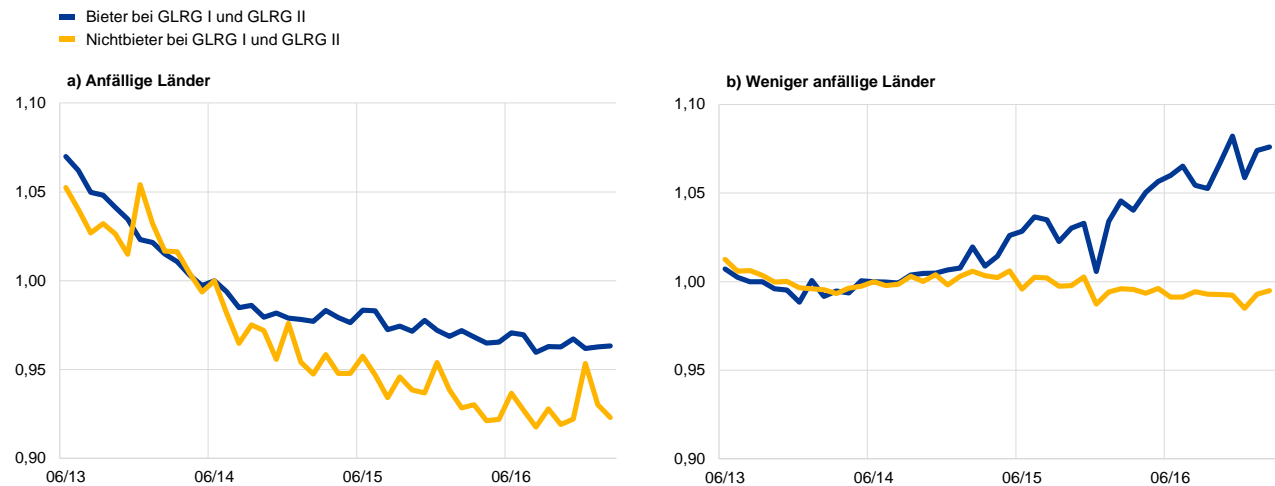
Anmerkung: Die Antworten der Befragten beziehen sich auf die Auswirkungen aller bisherigen GLRGs und den erwarteten Effekt des GLRG II.4 auf die Kreditvergabebedingungen. Zu den anfälligen Ländern zählen Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien. Bei den weniger anfälligen Ländern handelt es sich um die übrigen Euro-Länder.

Die GLRGs scheinen ein höheres Intermediationsvolumen in den weniger anfälligen Euro-Ländern und eine Abschwächung der Kreditkontraktion in den anfälligen Ländern zu begünstigen. Abbildung E zeigt die Entwicklung der Unternehmenskreditvergabe der Banken, die an beiden GLRG-Serien teilnahmen, im Vergleich zu jener von Instituten, die die GLRGs überhaupt nicht in Anspruch nahmen. Vor der Einführung der GLRG I entwickelte sich die Nettokreditvergabe beider Gruppen weitgehend parallel. Anschließend scheint die Kreditvergabe der Banken, die nicht an den GLRGs teilnahmen, weitgehend gleich geblieben zu sein. In den anfälligen Ländern haben diese Institute ihre Kreditbestände in relativ stabilem Tempo weiter abgebaut, und der Rückgang ihrer Kreditvergabe hat sich bislang nur geringfügig abgeschwächt. Bei den Banken, die an beiden GLRG-Serien teilnahmen, hat sich die Kontraktion der Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hingegen erheblich verlangsamt. In den weniger anfälligen Ländern scheinen die Bieter ihr Intermediationsvolumen erhöht zu haben.

Abbildung E

Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften durch GLRG-Bieter und -Nichtbieter

(Index: Juni 2014 = 1)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Entwicklung eines fiktiven Bestands von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf Basis einer Stichprobe von MFIs, für die Einzeldaten zur Verfügung stehen. Der fiktive Bestand errechnet sich durch Addition der kumulierten Netto-Kapitalströme von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über den relevanten Zeitraum zum Bestand der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vom Juni 2013. Die Abbildung liefert eine Gegenüberstellung der Gesamtentwicklung der Kreditvergabe durch die Gruppe von Banken, die sowohl über GLRG I als auch über GLRG II Mittel aufnehmen, und derjenigen der Gruppe von Banken, die an keinem Geschäft der beiden Serien teilnahmen. Zu den anfälligen Ländern zählen Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Portugal und Slowenien. Alle übrigen Staaten des Euroraums zählen zu den weniger anfälligen Ländern. Die Gruppe der Bieter in den anfälligen Ländern umfasst 48 Geschäftspartner, die Gruppe der Nichtbieter 35 Geschäftspartner. In den weniger anfälligen Ländern gehören 43 Geschäftspartner zur Gruppe der Bieter und 91 zur Gruppe der Nichtbieter. Die Daten sind nicht saisonbereinigt und weisen daher zuweilen erhebliche Jahresultimoeffekte auf. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2017.

Die Wirkung der GLRGs hat sich bislang nicht voll entfaltet. Während sich die erste GLRG-Serie bereits weitgehend in günstigeren Kreditvergabebedingungen niedergeschlagen hat, muss sich die Wirkung der GLRG II erst noch voll entfalten, da ihre positiven Auswirkungen auf die Refinanzierungskosten der Banken erst nach und nach in Form von besseren Konditionen und weniger strengen Kreditrichtlinien für neue Bankkredite an die Kreditnehmer weitergegeben werden. Außerdem war die Kreditaufnahme über das GLRG II.1, wie bereits erwähnt, im Großen und Ganzen durch Umschichtungen von GLRG-I- in GLRG-II-Mittel bedingt. In der Nettobetrachtung – d. h. unter Berücksichtigung der GLRG-I-Tilgungen – wurden lediglich im GLRG II.4 in großem Umfang neue Refinanzierungsmittel aufgenommen. Der Effekt dieses letzten Geschäfts wird sich jedoch erst noch zeigen müssen.

Aufsätze

1 Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet in einem globalen Kontext

Höhere Zuwachsraten bei der Arbeitsproduktivität spielen eine Schlüsselrolle für die Steigerung des Lebensstandards in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Seit längerer Zeit nimmt die Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet allerdings nur noch in geringem Maße zu, wobei sich ihr Wachstum nicht erst seit der jüngeren weltweiten Abschwächung verlangsamt hat. Vor diesem Hintergrund wird im folgenden Aufsatz eine Einschätzung der Ursachen für das gebremste Produktivitätswachstum im Euroraum vorgenommen. Dabei wird ein breites Spektrum theoretischer Erklärungsansätze für die globale Produktivitätsabschwächung herangezogen, darunter die Bedeutung von Veränderungen bei der sektoralen Zusammensetzung der Volkswirtschaft, die Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise, mögliche Messfehler, ein geringeres Tempo des technischen Fortschritts sowie ein langsamerer technologischer Diffusionsprozess, eine gedämpftere Geschäftsdynamik und die Fehlallokation von Produktionsfaktoren. Daneben geht der Aufsatz auf spezifischere, lokale Ursachenfaktoren ein, die für die längerwierigen Produktivitätsschwächen im Euroraum verantwortlich sein könnten, und zeigt die Notwendigkeit von Strukturreformen auf, um dem schon lange bestehenden Produktivitätsgefälle gegenüber den Vereinigten Staaten entgegenzuwirken.

1 Einleitung

Höhere Zuwachsraten bei der Arbeitsproduktivität spielen eine Schlüsselrolle für die Steigerung des Lebensstandards in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Ganz besonders gilt dies für den Euroraum, wo eine rasche Alterung der Erwerbsbevölkerung prognostiziert wird. Jüngste Forschungsergebnisse belegen zwar, dass sich die demografische Entwicklung bislang nur moderat auf den Produktivitätszuwachs im Eurogebiet auswirkt. Doch für die kommenden Jahrzehnte wird eine fortschreitende Alterung der Erwerbsbevölkerung – mit entsprechenden Einbußen bei dem für die Jahre 2014 bis 2035 projizierten Produktivitätsanstieg um rund ein Viertel – erwartet.¹

In der jüngsten Zeit nimmt die Arbeitsproduktivität im Euroraum sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich indessen nur noch geringfügig zu, was allerdings auch im Kontext eines generell verlangsamten Wachstums der weltweiten Arbeitsproduktivität zu sehen ist. Vor dem Hintergrund dieser breiteren Abschwächung besteht bei der Frage nach den

¹ Siehe S. Aiyar, C. Ebeke und X. Shao, The impact of workforce aging on euro area productivity, IWF-Länderbericht Nr. 16/220, Juli 2016.

grundlegenden Ursachen noch erheblicher Klärungsbedarf. Einige Ökonomen sehen in dieser Verlangsamung vor allem konjunkturelle Einflussfaktoren am Werk, die mit den Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise zusammenhängen. Andere wiederum sehen längerfristige strukturelle Ursachen wie eine sich wandelnde sektorale Zusammensetzung der Volkswirtschaft, Messfehler, ein geringeres Tempo des technischen Fortschritts oder einen langsameren technologischen Diffusionsprozess, eine gedämpftere Geschäftsdynamik und Fehlallokationen von Produktionsfaktoren im Vordergrund.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Abschwächung des Produktivitätsfortschritts des Euroraums im Gefolge der Krise² aus einer globalen Perspektive beurteilt.

Abschnitt 2 stellt eine Reihe stilisierter Fakten zum jüngeren Rückgang des Produktivitätszuwachses im Eurogebiet vor. Der sich anschließende Abschnitt präsentiert eine Wachstumszerlegung, die sichtbar werden lässt, dass die schwächere Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum – jedenfalls seit der weltweiten Finanzkrise – auf eine geringere Kapitalintensivierung und ein gesunkenes Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) zurückgeführt werden kann. Abschnitt 4 geht dem Erklärungspotenzial der in der breiteren Fachliteratur gelieferten aktuellen Ursachenbeschreibungen für die weltweite Produktivitätsabschwächung nach. Im fünften Abschnitt werden lokal zu verortende Gründe für das anhaltende Produktivitätsgefälle gegenüber den Vereinigten Staaten untersucht. Gegenstand des Kastens sind der Beitrag von Strukturreformen zum Produktivitätswachstum und die mögliche Rolle der neuerlich geschaffenen nationalen Ausschüsse für Produktivität. Abschnitt 6 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Stilisierte Fakten zur Produktivitätsentwicklung im Euro-Währungsgebiet

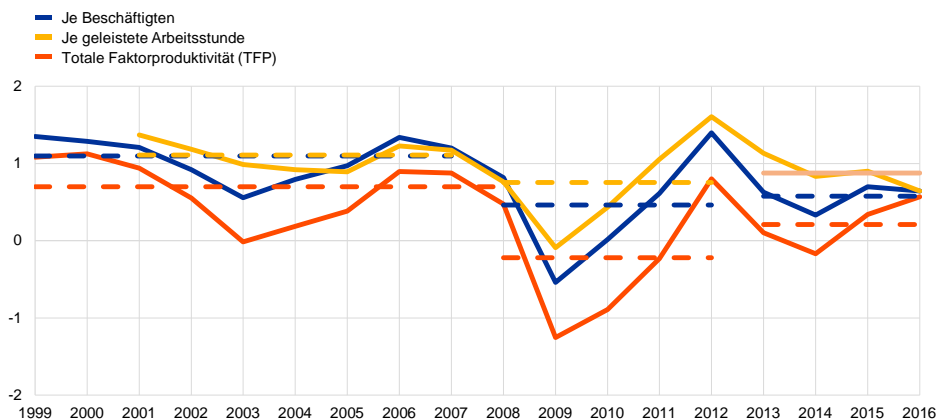
Seit dem Beginn der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise hat sich die Arbeitsproduktivität im Euroraum unabhängig von der gewählten

Produktivitätsmessgröße deutlich langsamer gesteigert (siehe Abbildung 1). In den Jahren von 2008 bis 2016 schwächte sich das Wachstum der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten im Euroraum auf jahresdurchschnittlich rund 0,5 % (gleitender Dreimonatsdurchschnitt) ab gegenüber durchschnittlich rund 1,1 % im Zehnjahreszeitraum bis 2007. Für die Erholungsphase von 2013 bis 2016 allein betrachtet belief sich der durchschnittliche Produktivitätszuwachs im Euroraum auf jährlich lediglich 0,6 %. Dabei tritt die schwächere Produktivitätsentwicklung – mit graduellen Unterschieden – völlig unabhängig davon zutage, ob sie als Produktion je Beschäftigten, als Ausbringung je geleistete Arbeitsstunde oder als totale Faktorproduktivität gemessen wird.

² Bezugnahmen im Aufsatz auf die „Vorkrisenphase“ betreffen durchweg den 2007 endenden Zeitraum. Nicht näher erläuterte Verweise auf die „Krisenphase“ betreffen den Zeitraum von 2008 bis 2012 einschließlich beider Rezessionen im Euroraum und der dazwischen liegenden Periode. Die Begriffe „Nachkrisenphase“ und „Erholung“ beziehen sich (soweit einschlägige Statistikdaten verfügbar) auf die Zeit ab 2013. Verweise auf die „Große Rezession“ und die „weltweite Finanzkrise“ bezeichnen die synchron erfolgte weltweite Rezession der Jahre 2008 und 2009.

Abbildung 1
Produktivitätswachstum im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitende Dreijahresdurchschnitte; gestrichelte Linien: Periodendurchschnitt für die Vorkrisenphase (1999-2007), die Krisenphase (2008-2012) und die Nachkrisenphase (2013-2016))

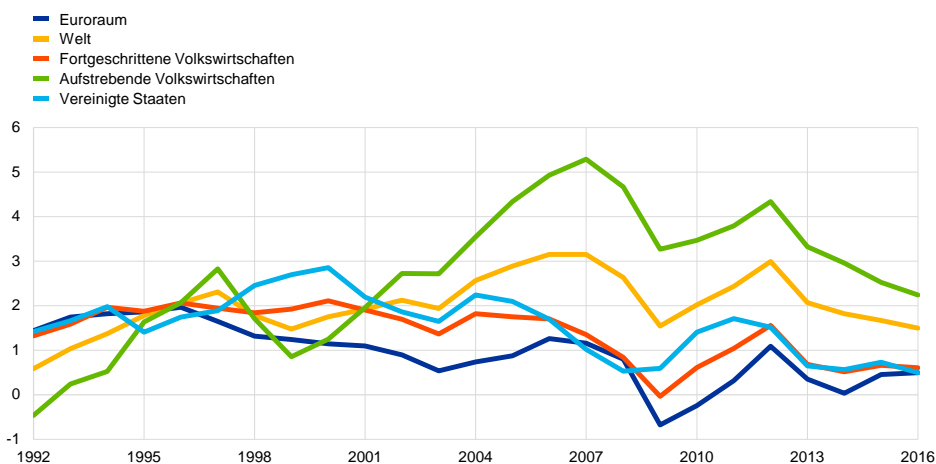


Quellen: Eurostat, AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Berechnet wird die totale Faktorproduktivität auf Basis von Schätzungen der Produktion je Beschäftigten (aus der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, die eine Schätzung für das Jahr 2016 auf der Basis der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission enthält).

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Euroraum hat sich in jüngerer Zeit sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich als niedrig erwiesen. Aus Abbildung 2 geht hervor, dass der seit der Krise merklich verlangsamte Produktivitätsanstieg im Eurogebiet Teil eines weitläufigeren, allgemeinen Trends in den fortgeschrittenen (und aufstrebenden) Volkswirtschaften seit der Großen Rezession von 2008 bis 2009 ist. Nichtsdestotrotz hat sich im Euro-Währungsgebiet seit den frühen 1990er-Jahren diesbezüglich ein Wandel vollzogen: Verzeichnete der Euroraum damals noch mit die höchsten Zuwächse der Arbeitsproduktivität, befindet er sich heute unter den Wirtschaftsräumen, die für diese Größe die niedrigsten Zuwachsraten ausweisen.

Abbildung 2
Wachstum der Arbeitsproduktivität im Euroraum, in der Welt und ausgewählten Regionen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitende Dreijahresdurchschnitte)



Quellen: The Conference Board und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Definition der Arbeitsproduktivität als Produktion je Beschäftigten.

Die Wachstumsabschwächung bei der Arbeitsproduktivität im Euroraum ist breit über die verschiedenen Branchen verteilt. Die Gründe hierfür liegen eher in einem signifikanten Rückgang der intrasektoralen Zuwächse als in strukturellen Verlagerungen von industriellen in andere Sektoren mit geringerer Arbeitsproduktivität.

Grundsätzlich wäre zu erwarten, dass der langfristige Trend hin zu den Dienstleistungsbranchen, die einen zusehends größer werdenden Anteil an der Gesamtwirtschaft ausmachen, im Ergebnis mit geringeren Zuwächsen bei der Arbeitsproduktivität einhergeht, denn in den Dienstleistungssektoren verläuft der Produktivitätsanstieg in der Regel flacher als in anderen (vornehmlich industriellen) Branchen. Bei einer sogenannten Shift-Share-Analyse zeigt sich allerdings, dass der Rückgang des aggregierten Wachstums der Arbeitsproduktivität auf der Euroraum-Ebene mehr auf eine spürbare Abschwächung der intrasektoralen Arbeitsproduktivitätsentwicklung als auf Kompositionseffekte zurückzuführen ist. Anhand der standardmäßigen Aufschlüsselung der Wirtschaftstätigkeit nach den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in zehn Wirtschaftszweige (NACE A10³) präsentiert die Tabelle eine Zerlegung jener 0,71 Prozentpunkte, um die das durchschnittliche Jahreswachstum der Arbeitsproduktivität im Zeitraum von 2008 bis 2016 gegenüber der Vorkrisenphase von 1996 bis 2007 zurückgegangen ist, in folgende Beiträge: erstens den Anteil, der auf eine verlangsamte Zunahme der intrasektoralen Arbeitsproduktivität (bei konstanten Beschäftigungsanteilen auf dem Niveau des Jahres 2007) zurückzuführen ist, zweitens den Anteil, der aus einer sich ändernden Beschäftigungsstruktur (bei konstanten sektoralen Arbeitsproduktivitätszuwächsen auf den Durchschnittswerten vor der Krise) resultiert, und drittens den Beitrag der Wechselwirkung, wobei das gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivitätswachstum in der Regel durch ein schnelleres Beschäftigungswachstum in Sektoren mit hohem Arbeitsproduktivitätszuwachs verstärkt wird.⁴ Die Darstellung in der Tabelle macht deutlich, dass die intrasektoralen Steigerungsraten der Arbeitsproduktivität seit Beginn der Krise beträchtlich gefallen sind, während die sektoralen Beschäftigungsverlagerungen das gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivitätswachstum leicht gestützt haben, denn die Arbeitsmarktanpassungen in der Krise konzentrierten sich auf Sektoren mit geringerer Produktivität. Der Rückgang der intrasektoralen Zuwachsraten bleibt auch dann als Hauptursache für die aggregierte Verlangsamung bestehen, wenn die Krisenphase ausgeklammert, d. h. lediglich der Erholungszeitraum von 2013 bis 2016 betrachtet wird.

³ Gemäß Definition der Statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE).

⁴ Die Analyse stützt sich auf den Beitrag von P. Antipa, Productivity decomposition and sectoral dynamics, in: Banque de France, Quarterly Selection of Articles: Banque de France Bulletin, Frühjahr 2008, S. 51-64.

Zerlegung der Verlangsamung des gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivitätswachstums für den Zeitraum von 1996 bis 2016

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

	1996-2007	2008-2016	2013-2016
Arbeitsproduktivitätswachstum insgesamt (Periodendurchschnitt)	1,07	0,35	0,54
Differenz gegenüber dem Durchschnitt 1996-2007		-0,71	-0,53
Davon:			
Intrasektoraler Effekt		-0,90	-0,80
Beschäftigungsstruktureffekt		0,15	0,22
Wechselwirkung		0,08	0,02

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf Basis einer Shift-Share-Analyse anhand der „A10“-Wirtschaftszweigklassifikation der NACE-Systematik. Bei den ausgewiesenen Anfangsjahren der betrachteten Zeitintervalle wird das Vorjahr als Basisjahr für Wachstumsberechnungen verwendet.

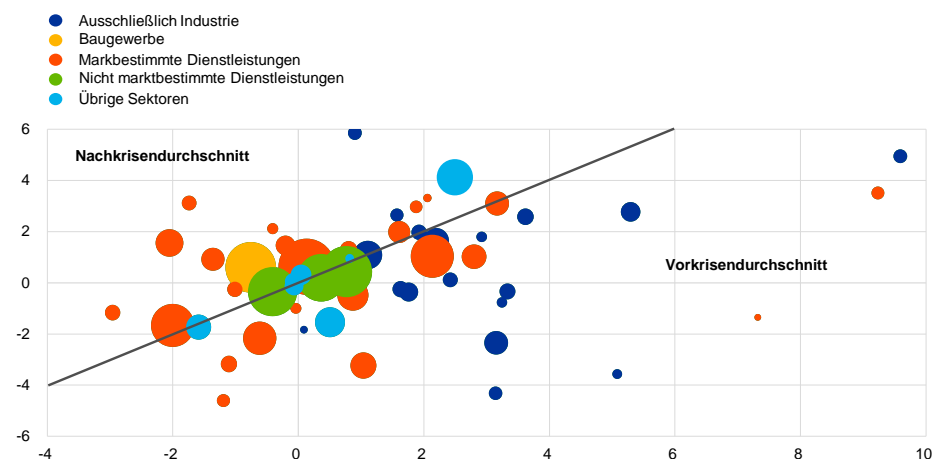
Das Bild eines schwachen Arbeitsproduktivitätswachstums auf der Sektorebene hat auch dann Bestand, wenn die detailliertere, jährlich (aktuell mit Daten bis Ende 2014) verfügbare Aufschlüsselung nach 64 Wirtschaftszweigen gemäß NACE zugrunde gelegt wird. Wie in Abbildung 3 ersichtlich, weisen nahezu zwei Drittel der 61 Branchen, für die Daten vorlagen, zwischen den beiden Perioden vielfach signifikant rückläufige Durchschnittsraten für das Arbeitsproduktivitätswachstum auf (siehe die Sektoren rechts von der 45°-Linie), vor allem im verarbeitenden Gewerbe und den stärker marktbestimmten Dienstleistungen (wie Großhandel, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, Rechts- und Unternehmensberatung und Dienstleistungen im Reiseverkehr).⁵

⁵ Die Resultate sind ähnlich, wenn die Produktivität auf Stundenbasis erfasst wird, obgleich sich angesichts der Anzahl der Sektoren mit Datenverfügbarkeit (lediglich 22 von 64) ein unvollständigeres Bild ergibt.

Abbildung 3

Wachstum der Arbeitsproduktivität nach Wirtschaftszweigen vor und nach der Krise

(Veränderung gegen Vorjahr in % (Periodendurchschnitte); die verschiedenen Farben zeigen die wichtigsten Wirtschaftszweige der NACE-A10-Aufschlüsselung an; die Kreisgröße steht für den Anteil des jeweiligen Wirtschaftszweigs an der Beschäftigung im Euroraum im Jahr 2016; auf der 45°-Linie liegende Wirtschaftszweige weisen vor und nach der Krise (ab 2013) identische durchschnittliche Zuwachsraten auf.)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Definition der Arbeitsproduktivität als Produktion je Beschäftigten. „Vor der Krise“ bezieht sich auf den Zeitraum 2000-2007, „nach der Krise“ auf die Jahre 2013-2014 (gemäß Datenverfügbarkeit). „Übrige Sektoren“ umfasst „sonstige Dienstleistungen“ (vor allem private azyklische Sektoren wie Kunst, Unterhaltung und Erholung, haushaltsnahe Dienstleistungen und extraterritoriale Organisationen) und Landwirtschaft, Forstwirtschaft und Fischerei.

3 Wachstumszerlegung für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten

3.1 Zerlegung des Arbeitsproduktivitätszuwachses

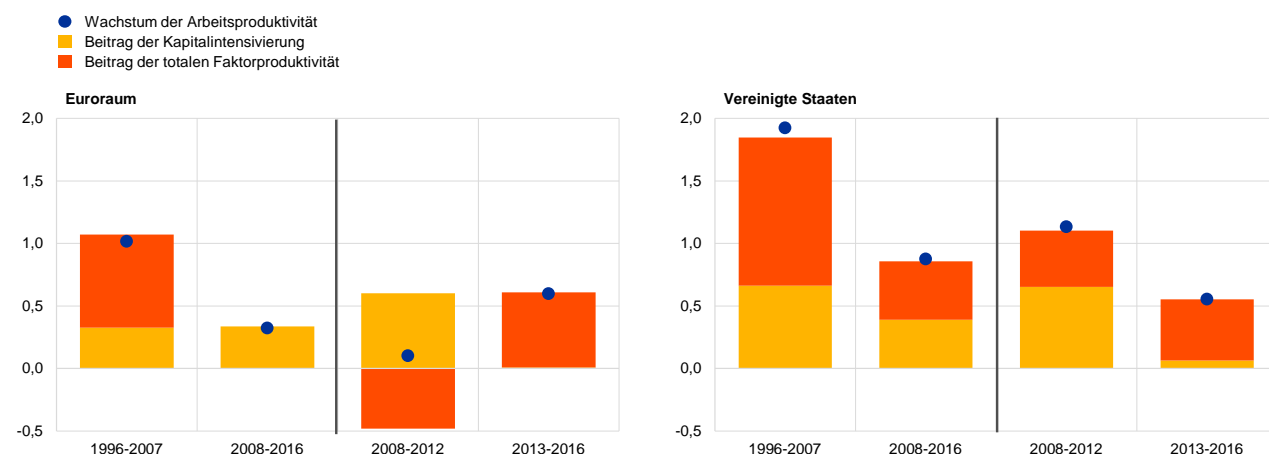
Eine Wachstumszerlegung zeigt, dass die Ursachen des nach der Krise im Durchschnitt langsameren Arbeitsproduktivitätswachstums im Euroraum und in den USA sowohl in einem gegenüber der Vorkrisenzeit deutlich verringerten TFP-Wachstum als auch in einer seit 2013 praktisch nicht mehr vorhandenen Kapitalintensivierung wurzeln. Auf der Basis von Angaben aus der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission stellt Abbildung 4 eine Zerlegung der Steigerungsraten der Arbeitsproduktivität in den beiden Wirtschaftsräumen in die Bestimmungsfaktoren Kapitalintensivierung (die Rate, mit der sich der Quotient aus Kapital und Arbeit erhöht) und totale Faktorproduktivität (welche den zugrunde liegenden Produktivitätszuwachs aus Effizienzsteigerungen im Produktionsprozess und aus dem technischen Fortschritt wiedergibt) für die Vorkrisenphase 1996-2007 und die Jahre 2008-2016 ab Ausbruch der weltweiten Finanzkrise dar. Unter dem Strich macht ein Vergleich der Entwicklungen in den beiden Wirtschaftsräumen in den Zeiträumen vor und nach Beginn der Großen Rezession 2008 (siehe die jeweils ersten beiden Spalten in Abbildung 4) deutlich, dass der sichtlich gebremste Arbeitsproduktivitätszuwachs in beiden Fällen offenbar auf ein erheblich langsames Wachstum der zugrunde liegenden totalen Faktorproduktivität zurückzuführen ist. Im Gesamtzeitraum 2008-2016 ging die Kapitalintensivierung im

Eurogebiet nicht zurück und schwächte sich in den Vereinigten Staaten nur moderat ab, was größtenteils die Folge eines signifikanten Stellenabbaus auf dem Höhepunkt der Krisenphase (insbesondere in den Jahren 2008-2009) war.

Abbildung 4

Wachstum der Arbeitsproduktivität und deren Zerlegung für den Euroraum und die Vereinigten Staaten

(Periodendurchschnitt der Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten*)



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

Anmerkung: Die Produktivität wird gemessen als Produktion je Beschäftigten; *die Beiträge errechnen sich anhand einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion, wobei die Beiträge der Kapitalintensivierung mittels Zwei-Perioden-Durchschnitts-Faktoranteilen geschätzt werden; der Beitrag der totalen Faktorproduktivität wird durch das Residuum bestimmt. Die Werte für 2016 sind auf Basis der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission geschätzt.

Allerdings kam die Kapitalintensivierung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten 2013 bis 2016 praktisch zum Erliegen. Bei aller Relevanz des Vergleichs der Zeiträume vor und nach Ausbruch der weltweiten Finanzkrise sollte nicht unberücksichtigt bleiben, dass sich letzterer Zeitraum noch in zwei separate Unterperioden unterteilen lässt. Der erste der beiden Teilzeiträume (2008 bis einschließlich 2012) zeichnete sich durch starke Einbrüche des realen BIP beiderseits des Atlantiks aus (wenngleich sich der BIP-Rückgang in den USA über einen kürzeren Zeitraum erstreckte als im Eurogebiet, wo die Wirtschaftsleistung sowohl während der Großen Rezession als auch in der Staatsschuldenkrise nachgab). Der zweite Zeitraum umfasst die im Jahr 2013 einsetzende Erholung. Eine Zerlegung des Zeitabschnitts seit Krisenbeginn in diese zwei Teilperioden bestätigt die ausgeprägte Verlangsamung des TFP-Wachstums während der Nachkrisenphase im Vergleich zu den Durchschnittswerten vor der Krise (siehe die jeweils erste und letzte Spalte in Abbildung 4) und deutet für beide Wirtschaftsräume auf ein nahezu komplettes Ausbleiben einer Kapitalintensivierung nach der Krise – in den Jahren 2013 bis 2016 – hin.

3.2 Ursachen der verminderten Kapitalintensivierung nach der Krise

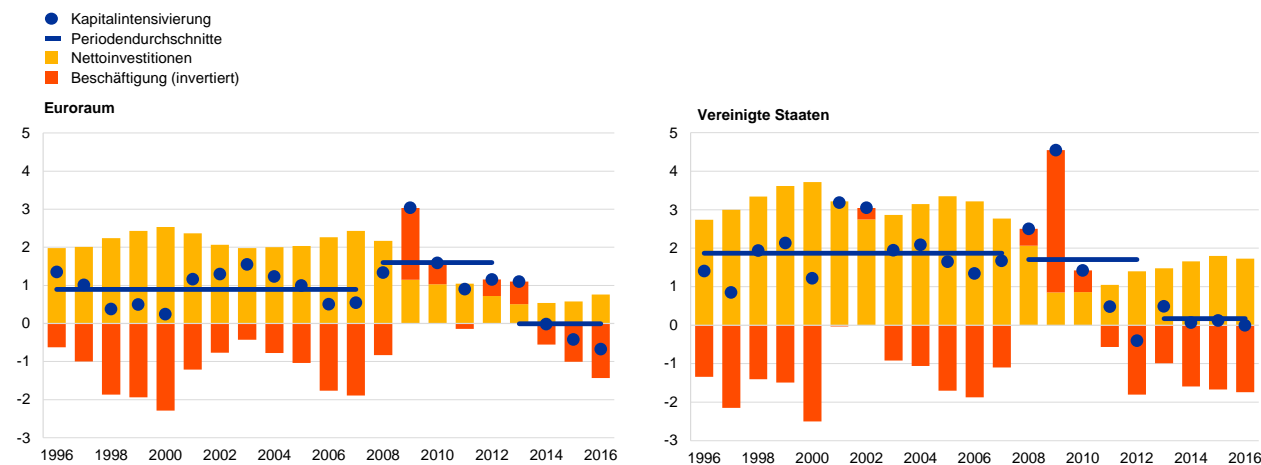
Unter Kapitalintensivierung ist die Zunahme des Quotienten aus Kapital und Arbeit durch verstärkten Einsatz von Kapital je Arbeitseinheit zu verstehen.

Allerdings können sich aus dem Verhältnis von Kapital und Arbeit in Phasen niedriger Nettoinvestitionen auch „künstliche“ Kapitalintensivierungen ergeben, da im Falle eines umfangreichen Stellenabbaus der Quotient aus bestehendem Nettokapitalstock und (schrumpfender) Erwerbsbevölkerung automatisch zunimmt. In Abbildung 5 ist zu erkennen, dass die Kapitalintensivierung während der Krisenhöhepunkte in beiden Wirtschaftsräumen eine gewisse Unterstützung – im Euro-Währungsgebiet sogar einen leichten Auftrieb – erfuhr, was vornehmlich auf den weitreichenden Stellenabbau in einigen Ländern und Sektoren zurückzuführen war (der die Kapitalintensivierung ungeachtet der deutlich gesunkenen Nettoinvestitionen⁶ automatisch stützte).

Abbildung 5

Kapitalintensivierung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Anmerkung: Die Werte für 2016 sind auf Basis der Winterprognose 2016 der Europäischen Kommission geschätzt. Die Periodendurchschnitte entsprechen den Zeiträumen 1996-2007, 2008-2012 bzw. 2013-2016.

In der geringeren Kapitalintensivierung seit 2013 kommen sowohl eine niedrigere Nettoinvestitionsrate als auch eine Erholung des Beschäftigungswachstums zum Tragen. Verglichen mit den Vorkrisenraten haben sich die jährlichen Nettoinvestitionszuwächse in den USA in der Zeit von 2013-2016 mit rund 1,7 % nahezu halbiert, während sie im Euroraum (bei niedrigerer Ausgangsbasis) indes noch weitaus stärker auf 0,6 % – rund ein Viertel des jahresdurchschnittlichen Vorkrisenniveaus – zurückgingen.⁷ In der in beiden Wirtschaftsräumen seit 2013 rückläufigen Kapitalintensivierung kommt aber auch ein ausgeprägter Ausgleichs-

⁶ Ohne Abschreibungen und ohne Berücksichtigung einer Überalterung des bestehenden Kapitalstocks.

⁷ Siehe auch EZB, Die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet seit der Krise, Wirtschaftsbericht 7/2016, November 2016. Im Aufsatz ist ein Kasten über die Implikationen für die Kapitalintensivierung enthalten.

effekt des Beschäftigungswachstums zum Ausdruck, das gemessen an der Konjunkturerholung recht kräftig ausfiel. Dieser Effekt drosselte das Tempo der Kapitalintensivierung und wog das schwache (mittlerweile allerdings moderat expandierende) Wachstum der Investitionstätigkeit im Eurogebiet sogar vollständig auf.

Für die seit 2013 nachlassende Kapitalintensivierung sind verschiedene Gründe ins Feld geführt worden. Zu den Erklärungsansätzen gehören erstens (in beiden Wirtschaftsräumen) die starke Verdichtung der Erholung in vom Konsum getragenen Sektoren, wo das Wachstum vielfach stark auf die arbeitsintensivsten Dienstleistungen⁸ konzentriert ist und es eher begrenzten Substitutionsspielraum zwischen Kapital und Arbeit gibt, ergänzt durch (besonders im Euroraum) anhaltend niedrige Bauinvestitionen, und zweitens die Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise im Verbund mit den sich daran anknüpfenden fortdauernden Kreditbeschränkungen (siehe Abschnitt 4.1), sowie drittens ein begrenzt vorhandener weiterer Spielraum zur Kompensation der während der Krisenhöhepunkte erfolgten „künstlichen“ Kapitalintensivierung. Jeder dieser drei Gründe dürfte die geringeren Kapitalintensivierungsraten in den USA und im Eurogebiet während der Erholungsphase miterklären.

3.3 Allgemeine trendmäßige Wachstumsverlangsamung bei der totalen Faktorproduktivität

Auf längere Sicht und aus einer globaleren Perspektive heraus betrachtet ist es das rückläufige Wachstum der totalen Faktorproduktivität, das für den Großteil des Wachstumsrückgangs bei der Arbeitsproduktivität seit Mitte der 1990er-Jahre verantwortlich zu sein scheint (siehe Abbildung 6). Zwar fallen die Schätzungen zur Quantifizierung des TFP-Wachstums vor und nach der Krise sowohl für den Euroraum als auch die USA (vornehmlich infolge methodischer Differenzen⁹) unterschiedlich aus, doch lässt sich für beide Wirtschaftsräume übereinstimmend feststellen, dass das Wachstum der totalen Faktorproduktivität seit der Krise deutlich nachgelassen hat. Unter Berücksichtigung der Schätzungen für 17 weitere Industrieländer (siehe schattierte Fläche in Abbildung 6) ist im Großen und Ganzen ein genereller Rückgang der durchschnittlichen TFP-Wachstumsraten für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Zeitraum seit Mitte der 1990er-Jahre auszumachen (obgleich nach den negativen Wachstumsraten auf dem Höhepunkt der weltweiten Finanzkrise eine moderate Gegenbewegung im Euroraum zu

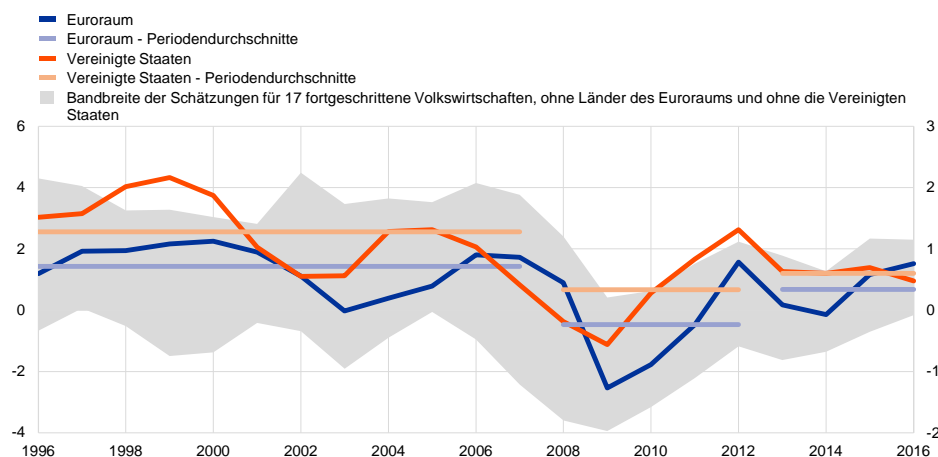
⁸ Beispielsweise Einzelhandel, Gesundheitswesen und sonstige nicht marktbestimmte Dienstleistungen, freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen. Einzelheiten finden sich in: EZB, Gründe für den jüngsten Anstieg der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 8/2015, Dezember 2015.

⁹ Die Schätzungen variieren vor allem wegen unterschiedlicher Spezifikationen der Produktionsfunktion, die den Wachstumszerlegungen zugrunde liegt. Gleichwohl besitzen die vorliegenden unterschiedlichen Schätzungen für den Euroraum und die Vereinigten Staaten (die vor allem auf der AMECO-Datenbank bzw. The Conference Board basieren) auf der einen Seite und die länderspezifischen Schätzungen anderer internationaler Organisationen wie des IWF und der OECD auf der anderen Seite eine Gemeinsamkeit, welche darin besteht, dass die erfolgten Schätzungen in der Regel auf einen markanten Rückgang der TFP-Zuwachsraten nach der Krise gegenüber der Vorkrisenperiode hindeuten.

erkennen ist). Die Entwicklung der totalen Faktorproduktivität im Eurogebiet ist ab Mitte der Neunzigerjahre im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern kraftlos ausgefallen.

Abbildung 6
Wachstum der totalen Faktorproduktivität (TFP) in fortgeschrittenen Volkswirtschaften

(gleitender Dreijahresdurchschnitt der Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Euroraum und Vereinigte Staaten; linke Skala: sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften)



Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die schattierte Fläche gibt die Bandbreite der Schätzungen für 17 fortgeschrittene Volkswirtschaften (ohne Euroraum und Vereinigte Staaten) wieder: Australien, Bulgarien, Dänemark, Island, Japan, Kanada, Kroatien, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Polen, Rumänien, Schweden, Schweiz, Tschechische Republik, Ungarn und Vereinigtes Königreich. Berechnung der Periodendurchschnitte für 1996-2007, 2008-2012 bzw. 2013-2016.

4 Unterschiedliche Erklärungsansätze für die Abschwächung des Produktivitätswachstums

In der Literatur findet sich eine Reihe konkurrierender Erklärungen für den in den vergangenen Jahren zu beobachtenden längerfristigen Wachstumsrückgang bei der Produktivität im Allgemeinen und der totalen Faktorproduktivität im Besonderen. Im vorliegenden Abschnitt wird untersucht, inwieweit die angeführten Ursachen als Erklärung für die jüngste Produktivitätsabschwächung im Euroraum im Kontext der allgemeineren, weltweit langsameren Produktivitätsentwicklung dienen können.

4.1 Auswirkungen der Krise auf das Produktivitätswachstum im Euro-Währungsgebiet

Die im Jahr 2008 ausgebrochene globale Finanzkrise dürfte zu dem seit dieser Zeit verzeichneten Rückgang des durchschnittlichen Produktivitätszuwachses im Euroraum beigetragen haben. Ein langsamerer Produktivitätsanstieg nach Boom-Bust-Zyklen an den Finanzmärkten ist typischerweise auf verschiedene Mechanismen zurückzuführen. Erstens kann die Reallokation von Ressourcen, die vor Beginn der Großen Rezession in einigen Volkswirtschaften des Eurogebiets mit

der Bildung von Ungleichgewichten an den Wohnimmobilienmärkten in Verbindung standen, durch anhaltende Kreditangebotsbeschränkungen in einem sich nur langsam erholenden Finanzsystem erschwert werden.¹⁰ Derartige Angebotsbeschränkungen dürften für die Expansion kleiner, junger, jedoch hochproduktiver Unternehmen hinderlich sein. Zweitens können zurückhaltende Regulierung und unzureichende Insolvenzregeln zur Folge haben, dass Kapital in Firmen mit geringer Produktivität gebunden wird und die mit Rezessionsphasen für gewöhnlich einhergehende reinigende Wirkung ausbleibt. Schließlich kann das Risiko von Hysterese-Effekten aus länger anhaltenden Bilanzsanierungsphasen im privaten Sektor einen dämpfenden Einfluss auf Inlandsnachfrage und Investitionen haben und dadurch technologische Innovationen behindern.¹¹

Auch wenn die Krise maßgeblich dazu beigetragen haben mag, dass das Produktivitätswachstum im Euroraum seit 2008 weiter zurückgegangen ist, so bleibt die grundlegendere Frage nach den Ursachen der (aus internationaler Sicht) verhältnismäßig geringen Zuwachsraten der Produktivität im Eurogebiet in der Zeit vor der Krise bestehen. Um hierüber Aufschluss zu erhalten, werden im Folgenden die Bestimmungsfaktoren der Arbeitsproduktivitätsentwicklung näher untersucht.

4.2 Messfehler bei der Erfassung von Output- und Inputfaktoren

Vielfach wird behauptet, das derzeit in den Industrieländern zu beobachtende reale Produktivitätswachstum werde womöglich wegen Messfehlern zu niedrig eingeschätzt. Eine Reihe von Problemfeldern im Zusammenhang mit Messfehlern wird in der Fachliteratur erörtert. Dazu zählen Fehlmessungen bei Waren und Dienstleistungen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT). Hier können Messfehler entstehen, die daraus resultieren, dass qualitative Verbesserungen bei IKT-Hard- und -Software nur schwer zu erfassen sind. So wurden in den Vereinigten Staaten bei Hardwareprodukten in jüngerer Zeit Preisrückgänge verzeichnet, die von einigen Beobachtern im Vergleich mit den historischen Daten als unerklärlich gering wahrgenommen wurden. In der Literatur wird zudem darauf verwiesen, dass immaterielle Investitionen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen¹² nicht detailliert genug erfasst werden, und auch der grundsätzlichere Ansatz vertreten, dass viele der jüngeren Innovationen einfach nicht vermarktet werden und aus diesem Grunde nicht in die Volkswirtschaftlichen

¹⁰ Siehe C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper und F. Zampolli, Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences, Working Papers der BIZ, Nr. 534, Januar 2016, sowie C. Reinhart und K. Rogoff, This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, 2009.

¹¹ Jüngste Arbeiten von Experten des IWF kommen zu dem Schluss, dass die Krise „erhebliche negative Folgen“ für das in der Nachkrisenzeit im Euroraum verzeichnete TFP-Wachstum hatte. Siehe „Gone with the headwinds: global productivity“, Präsentation des IWF, 2. Februar 2017. Staff Discussion Note des IWF, Veröffentlichung für März/April 2017 geplant. Der IWF geht davon aus, dass das jährliche TFP-Wachstum im Gefolge der Krise in den Industrieländern allein durch die politische Unsicherheit um generell rund 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte geringer ausgefallen sein dürfte, wobei dieser Einfluss in Europa besonders stark zum Tragen kam.

¹² Siehe C. Corrado, C. Hulten, und D. Sichel, Intangible Capital and Economic Growth, Working Paper Series des NBER, Nr. 11948, Januar 2006.

Gesamtrechnungen eingehen, sodass das BIP-Wachstum, aus dem sich die Produktivitätsentwicklung ableitet, signifikant unterzeichnet wird.

Trotz der Vorteile durch die Innovationen im Zusammenhang mit dem wachsenden Angebot an kostenlosen digitalen Gütern und der Sharing Economy geht das marktbasierete TFP-Wachstum seit mehreren Jahrzehnten in Folge deutlich zurück. Robert Gordon stellt weitreichende Wohlfahrtsgewinne der Verbraucher aus früheren Innovationen wie z. B. der Erfindung der Elektrizität und des Telefons fest, die bereits lange vor der IKT-Revolution präsent waren.¹³

Potenziell gravierender sind Bedenken hinsichtlich einer unzureichenden Messung immaterieller Investitionen wie auch qualitativer Verbesserungen bei IKT-bezogenen Waren und Dienstleistungen sowie der Arbeitsleistung, wodurch die Schätzungen von Output- und Inputfaktoren verzerrt und irreführende Schlussfolgerungen über die Arbeitsproduktivität und das TFP-Wachstum gezogen werden könnten. Maßnahmen zur Behebung solcher Messdefizite sind eingeleitet worden und umfassen a) konzertierte Anstrengungen zur Entwicklung besserer Maße für „immaterielle Vermögenswerte“ in den Datenquellen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, indem „geistiges Eigentum“ in das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene (ESVG 2010)¹⁴ mit aufgenommen wird, b) Versuche einer Neubewertung der Preisentwicklung von IKT-basierten Waren und Dienstleistungen (und des größeren Zusammenhangs zwischen IKT und Produktivitätswachstum) sowie c) verstärkte Bemühungen, die Effekte besserer beruflicher Qualifikationen präziser zu erfassen. Angesichts der Tatsache, dass sich der Wachstumsrückgang bei der totalen Faktorproduktivität seit Beginn der Großen Rezession über verschiedenste Länder mit unterschiedlichem ökonomischen Entwicklungsstand, unterschiedlichen Wirtschaftsstrukturen sowie unterschiedlichen Bildungsniveaus hinweg synchron vollzieht, scheinen Messfehler als grundlegende Ursache für die länderübergreifende Verlangsamung des TFP-Wachstums oder den ausgeprägten Rückgang des TFP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet seit Ausbruch der Krise jedoch auszuschließen.

¹³ Siehe R. Gordon, *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*, Princeton University Press, 2016.

¹⁴ Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene, bei dem Aggregationsstufen der Wirtschaftszweigsystematik NACE Rev. 2 (2010) verwendet werden.

4.3 Geringeres Tempo des technischen Fortschritts

Einer weit verbreiteten Sichtweise zufolge ist es wahrscheinlich, dass die in den Industrieländern zu beobachtende Abschwächung des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstums auf eine sektorübergreifende Verlangsamung des technischen Fortschritts zurückzuführen ist, d. h. die technischen Neuerungen der letzten Jahre sind nicht mehr derart „revolutionär“ wie frühere Innovationen.¹⁵ Infolgedessen haben jüngere technische Neuerungen dieser These gemäß einfach weniger Durchschlagskraft als ältere Erfindungen wie die Eisenbahn, die Elektrizität oder das Telefon, sodass ihr Einfluss auf das Wachstum der totalen Faktorproduktivität erheblich geringer sein dürfte.

Entsprechend wird die Verlangsamung des TFP-Wachstums in den Vereinigten Staaten seit Anfang des neuen Jahrtausends vielfach als Zeichen dafür gesehen, dass die produktivitätssteigernden Effekte von IKT-Innovationen bereits zum Tragen gekommen seien, was sich daraus schließen lasse, dass der Rückgang des Produktivitätswachstums in den USA in jenen Sektoren am stärksten ausgeprägt sei, in denen Informations- und Kommunikationstechnologien entwickelt oder intensiv genutzt würden.¹⁶ Im Gegensatz dazu wird jedoch häufig auch die Sichtweise vertreten, dass die IKT-Revolution noch nicht ihre volle Wirkung entfaltet habe und das Potenzial von miniaturisierten Produkten mit eingebetteter Konnektivität sowie von künstlicher Intelligenz, Robotertechnik, selbstfahrenden Autos, Drohnen, 3D-Druck, Cloud-Diensten und Big Data und Ähnlichem noch nicht ausgeschöpft sei, sodass deutliche Steigerungen der gesamtwirtschaftlichen Produktivität erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung erkennbar werden dürften¹⁷. Zudem erscheint die These, dass der seit der Krise zu verzeichnende merkliche Rückgang des TFP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet auf die Verlangsamung des technischen Fortschritts zurückzuführen sei, nicht ganz überzeugend – nicht zuletzt deswegen, weil die IKT-Revolution die TFP-Entwicklung im Euroraum weniger als etwa in den Vereinigten Staaten gestärkt hat.

¹⁵ R. Gordon, a. a. O.

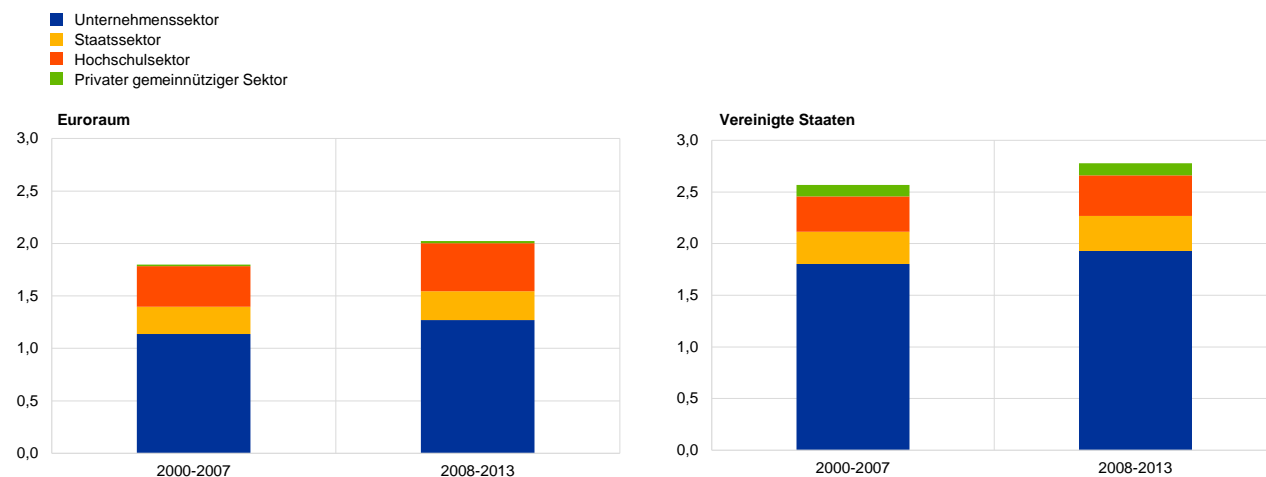
¹⁶ Siehe J. Fernald, Productivity and potential output before, during, and after the Great Recession, Working Paper Series der Federal Reserve Bank of San Francisco, September 2012, sowie G. Cette, J. Fernald und B. Mojon, The pre-Great Recession slowdown in productivity, Working Paper Series der Federal Reserve Bank of San Francisco, April 2016.

¹⁷ Siehe beispielsweise J. Mokyr, Is technological progress a thing of the past?, abrufbar unter <http://voxeu.org/article/technological-progress-thing-past>; W. Nordhaus, Productivity growth and the new economy, Working Paper Series des NBER, Nr. 8096, Januar 2001; E. Brynjolfsson und A. McAfee, Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Productivity, and Irreversibly Transforming Employment and the Economy, Digital Frontier Press, Massachusetts, 2011, sowie E. Brynjolfsson und A. McAfee, The Second Machine Age – Wie die nächste digitale Revolution unser aller Leben verändern wird, Plassen Verlag, Kulmbach, 2014.

Abbildung 7

F&E-Ausgaben nach Sektoren im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Ausgaben für F&E in % des BIP)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

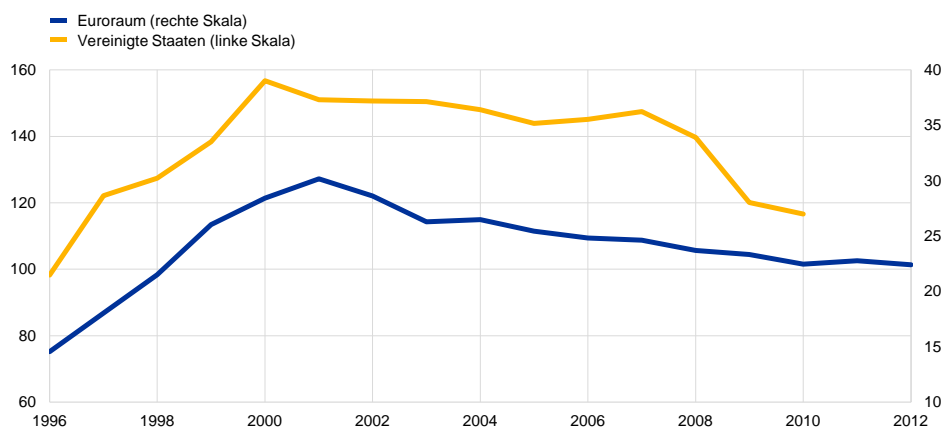
Anmerkung: Die Perioden wurden abhängig von der Datenverfügbarkeit festgelegt.

Insgesamt gesehen deutet die verfügbare Evidenz in Bezug auf die Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) und Hochtechnologie-Patente nicht auf eine starke Verlangsamung des weltweiten technischen Fortschritts in den letzten Jahren hin. Aus Abbildung 7 geht hervor, dass die F&E-Ausgaben in Relation zum BIP nach Beginn der Großen Rezession (d. h. aus Gründen der Datenverfügbarkeit für die Jahre von 2008 bis 2013) sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten typischerweise gestiegen sind, was eine deutliche Verringerung der für Innovationen bestimmten Mittel nicht untermauert. Des Weiteren ist die Zahl der im Hochtechnologiebereich angemeldeten und erteilten Patente gegenüber ihrem Höchststand Anfang des letzten Jahrzehnts zwar etwas zurückgegangen, bleibt im historischen Vergleich jedoch nach wie vor hoch (siehe Abbildung 8). Mit Blick auf mögliche Erklärungsansätze für das längerfristig anhaltende „Produktivitätsgefälle“ des Euroraums gegenüber den Vereinigten Staaten erscheint die in den USA regere Aktivität bei den High-Tech-Patentierungen allerdings bemerkenswert (wie auch die Tatsache, dass die absolute Zahl der von US-amerikanischen Unternehmen beim Europäischen Patentamt eingereichten Patentanträge jene der Unternehmen aus dem Euroraum übersteigt).

Abbildung 8

Im Euroraum und in den Vereinigten Staaten angemeldete/erteilte Hochtechnologie-Patente

(Patentanmeldungen/-erteilungen je Million Einwohner)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten zu den Vereinigten Staaten beziehen sich auf die Patente, die amerikanischen Unternehmen vom US Patent and Trademark Office (USPTO) erteilt wurden, während die Angaben zum Euroraum die Patentanträge von Unternehmen aus dem Euroraum beim Europäischen Patentamt (EPA) darstellen.

Gemäß anekdotischer Evidenz sind in den letzten Jahren bedeutende technische Fortschritte erzielt worden, die zeitlich verzögert noch erhebliche gesamtwirtschaftliche Produktivitätssteigerungen nach sich ziehen können.

Derartige technologische Neuerungen dürften den Informationsaustausch und die Zusammenarbeit verbessern, die Verfügbarkeit von Waren und Dienstleistungen erhöhen sowie deren Bereitstellung beschleunigen.

4.4 Langsamere Verbreitung neuer Technologien und vermehrte Fehlallokation von Inputfaktoren

Potenziell bedeutender als ein möglicher Innovationsrückgang könnte die Tatsache sein, dass sich neue Technologien heute langsamer verbreiten und neue Erfindungen daher nicht mehr so schnell wie in den vergangenen Jahren in die Produktionsprozesse der Unternehmen Eingang finden. Damit sich

technische Innovationen spürbar im TFP-Wachstum der Unternehmen niederschlagen, sind nicht selten entsprechende Änderungen der Organisationsstrukturen und der Geschäftsmodelle erforderlich. Ein möglicher, von der OECD vorgeschlagener Indikator zur Messung der Technologiediffusion ist die Lücke zwischen dem Arbeitsproduktivitätswachstum der globalen „Frontier-Unternehmen“, also der weltweit produktivsten, neues Wissen erzeugenden Unternehmen, und dem Produktivitätswachstum im selben Sektor tätiger, jedoch weniger produktiver Firmen, den sogenannten „Nachzüglerunternehmen“. ¹⁸ Dieser Messgröße zufolge hat sich die Verbreitung neuer Technologien Anfang des neuen Jahrtausends (als erstmals vergleichbare, auf Unternehmensebene erhobene Daten für europäische Länder verfügbar wurden) in den fortgeschrittenen OECD-Volkswirtschaften abgeschwächt,

¹⁸ Siehe OECD, The future of productivity, 2015.

was in dem zunehmenden Gefälle zwischen der Arbeitsproduktivität der in derselben Branche tätigen Produktivitätsführer und Nicht-Frontier-Firmen, d. h. der weniger produktiven Unternehmen, zum Ausdruck kommt (siehe Abbildung 9 Grafik a) und b)).

Die Technologiediffusion hat sich im Dienstleistungssektor des Eurogebiets verglichen mit anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften besonders stark abgeschwächt. Abbildung 9 Grafik a) und b) illustriert das Ergebnis einer anhand des CompNet-Datensatzes¹⁹ durchgeführten Analyse der Entwicklung der Arbeitsproduktivität in Unternehmen aus fünf großen Euro-Ländern (Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Finnland), bei der die Arbeitsproduktivitätszuwächse von Nachzüglerunternehmen durch die des Median-Unternehmens²⁰ in den jeweiligen Sektoren approximiert werden. Daraus geht hervor, dass sich die Lücke zwischen der Arbeitsproduktivität der in der OECD tätigen führenden Unternehmen und jener der in Euro-Ländern tätigen Nachzüglerunternehmen vor Ausbruch der globalen Finanzkrise vergrößert hat. Obgleich sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch bei den Dienstleistungen eine Diffusionsträgheit zu erkennen ist, scheint sich die Verbreitung neuer Technologien insbesondere im Dienstleistungssektor des Euroraums deutlich langsamer vollzogen zu haben als in den Dienstleistungsbranchen anderer Industrieländer. Diese Produktivitätslücke verengte sich geringfügig während der Krisenjahre, was am Marktaustritt der am wenigsten produktiven Nachzüglerunternehmen liegen könnte, hat sich in der Folge jedoch – zumindest im Dienstleistungssektor – offenbar wieder ausgeweitet.

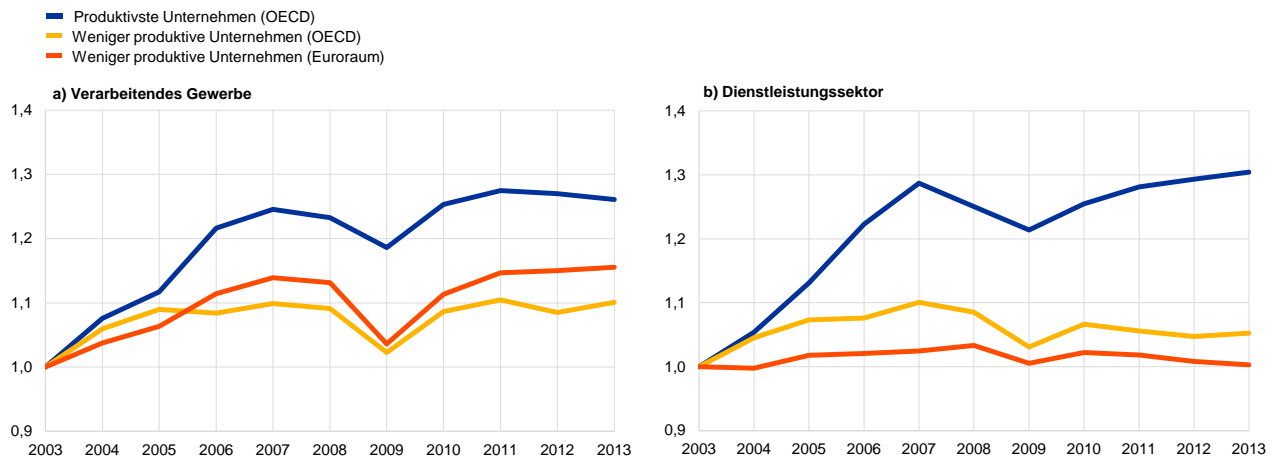
¹⁹ Der CompNet-Datensatz mit aggregierten Mikrodaten basiert auf administrativen Daten aus Unternehmensregistern und liefert für jeden Sektor harmonisierte länderübergreifende Informationen zu den Hauptmomenten (d. h. Mittel, Median, Standardabweichung) der Verteilung einer Reihe von Variablen mit Bezug zu Leistung und Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen. Die Daten beziehen sich auf Unternehmen mit mehr als 20 Mitarbeitern und sind bevölkerungsgewichtet. Weitere Einzelheiten finden sich in: P. Lopez-Garcia, F. di Mauro und die CompNet Task Force, Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database, Working Paper Series der EZB, Nr. 1764, 2015.

²⁰ Das Median-Unternehmen wurde ausgewählt, da seine Arbeitsproduktivität einen sehr engen Gleichlauf mit dem gewichteten durchschnittlichen Produktivitätszuwachs von Unternehmen aufweist, die nicht unter den produktivsten Unternehmen eines bestimmten Sektors zu finden sind.

Abbildung 9

Technologiediffusion im verarbeitenden Gewerbe und Dienstleistungssektor ausgewählter Länder des Euroraums

(Jahreswachstumsrate der Arbeitsproduktivität der in ihrer Branche produktivsten und der weniger produktiven Unternehmen; 2003 = 1)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von OECD-Daten und des 5. CompNet-Datenjahrgangs.

Anmerkung: Die Angaben zur Produktivitätsentwicklung der produktivsten und der weniger produktiven Unternehmen in OECD-Ländern stammen aus: OECD, *The future of productivity*, 2015. Das Produktivitätswachstum im Euroraum wird näherungsweise als ungewichteter Durchschnitt der Länder Belgien, Spanien, Frankreich, Italien und Finnland berechnet, wobei zur Approximation des Produktivitätswachstums auf die Entwicklung des Median-Unternehmens jedes Sektors mit einstelliger Klassifizierung (gemäß der Wirtschaftszweigklassifikation NACE Rev. 2) zurückgegriffen wird. Die NACE-Rev.-2-Dienstleistungssektoren mit einstelliger Klassifizierung werden anschließend aggregiert, wobei eine wertschöpfungs-basierte Gewichtung erfolgt.

Es gibt drei wesentliche Erklärungsansätze für diese Entwicklungen: a) die zunehmende Bedeutung impliziten Erfahrungswissens, b) rückläufige Investitionen der Nachzüglerunternehmen in immaterielle Anlagegüter und c) eine gedämpftere Geschäftsdynamik. Auch wenn die Ursachen für die

Verlangsamung der Technologiediffusion noch nicht gänzlich feststehen, sind doch eine Reihe miteinander nicht im Widerspruch stehende Erklärungsansätze ins Feld geführt worden. Hervorgehoben wird in der Literatur die zunehmende Bedeutung von Humankapitalinvestitionen der Unternehmen zur Verbesserung ihrer Absorptionskapazität.²¹ Ferner haben die Investitionen der Nachzüglerunternehmen in immaterielle Vermögenswerte (wie Forschung und Entwicklung, firmenspezifische Qualifikationen und verschiedene Formen des geistigen Eigentums), welche die Absorptionskapazität von Firmen ebenfalls maßgeblich beeinflussen, mit den technologischen Innovationen nicht Schritt gehalten, was sich negativ in der Technologiediffusion niedergeschlagen haben dürfte.²² Aus Abbildung 10 geht hervor, dass die Lücke zwischen dem Arbeitsproduktivitätszuwachs der produktivsten und der weniger produktiven Unternehmen dort größer ist, wo die von den Nachzüglerunternehmen getätigten immateriellen Investitionen niedriger sind als die der führenden Unternehmen (unter Berücksichtigung der NACE-Sektoren).

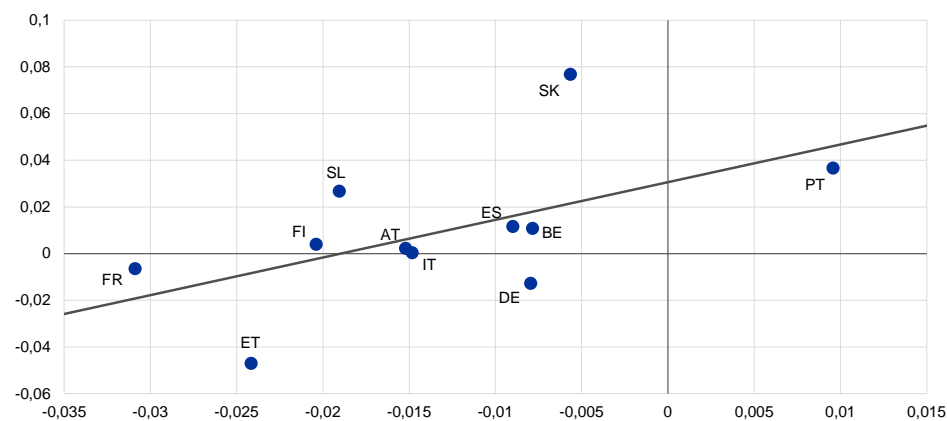
²¹ Siehe beispielsweise R. Griffith, S. Redding und J. Van Reenen, Mapping the two faces of R&D: productivity growth in a panel of OECD industries, in: *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 86, Ausgabe 4, November 2004, S. 883-895.

²² Siehe beispielsweise C. Corrado, J. Haskel, C. Jona-Lasinio und M. Iommi, Intangible capital and growth in advanced economies: measurement methods and comparative results, abrufbar unter <http://www.intan-invest.net>.

Abbildung 10

Technologieabsorption und immaterielle Investitionen von weniger produktiven Unternehmen in elf Ländern des Euroraums

(x-Achse: Lücke bei immateriellen Investitionen zwischen den produktivsten und weniger produktiven Unternehmen eines Landes (Jahresdurchschnitt 2010-2013); y-Achse: Lücke beim Arbeitsproduktivitätswachstum (Jahresdurchschnitt 2010-2013))



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Daten aus der AMADEUS-Datenbank.

Anmerkung: Die bei Arbeitsproduktivitätswachstum und immateriellen Investitionen bestehende Lücke zwischen den produktivsten und weniger produktiven Unternehmen errechnet sich auf Ebene der Sektoren mit zweistelliger Klassifizierung gemäß NACE Rev. 2. Länderdurchschnitte sind mit den Anteilen der einzelnen Sektoren an der Gesamtwertschöpfung gewichtet. Immaterielle Investitionen werden als Verhältnis von realen immateriellen Vermögenswerten und Abschreibungen zu verzögerten realen immateriellen Vermögenswerten gemessen.

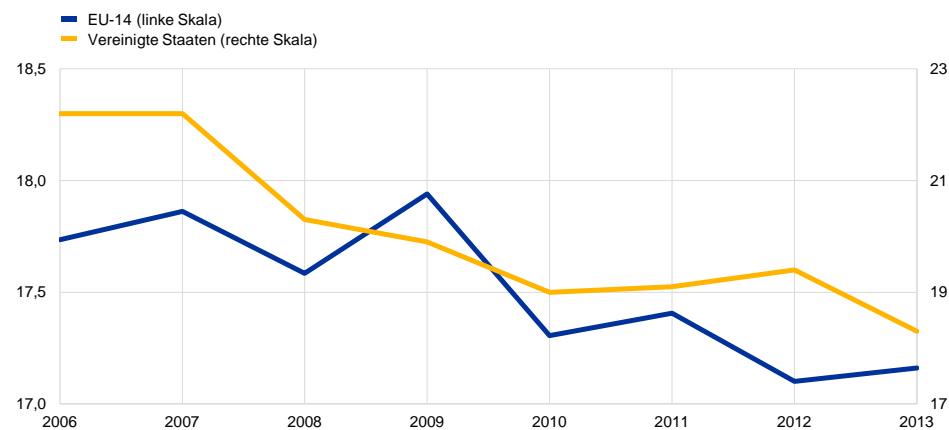
Ein weiterer Grund für die langsamere Verbreitung technischer Neuerungen kann mit einer schwächeren Geschäftsdynamik oder dem Ausmaß der „schöpferischen Zerstörung“ zusammenhängen. Weil junge, wachstumsstarke Unternehmen wichtige Innovationstreiber sein können – nicht zuletzt aufgrund des von ihnen ausgehenden Drucks auf etablierte Wettbewerber hin zu mehr Innovationen und Produktivitätssteigerungen sowie durch die beschleunigte Reallokation von Arbeitskräften –, wird in der Literatur auf einen signifikanten Zusammenhang zwischen Markteintrittsraten und technischen Neuerungen und deren Verbreitung verwiesen.²³ Zwar liegen für den Euroraum als Ganzes keine länderübergreifend vergleichbaren Angaben zu Unternehmensschließungen und -gründungen vor, doch legen die Daten für 14 EU-Länder nahe, dass die „Unternehmensfluktuation“ (d. h. der Prozess von Unternehmensschließungen und der Neueintritt von Unternehmen auf den Markt) abnimmt; ein vergleichbarer Rückgang ist auch in den Vereinigten Staaten zu beobachten (siehe Abbildung 11).

²³ Siehe beispielsweise J. Haltiwanger, R. Jarmin, R. Kulick und J. Miranda, High growth young firms: contribution to job, output and productivity growth, unveröffentlichtes Manuskript, 2016, sowie U. Baumann und M. Vasardani, The slowdown in US productivity – what explains it and will it persist?, Working Paper Series der Bank of Greece, Nr. 215, November 2016.

Abbildung 11

Unternehmensfluktuation in den Vereinigten Staaten und in Europa

(Summe aus Unternehmensgründungen und -schließungen)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Daten des US Census Bureau und Eurostat-Daten.

Anmerkung: Mit EU-14 werden die Länder bezeichnet, die der EU bis 1995 beigetreten sind (mit Ausnahme Griechenlands aufgrund fehlender Daten). 2006 ist das erste Jahr, für das vollständige Daten für sämtliche EU-14-Länder vorliegen.

Die Geschäftsdynamik beeinflusst die Allokation von Kapital und/oder Arbeitskräften zwischen Unternehmen, was sich unmittelbar auf das Wachstum der Arbeitsproduktivität innerhalb eines Sektors auswirken kann.

Ein wesentlicher Bestimmungsfaktor des Arbeitsproduktivitätszuwachses liegt darin, wie effizient sich die Produktionsfaktoren auf die einzelnen Unternehmen – auch innerhalb eng definierter Sektoren – verteilen (Allokationseffizienz).²⁴ Angesichts unternehmensspezifischer Leistungsunterschiede können durch die Reallokation von Ressourcen (unter anderem Arbeit und Kapital) aus produktivitätsschwachen in produktivitätsstarke Unternehmen erhebliche aggregierte Arbeitsproduktivitätsgewinne erzielt werden. Forschungsarbeiten legen den Schluss nahe, dass sich dadurch bis zur Hälfte des aggregierten Wachstums der Arbeitsproduktivität in einer entwickelten Volkswirtschaft erklären lässt.²⁵ Das am stärksten verbreitete – wenngleich unvollkommene – Maß für die Fehlallokation von Produktionsfaktoren ist die Streuung der Grenzerlösproduktivität von Kapital und Arbeit zwischen Unternehmen innerhalb eines bestimmten Sektors.²⁶ Dieser Messgröße liegt die folgende Idee zugrunde: Zur Erzielung einer effizienten Allokation in einem gegebenen Sektor, in dem Unternehmen die gleichen Grenzkosten haben, sollten sich die Ressourcen unter den Firmen verteilen, bis die Grenzproduktivität der Inputfaktoren ausgeglichen ist. Friktionen an den Arbeits-, Güter- und Kreditmärkten können die Reallokation jedoch hemmen und somit die Wachstumsdynamik der Arbeitsproduktivität signifikant dämpfen. Je größer die Streuung der

²⁴ Siehe EZB, Heterogenität auf Unternehmensebene und Wettbewerbsfähigkeit in der Europäischen Union, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

²⁵ Schätzungen der relativen Bedeutung dieser Komponenten des TFP-Wachstums hängen stark davon ab, welche Verfahren in Bezug auf Länder, Sektoren, Perioden und Zerlegung angewandt werden. Die hier angegebenen indikativen Prozentsätze basieren auf ausgewählten Studien zum verarbeitenden Gewerbe in den Vereinigten Staaten. Einzelheiten hierzu finden sich in: E. Gamberoni, C. Giordano und P. Lopez-Garcia, Capital and labour (mis)allocation in the euro area: some stylized facts and determinants, Working Paper Series der EZB, Nr. 1981, November 2016.

²⁶ Siehe C.-T. Hsieh und P. J. Klenow, Misallocation and manufacturing TFP in China and India, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 124, Ausgabe 4, November 2009, S. 1403-1448.

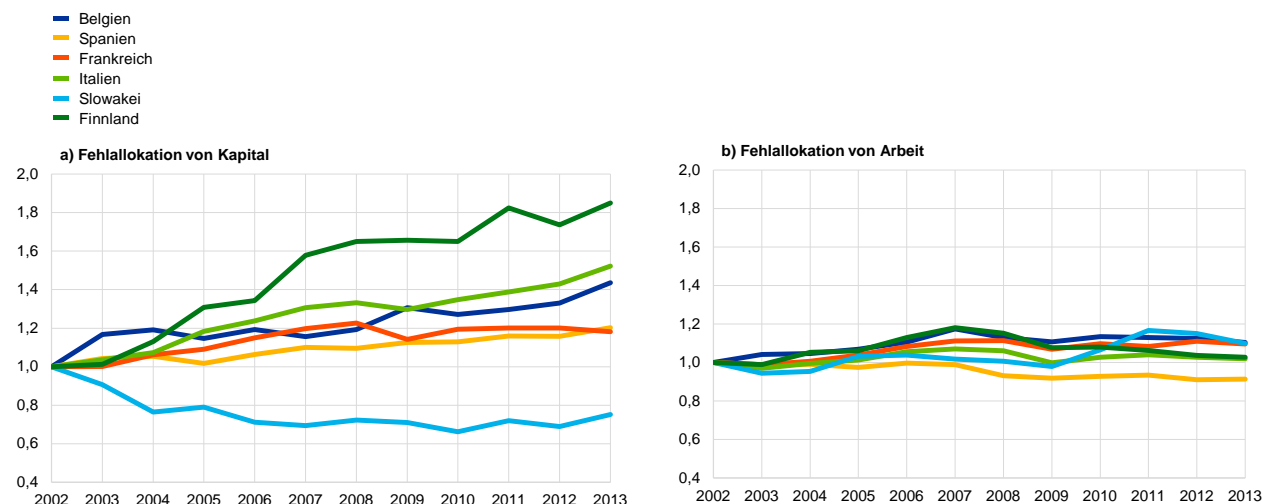
Grenzerlösproduktivität von Kapital und Arbeit, desto stärker kann das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivität gebremst werden.

Es gibt Belege für eine zunehmend ineffiziente Kapitalallokation in mehreren Euro-Ländern, wobei die Fehlallokation des Faktors Arbeit indes einen flacheren Verlauf aufweist. Mittels der länder- und sektorübergreifenden CompNet-Daten wird sichtbar, dass die Fehlallokation von Kapital in den meisten Euro-Ländern, für die Daten vorliegen, seit Beginn des letzten Jahrzehnts offenbar zugenommen hat (mit Ausnahme der Slowakei; siehe Abbildung 12 Grafik a)). Dieser Aufwärtstrend manifestiert sich insbesondere bei den Dienstleistungen. Die Zunahme der Fehlallokation des Faktors Arbeit war hingegen weniger ausgeprägt (siehe Abbildung 12 Grafik b)) oder ging im Fall von Spanien sogar leicht zurück. Ähnliche Trends bei den Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit sind in anderen entwickelten Volkswirtschaften, wie beispielsweise den Vereinigten Staaten oder Japan, zu beobachten.²⁷

Abbildung 12

Entwicklung der Fehlallokation von Kapital und Arbeit in sechs Ländern des Euroraums von 2002 bis 2013

(gewichtete Durchschnitte der Streuung der Grenzerlösproduktivität zwischen Unternehmen eines bestimmten Sektors; 2002 = 100)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage des 5. CompNet-Datenjahrgangs.

²⁷ Nähere Einzelheiten zu Japan finden sich in: D. Fujii und Y. Nozawa, Misallocation of capital during Japan's lost two decades, Discussion Paper Series der DBJ, Nr. 1304, Juni 2013. Nähere Einzelheiten zu den Vereinigten Staaten finden sich in: C.-T. Hsieh und P. J. Klenow, a. a. O. Letztere Studie zeigt außerdem, dass die Fehlallokation von Ressourcen in Schwellenländern wie China und Indien im Vergleich zu den Industrieländern ausgeprägter ist, aber einen Abwärtstrend aufweist.

5 Zusätzliche Beschränkungen im Euro-Währungsgebiet

Zusätzlich zu den bislang betrachteten globalen Faktoren gibt es möglicherweise auch eine Reihe von europaspezifischen, aus strukturellen Rigiditäten resultierende Erklärungsfaktoren für das seit Langem bestehende Produktivitätswachstumsgefälle zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten. Solche Faktoren können mit stärker regulierten Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten, gesetzlichen und regulatorischen Hürden für die sektorale Reallokation oder mit allgemeineren strukturellen Hemmnissen wie etwa weniger verbreiteten IKT-Kenntnissen im Euroraum zusammenhängen. Zugleich herrscht im Euro-Währungsgebiet womöglich die Tendenz zu einem weniger ganzheitlichen Umstrukturierungsansatz (bei dem die gesamte Bandbreite an Vorteilen von IKT-Investitionen besser auszuschöpfen ist) vor. In aktuellen Studien wird angesichts der notwendigen Umgestaltung von Produktionsprozessen im Zuge der Anpassung an neue Technologien auch die Rolle der unternehmerischen Qualitäten hervorgehoben.²⁸

Stark regulierte Güter- und Arbeitsmärkte und „wirtschaftsfeindliche“ Rahmenbedingungen stellen ein wesentliches Hemmnis für das TFP-Wachstum dar. In struktureller Hinsicht sind die Länder des Euro-Währungsgebiets in vielen Bereichen oft noch sehr weit von einer „Best Practice“ entfernt. Gemessen etwa an den Indikatoren des Ease-of-Doing-Business-Index – die zweifelsohne grundlegende Voraussetzungen für ein innovatives und produktives Wirtschaften anzeigen – rangiert nur ein einziges Land des Euroraums (Finnland) unter den zehn Besten weltweit, wobei sich viele Euro-Staaten noch nicht einmal unter den Top 30 befinden.²⁹ Analog dazu zeigt eine einfache Korrelationsanalyse für die Länder des Euro-Währungsgebiets, dass ein trendmäßig höheres TFP-Wachstum typischerweise mit wirkungsvolleren Vertragsdurchsetzungsmechanismen und weniger Hemmnissen bei der Kreditgewährung einhergeht (siehe Abbildung 13 und 14).

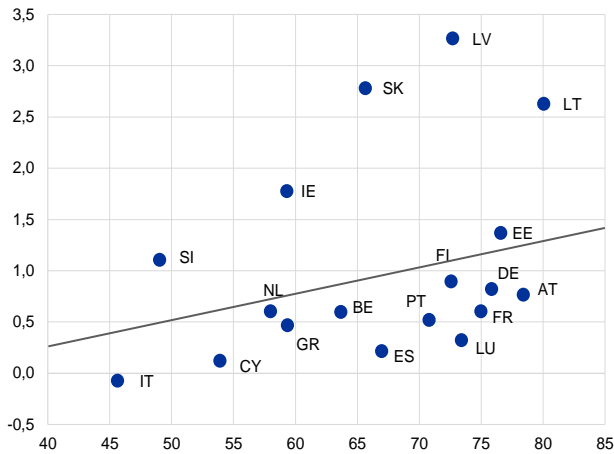
²⁸ Siehe beispielsweise L. Garicano und P. Heaton, Information technology, organization, and productivity in the public sector: evidence from police departments, in: Journal of Labor Economics, Bd. 28, Nr. 1, Januar 2010, S. 167-201, sowie N. Bloom, R. Sadun und J. Van Reenen, Americans do IT better: US multinationals and the productivity miracle, in: American Economic Review, Bd. 102, Nr. 1, Februar 2012, S. 167-201.

²⁹ Siehe Weltbank, Doing Business 2017: Equal Opportunity for All, 2017.

Abbildung 13

Zusammenhang zwischen trendmäßigem TFP-Wachstum und Vertragsdurchsetzung

(x-Achse: Vertragsdurchsetzung (Jahresdurchschnitt 2003-2015); Abstand von der Produktivitätsgrenze, Produktivitätsgrenze = 100; y-Achse: TFP-Wachstum (Jahresdurchschnitt 2000-2015))

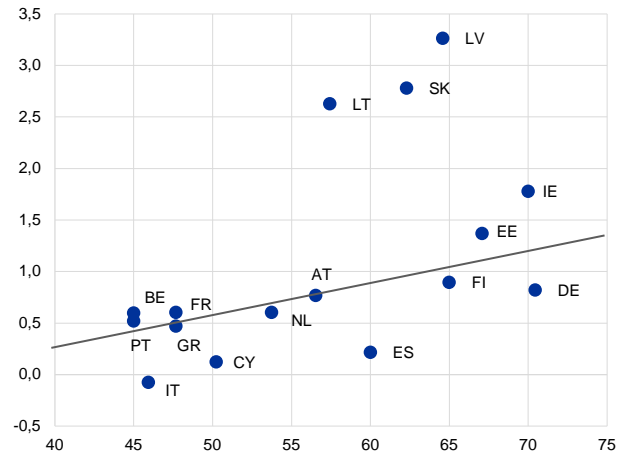


Quellen: Europäische Kommission und Daten der Weltbank zur Vertragsdurchsetzung.

Abbildung 14

Zusammenhang zwischen trendmäßigem TFP-Wachstum und Kreditgewährung

(x-Achse: Kreditgewährung (Jahresdurchschnitt 2003-2015); Abstand von der Produktivitätsgrenze, Produktivitätsgrenze = 100; y-Achse: TFP-Wachstum (Jahresdurchschnitt 2000-2015))



Quellen: Europäische Kommission und Daten der Weltbank zur Kreditgewährung.

Neuere Untersuchungen der OECD heben auch die negativen Auswirkungen administrativer und bürokratischer Hemmnisse hervor. Diese manifestieren sich in einem Anstieg der Gesamtkosten der Umschuldung (d. h. des Prozesses der Rückzahlung, Umstrukturierung oder Neugestaltung des Schuldenprofils) und in Marktein- und -austrittshürden für Unternehmen. Solche Hürden stellen eine wichtige Bestimmungsgröße der länderspezifischen Unterschiede bei der Arbeitsproduktivität dar (siehe Kasten). Verbesserungen mit Blick auf Regulierungsqualität, Insolvenzregelungen, Lizenzierung, Kündigungsschutz, vergaberechtliche Vorschriften und bei der Qualität der öffentlichen Verwaltung dürften geeignet sein, das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Euroraum anzukurbeln, da hierdurch eine effizientere sektor- und unternehmensübergreifende Ressourcenallokation sowie Innovationen und deren Verbreitung gefördert werden.

Kasten

Der Beitrag von Strukturreformen zum TFP-Wachstum und eine Beurteilung der Rolle nationaler Ausschüsse für Produktivität

In der Fachliteratur wurde in den vergangenen zehn Jahren vermehrt der Versuch unternommen, die Auswirkungen struktureller und institutioneller Bedingungen auf das TFP-Wachstum zu beurteilen. Die einflussreiche Arbeit von Aghion und Howitt³⁰ demonstrierte, dass nicht an der Produktivitätsgrenze operierende Länder von Strukturmaßnahmen, welche eine kosteneffiziente Einführung bereits bestehender Technologien begünstigen, profitieren könnten, während Staaten, die an der Produktivitätsgrenze wirtschaften, aus Maßnahmen zur Förderung von Innovationen (z. B. Investitionen in Hochschulbildung sowie in Forschung und Entwicklung) größeren Nutzen ziehen könnten. Belastbare Belege, die seitdem zusammengetragen wurden, zeigen auf, wie eine übermäßige Regulierung in bestimmten Sektoren das TFP-Wachstum negativ beeinflusst, und tragen zur Erklärung des Produktivitätsgefälles zwischen den Ländern, die an der Produktivitätsgrenze operieren, und den weiter entfernt Platzierten bei.

Die Verbesserung institutioneller und struktureller Faktoren kann zu einem höheren TFP-Wachstum führen. Cette et al.³¹ zeigen auf, dass die Euro-Länder ein weitaus höheres TFP-Wachstum erreichen könnten, wenn bei der Verringerung von tarifären Handelshemmnissen und der Lockerung von Kündigungsschutzbestimmungen alle einen Best-Practice-Ansatz für den Euroraum verfolgen würden, wobei vermutlich die Länder mit den am stärksten regulierten Märkten den größten Nutzen daraus ziehen würden. Untersuchungen durch die EZB³² lassen auch den Schluss zu, dass die Solidität wirtschaftlicher Institutionen (belegt z. B. durch Rechtsstaatlichkeit, Korruptionskontrolle, wirksames Regierungshandeln, Regulierungsqualität), die Komplexität der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen (bei der Unternehmensgründung, Kreditgewährung, im grenzüberschreitenden Handel) und das Ausmaß des Kündigungsschutzes in ihrer Gesamtheit zur unterschiedlichen Entwicklung der totalen Faktorproduktivität in den einzelnen Euro-Ländern beitragen.

Strukturelle und institutionelle Reformen können die totale Faktorproduktivität über verschiedene Kanäle steigern. Sie verbessern die Ressourcenallokation durch Förderung effizienterer Güter- und Arbeitsmärkte und besserer institutioneller Rahmenregelungen (einschließlich Insolvenzordnungen). Jüngste Untersuchungen der OECD³³ haben gezeigt, dass die Erhöhung der Wirksamkeit von Insolvenzregeln eine besonders wichtige strukturelle Maßnahme darstellt, um Einfluss auf das aggregierte TFP-Wachstum zu nehmen, da die Hindernisse für einen ordnungsgemäßen Marktaustritt zahlungsunfähiger Firmen abgebaut werden. Ein wettbewerbsfähigeres und wirtschaftsfreundlicheres Umfeld steigert zudem die dynamische Effizienz, weil ein stärkerer Wettbewerb einen größeren Innovationsanreiz bietet und somit den technischen Fortschritt fördert. Durch strukturelle Reformen wird tendenziell das Arbeitsproduktivitätsgefälle zwischen den

³⁰ Siehe P. Aghion und P. Howitt, Joseph Schumpeter Lecture – Appropriate growth policy: A unifying framework, in: Journal of the European Economic Association, Bd. 4, Nr. 2-3, Mai 2006, S. 269-314.

³¹ Siehe G. Cette, J. Lopez und J. Mairesse, Market Regulations, Prices and Productivity, in: American Economic Review: Papers and Proceedings, Bd. 106, Nr. 5, Mai 2016, S. 104-108.

³² Siehe beispielsweise EZB, Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, Wirtschaftsbericht 5/2016, August 2016.

³³ Siehe D. Andrews, C. Criscuolo und P. N. Gal, The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective, Working Paper Series des Hutchins Center, Nr. 24, September 2016.

Unternehmen, die an der Produktivitätsgrenze operieren, und den weniger produktiven Firmen verringert, da der Abbau von Schutzmechanismen und Markteintrittsbeschränkungen die Transmission von Ideen zu Nachzüglerunternehmen sowie Verbesserungen der unternehmerischen Qualität fördert. Von diesen Reformen könnten auch wichtige Übertragungseffekte ausgehen, insbesondere wenn sie sich auf die vorgelagerten Dienstleistungssektoren konzentrieren sowie Kostenersparnisse und Effizienzgewinne für nachgelagerte Hersteller mit sich bringen. Die Rolle der neu eingerichteten nationalen Ausschüsse für Produktivität könnte dazu beitragen, produktivitätssteigernde Reformen in den einzelnen Euro-Ländern zu fördern.

Die Rolle nationaler Ausschüsse für Produktivität

Am 20. September 2016 empfahl der Europäische Rat die Einrichtung von Ausschüssen für Produktivität auf nationaler Ebene in der EU. Diese Ausschüsse sollen bis März 2018 einsatzbereit sein. Die Empfehlung war im Bericht der fünf Präsidenten³⁴ festgeschrieben, der die Bedeutung der Konvergenz als Mittel zur Verbesserung und Angleichung der Widerstandsfähigkeit wirtschaftlicher Strukturen in Europa hervorhob. Die nationalen Ausschüsse für Produktivität sollen ein zentrales Element in der ersten Stufe der Vertiefung der Europäischen Währungsunion sein, die darauf abzielt, den bestehenden institutionellen Rahmen zu stärken und größere Fortschritte der Euro-Länder bei der Herausbildung optimaler Verfahrensweisen herbeizuführen, was zu einer höheren aggregierten Leistungsfähigkeit führt.

Laut Empfehlung des Rates sollten diese Ausschüsse „die Entwicklungen im Bereich der Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit – auch im Vergleich zu globalen Wettbewerbern – analysieren und dabei die nationalen Besonderheiten und die übliche Praxis berücksichtigen.“ In der Empfehlung wird zudem betont, dass weit gefasste Definitionen von Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit zugrunde gelegt werden sollten, die deren langfristige Antriebsfaktoren wie Innovationen, die Fähigkeit, Investitionen anzuziehen, und die Qualität von Unternehmen und Humankapital sowie Kosten- und Nichtkostenfaktoren berücksichtigen. Die Empfehlung gestattet unterschiedliche Arten der institutionellen Ausgestaltung (so können die Aufgaben der nationalen Ausschüsse für Produktivität von bereits bestehenden Einrichtungen durchgeführt werden), vorausgesetzt, dass insbesondere im Hinblick auf funktionelle Unabhängigkeit, analytische Stringenz und Transparenz bestimmte Mindestanforderungen erfüllt werden.

In einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets – beispielsweise in Belgien, Deutschland, Irland, Frankreich und den Niederlanden – gibt es bereits Institutionen, die Aufgaben ähnlicher Art wie jene der Ausschüsse für Produktivität wahrnehmen. Wenngleich es in den erwähnten Ländern Unterschiede gibt, verfügt doch jede einzelne Einrichtung generell sowohl über eine Ex-ante-Rolle (zur Beurteilung der von der jeweiligen Regierung vorgeschlagenen Maßnahmen) als auch über eine Ex-post-Rolle (zur Überwachung der Umsetzung solcher Maßnahmen).

Es wird erwartet, dass die nationalen Ausschüsse für Produktivität einen Beitrag zur konkreten Ausgestaltung produktivitätssteigernder Strukturreformen leisten und die nationale Eigenverantwortung für diese Reformen fördern. Dabei erscheint es von entscheidender Bedeutung, dass das Bewusstsein in den einzelnen Euro-Ländern in Bezug auf den Nutzen von Strukturreformen gestärkt wird und unabhängige technische Gremien bei der Ausgestaltung dieser Reformen und der Überwachung ihrer Umsetzung mitarbeiten. Die Ausschüsse sollen darüber

³⁴ Siehe J.-C. Juncker et al., Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Europäische Kommission, 22. Juni 2015.

hinaus die Koordinierung der Umsetzung struktureller Reformen auf Ebene des Euroraums verbessern. Um dieses Ziel zu erreichen, enthält die Empfehlung des Rates Vorschläge für einen regelmäßigen Austausch von Standpunkten und optimalen Verfahrensweisen unter den einzelnen Produktivitätsausschüssen der Euro-Länder. Es ist außerdem vorgesehen, dass die Europäische Kommission auf supranationaler Ebene im Rahmen des Europäischen Semesters an den Arbeiten und Empfehlungen der Ausschüsse für Produktivität mitwirken kann. Ein intensiver Informationsaustausch, der Austausch von Best Practices und ein eingehenderes Verständnis der Hindernisse für ein höheres Wachstum der Arbeitsproduktivität und der Wettbewerbsfähigkeit sollten es leichter machen, Maßnahmen in Einklang zu bringen, die sowohl dem Interesse der Europäischen Union als Ganzes gerecht werden als auch den jeweiligen Bedarf der einzelnen Länder berücksichtigen.

6 Schlussbemerkungen

Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums im Eurogebiet seit der Wirtschafts- und Finanzkrise ist wahrscheinlich auf eine Kombination aus zyklischen Kräften und langfristigen Einflussgrößen zurückzuführen. Was die zyklischen Kräfte anbelangt, so dürften die erhöhte Unsicherheit und die Kreditbeschränkungen im Gefolge der lang anhaltenden Krise Innovationstätigkeit und Wachstum hochproduktiver Unternehmen in gewissem Ausmaß gebremst, die Reallokation von Ressourcen von weniger produktiven zu produktiveren Einheiten verlangsamt und die Bereitschaft der Firmen zur Übernahme unternehmerischer Risiken verringert haben. Dessen ungeachtet stellt der seit der Krise deutlich verlangsamte Produktivitätsfortschritt die Fortsetzung eines Abwärtstrends beim Arbeitsproduktivitätswachstum dar, der in den Industrieländern seit Mitte der 1990er-Jahre auf breiter Front zu beobachten ist.

Im längerfristigen internationalen Vergleich fällt das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Euroraum bereits seit zwei Jahrzehnten schwach aus. In diesem Defizit dürften lange bestehende strukturelle Rigiditäten, darunter strenger regulierte Güter- und Arbeitsmärkte, zum Tragen kommen, durch die das Wachstum der Unternehmen und die Innovationen im Eurogebiet stärker als in vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften eingeschränkt werden. Inzwischen mehren sich aussagekräftige Belege, die Wirkungsweise und Ausmaß „wirtschaftsfeindlicher“ administrativer und bürokratischer Bürden, die den Arbeitsproduktivitätszuwachs belasten, veranschaulichen. Dabei handelt es sich unter anderem um qualitative Defizite der Institutionen und Regulierungsvorschriften, Hürden für den Markteintritt und -austritt von Unternehmen, Beschränkungen der Kreditverfügbarkeit, erhöhte Umschuldungskosten, unzulängliche Vertragsdurchsetzungsmechanismen und die Ausgestaltung des gesetzlichen Kündigungsschutzes.

Strukturreformen zur Steigerung des Arbeitsproduktivitätswachstums im Eurogebiet sind angesichts der Bevölkerungsüberalterung und der Tatsache, dass die volle, positive Wirkung dieser Reformen erst mittelfristig greifbar wird, besonders dringlich. Während sich die wirtschaftliche Erholung festigt, muss der Reformprozess gestärkt werden, um den konjunkturellen Aufschwung in ein kräftigeres trendmäßiges Produktivitätswachstum münden zu lassen. Reformen zur Bekämpfung zentraler institutioneller Schwachstellen, darunter Engpässe und unzulängliche Effizienz im Regulierungssystem, Ineffizienzen und Verschwendung in der öffentlichen Verwaltung, mangelnde Korruptionskontrolle und dysfunktionale Rechtssysteme, scheinen in vielen Euro-Ländern eine kritische Rolle zu spielen. Bessere Umschuldungsmechanismen einschließlich effizienterer gerichtlicher und außergerichtlicher Verfahren würden dazu beitragen, die Schuldenlast von rentablen, produktiven Unternehmen zu senken, den Marktaustritt unrentabler Unternehmen zu erleichtern sowie Märkte für neu gegründete Unternehmen zu erschließen. Zwar dürften solche Reformen in vielen Fällen – verhältnismäßig geringe und kurzfristige – volkswirtschaftliche Kosten generieren. Doch für die Stärkung des Vertrauens, die Verbesserung des Geschäftsumfelds und die Steigerung der Arbeitsproduktivität sind sie von zentraler Bedeutung. Die Vollendung der Kapitalmarktunion würde es Unternehmern und kreativen Kräften bei innovativen Projekten zudem ermöglichen, auf alternative Finanzierungsquellen zuzugreifen. Schließlich würden weitere Anstrengungen zur Verbesserung von Qualifizierung und Mobilität die sektorale Reallokation unterstützen und somit alle Bürgerinnen und Bürger von einer stärker wachsenden Volkswirtschaft profitieren lassen.

Die neu geschaffenen nationalen Ausschüsse für Produktivität könnten das Wachstum der Arbeitsproduktivität als Kernelement in der Wirtschaftspolitik der Nachkrisenzeit verankern und dadurch zur Erzeugung stärkerer Impulse für weitere Strukturreformen beitragen, die Voraussetzung für eine nachhaltige Steigerung des Arbeitsproduktivitätswachstums im Eurogebiet in den nächsten Jahrzehnten sind. Der Erfolg dieser Ausschüsse wird allerdings in wesentlichem Ausmaß davon abhängen, ob die verschiedenen Beteiligten bereit sind, die notwendigen Reformen durchzuführen.

Harmonisierte Zahlungsverkehrsstatistik im einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum (SEPA)

An der jährlichen Zahlungsverkehrsstatistik, die vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) erstellt wird, wurden in jüngster Zeit erhebliche Verbesserungen vorgenommen. Dies geschah, um den weitreichenden Entwicklungen am europäischen Zahlungsverkehrsmarkt, insbesondere der Umsetzung des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (Single Euro Payments Area – SEPA), Rechnung zu tragen. Im vorliegenden Aufsatz werden die Gründe für die Erweiterung der Zahlungsverkehrsstatistik dargelegt und die Fortschritte im Hinblick auf das Meldewesen und die Harmonisierung beschrieben. Der Aufsatz gibt einen Überblick über die Ergebnisse der ersten Datenproduktionen nach dem neuen Melderahmen, wobei auf die erhöhte Detailtiefe, Qualität, Vergleichbarkeit und Nutzbarkeit der Statistiken eingegangen wird. Darüber hinaus wird aufgezeigt, inwiefern weitere Überarbeitungen der Meldeanforderungen notwendig sind, um die Nutzbarkeit der Statistik kontinuierlich zu gewährleisten.

Einleitung

Die beiden wichtigsten Ziele der Zahlungsverkehrsstatistik bestehen darin, a) der breiten Öffentlichkeit und den jeweiligen Interessenvertretern einen Überblick über den Zahlungsverkehr in Europa, d. h. über Transaktionsstückzahlen und -beträge, Dienstleistungen, Dienstleistungsanbieter und Systeme, zu geben sowie b) die den Zahlungsverkehr betreffenden Beschlüsse des ESZB durch relevante statistische Informationen zu untermauern. Aus beiden Zielsetzungen lassen sich Anpassungen des Melderahmens an die aktuellen Entwicklungen des Zahlungsverkehrsmarkts ableiten. Ende 2013 wurde ein neuer **Rechtsakt**¹ verabschiedet, der zu einer Verbesserung der europäischen Zahlungsverkehrsstatistik führte; diese hatte fortan unter anderem die Änderungen infolge der Umsetzung von SEPA durch die entsprechenden Gesetzesakte, insbesondere der **Zahlungsdiensterichtlinie (ZDR)**², zu berücksichtigen. Überdies sollten die neuen gesetzlichen Bestimmungen den innovativen Entwicklungen, vor allem hinsichtlich der Art und Weise der Zahlungsauslösung, besser gerecht werden. Angesichts ständiger technologischer und rechtlicher Veränderungen sind diesbezüglich noch weitere Arbeiten erforderlich.

¹ Verordnung (EU) Nr. 1409/2013 der Europäischen Zentralbank vom 28. November 2013 zur Zahlungsverkehrsstatistik (EZB/2013/43), ABl. L 352 vom 24.12.2013, S. 18.

² Richtlinie 2007/64/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. November 2007 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 97/7/EG, 2002/65/EG, 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 97/5/EG, ABl. L 319 vom 5.12.2007, S. 1. Siehe hierzu auch die Verordnung (EU) Nr. 260/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 zur Festlegung der technischen Vorschriften und der Geschäftsanforderungen für Überweisungen und Lastschriften in Euro und zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 924/2009, ABl. L 94 vom 30.3.2012, S. 22 (auch als „SEPA-Verordnung“ bezeichnet).

Zur Verbesserung des rechtlichen Rahmens für die europäische Zahlungsverkehrsstatistik führten die zuständigen Ausschüsse und Arbeitsgruppen des ESZB eine strukturierte Kosten-Nutzen-Analyse durch, aus der dann der endgültige Beschluss des EZB-Rats aus dem Jahr 2013 hervorging. Ziel dieser

Analyse war es, zu beurteilen, welcher Nutzen und welche Kosten mit der Entwicklung einer neuen bzw. erweiterten ESZB-Statistik verbunden sind, wobei angestrebt wurde, den Meldeaufwand möglichst gering zu halten. Die Analyse begann im Jahr 2011 und somit vor einer grundlegenden Umgestaltung der bestehenden Zahlungsverkehrsstatistik, die den neuen Bedingungen, insbesondere im Zusammenhang mit SEPA, Rechnung tragen sollte. Zunächst wurden eine Bestandsaufnahme sowie eine Kosten- und Nutzenerhebung durchgeführt. Darauf folgte ein Kosten-/Nutzenabgleich in Relation zu den erwarteten Verbesserungen. Die Bestandsaufnahme bot die Gelegenheit, sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene Informationen aus Sicht der Berichtspflichtigen, der mit der Datenerhebung befassten Stellen und der Nutzer zu beschaffen; Hierdurch sollte die Auswahl eines adäquat definierten und harmonisierten Berichtskreises unterstützt werden. Zudem diente die Bestandsaufnahme der Vorbereitung der Kostenbeurteilung, indem unterschiedliche Optionen für das zukünftige Meldewesen sondiert wurden. In der Kostenanalyse wurde zwischen Implementierungskosten und laufenden Kosten unterschieden und eine Aufschlüsselung nach den einzelnen Beteiligten des Berichtsverfahrens und den neuen berichtspflichtigen Posten vorgenommen. Die Nutzenanalyse verband quantitative und qualitative Betrachtungen in Bezug auf den Nutzen und die Relevanz der Daten für die Erfüllung der Aufgaben des ESZB. Anschließend wurden die geplanten Verbesserungen (vor allem die kostenintensiveren) im Hinblick auf ihre Vorteile geprüft, um zu ermitteln, welche tatsächlichen Veränderungen im Rahmen eines kostenbewussten Ansatzes umgesetzt werden sollten. Im Nachgang zur Kosten-Nutzen-Analyse wurde der Kreis der Berichtspflichtigen erweitert und der Melderahmen verbessert und harmonisiert – insbesondere durch methodische Änderungen und neue Untergliederungen –, um eine höhere Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Die Neuerungen tragen dazu bei, dass sowohl die im SEPA-Format als auch die im nationalen Format getätigten Zahlungen genauer überwacht werden und dass neue Informationen zu Zahlungsverkehrsdienstleistungen und deren Anbietern bereitgestellt werden können. Die Erweiterungen der Zahlungsverkehrsstatistik werden in den folgenden Abschnitten des Aufsatzes eingehender betrachtet.

Der vorliegende Aufsatz befasst sich mit dem Entstehungsprozess und der Umsetzung der jüngsten Verbesserungen der Zahlungsverkehrsstatistik und liefert einen Ausblick auf künftige Weiterentwicklungen. Insbesondere wird im zweiten Abschnitt der kürzlich verbesserte Rechtsrahmen erörtert. Der dritte Abschnitt des Aufsatzes beleuchtet die Ergebnisse der ersten Datenproduktionen auf Basis der neuen Methode. Abschließend gibt der vierte Abschnitt einen Ausblick auf die nächste Überarbeitung des Rechtsrahmens für die europäische Zahlungsverkehrsstatistik.

Rechtlicher Rahmen und jüngste Verbesserungen

Im Nachgang der von der EZB durchgeführten Kosten-Nutzen-Analyse wurden in jüngster Zeit einige Verbesserungen am rechtlichen Rahmen für die Erstellung der Zahlungsverkehrsstatistik vorgenommen. Bis zum Referenzjahr 2013 basierte diese Statistik auf einem Melderahmen, der in einer an die nationalen Zentralbanken (NZBen) des Eurosystems gerichteten **Leitlinie der EZB**³ festgelegt wurde. Für den Fall, dass keine tatsächlichen Daten zur Verfügung standen, war es den NZBen gemäß dieser Leitlinie gestattet, die Statistik nach bestem Wissen und Gewissen unter Rückgriff auf externe Datenquellen zu erstellen.⁴ Die NZBen durften in Ermangelung tatsächlicher Daten auch Schätzungen oder vorläufige Angaben liefern.

Um die Qualität und Vergleichbarkeit der Daten und somit die Nutzbarkeit der Statistik länderübergreifend zu erhöhen, erschien es notwendig, die Berichtspflichten zu harmonisieren und den Kreis der Berichtspflichtigen auf alle relevanten Institutionen auszuweiten. Dementsprechend wird die Zahlungsverkehrsstatistik seit dem Referenzjahr 2014 gemäß der Verordnung EZB/2013/43, die sich an alle im Eurogebiet ansässigen Zahlungsdienstleister und Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen richtet, jährlich erhoben.⁵ Zahlungsdienstleister (ZDL) sind – im Sinne der Definition der Zahlungsdienstrichtlinie – Institute, die Zahlungsverkehrsdienstleistungen innerhalb der Europäischen Union erbringen. Zu ihnen zählen im Wesentlichen Kreditinstitute, E-Geld-Institute und Zahlungsinstitute. Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen sind juristische Personen, die für den Betrieb eines Zahlungsverkehrssystems rechtlich verantwortlich sind. Gemäß den Ordnungsbestimmungen führt und veröffentlicht die EZB eine Liste von unionsweit tätigen Instituten, die für die Zahlungsverkehrsstatistik relevant sind. Dieses Verzeichnis umfasst sämtliche in den Staaten der EU gebietsansässige ZDLs und Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen.

Die Erstellung der Zahlungsverkehrsstatistik erfolgt mittels harmonisierter Datenerhebung durch die NZBen der EU auf nationaler Ebene. Die ZDLs und Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen melden ihre Daten an die NZB des Mitgliedstaats, in dem sie gebietsansässig sind. Im Anschluss werden die Daten von

³ Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 1. August 2007 über die monetäre Statistik, die Statistik über Finanzinstitute und die Finanzmarktstatistik (Neufassung) (EZB/2007/9), ABl. L 341 vom 27.12.2007, S. 1

⁴ Verordnungen der EZB zur Erhebung statistischer Daten sind direkt an die jeweiligen Berichtspflichtigen gerichtete Rechtsakte. Statistische Leitlinien der EZB haben hingegen die NZBen als Adressaten und legen deren Pflichten zur Meldung statistischer Daten an die EZB fest; sie haben keinerlei direkte rechtliche Auswirkung auf die Berichtspflichtigen und deren Meldeaufwand. Die NZB kann daher auch externe Datenquellen verwenden, wenn tatsächliche Daten nicht bereits vorliegen. Folglich können die auf Basis einer EZB-Leitlinie erhobenen Statistiken der einzelnen Länder jeweils eine unterschiedliche Abdeckung aufweisen, weil der Kreis der Berichtspflichtigen uneinheitlich ist.

⁵ In der an die NZBen gerichteten Leitlinie EZB/2014/15 (in der geltenden Fassung) sind zusätzliche Anforderungen festgelegt. Siehe die Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 4. April 2014 über die monetären und die Finanzstatistiken (Neufassung) (EZB/2014/15), ABl. L 340 vom 26.11.2014, S. 1. Ferner wird in Empfehlung EZB/2013/44 angeregt, dass die NZBen der Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, den in der Verordnung festgelegten Melderahmen ebenfalls umsetzen. Siehe die Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 28. November 2013 zur Zahlungsverkehrsstatistik (EZB/2013/44), ABl. C 5 vom 9.1.2014, S. 1.

den NZBen zu einer nationalen Statistik aggregiert, die an die EZB übermittelt wird. Diese produziert dann durch abschließende Aggregation die Statistik für das Eurogebiet und die EU und veröffentlicht die Datensätze.

Eine enge Zusammenarbeit zwischen der EZB und den Statistikabteilungen der NZBen ist von wesentlicher Bedeutung, um eine Statistik auf höchstem Qualitätsniveau zu erstellen.

Während der jährlichen Produktionsrunden der Zahlungsverkehrsstatistik arbeiten die EZB und die NZBen auf bilateraler und multilateraler Ebene eng miteinander zusammen, und die EZB stellt das erforderliche Maß an länderübergreifender Harmonisierung sicher. Insbesondere unterzieht die EZB die von den NZBen übermittelten Daten einer umfassenden Qualitätskontrolle im Einklang mit ihrem [Statistics Quality Framework](#) und den [Qualitätssicherungsverfahren](#). Die im Einzelnen durchgeführten Kontrollen wurden im ESZB gemeinsam entwickelt und abgestimmt; sie beziehen sich auf die Vollständigkeit der gelieferten Daten und auf die Konsistenz der Statistik. Dabei werden auch Revisionen zu vormals übertragenen Daten analysiert und Plausibilitätsprüfungen durchgeführt, um Ausreißer in den gemeldeten Daten (d. h. beobachtete Werte, die deutlich über oder unter den anderen Beobachtungen der Zeitreihe liegen) zu identifizieren. Während der Datenproduktion wird den NZBen ausreichend Zeit eingeräumt, um festgestellte Datenmängel zu beheben und gegebenenfalls falsche Daten zu korrigieren. Die Zeit außerhalb der regelmäßigen Produktionsrunden wird für eine tiefergehende Analyse der Statistiken genutzt, bei der es um die konzeptionelle Feinabstimmung technischer Meldeaspekte oder der zugrunde liegenden Methode geht.

Ergebnisse der ersten jährlichen Produktionsrunden auf Basis der verbesserten Methode

Neben der Ausweitung des Kreises der Berichtspflichtigen wurden gegenüber dem bisherigen Melderahmen auch einige wichtige methodische Änderungen an der Zahlungsverkehrsstatistik vorgenommen.

Generell erfolgte dabei eine Abstimmung der für die bereits bestehenden wie auch für die neuen Anforderungen anzuwendenden Methode mit den Begriffsbestimmungen aus der einschlägigen EU-Gesetzgebung, etwa der Zahlungsdiensterichtlinie, der [Zweiten E-Geld-Richtlinie](#)⁶, der [Verordnung über die Bilanz des MFI-Sektors](#)⁷ und der [Verordnung zum ESVG 2010](#)⁸. Zunächst wurde ein neues Konzept der Gebietsansässigkeit eingeführt, um die durch SEPA bedingten Veränderungen beobachten zu können: Die Statistik in ihrer jetzigen Form stellt für Meldezwecke nicht mehr auf den Standort des

⁶ Richtlinie 2009/110/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten, zur Änderung der Richtlinien 2005/60/EG und 2006/48/EG sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2000/46/EG, ABl. L 267 vom 10.10.2009, S. 7.

⁷ Verordnung (EU) Nr. 1071/2013 der Europäischen Zentralbank vom 24. September 2013 über die Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute (Neufassung) (EZB/2013/33), ABl. L 297 vom 7.11.2013, S. 1.

⁸ Verordnung (EU) Nr. 549/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Union, ABl. L 174 vom 26.6.2013, S. 1.

Zahlungspflichtigen oder des Terminals⁹ ab, sondern auf die Gebietsansässigkeit des Zahlungsdienstleisters. Dies steht im Einklang mit dem Grundsatz, dass Verbraucher, Unternehmen und öffentliche Verwaltungen innerhalb des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums unabhängig vom physischen Standort des Zahlungspflichtigen, des Zahlungsempfängers oder der beteiligten Zahlungsdienstleister inländische und grenzüberschreitende¹⁰ Zahlungen in Euro über ein einziges Institut und zu den gleichen Bedingungen tätigen können.

Durch die erweiterten Anforderungen ist es nun möglich, Zahlungen zwischen ausschließlich inländischen ZDLs von Zahlungen, an denen auch nicht im meldenden Land ansässige ZDLs beteiligt sind, zu unterscheiden. Darüber hinaus ist in allen Hauptkategorien ausgehender Zahlungen eine Aufgliederung nach dem Land der Gegenpartei erforderlich, wenn diese in einem EU-Land ansässig ist. Zudem werden Angaben zu empfangenen grenzüberschreitenden Zahlungen erbeten. Dadurch lassen sich grenzüberschreitende Zahlungsmuster innerhalb des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums ausmachen.

Die Statistik zeigt, dass die meisten Zahlungen in der EU nach wie vor zwischen Zahlungsdienstleistern mit Sitz im selben Land ausgeführt werden.

Wie aus Abbildung 1 hervorgeht, erfolgten im Euroraum rund 2,5 % der Überweisungen und rund 1,7 % der Lastschriften, die im Jahr 2015 ausgelöst wurden, auf ein Konto bei einem ZDL in einem anderen Land. Nationale Zahlungen stellten somit noch immer die überwiegende Mehrheit (über 97 %) dar. Für die gesamte EU lagen die entsprechenden Anteile bei 2,9 % und 1,7 %, allerdings sind nicht für alle Länder außerhalb des Eurogebiets Daten verfügbar. Verglichen mit grenzüberschreitenden Überweisungen und Lastschriften ist der Anteil grenzüberschreitender Kartenzahlungen sowohl im Euroraum als auch in der EU höher: Im Euro-Währungsgebiet waren 7,6 % der Kartenzahlungen, die von Konten bei dort ansässiger ZDLs ausgingen, grenzüberschreitender Natur, für die gesamte EU lag dieser Anteil bei 7,4 %. Rund 92,5 % der Kartenzahlungen in der EU waren demnach inländische Zahlungen.

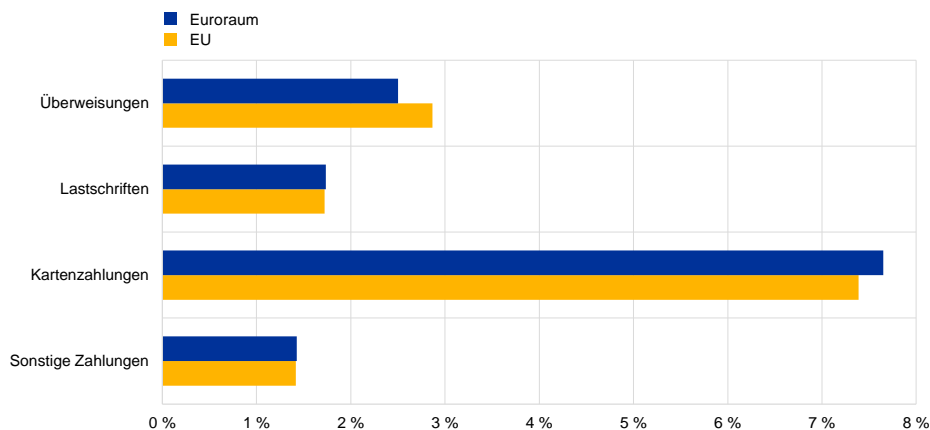
⁹ Der Standort des Terminals sollte Auskunft über den Standort des Händlers geben.

¹⁰ Grenzüberschreitende Zahlungen sind solche, bei denen der Zahlungsdienstleister des Zahlers in einem anderen Land ansässig ist als der des Zahlungsempfängers.

Abbildung 1

Anteil grenzüberschreitender Zahlungen im Euroraum und in der EU im Jahr 2015

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kategorie „Sonstige Zahlungen“ umfasst E-Geld-Zahlungen, Schecks und andere Zahlungsdienste im Sinne der Definition in der ZDR.

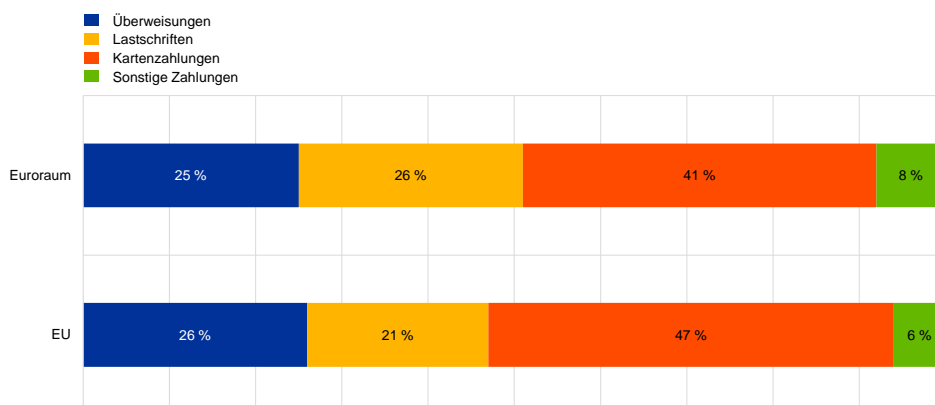
Insgesamt zeigt die neue Statistik die zunehmende Verwendung von Kartenzahlungen in den letzten Jahren; inzwischen entfällt fast die Hälfte des unbaren Zahlungsverkehrs in der Europäischen Union auf diese Zahlungsart.

So erhöhte sich im Fünfjahreszeitraum bis Ende 2015 der Anteil der Kartenzahlungen in der EU von 39 % auf 47 % und im Eurogebiet von 34 % auf 41 %.¹¹ Folglich gingen die relativen Anteile der Überweisungen und Lastschriften zurück; 2015 betrug sie in der EU 26 % bzw. 21 % und im Euroraum 25 % bzw. 26 % (siehe Abbildung 2) – verglichen mit dem Niveau vor fünf Jahren entsprach dies einem Rückgang um einige Prozentpunkte.

Abbildung 2

Relative Anteile von Zahlungsdiensten im Euroraum und in der EU im Jahr 2015

(in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kategorie „Sonstige Zahlungen“ umfasst E-Geld-Zahlungen, Schecks und andere Zahlungsdienste im Sinne der Definition in der ZDR.

¹¹ Die Zahlungsverkehrsstatistiken für den Fünfjahreszeitraum bis Ende 2015 stehen im [Statistical Data Warehouse](#) zur Verfügung.

Darüber hinaus wird in der neuen Statistik bei Überweisungen und Lastschriften zwischen SEPA- und Nicht-SEPA-Zahlungen unterschieden. In einer neu hinzugefügten Unterkategorie mit der Bezeichnung „darunter: nicht-SEPA“ sind die Gesamtstückzahl und der Gesamtwert der Transaktionen sowohl für Überweisungen als auch für Lastschriften zu melden. Dies dient der Erhebung von Informationen zu Zahlungen mit Nischenprodukten, TARGET2-Zahlungen und nicht in Euro erfolgenden Zahlungen, da bei diesen keine SEPA-Standards zum Einsatz kommen. Des Weiteren wurden noch einige andere Indikatoren eingeführt, die in der folgenden Tabelle dargestellt sind.

Überblick über die durch Verordnung EZB/2013/43 und Leitlinie EZB/2014/15* eingeführten Indikatoren

Indikatorengruppe	Neue Indikatoren
Institute, die Nicht-Zahlungsdienstleistern (Nicht-MFIs)** Zahlungsdienste anbieten	Angaben zur Anzahl der bei Kreditinstituten, E-Geld-Instituten und sonstigen Zahlungsdienstleistern gehaltenen Zahlungs- und E-Geld-Konten Angaben zum Aufladungsgegenwert auf von Kreditinstituten und sonstigen Zahlungsdienstleistern ausgegebenen E-Geld-Datenträgern Angaben zur Anzahl der in dem betrachteten Land grenzüberschreitend tätigen Zahlungsinstitute
Funktionen der Zahlungskarten und Akzeptanzstellen für Zahlungskarten	Angaben zur Anzahl der Karten, auf denen E-Geld direkt gespeichert werden kann, und zu Karten mit Zugang zu einem E-Geld-Konto Angaben zur Anzahl der Point-of-Sale (POS)-Terminals, mit einer Unterkategorie für E-Geld-Kartenterminals
Zahlungstransaktionen, an denen Nicht-Zahlungsdienstleister (Nicht-MFIs) beteiligt sind	Geografische Untergliederung der Überweisungen, Lastschriften, Kartenzahlungen, E-Geld-Zahlungen, Schecks, sonstigen Zahlungsdiensten und der Gesamtzahl der ausgehenden Zahlungen Angaben zu grenzüberschreitenden Überweisungen, Lastschriften, E-Geld-Zahlungen, Schecks und sonstigen empfangenen Zahlungsdiensten Angaben zu Nicht-SEPA-Überweisungen und -Lastschriften Angaben zu Überweisungen und Lastschriften, die als Datei bzw. Sammelüberweisung/-lastschrift und die als Einzelüberweisung/-lastschrift initiiert wurden; Angaben zu Online-Überweisungen Angaben zu Kartenzahlungen, die durch einen EFTPOS (Electronic Funds Transfer at Point Of Sale) und die per Fernzugriff initiiert wurden Angaben zu E-Geld-Zahlungen mit E-Geld-Karten und E-Geld-Konten Angaben zu Finanztransfers und Transaktionen über Telekommunikations-, Digital- oder IT-Geräte
Zahlungstransaktionen von Nicht-Zahlungsdienstleistern (Nicht-MFIs) nach Art des Terminals	Geografische Aufgliederung der Bargeldabhebungen und -einzahlungen an Geldautomaten, Transaktionen an POS-Terminals und Auflade- und Entladetransaktionen mit E-Geld-Karten Angaben zu E-Geld-Zahlungen mit Karten, die über eine E-Geld-Funktion verfügen
Durch ausgewählte Zahlungsverkehrssysteme abgewickelte Zahlungen	Aufgliederungen aller Zahlungsdienste in inländische und grenzüberschreitende Zahlungen
Tätigkeiten der Zahlungsdienstleister nach Art des Zahlungsdienstes	Angaben zu von verschiedenen Arten von Zahlungsdienstleistern abgewickelten Zahlungen nach Art des Zahlungsdienstes

* 2014/810/EU: Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 4. April 2014 über die monetären und die Finanzstatistiken (Neufassung) (EZB/2014/15), ABl. L 340 vom 26.11.2014, S. 1.

** Nicht-MFIs sind natürliche oder juristische Personen, die nicht zum Sektor der monetären Finanzinstitute (MFIs) zählen. Für die Zwecke der Zahlungsverkehrsstatistik sind alle Zahlungsdienstleister vom Nicht-MFI-Sektor ausgenommen.

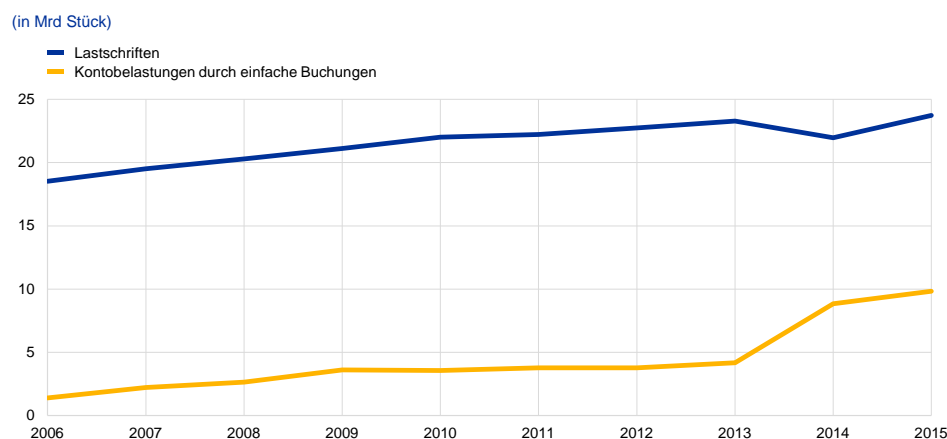
Die länderübergreifende Harmonisierung des Berichtskreises und der zugrunde liegenden Methode, die durch die Festlegung der Anforderungen in Form einer EZB-Verordnung ermöglicht wurde, hat zu einer deutlichen Verbesserung der Vergleichbarkeit und Nutzbarkeit der Statistik geführt.

Insbesondere enthält die Verordnung im Gegensatz zum vorherigen Melderahmen eine umfassende Auflistung der Datendefinitionen, die von allen Berichtspflichtigen in gleicher Weise anzuwenden sind. Sofern erforderlich wurden in den zuständigen Ausschüssen und Arbeitsgruppen des ESZB weitere Klarstellungen vereinbart. Dies soll sicherstellen, dass die Statistik eine gleichbleibend hohe Qualität aufweist und dass die nationalen Zahlen trotz gewisser länderspezifischer Phänomene für

Ländervergleiche herangezogen werden können. Beispielsweise wurden in Deutschland einmalige Lastschriften, die durch eine Zahlungskarte initiiert werden (Elektronisches Lastschriftverfahren – ELV), bisher unter den Kartenzahlungen gemeldet. Mit Einführung der Verordnung EZB/2013/43 werden diese Transaktionen seit dem Referenzjahr 2014 nun entsprechend dem ausführenden Zahlungsdienst als Lastschriften gemeldet. Durch diese Änderung erhöht sich die Vergleichbarkeit der nationalen Daten untereinander.

Die neuen Anforderungen haben zu einer erheblichen Verbesserung der Qualität und der allgemeinen Vergleichbarkeit der Statistik geführt, und die noch bestehenden nationalen oder länderübergreifenden Inkonsistenzen dürften in naher Zukunft schrittweise beseitigt werden. Diese Inkonsistenzen ergeben sich vorwiegend aus der Neuklassifizierung bestimmter Daten. Beispiele hierfür finden sich in den bereitgestellten Zahlen zu Überweisungen, Lastschriften und Buchungen in ausgewählten Ländern. Abbildung 3 veranschaulicht die Auswirkungen der ab dem Referenzjahr 2014 vorzunehmenden Klassifizierung von Buchungen als Kontobelastungen durch einfache Buchungen (statt wie bisher als Lastschriften), die in erster Linie auf Veränderungen in den Meldungen deutscher und österreichischer ZDR zurückzuführen sind. Einfache Buchungen sind Zahlungen, die von einem ZDL ohne besondere Transaktionsanweisung eingeleitet und ohne Einsatz eines Zahlungsinstruments durch Gutschrift oder Belastung eines Kundenkontos durchgeführt werden. Gemäß der Zahlungsdiensterichtlinie stellen sie keine Zahlungsdienste dar und sind deshalb weder den Überweisungen noch den Lastschriften zuzurechnen.

Abbildung 3
Lastschriften und Kontobelastungen durch einfache Buchungen in der EU



Quelle: EZB.

Schließlich ist davon auszugehen, dass die Homogenität und Verlässlichkeit der Daten im Zeitablauf zunehmen wird. So wurden die unterschiedlichen Verfahren der NZBen durch einen ständigen Dialog innerhalb der Zentralbankgemeinschaft sowie mit den Berichtspflichtigen weiter harmonisiert.

Nächste Überarbeitung des Rechtsrahmens der EZB für die europäische Zahlungsverkehrsstatistik

Da sich technologische, regulatorische und andere Entwicklungen auch auf den Massenzahlungsverkehr auswirken, könnten die Verfahren zur Datenerhebung in regelmäßigen Abständen überarbeitet und an die Marktentwicklung angepasst werden, um die Nutzbarkeit der Statistik auch weiterhin zu gewährleisten. Weltweit besteht Einigkeit darüber, dass eine kontinuierliche Verbesserung der statistischen Meldungen im Bereich des Zahlungsverkehrs geboten ist. Die EZB sowie einige NZBen des Eurosystems leisten in ihrer Eigenschaft als Mitglieder des Ausschusses für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) einen aktiven Beitrag zu den derzeit auf globaler Ebene im Gang befindlichen Arbeiten. Aktuell werden methodische Aspekte sowie Definitionsfragen von den Ausschussmitgliedern untersucht, und es zeichnet sich eine allgemeinere Umstrukturierung des Formats der von der BIZ veröffentlichten Statistik über Zahlungsverkehr und Wertpapierabwicklung ab. Im Zuge dieser Neugestaltung und Auswertung werden obsoletere Informationen herausgefiltert und neue Indikatoren, die für die Analyse des sich gegenwärtig wandelnden Umfelds relevant sind, hinzugefügt. Der Zahlungsverkehr fällt auch in den Bereich dieser Analyse, insbesondere, wenn man die große Bedeutung des technologischen Fortschritts und regulatorischer Änderungen für die Angebots- und Nachfrageseite des Zahlungsverkehrsmarktes bedenkt.

Kasten

Geschäftsentwicklungen im Bereich der Zahlungsverkehrsdienstleistungen in Europa

Einige Informationen, die durch weitere Verbesserungen der Zahlungsverkehrsstatistik potenziell erfasst werden könnten, sind unter dem technologischen Aspekt betrachtet besonders erwähnenswert; hierzu zählen beispielsweise Angaben dazu, ob a) eine Kartenzahlung kontaktlos oder auf herkömmliche Art getätigt wurde, b) ein mobiles Endgerät für Zahlungen zwischen Privatpersonen (person to person – P2P) oder im Geschäftsverkehr mit Verbrauchern (consumer to business – C2B) zum Einsatz kam und c) die Zahlung mittels einer E-Commerce-Lösung durchgeführt wurde. Weitere maßgebliche Entwicklungen, die sich mithilfe einer verbesserten Zahlungsverkehrsstatistik überwachen lassen, betreffen Echtzeitzahlungen (Instant Payments), d. h. ständig (24/7/365) zur Verfügung stehende Lösungen für die sofortige oder nahezu sofortige Übertragung unmittelbar wiederverwendbarer Geldbeträge zwischen Endnutzern. Aus regulatorischer Sicht werden mit der [überarbeiteten Zahlungsdiensterichtlinie \(EU/2015/2366\)](#)¹² („ZDR II“) zwei neue Zahlungsdienste eingeführt – Zahlungsauslösedienste und Kontoinformationsdienste; diese könnten die Erhebung zusätzlicher Daten von ZDLs erforderlich machen.

¹² Richtlinie (EU) 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über Zahlungsdienste im Binnenmarkt, zur Änderung der Richtlinien 2002/65/EG, 2009/110/EG, 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 sowie zur Aufhebung der Richtlinie 2007/64/EG, ABl. L 337 vom 23.12.2015, S. 35.

Neue wie auch bestehende Zahlungslösungen müssen in erster Linie sicher sein. Eine verbesserte Zahlungsverkehrsstatistik könnte die EZB und die Zentralbanken auch bei der Betrugsanalyse im Rahmen der Überwachung von Zahlungsinstrumenten unterstützen. Die ZDR II unterstreicht die Notwendigkeit der Betrugskontrolle noch stärker und fordert von den ZDLs die Erhebung und Meldung von Betrugsdaten für unterschiedliche Zahlungsmittel.¹³

In jedem Fall müssten weitere Verbesserungen der Zahlungsverkehrsstatistik, die den genannten Entwicklungen Rechnung tragen sollen, den Zeitrahmen berücksichtigen, der für die Anwendbarkeit der ZDR II und der dazugehörigen technischen Regulierungsstandards sowie für die Bereitstellung harmonisierter Echtzeitzahlungen in Euro für alle Endnutzer anzusetzen ist.

Wie bei der jüngsten Aktualisierung des Melderahmens geht jeder Einführung einer neuen oder grundlegend überarbeiteten Statistikverordnung durch die EZB eine systematische Bewertung der mit der Erhebung der neuen Daten verbundenen Kosten und des entsprechenden Nutzens voraus.¹⁴ Zudem

werden die aktuellen Meldepflichten nach Abschluss der Durchführungsphase im Hinblick auf ihre Angemessenheit überprüft, um zu beurteilen, ob die Statistik weiterhin von Relevanz ist und insbesondere, ob sie die Bedürfnisse der Nutzer und die neuen Anforderungen erfüllt. Im Anfangsstadium einer Überarbeitung kann auch die bestehende Methode geändert werden.¹⁵ Die Einführung zusätzlicher neuer Anforderungen würde den Berichtsaufwand für die Unternehmen erhöhen und sollte daher nur nach einer umsichtigen und eingehenden Kosten-Nutzen-Analyse erfolgen.

¹³ In diesem Zusammenhang sollten Überschneidungen und Doppelmeldungen an unterschiedliche Behörden vermieden werden.

¹⁴ Im Zuge jeder künftigen Überarbeitung des Melderahmens wird eine Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt, bevor darüber entschieden wird, ob die vorgeschlagenen Änderungen tatsächlich umgesetzt werden.

¹⁵ Zum Beispiel müsste die Definition grenzüberschreitender Kartenzahlungen, die in der Zahlungsverkehrsstatistik verwendet wird, möglicherweise genauer formuliert werden, um der in der Verordnung über Interbankenentgelte für kartengebundene Zahlungsvorgänge enthaltenen Begriffsbestimmung Rechnung zu tragen. Siehe Verordnung (EU) 2015/751 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über Interbankenentgelte für kartengebundene Zahlungsvorgänge, ABl. L 123 vom 19.5.2015, S. 1.

Schlussbemerkungen

Weitreichende Entwicklungen am europäischen Zahlungsverkehrsmarkt erforderten eine Anpassung der vom ESZB erstellten Zahlungsverkehrsstatistik. Nach einer von 2011 bis 2012 durchgeführten Kosten-Nutzen-Analyse wurde Ende 2013 die neue Verordnung der EZB zur Zahlungsverkehrsstatistik verabschiedet. Dementsprechend müssen alle im Eurogebiet ansässigen Zahlungsdienstleister und Betreiber von Zahlungsverkehrssystemen seit dem Referenzjahr 2014 die in dieser Verordnung festgelegten Informationen an die NZBen des Mitgliedstaates melden, in dem sie ansässig sind.

Neben der Erweiterung des Berichtskreises kamen eine Reihe neuer Anforderungen und Verbesserungen hinzu, die sicherstellen sollen, dass die Statistik weiterhin ihren Zweck erfüllt. Die bestehenden Begriffe und Konzepte wurden präzisiert und mit dem maßgeblichen europäischen Recht abgestimmt. Bei diesen Änderungen arbeiteten die EZB und die NZBen eng zusammen.

Die neue Statistik lässt eine Verbesserung der Qualität und Vergleichbarkeit erkennen, was der stärkeren Harmonisierung von Meldungen auf Länder- und Institutsebene zu verdanken ist. Gleichwohl bestehen noch immer einige Inkonsistenzen zwischen den einzelnen Ländern. Diese werden gegenwärtig analysiert und einer weiteren Klärung unterzogen. Insgesamt ist davon auszugehen, dass die Homogenität und Verlässlichkeit der Daten im Zeitablauf zunehmen wird.

Um mit den technologischen, regulatorischen und sonstigen Entwicklungen, die sich auf den europäischen Zahlungsverkehr auswirken, Schritt zu halten, bedarf es gegebenenfalls einer regelmäßigen Überprüfung der Meldeanforderungen.

Neben der Arbeit an der europäischen Zahlungsverkehrsstatistik leisten die EZB und einige NZBen des Eurosystems auch einen Beitrag zur Aktualisierung der von der BIZ veröffentlichten Statistik über Zahlungsverkehr und Wertpapierabwicklung in den im Ausschuss für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen vertretenen Ländern.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Für Argentinien liegen aufgrund des am 7. Januar 2016 von der Regierung ausgerufenen Notstands im nationalen Statistiksystem derzeit keine Daten vor. Folglich ist Argentinien nicht in der Berechnung des G-20-Aggregats enthalten. Über das weitere diesbezügliche Vorgehen wird in Abhängigkeit von der künftigen Entwicklung entschieden werden.

3) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,5	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,7	-0,3
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	1,0	1,2	0,8
2016 Q2	50,7	51,5	52,6	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,9	-0,1	0,3	-0,3
Q3	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	0,8	0,9	0,7
Q4	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	1,3	-1,1	2,9
2017 Q1	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,9	.	.	.
2016 Nov.	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,5	-1,0	1,5
Dez.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	1,3	-1,1	2,9
2017 Jan.	53,9	55,8	55,2	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,7	3,2	0,5	5,1
Febr.	52,8	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,7	52,5	52,2	3,8	0,9	5,8
März	53,2	53,0	54,9	52,9	52,1	56,4	53,5	53,1	51,7	.	.	.
April	.	.	.	.	.	56,7	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontagsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 Sept.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
Okt.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
Nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
Dez.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 Jan.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
Febr.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01
März	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,13	0,00

Quelle: EZB.

1) Angaben für das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung (siehe Abschnitt „General Notes“ im Statistikbericht).

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 Sept.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
Okt.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
Nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
Dez.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 Jan.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
Febr.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46
März	-0,75	-0,74	-0,73	-0,36	0,38	1,12	1,36	1,01	-0,75	-0,64	0,47	1,52

Quelle: EZB.

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

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchsnahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
2014	318,7	3 145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1 931,4	15 460,4
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2016 Sept.	325,5	3 012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2 157,7	16 737,0
Okt.	327,9	3 042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2 143,0	17 044,5
Nov.	324,5	3 026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2 165,0	17 689,5
Dez.	342,6	3 207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2 246,6	19 066,0
2017 Jan.	352,4	3 298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2 275,1	19 194,1
Febr.	353,2	3 293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2 329,9	19 188,7
März	365,7	3 427,1	740,4	261,7	671,6	314,2	174,7	578,4	450,3	252,1	349,6	870,0	2 366,8	19 340,2

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Effektiver Zinssatz ³⁾	Zusammengesetzter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung							
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren			Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 März	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11
April	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	6,00	6,35	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09
Mai	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02
Juni	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97
Juli	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,81	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92
Aug.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90
Sept.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86
Okt.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81
Nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79
Dez.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,75	2,24	1,78
2017 Jan.	0,07	0,48	0,42	0,76	6,35	16,62	5,05	5,87	6,23	2,27	1,76	1,87	1,80	1,76	2,28	1,81
Febr. ^(p)	0,07	0,48	0,40	0,76	6,42	16,68	5,09	5,72	6,17	2,39	1,78	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85

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 März	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04
April	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,58	1,81	2,00
Mai	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92
Juni	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,90	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89
Juli	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,86	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87
Aug.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83
Sept.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	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	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83
Nov.	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82
Dez.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81
2017 Jan.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,39	1,63	1,79
Febr. ^(p)	0,06	0,10	0,54	2,65	2,58	2,78	2,35	1,76	1,76	1,71	1,19	1,41	1,52	1,76

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2014	1 320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1 274	517	152	.	62	478	65	337	153	36	.	33	82	34
2016	1 247	519	139	.	61	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 Sept.	1 310	539	145	.	69	492	66	354	159	44	.	30	86	36
Okt.	1 296	529	145	.	71	484	67	341	155	45	.	35	69	37
Nov.	1 310	536	152	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
Dez.	1 247	519	139	.	61	466	62	305	128	69	.	33	50	25
2017 Jan.	1 277	536	136	.	74	469	63	393	187	39	.	39	88	41
Febr.	1 310	554	143	.	80	466	66	324	157	37	.	31	72	29
Langfristig														
2014	15 136	4 051	3 167	.	990	6 285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15 244	3 784	3 286	.	1 055	6 482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15 261	3 647	3 197	.	1 134	6 643	641	208	59	46	.	17	78	8
2016 Sept.	15 187	3 678	3 142	.	1 098	6 631	638	217	52	46	.	29	84	7
Okt.	15 217	3 674	3 170	.	1 104	6 628	641	239	56	61	.	22	92	8
Nov.	15 279	3 667	3 177	.	1 130	6 664	641	216	43	64	.	26	76	7
Dez.	15 261	3 647	3 197	.	1 134	6 643	641	163	45	77	.	13	25	2
2017 Jan.	15 317	3 651	3 206	.	1 136	6 687	638	302	100	72	.	15	107	9
Febr.	15 331	3 668	3 202	.	1 138	6 684	640	221	72	39	.	10	88	11

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Bestände											
2014	16 456,3	4 593,5	3 298,0	.	1 048,9	6 823,2	692,7	5 958,0	591,1	780,6	4 586,3
2015	16 517,5	4 301,1	3 437,6	.	1 116,7	6 960,1	702,1	6 744,7	586,1	905,6	5 253,0
2016	16 507,7	4 166,0	3 335,3	.	1 194,8	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 017,9	5 472,5
2016 Sept.	16 496,8	4 216,8	3 286,8	.	1 167,0	7 122,4	703,9	6 593,0	427,5	872,2	5 293,3
Okt.	16 513,4	4 203,6	3 315,1	.	1 175,5	7 111,9	707,3	6 665,7	479,2	907,7	5 278,8
Nov.	16 589,3	4 203,5	3 329,4	.	1 199,8	7 150,4	706,1	6 651,0	482,3	952,8	5 215,9
Dez.	16 507,7	4 166,0	3 335,3	.	1 194,8	7 108,6	703,0	7 029,1	538,7	1 017,9	5 472,5
2017 Jan.	16 594,8	4 187,0	3 341,9	.	1 209,7	7 155,7	700,5	7 015,2	542,3	1 016,0	5 456,9
Febr.	16 640,5	4 222,0	3 344,6	.	1 218,0	7 149,7	706,1	7 199,0	539,0	1 024,3	5 635,7
Wachstumsraten											
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7
2015	0,3	-7,0	5,6	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6
2016	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2016 Sept.	0,0	-3,8	-0,8	.	5,6	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6
Okt.	-0,2	-4,0	-1,4	.	6,3	1,5	1,6	0,9	2,8	1,4	0,7
Nov.	-0,1	-4,2	-0,9	.	7,2	1,6	-0,5	0,8	2,8	1,0	0,5
Dez.	0,1	-2,9	-2,3	.	7,1	2,1	-0,1	0,5	1,2	1,0	0,4
2017 Jan.	0,7	-2,0	-1,2	.	8,9	2,1	-0,3	0,6	1,5	1,1	0,4
Febr.	1,1	-1,6	0,7	.	9,8	1,6	0,7	0,7	4,1	1,1	0,3

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,3	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,6	82,7	89,6	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	85,7	81,8	90,6	110,4	90,0
2016 Q2	94,9	90,3	91,7	85,9	81,9	90,8	110,8	90,4
Q3	95,2	90,5	91,7	86,0	81,5	90,6	110,6	90,1
Q4	94,9	90,2	91,1	85,6	81,6	90,3	110,0	89,6
2017 Q1	94,2	89,6	90,3	-	-	-	109,2	88,7
2016 Okt.	95,5	90,8	91,8	-	-	-	110,6	90,1
Nov.	95,0	90,2	91,1	-	-	-	110,3	89,7
Dez.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 Jan.	94,4	89,7	90,4	-	-	-	109,7	89,1
Febr.	93,9	89,3	89,9	-	-	-	108,8	88,3
März	94,4	89,8	90,4	-	-	-	109,2	88,6
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2017 März	0,6	0,5	0,5	-	-	-	0,4	0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2017 März	0,4	0,3	-0,6	-	-	-	-0,7	-1,4

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 Q2	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
Q3	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
Q4	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2017 Q1	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
2016 Okt.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
Nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
Dez.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 Jan.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
Febr.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
März	7,369	7,423	27,021	7,436	309,714	120,676	4,287	0,866	4,5476	9,528	1,071	1,068
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2017 März	0,8	-0,3	0,0	0,0	0,4	0,4	-0,5	1,5	0,8	0,5	0,4	0,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017 März	2,0	-1,8	-0,1	-0,3	-0,5	-3,8	-0,1	10,9	1,8	2,6	-2,0	-3,7

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2016 Q1	22 214,0	23 223,8	-1 009,7	9 717,4	8 038,3	7 112,1	9 946,3	-29,2	4 738,4	5 239,2	675,3	13 420,1
Q2	22 791,7	23 620,8	-829,1	9 872,6	8 256,7	7 429,5	9 945,9	-62,1	4 829,9	5 418,2	721,8	13 576,8
Q3	23 035,1	23 792,8	-757,6	9 842,9	8 116,4	7 691,7	10 130,7	-62,5	4 836,0	5 545,7	727,0	13 576,9
Q4	23 577,7	24 207,2	-629,5	10 237,5	8 397,5	7 885,1	10 285,6	-55,1	4 802,6	5 524,1	707,7	13 558,8
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2016 Q4	219,5	225,4	-5,9	95,3	78,2	73,4	95,8	-0,5	44,7	51,4	6,6	126,2
Transaktionen												
2016 Q1	409,5	359,8	49,6	124,8	74,5	132,4	28,3	29,0	122,3	257,0	1,0	-
Q2	236,6	150,0	86,6	16,8	50,2	122,4	-72,0	-45,8	141,1	171,8	2,2	-
Q3	196,2	75,9	120,3	39,3	-75,8	127,2	5,7	23,8	-1,8	146,0	7,7	-
Q4	123,7	27,5	96,3	145,9	112,5	13,4	-60,9	15,4	-55,4	-24,2	4,6	-
2016 Sept.	-70,3	-126,8	56,5	-5,5	-56,0	11,7	5,5	3,7	-86,9	-76,3	6,8	-
Okt.	261,6	253,7	8,0	87,0	52,8	5,1	-46,4	6,2	167,2	247,2	-4,0	-
Nov.	25,4	24,6	0,8	28,8	51,1	-14,5	15,4	2,9	5,8	-42,0	2,5	-
Dez.	-163,3	-250,7	87,4	30,1	8,6	22,7	-29,9	6,3	-228,5	-229,4	6,1	-
2017 Jan.	379,1	367,4	11,8	108,2	91,3	43,6	31,2	2,3	230,2	244,9	-5,1	-
Febr.	189,8	193,0	-3,2	95,1	95,3	53,8	-19,3	5,0	34,0	117,0	2,0	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2017 Febr.	1 137,1	786,2	350,9	438,4	285,0	409,7	-58,5	0,9	275,6	559,7	12,5	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2017 Febr.	10,6	7,3	3,3	4,1	2,7	3,8	-0,5	0,0	2,6	5,2	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung							Außenbeitrag ¹⁾			
		Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- veränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
1	2	3	4	5	Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2014	10 135,9	9 776,3	5 632,2	2 125,5	1 988,4	1 000,4	600,0	383,1	30,2	359,5	4 532,9	4 173,3
2015	10 460,7	9 986,7	5 743,3	2 164,7	2 066,0	1 019,2	633,3	408,4	12,8	474,0	4 831,7	4 357,7
2016	10 740,9	10 259,0	5 877,0	2 221,7	2 161,2	1 055,4	660,9	439,7	-0,9	481,9	4 905,4	4 423,5
2016 Q1	2 660,8	2 534,0	1 454,6	551,3	526,6	259,7	162,4	103,2	1,5	126,8	1 200,1	1 073,3
Q2	2 672,0	2 548,8	1 462,9	553,7	534,4	260,3	163,6	109,2	-2,3	123,1	1 215,4	1 092,3
Q3	2 688,5	2 563,8	1 469,8	556,4	535,5	264,6	165,4	104,1	2,1	124,7	1 224,3	1 099,5
Q4	2 712,5	2 608,7	1 484,7	560,2	557,8	267,4	166,9	122,2	6,0	103,9	1 258,9	1 155,0
In % des BIP												
2016	100,0	95,5	54,7	20,7	20,1	9,8	6,2	4,1	0,0	4,5	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q1	0,6	0,4	0,7	0,7	0,8	0,9	0,1	1,5	-	-	0,3	-0,1
Q2	0,3	0,4	0,4	0,3	1,1	-0,6	1,0	5,9	-	-	1,3	1,5
Q3	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,2	1,5	0,4	-5,0	-	-	0,4	0,1
Q4	0,5	1,4	0,5	0,5	3,3	0,1	-0,4	17,5	-	-	1,8	3,9
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,6	3,4	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,4	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,8	2,2	2,0	1,9	3,7	2,4	3,8	7,0	-	-	2,9	4,0
2016 Q1	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,0	4,1	1,4	-	-	2,4	3,4
Q2	1,6	2,3	1,9	2,1	3,8	1,9	5,2	6,2	-	-	2,5	4,1
Q3	1,8	1,8	1,8	1,7	2,4	2,6	3,9	-0,2	-	-	2,7	2,9
Q4	1,8	2,5	1,9	1,6	5,1	1,9	1,1	19,9	-	-	3,8	5,5
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q1	0,6	0,4	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1	-	-
Q2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0	-	-
Q3	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	-	-
Q4	0,5	1,3	0,2	0,1	0,7	0,0	0,0	0,7	0,3	-0,8	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,2	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-	-
2016 Q1	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,3	-	-
Q2	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
Q3	1,8	1,8	1,0	0,4	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-	-
Q4	1,8	2,4	1,0	0,3	1,0	0,2	0,1	0,8	0,0	-0,6	-	-

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	9 101,6	150,0	1 777,3	461,1	1 711,3	415,8	461,5	1 044,9	979,3	1 778,8	321,4	1 034,3
2015	9 388,9	150,6	1 886,9	466,7	1 766,5	429,1	459,8	1 062,8	1 022,0	1 817,7	326,8	1 071,8
2016	9 632,6	145,7	1 925,4	486,5	1 820,5	444,6	452,5	1 090,6	1 064,6	1 865,7	336,5	1 108,3
2016 Q1	2 387,2	36,1	478,8	120,2	450,1	109,8	113,8	269,8	262,7	462,3	83,5	273,6
Q2	2 396,2	35,9	476,9	120,8	452,8	110,8	113,0	271,8	265,4	465,0	83,9	275,7
Q3	2 410,8	36,2	480,9	121,7	455,2	111,4	113,0	273,3	267,1	467,7	84,2	277,7
Q4	2 431,5	37,3	486,0	123,3	460,5	112,3	112,6	275,5	268,9	470,4	84,7	281,1
In % der Wertschöpfung												
2016	100,0	1,5	20,0	5,1	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2016 Q1	0,6	-1,2	0,4	1,1	1,0	0,9	1,0	0,3	0,8	0,4	0,5	0,1
Q2	0,3	-0,8	0,1	0,0	0,4	1,2	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,2	0,5
Q3	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,6
Q4	0,5	0,1	0,7	0,8	0,7	0,5	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1	1,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,9	-0,4	0,8	2,9	1,0	0,0	3,2
2016	1,7	-2,0	1,5	1,9	2,4	3,3	0,3	1,0	3,0	1,1	1,3	2,5
2016 Q1	1,5	-1,8	1,7	1,4	2,3	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9	3,3
Q2	1,6	-1,8	1,2	1,5	2,3	3,0	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3	2,4
Q3	1,7	-2,2	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4	2,6
Q4	1,8	-2,6	2,0	2,3	2,5	4,0	0,4	1,1	2,6	1,1	1,4	1,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2016 Q1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016 Q1	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q2	1,6	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q3	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
Q4	1,8	0,0	0,4	0,1	0,5	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	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,1	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5
2015	1,0	1,2	0,0	-1,0	0,2	0,1	1,2	1,2	-0,4	1,8	3,1	1,0	0,9
2016	1,3	1,5	-0,2	-0,5	0,5	0,0	1,7	2,2	-0,1	1,6	2,8	1,2	0,8
2016 Q1	1,4	1,7	-0,6	-1,4	0,7	0,0	1,7	2,2	-0,2	1,6	3,3	1,2	1,5
Q2	1,4	1,7	-0,2	-0,8	0,6	-0,3	2,0	2,0	0,1	1,2	2,9	1,3	1,1
Q3	1,2	1,5	0,0	-0,1	0,5	0,0	1,7	2,0	0,0	1,9	2,7	1,2	0,5
Q4	1,2	1,3	0,3	0,2	0,4	0,5	1,6	2,4	-0,2	1,7	2,5	1,0	0,2
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,3
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,4	6,7	25,8	2,9	2,6	1,0	13,2	21,9	6,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2
2015	1,2	1,4	0,0	0,0	0,6	0,7	0,9	2,3	-0,3	2,2	3,2	1,1	0,9
2016	1,1	1,4	0,1	-0,2	0,6	-0,1	1,6	2,0	0,1	1,4	2,8	0,8	0,6
2016 Q1	1,5	1,8	-0,1	0,0	1,0	0,3	1,7	2,5	0,0	1,5	3,8	0,9	1,2
Q2	1,5	1,6	0,9	0,1	0,9	0,0	2,1	2,3	0,8	1,9	3,4	0,9	0,9
Q3	1,0	1,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,2	1,7	1,6	0,0	1,4	2,2	0,6	-0,1
Q4	0,9	1,1	0,0	-0,3	0,5	-0,5	1,2	1,8	-0,3	1,1	2,0	0,9	-0,1
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3
2015	0,1	0,2	0,0	1,0	0,4	0,7	-0,2	1,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0
2016	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,3	-0,2
2016 Q1	0,1	0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,4	-0,3	-0,3
Q2	0,1	-0,1	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,2	0,7	0,7	0,5	-0,4	-0,2
Q3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7
Q4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,5	0,2	-0,9	-0,4	-0,5	-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	-0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio ¹⁾	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,8		18,2		52,2		47,8		
2014	160,334	4,6	18,635	11,6	6,1	15,215	10,4	3,420	23,7	9,929	11,5	8,706	11,8	1,5
2015	160,600	4,6	17,441	10,9	5,6	14,292	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,189	11,0	1,5
2016	161,974	4,3	16,226	10,0	5,0	13,275	9,0	2,951	20,9	8,471	9,7	7,755	10,4	1,7
2016 Q1	161,014	4,5	16,629	10,3	5,2	13,616	9,2	3,012	21,5	8,713	10,0	7,916	10,6	1,7
Q2	161,849	4,5	16,424	10,1	5,1	13,432	9,1	2,992	21,1	8,530	9,8	7,894	10,5	1,7
Q3	162,465	4,1	16,082	9,9	4,8	13,164	8,9	2,919	20,6	8,381	9,6	7,702	10,3	1,6
Q4	162,570	4,2	15,767	9,7	4,9	12,887	8,7	2,880	20,4	8,261	9,4	7,506	10,0	1,7
2016 Sept.	-	-	15,995	9,9	-	13,104	8,8	2,891	20,4	8,352	9,6	7,643	10,2	-
Okt.	-	-	15,839	9,8	-	12,967	8,7	2,871	20,3	8,301	9,5	7,538	10,1	-
Nov.	-	-	15,807	9,7	-	12,895	8,7	2,912	20,6	8,299	9,5	7,508	10,0	-
Dez.	-	-	15,656	9,6	-	12,799	8,6	2,856	20,2	8,182	9,4	7,473	10,0	-
2017 Jan.	-	-	15,579	9,6	-	12,791	8,6	2,788	19,8	8,130	9,3	7,449	9,9	-
Febr.	-	-	15,439	9,5	-	12,717	8,6	2,722	19,4	8,053	9,2	7,386	9,8	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

3.5 Konjunkturstatistiken

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

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Gesamtindex für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	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 Q2	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
Q3	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
Q4	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2017 Q1	107,9	1,1	.	-5,4	-11,0	2,0	13,1	.	55,6	56,9	55,1	55,6
2016 Nov.	106,5	-1,1	-	-6,2	-12,9	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
Dez.	107,8	0,0	-	-5,1	-12,1	3,5	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 Jan.	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
Febr.	108,0	1,3	-	-6,2	-10,1	1,8	13,9	-	55,4	57,3	55,5	56,0
März	107,9	1,2	-	-5,0	-9,9	1,8	12,7	-	56,2	57,5	56,0	56,4
April	.	.	-	-3,6	.	.	.	-	56,8	58,0	56,2	56,7

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens	Veränderung gegen Vorjahr in %							In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,6	-0,5	1,1	-5,0	1,0	-1,2	32,6	4,4	130,0	2,2	-0,4	0,8
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	1,0	2,7	1,0	33,0	4,9	131,2	2,5	6,8	1,4
2015	12,3	94,1	1,8	2,1	2,5	3,2	2,3	34,5	6,6	133,6	3,9	2,8	2,1
2016 Q1	12,3	93,5	2,4	2,0	3,9	2,0	3,1	34,1	6,8	132,7	3,6	4,3	1,9
Q2	12,5	93,6	2,4	2,4	6,6	3,2	3,6	33,9	7,0	133,9	3,7	3,8	2,0
Q3	12,5	93,5	1,6	2,3	5,7	4,2	3,9	34,0	7,3	132,6	3,6	3,8	1,9
Q4	.	.	1,1	2,1	5,6	4,2	4,4	33,9	7,4	133,1	3,3	8,0	1,8

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

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

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

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 Q1	887,3	793,3	94,0	516,1	424,1	196,8	177,2	148,6	135,1	25,8	57,0	9,4	11,0
Q2	895,0	793,4	101,6	519,9	421,1	193,0	178,1	155,7	139,1	26,5	55,1	7,1	7,3
Q3	902,5	812,8	89,6	524,3	431,4	197,0	177,6	154,6	136,4	26,7	67,4	6,6	5,5
Q4	935,2	861,1	74,1	542,4	453,3	199,8	204,8	165,2	138,7	27,9	64,4	9,5	10,1
2016 Sept.	303,5	271,9	31,6	176,4	143,6	66,4	59,8	51,5	45,7	9,1	22,8	2,4	1,9
Okt.	307,4	284,9	22,5	176,9	149,1	67,0	68,3	54,5	45,6	9,0	21,9	1,9	2,7
Nov.	315,6	288,4	27,3	181,8	151,6	66,6	69,0	58,4	45,9	8,9	21,9	2,3	2,8
Dez.	312,2	287,8	24,4	183,7	152,6	66,2	67,5	52,3	47,1	10,1	20,6	5,3	4,6
2017 Jan.	313,0	286,8	26,1	182,8	157,3	67,2	63,5	53,9	42,9	9,1	23,1	2,0	2,2
Febr.	314,2	276,3	37,9	186,7	157,2	68,5	59,0	50,2	45,9	8,8	14,2	2,8	1,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2017 Febr.	3 654,4	3 294,2	360,2	2 129,5	1 760,8	790,4	740,9	627,0	547,5	107,5	244,9	31,4	30,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2017 Febr.	34,0	30,7	3,4	19,8	16,4	7,4	6,9	5,8	5,1	1,0	2,3	0,3	0,3

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q1	-0,9	-2,5	503,3	233,7	104,9	151,2	422,8	438,1	240,2	72,3	117,1	327,4	37,2
Q2	0,0	-3,6	505,1	231,6	106,2	153,6	425,5	432,9	237,2	72,1	115,8	321,9	41,8
Q3	-0,1	-1,9	508,9	237,1	103,3	154,4	426,6	442,5	243,6	72,0	117,0	327,2	43,8
Q4	2,2	2,2	524,6	244,1	108,3	157,3	439,1	459,7	255,7	74,1	118,8	334,1	50,2
2016 Sept.	2,3	-1,4	170,2	79,9	34,5	51,5	142,7	147,2	81,3	23,7	38,9	108,5	14,2
Okt.	-4,5	-2,9	170,2	79,0	34,7	51,4	141,6	150,4	82,8	24,9	39,4	110,4	16,1
Nov.	5,5	5,2	175,6	82,3	35,1	53,2	146,9	153,5	86,0	24,2	39,7	111,8	16,4
Dez.	6,0	4,6	178,8	82,9	38,6	52,7	150,6	155,8	86,9	25,0	39,7	111,9	17,7
2017 Jan.	12,8	17,0	177,2	84,8	34,8	53,1	146,2	161,5	92,8	25,9	39,4	113,8	20,8
Febr.	4,4	5,3	177,9	.	.	.	148,9	158,7	.	.	.	112,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2016 Q1	-0,7	2,9	117,8	115,9	116,2	121,6	116,8	110,0	110,5	106,7	110,5	111,5	110,9
Q2	2,4	5,0	118,1	114,3	117,8	124,0	117,9	108,1	107,0	106,2	111,4	111,1	99,7
Q3	0,7	1,6	118,1	116,0	113,5	124,1	117,3	109,0	107,9	106,0	111,5	112,0	100,6
Q4	1,3	0,6	120,2	117,9	117,9	124,8	119,7	109,5	108,5	106,1	111,3	112,0	105,2
2016 Aug.	9,5	7,7	119,5	116,8	115,3	126,1	118,9	109,5	108,3	109,0	111,7	113,2	99,0
Sept.	2,8	1,0	118,6	117,3	113,7	124,4	117,9	108,5	107,7	103,9	111,1	111,3	97,4
Okt.	-4,9	-2,3	117,9	115,1	113,8	124,1	116,7	109,2	107,7	108,2	111,9	112,4	103,7
Nov.	4,7	4,6	120,8	119,6	115,2	125,9	120,1	110,8	110,8	105,2	111,7	113,0	108,2
Dez.	4,6	-0,3	121,9	118,9	124,8	124,3	122,3	108,6	107,1	104,8	110,4	110,7	103,7
2017 Jan.	8,9	6,2	119,6	119,8	113,3	123,8	117,8	109,8	110,9	108,2	107,1	111,2	112,8

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	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	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 Q2	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0
Q3	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,3
Q4	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,2	0,8	0,3
2017 Q1	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,9	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
2016 Okt.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
Nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,6	0,3
Dez.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,0	1,8	0,2	1,3	0,3
2017 Jan.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
Febr.	100,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,2	0,1	1,7	-0,1	-0,2	0,2	2,2	0,5
März	101,7	1,5	0,7	2,0	1,0	-0,1	0,1	-1,6	0,0	-0,8	0,1	1,7	0,7

	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 Q2	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2
Q3	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3
Q4	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2
2017 Q1	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7
2016 Okt.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1
Nov.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2
Dez.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2
2017 Jan.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7
Febr.	2,5	0,8	5,3	2,6	0,2	9,3	1,2	1,2	1,9	-0,9	1,7	0,8
März	1,8	1,0	3,1	2,1	0,3	7,4	1,3	1,2	1,9	-1,2	0,9	0,8

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	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,4
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9	0,4	3,3	5,4
2016 Q1	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,2	2,8	5,4
Q2	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,1
Q3	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,4	3,4	8,8
Q4	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	1,1	3,8	4,3
2016 Sept.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-
Okt.	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-
Nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-
Dez.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,1	1,7	0,0	3,8	-	-	-
2017 Jan.	104,8	3,9	3,7	1,5	2,2	0,7	1,5	2,1	0,2	10,5	-	-	-
Febr.	104,8	4,5	4,4	2,1	3,3	0,8	1,7	2,5	0,2	11,4	-	-	-

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⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Insgesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,4	0,8	0,8	-1,3	-2,4	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 Q2	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,4	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
Q3	106,7	0,9	0,6	0,3	0,8	0,8	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
Q4	107,2	0,8	0,9	0,7	0,8	1,2	0,0	0,1	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
2016 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,2	7,2	34,0	13,1	0,9	32,0
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,4	8,0	37,4	15,5	1,7	36,0
März	-	-	-	-	-	-	-	-	48,7	14,6	2,7	28,5	10,5	-2,2	29,3

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6
2016 Q2	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0
Q3	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8
Q4	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5
2017 Q1	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,0	67,8	56,7	55,0	51,4
2016 Nov.	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3
Dez.	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4
2017 Jan.	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9
Febr.	9,0	6,3	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1
März	9,8	5,2	6,1	-2,9	14,9	68,1	56,8	55,6	52,2
April	.	.	.	.	.	67,4	57,2	55,6	52,0

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2014	102,6	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,9	0,5	1,5	1,6	1,5
2016	105,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,6	1,4
2016 Q1	98,9	1,6	1,6	1,4	1,5	1,7	1,4
Q2	109,1	1,1	0,9	1,4	0,9	1,3	1,5
Q3	102,5	1,4	1,6	1,1	1,2	1,7	1,5
Q4	112,2	1,6	1,6	1,5	1,7	1,5	1,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forst- wirt- schaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,6	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4
2015	104,8	0,3	1,0	-2,3	1,0	0,6	0,7	0,6	3,5	1,8	1,1	1,9
2016	105,7	0,8	2,3	0,1	-0,4	0,6	0,1	1,1	4,0	1,2	1,6	1,7
2016 Q1	105,5	1,0	1,1	0,3	-0,1	0,7	0,9	1,2	4,4	2,1	1,6	2,7
Q2	105,6	0,9	2,0	0,2	-0,5	1,0	0,3	1,4	3,7	0,9	1,6	1,5
Q3	105,9	0,8	2,4	0,5	-0,8	0,6	-0,5	1,1	3,7	0,7	1,6	1,4
Q4	106,2	0,9	4,0	-0,3	-0,2	0,5	-0,2	0,7	4,2	1,5	1,6	1,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2014	106,5	1,3	0,2	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1
2015	107,9	1,3	1,4	1,7	0,8	1,5	2,4	0,6	2,5	1,6	1,1	1,0
2016	109,3	1,3	0,7	1,1	1,4	1,3	1,2	1,4	3,4	1,4	1,5	2,1
2016 Q1	108,9	1,3	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,7	3,6	1,5	1,3	2,1
Q2	109,1	1,2	1,0	0,8	1,3	1,3	1,2	1,0	3,5	1,3	1,3	1,8
Q3	109,5	1,3	0,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,6	2,8	1,0	1,6	2,2
Q4	110,1	1,5	1,1	1,2	1,6	1,5	1,3	1,2	3,5	1,6	1,7	2,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,4
2015	102,9	1,0	0,4	4,1	-0,2	0,9	1,7	0,0	-0,9	-0,2	0,0	-0,9
2016	103,4	0,5	-1,5	1,0	1,8	0,7	1,1	0,3	-0,6	0,1	-0,1	0,4
2016 Q1	103,3	0,3	-0,4	1,0	1,4	0,6	0,3	0,5	-0,8	-0,6	-0,3	-0,6
Q2	103,2	0,2	-1,0	0,6	1,8	0,3	0,9	-0,4	-0,2	0,4	-0,3	0,2
Q3	103,5	0,5	-2,1	0,7	2,3	0,6	1,6	0,5	-0,8	0,4	0,0	0,9
Q4	103,7	0,6	-2,8	1,6	1,8	0,9	1,5	0,6	-0,7	0,1	0,1	1,1
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2014	108,5	1,2	1,2	1,5	1,4	1,2	2,1	1,7	1,3	1,2	0,9	1,2
2015	109,7	1,1	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	0,7	2,1	1,3	1,0	1,0
2016	111,3	1,5	0,2	1,0	1,8	1,4	1,3	1,3	3,6	1,3	1,8	2,7
2016 Q1	110,5	1,2	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,0	1,4	3,0	1,0	1,6	2,6
Q2	110,7	1,2	0,1	0,4	1,3	1,3	0,9	0,7	3,2	1,1	1,9	2,5
Q3	111,3	1,6	0,7	1,2	2,2	1,1	1,3	1,7	3,6	1,2	2,1	3,3
Q4	112,1	1,8	1,3	1,0	2,3	1,9	1,8	1,4	4,8	1,7	1,7	3,2
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,8	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	-0,1
2015	105,0	0,9	-0,6	3,7	-0,9	1,1	0,6	-0,1	-1,4	-0,3	-0,1	-0,9
2016	105,7	0,6	-1,8	0,9	2,0	0,8	1,3	0,1	-0,5	0,1	0,2	0,7
2016 Q1	105,3	0,3	-1,8	0,7	1,0	0,5	0,0	0,3	-0,7	-1,0	0,0	-0,3
Q2	105,1	0,2	-2,0	0,3	1,6	0,2	0,7	-1,1	-0,9	-0,1	0,2	0,4
Q3	105,6	0,8	-1,9	0,8	2,6	0,6	2,0	0,5	-0,3	0,8	0,5	1,5
Q4	106,0	0,9	-2,3	1,4	2,8	1,3	2,1	0,7	-0,1	0,5	0,2	1,5

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	M3-M2			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	7	8	9	10				
	Bestände											
2014	969,5	4 970,5	5 939,9	1 581,7	2 149,8	3 731,5	9 671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10 322,1
2015	1 036,5	5 566,3	6 602,8	1 439,2	2 161,8	3 601,0	10 203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10 831,1
2016	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,9	2 175,8	3 496,7	10 686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11 375,2
2016 Q1	1 049,6	5 711,9	6 761,6	1 421,0	2 164,8	3 585,8	10 347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10 993,1
Q2	1 054,6	5 821,2	6 875,8	1 411,0	2 171,9	3 582,9	10 458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11 119,4
Q3	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Q4	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,9	2 175,8	3 496,7	10 686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11 375,2
2016 Sept.	1 066,6	5 946,7	7 013,3	1 393,3	2 174,5	3 567,8	10 581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11 251,3
Okt.	1 072,4	5 981,7	7 054,1	1 361,2	2 175,0	3 536,2	10 590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11 259,8
Nov.	1 075,2	6 069,9	7 145,1	1 350,4	2 171,9	3 522,4	10 667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11 344,7
Dez.	1 073,1	6 117,1	7 190,2	1 320,9	2 175,8	3 496,7	10 686,9	70,4	521,5	96,4	688,4	11 375,2
2017 Jan.	1 081,8	6 154,9	7 236,7	1 329,9	2 178,1	3 508,0	10 744,7	75,1	515,5	98,2	688,9	11 433,6
Febr. ^(p)	1 086,2	6 208,6	7 294,8	1 326,1	2 178,0	3 504,1	10 798,9	66,8	507,1	98,7	672,6	11 471,5
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,6	581,3	-107,9	16,0	-91,9	489,4	-4,3	42,3	17,6	55,7	545,1
2016 Q1	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
Q2	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
Q3	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
Q4	6,5	156,2	162,6	-65,5	3,4	-62,1	100,5	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,8
2016 Sept.	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,1	8,1	39,1
Okt.	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
Nov.	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
Dez.	-2,1	46,5	44,4	-27,7	3,9	-23,8	20,6	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,8
2017 Jan.	8,7	41,5	50,3	11,6	2,2	13,8	64,1	4,8	-6,0	1,1	-0,1	64,0
Febr. ^(p)	4,3	50,3	54,6	-4,4	-0,1	-4,6	50,0	-8,4	-8,4	0,3	-16,6	33,5
	Wachstumsraten											
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2016 Q1	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
Q2	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
Q3	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,6	5,9	5,1
Q4	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2016 Sept.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,6	5,9	5,1
Okt.	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
Nov.	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
Dez.	3,5	9,8	8,8	-7,5	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,7	8,8	5,0
2017 Jan.	3,6	9,3	8,4	-6,7	0,8	-2,2	4,7	-7,3	8,9	12,0	7,3	4,8
Febr. ^(p)	3,9	9,2	8,4	-6,2	0,7	-2,1	4,8	-24,3	8,1	6,8	3,5	4,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungs- gesellschaften und Pensi- onseinrich- tungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jah- ren	Mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Mo- naten	Repoge- schäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Bestände													
2014	1 845,1	1 349,1	365,1	111,6	19,4	5 557,7	2 749,5	812,1	1 993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1 930,5	1 483,9	321,7	116,4	8,4	5 750,9	3 059,7	695,1	1 993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2 056,1	1 636,6	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 001,3	196,5	380,6
2016 Q1	1 984,8	1 536,6	322,7	116,0	9,4	5 829,7	3 137,1	693,6	1 996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
Q2	2 013,7	1 574,3	314,0	117,1	8,4	5 906,0	3 214,2	688,8	2 000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
Q3	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
Q4	2 056,1	1 636,6	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 001,3	196,5	380,6
2016 Sept.	2 047,5	1 602,5	317,8	118,1	9,1	5 979,5	3 301,8	672,0	2 003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
Okt.	2 037,3	1 604,6	307,6	118,1	7,0	6 001,8	3 334,4	660,0	2 004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
Nov.	2 064,6	1 634,0	305,1	117,1	8,5	6 029,6	3 372,2	652,0	2 002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
Dez.	2 056,1	1 636,6	293,9	117,0	8,6	6 049,7	3 399,7	643,6	2 004,8	1,7	1 001,3	196,5	380,6
2017 Jan.	2 099,5	1 677,2	299,3	116,0	7,0	6 087,9	3 438,6	636,1	2 010,5	2,7	963,1	194,6	392,9
Febr. ^(p)	2 120,5	1 695,9	301,8	116,0	6,8	6 112,3	3 469,4	628,0	2 012,0	2,8	959,5	195,4	391,9
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	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	30,4	-29,3	17,1
2016 Q1	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
Q2	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
Q3	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
Q4	5,6	29,2	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,7	-10,0	-4,9
2016 Sept.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
Okt.	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
Nov.	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
Dez.	-8,9	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,9	-9,8	-2,4
2017 Jan.	46,0	42,4	6,2	-1,0	-1,6	38,9	39,5	-7,3	5,6	1,0	-35,3	-1,8	12,3
Febr. ^(p)	19,5	17,2	2,5	0,0	-0,2	23,3	30,3	-8,7	1,5	0,1	-5,7	0,7	-0,5
Wachstumsraten													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Q1	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
Q2	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
Q3	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
Q4	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 Sept.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
Okt.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
Nov.	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
Dez.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 Jan.	7,1	10,5	-5,4	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,8	0,9	-19,6	-1,0	-13,5	5,6
Febr. ^(p)	7,6	10,9	-4,6	-0,5	-26,6	5,4	11,5	-8,9	0,9	-4,4	-2,0	-15,4	5,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen			
					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	12 504,8	10 454,5	10 726,7	4 299,6	5 200,7	825,1	129,0	1 280,0	770,3	
2015	3 904,2	1 112,3	2 789,5	12 599,4	10 512,0	10 807,4	4 274,5	5 307,6	806,3	123,5	1 305,1	782,3	
2016	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 844,9	10 673,5	10 981,2	4 300,9	5 409,3	850,8	112,5	1 385,2	786,2	
2016 Q1	4 053,6	1 115,9	2 924,6	12 629,6	10 561,2	10 824,5	4 288,8	5 338,9	824,8	108,8	1 312,2	756,2	
Q2	4 191,8	1 112,5	3 066,2	12 664,0	10 566,1	10 870,4	4 297,1	5 348,3	816,8	103,9	1 342,5	755,4	
Q3	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5	
Q4	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 844,9	10 673,5	10 981,2	4 300,9	5 409,3	850,8	112,5	1 385,2	786,2	
2016 Sept.	4 272,2	1 105,2	3 153,6	12 769,1	10 623,5	10 927,4	4 289,6	5 379,3	845,5	109,1	1 365,2	780,5	
Okt.	4 291,1	1 099,6	3 178,1	12 810,3	10 656,5	10 956,9	4 302,9	5 388,3	850,8	114,5	1 373,1	780,7	
Nov.	4 320,9	1 092,5	3 215,0	12 851,3	10 699,4	10 981,8	4 321,0	5 407,2	855,3	115,9	1 379,0	772,9	
Dez.	4 397,5	1 082,0	3 302,3	12 844,9	10 673,5	10 981,2	4 300,9	5 409,3	850,8	112,5	1 385,2	786,2	
2017 Jan.	4 388,7	1 087,3	3 287,7	12 886,4	10 696,3	10 995,5	4 316,3	5 422,6	842,8	114,6	1 404,0	786,1	
Febr. ^(p)	4 405,0	1 073,2	3 318,0	12 916,1	10 719,6	11 011,8	4 323,0	5 443,4	841,6	111,6	1 403,6	792,9	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2014	73,8	16,4	57,4	-102,0	-47,1	-33,3	-61,1	-14,9	17,2	11,7	-89,8	35,0	
2015	284,9	-21,1	305,7	86,7	58,1	73,2	-13,1	98,2	-21,4	-5,7	25,1	3,5	
2016	458,8	-34,9	493,6	318,4	232,5	251,0	81,6	119,3	42,7	-11,1	80,6	5,2	
2016 Q1	120,0	1,5	118,5	69,3	79,3	52,2	35,9	36,2	21,8	-14,6	11,0	-21,0	
Q2	116,4	-8,9	125,2	54,8	22,1	64,6	19,5	14,5	-6,9	-5,0	31,1	1,6	
Q3	69,3	-7,3	76,3	113,3	70,3	72,1	6,6	33,8	24,8	5,2	20,9	22,1	
Q4	153,2	-20,3	173,6	81,0	60,9	62,0	19,7	34,8	3,1	3,3	17,6	2,6	
2016 Sept.	12,2	-2,6	14,8	24,2	20,7	22,2	-1,3	14,7	8,7	-1,4	1,2	2,3	
Okt.	38,8	-5,5	44,3	44,0	33,7	29,9	16,0	7,2	5,0	5,5	7,7	2,6	
Nov.	45,3	-7,0	52,3	36,3	37,6	20,6	16,1	18,9	1,3	1,3	5,5	-6,8	
Dez.	69,0	-7,8	77,0	0,6	-10,4	11,4	-12,4	8,7	-3,2	-3,5	4,3	6,7	
2017 Jan.	16,2	5,3	10,5	54,2	31,0	24,8	18,4	14,5	-4,0	2,1	19,5	3,7	
Febr. ^(p)	8,0	-13,0	20,9	23,4	19,9	12,5	5,1	19,9	-2,2	-3,0	-1,2	4,7	
Wachstumsraten													
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4	
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4	
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2016 Q1	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3	
Q2	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9	
Q3	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8	
Q4	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2016 Sept.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8	
Okt.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5	
Nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7	
Dez.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,3	5,3	-9,0	6,2	0,7	
2017 Jan.	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,8	2,4	4,5	-8,6	7,1	2,6	
Febr. ^(p)	9,8	-3,9	15,1	2,6	2,0	2,3	1,5	2,4	3,8	-11,4	6,7	3,6	

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⁾	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2014	4 299,6	4 253,9	1 109,8	720,7	2 469,1	5 200,7	5 546,1	563,5	3 860,9	776,4
2015	4 274,5	4 257,7	1 038,4	758,5	2 477,6	5 307,6	5 640,6	595,9	3 948,4	763,3
2016	4 300,9	4 301,7	997,3	796,3	2 507,3	5 409,3	5 725,9	616,5	4 042,5	750,3
2016 Q1	4 288,8	4 261,6	1 048,5	768,6	2 471,6	5 338,9	5 659,1	602,6	3 974,9	761,4
Q2	4 297,1	4 278,6	1 040,4	774,9	2 481,8	5 348,3	5 683,5	604,1	3 986,3	757,9
Q3	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Q4	4 300,9	4 301,7	997,3	796,3	2 507,3	5 409,3	5 725,9	616,5	4 042,5	750,3
2016 Sept.	4 289,6	4 279,7	1 009,4	786,9	2 493,3	5 379,3	5 701,1	608,5	4 018,2	752,6
Okt.	4 302,9	4 288,6	1 022,9	787,3	2 492,7	5 388,3	5 712,5	612,8	4 019,3	756,2
Nov.	4 321,0	4 298,0	1 030,8	794,8	2 495,3	5 407,2	5 723,1	614,9	4 035,8	756,5
Dez.	4 300,9	4 301,7	997,3	796,3	2 507,3	5 409,3	5 725,9	616,5	4 042,5	750,3
2017 Jan.	4 316,3	4 310,3	1 012,2	798,1	2 506,0	5 422,6	5 743,3	620,7	4 052,2	749,8
Febr. ^(p)	4 323,0	4 314,7	1 010,6	796,8	2 515,6	5 443,4	5 756,7	623,5	4 072,3	747,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,6	96,9	-17,5	45,2	54,0	119,3	111,2	23,7	105,9	-10,4
2016 Q1	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
Q2	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
Q3	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
Q4	19,7	29,5	-9,4	8,5	20,6	34,8	29,6	9,0	31,4	-5,6
2016 Sept.	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
Okt.	16,0	11,3	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
Nov.	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
Dez.	-12,4	9,9	-29,4	0,7	16,3	8,7	9,1	2,4	10,8	-4,5
2017 Jan.	18,4	13,2	15,9	2,0	0,6	14,5	19,1	4,6	9,9	0,0
Febr. ^(p)	5,1	2,7	-1,8	-1,1	8,1	19,9	12,3	1,7	18,6	-0,5
Wachstumsraten										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2016 Q1	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
Q2	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
Q3	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Q4	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2016 Sept.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
Okt.	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
Nov.	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
Dez.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,4
2017 Jan.	1,8	2,3	-1,8	5,5	2,1	2,4	2,2	4,6	2,8	-1,2
Febr. ^(p)	1,5	2,0	-2,1	4,0	2,3	2,4	2,3	4,1	2,9	-1,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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	7 127,8	2 186,6	92,2	2 388,1	2 460,8	1 381,1	217,8	184,5	139,7
2015	284,8	6 996,4	2 119,7	79,8	2 254,0	2 543,0	1 343,8	264,9	205,9	135,6
2016	318,0	6 919,1	2 054,4	70,6	2 140,8	2 653,3	1 131,5	238,4	205,9	121,6
2016 Q1	314,7	6 962,3	2 113,6	76,9	2 179,5	2 592,3	1 293,8	293,1	247,1	152,1
Q2	319,3	7 006,3	2 094,1	74,6	2 175,8	2 661,8	1 292,4	296,8	238,0	144,0
Q3	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 196,1	284,6	209,2	129,1
Q4	318,0	6 919,1	2 054,4	70,6	2 140,8	2 653,3	1 131,5	238,4	205,9	121,6
2016 Sept.	310,1	6 960,6	2 068,5	72,4	2 125,1	2 694,6	1 196,1	284,6	209,2	129,1
Okt.	324,1	6 950,9	2 071,2	72,4	2 123,5	2 683,9	1 138,4	295,1	193,0	133,7
Nov.	296,6	6 934,5	2 061,6	71,9	2 136,6	2 664,4	1 108,9	294,7	194,7	121,3
Dez.	318,0	6 919,1	2 054,4	70,6	2 140,8	2 653,3	1 131,5	238,4	205,9	121,6
2017 Jan.	302,8	6 875,2	2 037,8	69,8	2 127,8	2 639,8	1 110,9	225,5	176,5	106,3
Febr. ^(p)	295,1	6 921,5	2 026,3	69,6	2 129,3	2 696,3	1 101,4	265,5	171,4	104,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-86,5	-15,1	21,4	-4,0
2016	30,2	-148,1	-72,5	-9,1	-120,6	54,1	-282,6	-67,4	12,8	-12,0
2016 Q1	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3
Q2	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-66,6	3,2	-9,2	-8,1
Q3	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-98,2	-12,2	-19,2	-13,7
Q4	5,8	-24,8	-20,8	-2,6	-17,3	16,0	-43,0	-92,4	-0,2	-7,5
2016 Sept.	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-10,2	-17,2	3,4	-4,3
Okt.	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-53,2	-8,1	-13,1	4,7
Nov.	-27,6	-10,3	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-12,5	-28,6	1,7	-12,4
Dez.	20,3	-15,4	-7,8	-1,3	-3,3	-2,9	22,7	-55,6	11,2	0,3
2017 Jan.	-15,6	-27,5	-10,3	-0,8	-5,5	-10,8	2,6	-52,1	-28,3	-14,7
Febr. ^(p)	-8,2	11,7	-12,7	-0,2	-6,7	31,4	-44,0	49,6	-5,1	-2,0
Wachstumsraten										
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9
2016	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2016 Q1	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9
Q2	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9
Q3	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
Q4	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2016 Sept.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2
Okt.	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3
Nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6
Dez.	10,6	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,1	-	-	6,3	-9,0
2017 Jan.	-1,4	-2,1	-3,5	-11,3	-4,8	1,6	-	-	-12,2	-23,8
Febr. ^(p)	-1,7	-1,7	-4,4	-10,5	-4,0	2,7	-	-	-25,7	-25,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes des Euroraums	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,4	2,6	17,5	71,2	46,4	26,3	45,0	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	92,0	2,7	17,1	72,1	45,2	26,0	46,8	10,0	82,0	18,8	31,9	41,2	89,9	2,1
2015	90,3	2,8	16,2	71,3	45,5	27,5	44,7	9,3	81,0	17,7	31,1	41,5	88,2	2,1
2016	89,2	2,7	15,5	71,0	47,7	30,3	41,4	9,0	80,2	17,6	29,5	42,1	87,1	2,1
2016 Q1	91,3	2,7	16,2	72,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	91,2	2,7	16,0	72,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	90,1	2,7	15,6	71,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	89,3	2,7	15,5	71,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst über 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,8	12,8	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,3	12,5	4,6	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2015 Q4	14,8	12,8	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 Q1	15,1	13,2	4,7	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
Q2	15,0	13,1	4,8	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1
Q3	14,5	12,7	4,0	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2
2016 Okt.	14,5	12,7	3,8	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Nov.	14,6	12,8	4,3	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3
Dez.	14,3	12,5	4,6	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017 Jan.	14,5	12,7	4,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
Febr.	14,1	12,4	4,2	1,7	0,4	7,0	2,6	1,1	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,3
März	14,4	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	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	-0,2	-0,2	-5,7	-13,1	-7,0	-4,0	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,7	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,7	0,1	-2,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,7	-1,2	
2016	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
2016 Q1	-2,6	0,8	0,7	-1,6	-4,8	-5,1	-3,5	-2,6	-0,3	
Q2	-2,6	0,8	0,8	-1,6	-3,7	-5,3	-3,3	-2,4	-1,3	
Q3	-3,0	0,6	0,5	-1,8	-1,8	-4,8	-3,4	-2,4	-1,0	
Q4	-2,6	0,8	0,3	-0,6	0,7	-4,5	-3,4	-2,4	0,4	
Verschuldung										
2013	105,6	77,5	10,2	119,5	177,4	95,5	92,3	129,0	102,2	
2014	106,7	74,9	10,7	105,3	179,7	100,4	94,9	131,8	107,1	
2015	106,0	71,2	10,1	78,7	177,4	99,8	95,6	132,1	107,5	
2016	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,0	132,6	107,8	
2016 Q1	109,2	70,9	9,9	80,1	176,4	101,2	97,6	134,8	108,4	
Q2	109,7	70,2	9,7	77,7	179,7	101,1	98,4	135,4	107,5	
Q3	108,7	69,5	9,6	77,1	176,3	100,4	97,5	132,7	110,6	
Q4	105,9	68,3	9,5	75,4	179,0	99,4	96,6	132,6	107,8	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,1	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,4	-2,0	-2,3	-2,7	-7,2	-5,4	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,4	-1,3	-2,1	-1,1	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
2016 Q1	-0,7	-0,1	1,3	-0,3	-1,9	-1,0	-3,7	-2,7	-2,5	-2,4
Q2	-0,4	0,4	1,1	0,4	-1,0	-0,9	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4
Q3	0,2	0,2	1,1	0,8	-0,4	-0,6	-3,7	-1,7	-2,0	-2,2
Q4	0,0	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,8	-1,7	-1,9
Verschuldung										
2013	39,0	38,7	23,4	68,7	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,4	64,3	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6	60,2
2015	36,5	42,7	21,6	60,6	65,2	85,5	129,0	83,1	52,5	63,7
2016	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6
2016 Q1	36,3	40,0	21,9	61,8	64,9	86,5	128,9	83,6	51,8	64,3
Q2	38,9	40,1	21,4	61,0	63,8	86,2	131,6	82,5	52,9	61,9
Q3	37,9	41,3	20,9	59,7	62,0	83,7	133,1	82,8	52,7	61,8
Q4	40,1	40,2	20,0	58,3	62,3	84,6	130,4	79,7	51,9	63,6

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2017

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 26. April 2017.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-17-003-DE-N (Online-Version)