



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2018



# Inhalt

<b>Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	11
3 Konjunktorentwicklung	14
4 Preise und Kosten	19
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	22
<b>Kästen</b>	<b>27</b>
1 Wirtschaftliche Ungleichgewichte in China: Könnte ein Abschwung am Wohnimmobilienmarkt das Wachstum gefährden?	27
2 Zyklische Entwicklung der Leistungsbilanz im Euro-Währungsgebiet	32
3 Wachstumssynchronisation in den Ländern des Euro-Währungsgebiets	38
4 Die Bedeutung der Lohnentwicklung für den Inflationsanstieg	43
5 Entwicklung der Vergabe von Hypothekendarlehen im Euro-Währungsgebiet	48
6 Länderspezifische Empfehlungen zur Wirtschaftspolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2018	52
<b>Aufsätze</b>	<b>59</b>
1 Die Rechenschaftspflicht der EZB in der Praxis und ihre Entwicklung während der Finanzkrise	59
2 Messung der Fragmentierung am Interbankengeldmarkt für unbesicherte Übernachtkredite im Euro-Währungs-gebiet: Betrachtung aus der Perspektive der geldpolitischen Transmission	86
3 Private Konsumausgaben und ihre Bestimmungsfaktoren im aktuellen Konjunkturaufschwung	102
<b>Statistik</b>	<b>130</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Die seit der EZB-Ratssitzung am 14. Juni verfügbar gewordenen Informationen deuten darauf hin, dass die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets nach wie vor ein solides und breit angelegtes Wachstum aufweist.<sup>1</sup> Unsicherheiten im Zusammenhang mit globalen Faktoren, vor allem die Gefahr von Protektionismus, spielen noch immer eine wichtige Rolle, und auch das Risiko einer anhaltend erhöhten Finanzmarktvolatilität muss weiterhin beobachtet werden. Dennoch können die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets nach wie vor als weitgehend ausgegogen erachtet werden. Die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft hat die Zuversicht des EZB-Rats gefestigt, dass sich die nachhaltige Annäherung der Inflation an das von ihm definierte Ziel in nächster Zeit und auch nach einer allmählichen Reduzierung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten fortsetzen wird. Gleichwohl bedarf es noch erheblicher geldpolitischer Impulse, um den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen. Diese Unterstützung erfolgt weiterhin über den Nettoerwerb von Vermögenswerten bis zum Jahresende, den beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und die damit verbundenen Reinvestitionen sowie die erweiterte Forward Guidance des EZB-Rats im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB. In jedem Fall ist der EZB-Rat bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin auf nachhaltige Weise dem von ihm gesetzten Ziel annähert.

Die stetige Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft setzte sich nach wie vor im zweiten Quartal 2018 fort. Allerdings standen Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit Handelszöllen weiterhin im Vordergrund. Zudem zeigten die Indikatoren des Welthandels eine Verlangsamung an. In den Schwellenländern haben sich die Finanzierungsbedingungen etwas verschärft, während sie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt weiterhin günstig sind.

Die Renditen von Staatsanleihen des Euroraums sind seit der EZB-Ratssitzung am 14. Juni 2018 gesunken. Dies geschah vor dem Hintergrund einer nachlassenden Volatilität an den Staatsanleihemärkten und niedrigerer risikofreier Zinsen. Bei Aktien kam es angesichts der zunehmend angespannten Handelsbeziehungen zu Kurskorrekturen. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Basis auf.

Die aktuellen Konjunkturindikatoren haben sich stabilisiert und deuten nach wie vor auf ein anhaltend solides und breit angelegtes – wenn auch im Vergleich zum Vorjahr etwas schwächeres – Wirtschaftswachstum hin. Diese Verlangsamung ist

---

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

auf einen Rückgang gegenüber dem sehr kräftigen Wachstum im vorangegangenen Jahr zurückzuführen und hängt in erster Linie mit schwächeren Wachstumsimpulsen des zuvor sehr kräftigen Außenhandels zusammen. Hinzu kommen die gestiegene Unsicherheit sowie einige vorübergehende und angebotsseitige Faktoren sowohl im Euroraum als auch weltweit. Die privaten Konsumausgaben werden noch immer vom anhaltenden Beschäftigungszuwachs getragen, der seinerseits zum Teil den vorangegangenen Arbeitsmarktreformen zu verdanken ist, sowie vom steigenden Vermögen der privaten Haushalte. Die Investitionen der Unternehmen werden durch günstige Finanzierungsbedingungen, eine bessere Ertragslage und eine solide Nachfrage gestützt. Die Wohnungsbauinvestitionen entwickeln sich weiterhin robust. Darüber hinaus dürfte sich die breit angelegte Expansion der weltweiten Nachfrage fortsetzen und den Ausfuhren des Euroraums Impulse verleihen.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet stieg im Juni auf 2,0 % nach 1,9 % im Vormonat, was in erster Linie einem stärkeren Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln geschuldet war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürften sich die Jahreswachstumsraten der Gesamtinflation im restlichen Jahresverlauf auf dem derzeitigen Niveau bewegen. Zwar entwickeln sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Teuerung insgesamt nach wie vor verhalten, sie haben jedoch gegenüber den früheren Tiefständen zugelegt. Vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten erhöht sich der binnenwirtschaftliche Kostendruck. Die Unsicherheit im Hinblick auf die Inflationsaussichten nimmt ab. Gegen Ende des Jahres dürfte die zugrunde liegende Inflation, getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung, der damit verbundenen Absorption der wirtschaftlichen Unterauslastung und einem höheren Lohnwachstum, anziehen und anschließend auf mittlere Sicht allmählich steigen.

Die monetäre Analyse zeigt, dass sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge im Juni 2018 wieder erhöht hat, nachdem es seit dem letzten Höchststand im September 2017 immer weiter gesunken war. Die Erholung der Kreditvergabe an den privaten Sektor setzt sich fort und beruht hauptsächlich auf den Buchkrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum für das zweite Quartal 2018 deutet darauf hin, dass das Kreditwachstum weiterhin von einer Lockerung der Kreditvergaberichtlinien und einer steigenden Nachfrage in sämtlichen Kreditkategorien gestützt wurde. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet hat Schätzungen zufolge weiter zugenommen, und auch die Finanzierungskosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sind günstig geblieben.

In Anbetracht der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse und der Signale aus der monetären Analyse bestätigte der EZB-Rat, dass weiterhin eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich ist, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

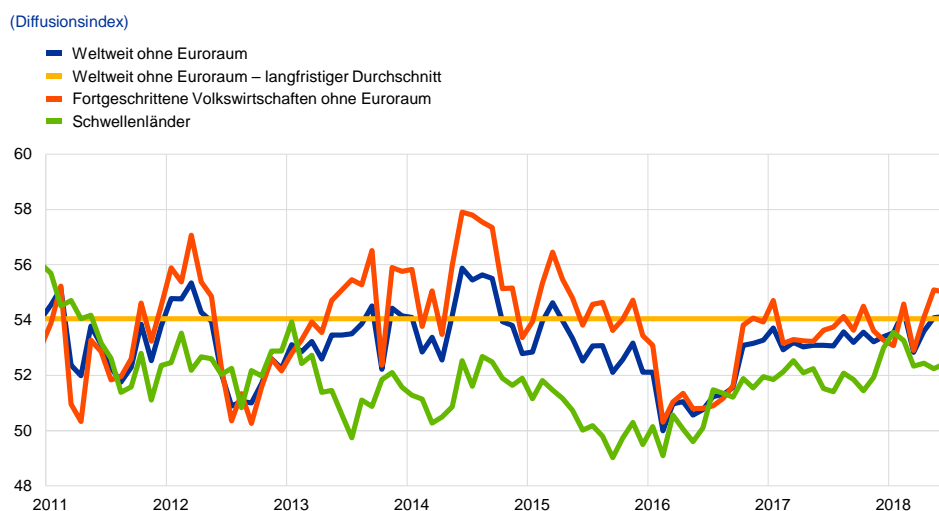
Dementsprechend beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu belassen, und geht nach wie vor davon aus, dass sie mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden,

um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigte der EZB-Rat, dass das Eurosystem den Nettoerwerb im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im derzeitigen Umfang von monatlich 30 Mrd € bis Ende September 2018 fortführen wird. Der EZB-Rat geht davon aus, dass er nach September den Nettoerwerb von Vermögenswerten bis Ende Dezember 2018 auf einen Umfang von monatlich 15 Mrd € reduzieren und dann beenden wird, sofern die neu verfügbaren Daten seine mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigen. Ferner beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

**Die globalen Umfrageindikatoren zeigen für das zweite Quartal des laufenden Jahres weiterhin eine stetige Wachstumsdynamik an.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) stieg auch im Juni leicht an (siehe Abbildung 1) und erreichte ein Viermonatshoch. Dies war dem anhaltenden Aufschwung im Dienstleistungssektor zu verdanken, der den moderaten Rückgang im verarbeitenden Gewerbe mehr als ausgleichen konnte. Auf Quartalsbasis lag der EMI im zweiten Jahresviertel knapp über dem Durchschnitt des vorangegangenen Dreimonatszeitraums. Der zusammengesetzte EMI für die Produktion verzeichnete in den Vereinigten Staaten im Juni einen etwas niedrigeren Stand als im Mai, während er in Japan und im Vereinigten Königreich zulegte. Was die Schwellenländer betrifft, so stieg der Index im Juni in China an und ging in Indien deutlich zurück; in Russland und Brasilien verlangsamte sich die Expansionsrate indessen.

### Abbildung 1

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



Quellen: Haver Analytics, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2018. Der langfristige Durchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis Juni 2018.

**Die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft haben sich zugleich erhöht, was mit den Maßnahmen und Drohungen der Vereinigten Staaten in Bezug auf Zoll-erhöhungen sowie möglichen Vergeltungsmaßnahmen seitens der betroffenen Länder zusammenhängt.** Die erste Welle von Strafzöllen auf chinesische Importe in die USA trat am 6. Juli in Kraft, und weitere Schritte sind geplant. Unterdessen gaben die chinesischen Behörden bekannt, dass sie ihrerseits Vergeltungsmaßnahmen zu ergreifen gedenken. Gleichzeitig wurden die Gegenmaßnahmen der Europäischen Union und Kanadas als Reaktion auf die zuvor von den Vereinigten Staaten erhobenen Einfuhrzölle auf Stahl und Aluminium wirksam. Die US-Regierung stellte ferner auch die Importe von Automobilen und Kfz-Ersatzteilen auf den Prüfstand. Sollten die USA entsprechende protektionistische Maßnahmen

beschließen, könnte dies insbesondere Japan, Kanada, Mexiko und Südkorea sowie wichtige Volkswirtschaften der Europäischen Union betreffen. Die komplexen Wertschöpfungsketten könnten die negativen Auswirkungen des Protektionismus auf die Weltwirtschaft noch weiter verschärfen. Sollten alle angedrohten Schritte umgesetzt werden, würde der durchschnittliche US-Einfuhrzollsatz insgesamt auf den höchsten Stand der letzten 50 Jahre steigen. Diese Entwicklungen stellen auf die kurze bis mittlere Frist ein ernst zu nehmendes Risiko für die globalen Handels- und Konjunkturaussichten dar.

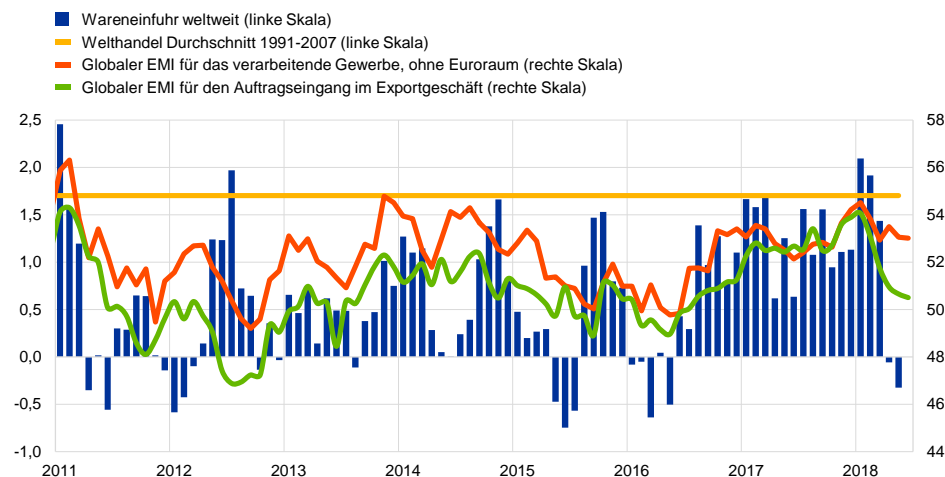
**Weltweit wirken sich die Finanzierungsbedingungen nach wie vor insgesamt stützend aus, wobei sie sich in den Schwellenländern jedoch etwas verschärft haben.** Der geldpolitische Kurs in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist alles in allem immer noch akkommodierend. In den Vereinigten Staaten hob der Offenmarktausschuss der US-Notenbank die Leitzinsen im Juni erwartungsgemäß an. Vor dem Hintergrund der steigenden Inflation und der angespannteren Lage am Arbeitsmarkt revidierte das Federal Reserve System auch die zu erwartende Entwicklung des Zielzinssatzes für Tagesgeld nach oben und sieht nun für 2018 insgesamt vier statt wie zuvor drei Erhöhungen vor. Die erneut aufkommenden Spannungen im Weltmarkt und die Aufwertung des US-Dollar hatten etwas restriktivere Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern zur Folge. In China gaben auch die Aktienkurse nach, und der Renminbi war einem gewissen Abwertungsdruck ausgesetzt. Die Volatilität an den internationalen Aktienmärkten nahm insgesamt zu, wobei die Aktienkurse im Automobil- und Technologiesektor unter Abwärtsdruck gerieten. Im Vereinigten Königreich sind die Notenbankzinsen unverändert geblieben, und die Bank von Japan hält die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Einklang mit ihrem Programm zur Steuerung der Zinsstrukturkurve bei nahe null. Was die Schwellenländer betrifft, so haben Russland und Brasilien ihre Zinssätze in den vergangenen Monaten stabil gehalten, während die Leitzinsen in der Türkei und in Argentinien im Mai und Juni angesichts erheblicher Spannungen an den Finanzmärkten stark angehoben wurden. China hat die Straffung der inländischen Finanzierungsbedingungen weiter fortgesetzt, um den Risiken im Finanzsystem entgegenzuwirken.

**Die Indikatoren des Welthandels weisen auf eine schwächere Dynamik hin.** So war bei den monatlichen Handelsdaten eine deutliche und über die Länder hinweg breit angelegte Verringerung zu verzeichnen. Bei den globalen Wareneinfuhren kam es im April und Mai 2018 zu einer Kontraktion, die eine Umkehr gegenüber dem im ersten Quartal beobachteten kräftigen Wachstum darstellte. Auch war der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft in den fünf Monaten bis Juni durchweg rückläufig (siehe Abbildung 2). Andere Handelsindikatoren schwächten sich ebenfalls ab, darunter Messgrößen zu den globalen Wertschöpfungsketten. Insgesamt lassen diese Indikatoren eine geringere Handelsdynamik im zweiten Quartal 2018 erkennen.



## Abbildung 2 Welthandel und Umfrageergebnisse

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



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

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

**Die globale Inflation zog im Mai leicht an.** In den Mitgliedstaaten der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Mai auf 2,6 %. Dies war hauptsächlich der Energiepreisentwicklung zuzuschreiben, während sich die Teuerung der Nahrungsmittel etwas verlangsamte. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet erhöhte sich die jährliche Inflationsrate im OECD-Raum geringfügig auf 2 %. Den Erwartungen zufolge dürfte die Teuerung auf kurze Sicht im Zuge der steigenden Ölnotierungen weiter anziehen. Längerfristig ist davon auszugehen, dass der allmähliche Rückgang der Kapazitätsreserven die zugrunde liegende Inflation ebenfalls stützen wird.

**Die Ölpreise blieben trotz gewisser Schwankungen weitgehend stabil.** Die Preise für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent stiegen von rund 75 USD Mitte Juni auf 78 USD am 10. Juli. Anschließend gingen sie wieder zurück und erreichten am 20. Juli ein Niveau von 73 USD je Barrel. Bislang hat sich die Ankündigung der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) vom 22. Juni, die Fördermengen erhöhen zu wollen, vergleichsweise moderat auf die Ölpreise ausgewirkt. Während die Märkte von einer Produktionsausweitung um eine Million Barrel pro Tag ausgegangen waren, deuten die Kapazitätsengpässe in vielen OPEC-Staaten kurzfristig auf einen geringeren Anstieg des Ölangebots hin. Außerdem erhielten die Notierungen im Juli Auftrieb von einer kräftigen globalen Ölnachfrage, anhaltenden geopolitischen Spannungen im Zusammenhang mit dem Iran sowie politischen Turbulenzen in Venezuela und Libyen. Zuletzt waren die Ölpreise wieder leicht rückläufig. Die Notierungen für Rohstoffe ohne Öl sind seit Mitte Juni um etwa 8 % gesunken, wobei sich Nahrungsmittel und Metalle um 8 % bzw. 9 % verbilligten. Dass sich die Nahrungsmittelpreise verringerten, war einem hohen Angebot aufgrund günstiger Wetterbedingungen in Nordamerika und der Sorge über die zunehmende Androhung protektionistischer Maßnahmen geschuldet, von denen auch Nahrungsmittelrohstoffe, und hier in erster Linie Sojabohnen, betroffen waren.

Die fallenden Metallpreise lassen sich unter anderem durch eine geringere Nachfrage in China und Bedenken hinsichtlich eines möglichen Handelskriegs erklären.

**Die Konjunkturaussichten der Vereinigten Staaten bleiben zwar solide, doch zeigen sich die Unternehmen angesichts der Strafzölle besorgt.** Das reale BIP wuchs im ersten Quartal 2018 auf Jahresrate hochgerechnet um 2 %. Trotz der leichten Konjunkturabschwächung ist der kurzfristige Ausblick der Vereinigten Staaten nach wie vor positiv. Getragen wird er von soliden Fundamentaldaten und der stark expansiven, prozyklisch wirkenden Finanzpolitik. So befindet sich das Verbrauchervertrauen auf einem zyklischen Höchststand, und die Binnennachfrage dürfte zusätzlich durch Steuersenkungen gestützt werden, auch wenn der jüngste Anstieg der Benzinpreise die positiven Effekte der expansiven Finanzpolitik etwas schmälern könnte. Unterdessen zeigt die anekdotische Evidenz aus regionalen Umfragen im verarbeitenden Gewerbe, dass den US-Unternehmen die Auswirkungen einer möglichen weiteren Eskalation der Handelsspannungen Sorgen bereiten, was wiederum ihre Investitionsausgaben beeinflussen könnte. Was den Arbeitsmarkt betrifft, so wurden nach wie vor in solidem Tempo neue Stellen geschaffen, und die Indikatoren deuten noch immer auf eine angespannte Lage bei weiterhin moderatem Lohnwachstum hin. Die am jährlichen Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene Gesamtinflation stieg im Juni auf 2,9 % und somit auf den höchsten Stand seit 2012. Ohne Energie und Nahrungsmittel betrug die Teuerung 2,3 %.

**In Japan dürfte sich die Wirtschaft von einer leichten Abkühlung im ersten Quartal 2018 erholen; der Ausblick ist jedoch mit zunehmender Unsicherheit behaftet.** Die Konjunkturindikatoren lassen auf ein wieder positives Wirtschaftswachstum im zweiten Jahresviertel und somit auf eine Erholung vom ersten BIP-Rückgang seit zwei Jahren schließen. Die Aussichten sind jedoch mit wachsender Unsicherheit verbunden. Die starken Regenfälle im Westen Japans Anfang Juli dürften die Wirtschaftsaktivität negativ beeinflussen, da mehrere große Unternehmen ihre Produktion in Anbetracht der schweren Schäden an der regionalen Infrastruktur einstellen mussten. Darüber hinaus könnte eine weitere Verschärfung der Handelsspannungen die japanische Wirtschaft hart treffen, vor allem wenn die Einfuhrzölle auf Automobile und zugehörige Ersatzteile erhöht würden, die rund ein Drittel der japanischen Exporte in die Vereinigten Staaten ausmachen. Mit der zunehmend angespannten Lage am Arbeitsmarkt scheint sich die Arbeitsplatzsicherheit bei allmählich steigenden Basislöhnen und einer nach wie vor gedämpften Inflation zu erhöhen. Die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate blieb im Juni mit 0,7 % stabil, wobei die zugrunde liegende Inflation auf einem niedrigen Niveau verharrte und der VPI ohne Energie und Nahrungsmittel bei 0 % lag.

**Im Vereinigten Königreich dürfte sich die Abschwächung des BIP-Wachstums im ersten Vierteljahr 2018 als vorübergehend erweisen.** In der dritten Datenveröffentlichung für das erste Quartal wurde das BIP-Wachstum um 0,1 Prozentpunkte auf 0,2 % nach oben revidiert. Maßgeblich hierfür war eine Aufwärtskorrektur des Außenbeitrags, die auch zu einer weiteren Verringerung des

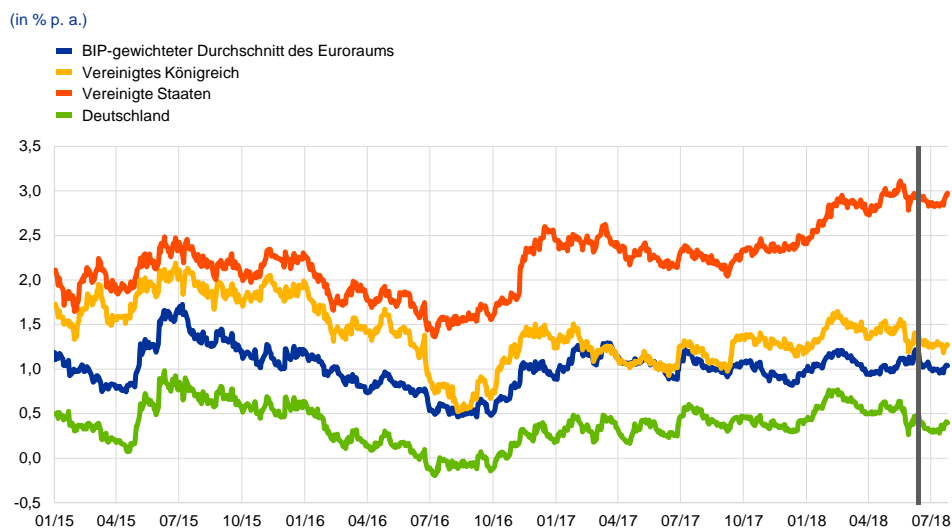
Handelsbilanzdefizits führte. Die jüngsten Daten zum EMI und zum monatlichen BIP legen den Schluss nahe, dass das Wachstum im Vereinigten Königreich im zweiten Quartal wieder angezogen hat. Die kurzfristigen Indikatoren für das exportorientierte verarbeitende Gewerbe geben indes weniger Anlass zu Optimismus. Dies entspricht auch der von erhöhter Unsicherheit geprägten allgemeinen Lage im Vereinigten Königreich, vor allem mit Blick auf die Ergebnisse der Verhandlungen mit der Europäischen Union über den EU-Austritt im März 2019. Die Inflation lag im Mai unverändert zum Vormonat bei 2,4 %. Diese Stabilisierung war darauf zurückzuführen, dass der jüngste Ölpreisanstieg unter anderem durch die Wechselkursentwicklung ausgeglichen wurde.

**In China ging das BIP-Wachstum im zweiten Quartal des laufenden Jahres leicht zurück, während die Finanzmärkte unter Abwärtsdruck standen.** Das reale BIP stieg im zweiten Jahresviertel 2018 um 6,7 % gegenüber dem Vorjahr. Dies entsprach den Erwartungen der Marktteilnehmer, die bereits mit einer konjunkturellen Abschwächung gerechnet hatten. Die anhaltenden Bemühungen zum Abbau der strukturellen Verschuldung konzentrierten sich bislang auf den Bankensektor, kommen aber inzwischen auch in der Gesamtwirtschaft zum Tragen und wirken sich auf das Investitionsverhalten aus. So verringerten sich im Zuge einer Verengung der Finanzierungskanäle insbesondere die Infrastrukturinvestitionen, wenngleich die Investitionstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe und im Immobiliensektor anzog (siehe Kasten 1). Die chinesischen Aktien- und Devisenmärkte sind in letzter Zeit unter Druck geraten, worin sich die Furcht vor einer Zuspitzung der Handelskonflikte sowie eine Wachstumsverlangsamung widerspiegeln. Im Juni erhöhte sich der Preisdruck, und die jährliche VPI-Gesamtinflationsrate kletterte auf 1,9 %.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

**Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet sind seit Ende Juni gesunken** (siehe Abbildung 3). Im Berichtszeitraum vom 14. Juni bis zum 25. Juli 2018 verringerte sich die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Euroraum um 7 Basispunkte auf 1,04 %. Grund dafür waren nachlassende Spannungen an den Staatsanleihemärkten und sinkende risikofreie Zinssätze. Die Renditeabstände zehnjähriger italienischer, portugiesischer und französischer Staatsanleihen zu entsprechenden deutschen Anleihen verkleinerten sich. Im Vereinigten Königreich gingen die Renditen langfristiger Staatsanleihen auf 1,27 % zurück. In den Vereinigten Staaten erhöhten sie sich geringfügig auf zuletzt 2,98 %.

**Abbildung 3**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Tageswerte. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums (14. Juni 2018). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 25. Juli 2018.

**Die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet veränderten sich im Betrachtungszeitraum kaum.** Verglichen mit Ende Juni belief sich der Spread von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gegenüber dem risikofreien Zins unverändert auf 57 Basispunkte. Die Aufschläge auf entsprechende Anleihen aus dem Finanzsektor erhöhten sich geringfügig um 4 Basispunkte auf rund 84 Basispunkte. Trotz des Renditeanstiegs in der ersten Jahreshälfte 2018 liegen die Spreads von Unternehmensanleihen nach wie vor deutlich (nämlich 50 bis 60 Basispunkte) unter dem Niveau, das vor der Ankündigung und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) im März 2016 zu beobachten war.

**Die marktbreiten Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet erfuhren in einem Umfeld zunehmend angespannter Handelsbeziehungen eine Korrektur.** Die Aktienkurse von Finanzunternehmen wie auch von nichtfinanziellen

Kapitalgesellschaften im Euroraum sanken im Berichtszeitraum aufgrund verstärkter Handelsspannungen um rund 2 %. Dennoch wurden die Aktiennotierungen in den Euro-Ländern nach wie vor durch die robusten Gewinnerwartungen der Unternehmen gestützt, was die allgemeine Aufhellung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds im Euroraum widerspiegelt. In den Vereinigten Staaten verzeichneten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Finanzunternehmen Kursgewinne in Höhe von 1,9 % bzw. 2,3 %. Trotz der angespannten Handelssituation blieben die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität der Aktienkurse sowohl im Eurogebiet als auch in den USA relativ gering. In annualisierter Rechnung lagen die entsprechenden Raten bei 13,5 % bzw. 12,3 % und damit historisch gesehen auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau.

**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) notierte im Berichtszeitraum weiterhin bei rund -36 Basispunkten.** Die Überschussliquidität ging um etwa 70 Mrd € auf rund 1 817 Mrd € zurück, da die liquiditätsabschöpfende Wirkung eines Anstiegs der autonomen Faktoren (netto) sowie der Abwicklung der freiwilligen Rückzahlungen im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) die Liquidität, die über das laufende Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) vom Eurosystem bereitgestellt wurde, mehr als aufzeherte.<sup>2</sup>

**Bei der EONIA-Terminzinskurve kam es im Berichtszeitraum zu einer Abwärtsverschiebung.** Die Marktteilnehmer revidierten ihre Zinserwartungen für längerfristige Zeithorizonte nach unten. Bei Fälligkeiten vor Oktober 2020 liegt die Kurve aufgrund der Tatsache, dass die Märkte mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen, nach wie vor unter null.

**An den Devisenmärkten gewann der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Basis an Wert** (siehe Abbildung 4). Der effektive Wechselkurs des Euro, gemessen gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets, zog im Berichtszeitraum um 1,6 % an. In bilateraler Rechnung blieb die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar weitgehend unverändert, während sie gegenüber allen anderen wichtigen Währungen aufwertete. So stand sie vor dem Hintergrund des anhaltenden Wirtschaftswachstums im Euroraum zum chinesischen Renminbi um 5,4 %, zum Pfund Sterling um 1,3 % und zum japanischen Yen um 0,5 % im Plus. Auch gegenüber den Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, gewann der Euro an Wert (die einzige Ausnahme bildete der rumänische Leu). Ebenso verhielt es sich in Relation zu den Währungen wichtiger aufstrebender Volkswirtschaften.

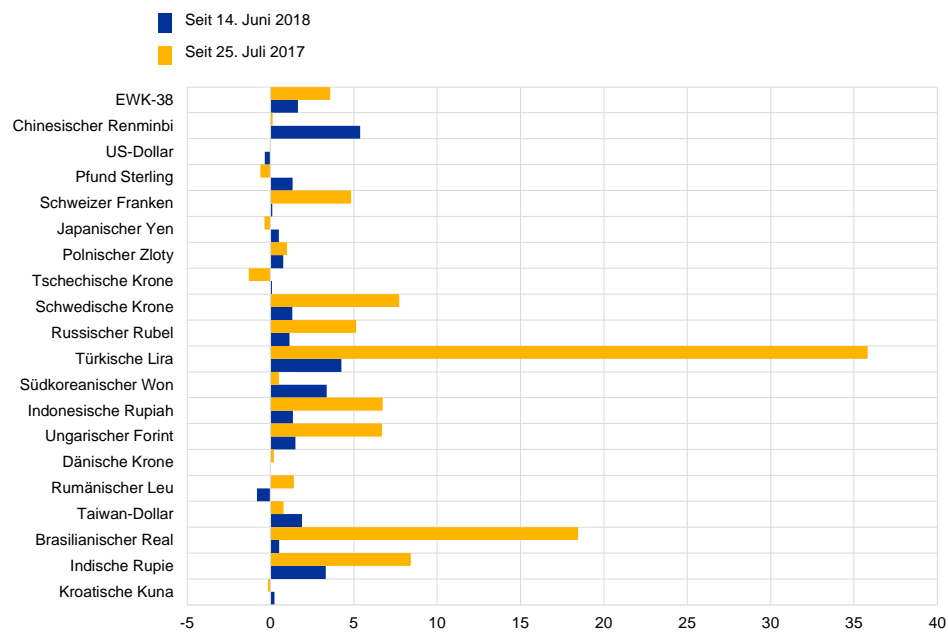
---

<sup>2</sup> Im Juni dieses Jahres zahlten die Banken freiwillig rund 11 Mrd € an Mitteln zurück, die sie im Rahmen der zweiten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) aufgenommen hatten, und rund 3,5 Mrd € aus der ersten Serie (GLRG I).

## Abbildung 4

### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(in %)



Quelle: EZB.

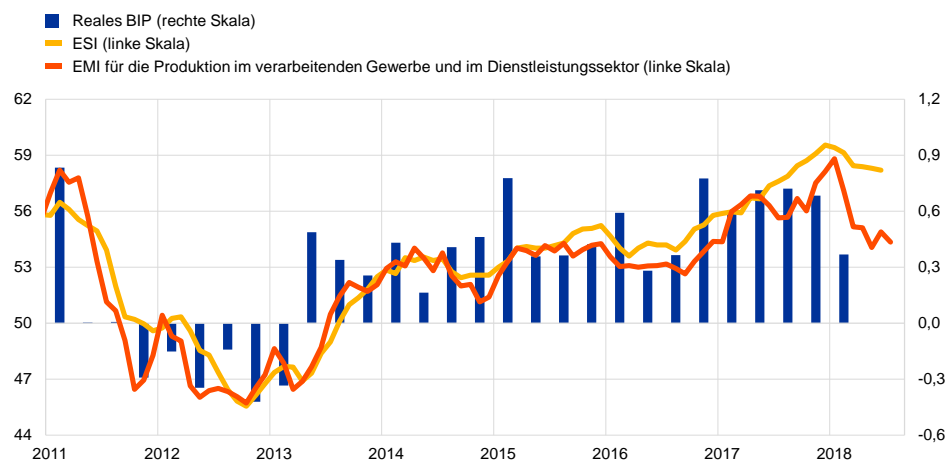
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 25. Juli 2018.

### 3 Konjunktorentwicklung

**Nach den sehr hohen Zuwachsraten des Jahres 2017 deuten die neu verfügbaren Daten zwar auf eine nachlassende Dynamik hin, doch wird sich das solide und breit angelegte Wachstum im Euro-Währungsgebiet den Erwartungen zufolge fortsetzen.** Das reale BIP erhöhte sich im ersten Vierteljahr 2018 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem in den fünf vorangegangenen Dreimonatszeiträumen ein Anstieg von 0,7 % verzeichnet worden war (siehe Abbildung 5). Die Binnennachfrage und die Vorratsveränderungen leisteten einen positiven Beitrag zum Ergebnis für das erste Quartal, wohingegen vom Außenhandel ein leicht dämpfender Effekt auf das BIP-Wachstum ausging. Wenngleich sich die Konjunkturindikatoren in der ersten Jahreshälfte abgeschwächt haben, liegen sie immer noch auf einem sehr hohen Niveau; dies gilt vor allem für die Umfrageergebnisse. Insgesamt lässt dies auf eine anhaltend robuste Dynamik im zweiten und dritten Jahresviertel schließen. Parallel zur jüngsten Wachstumsbeschleunigung kam es zu einer breit angelegten Verringerung der Wachstumsunterschiede zwischen den Ländern des Euroraums (siehe Kasten 3).

**Abbildung 5**  
Reales BIP, Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) und Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB.

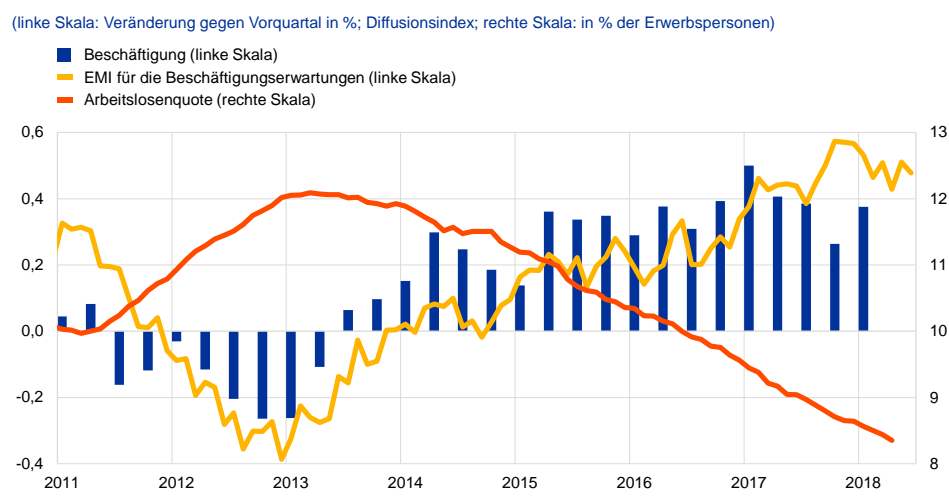
Anmerkung: Der ESI ist standardisiert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018 (reales BIP), Juni 2018 (ESI) bzw. Juli 2018 (EMI).

**Das Beschäftigungswachstum blieb im ersten Quartal 2018 robust.** Die Beschäftigung stieg im ersten Jahresviertel erneut an, und zwar um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, und liegt damit 1,9 % über dem Höchststand, der vor der Krise im ersten Vierteljahr 2008 gemessen wurde. In den meisten Euro-Ländern ist ein anhaltender, über die einzelnen Sektoren hinweg breit gefächertes Beschäftigungszuwachs zu beobachten. Mit der jüngsten Zunahme beläuft sich das kumulierte Beschäftigungswachstum im Eurogebiet seit dem im zweiten Quartal 2013 verzeichneten Tiefstand auf 8,4 Millionen Beschäftigte. Der während des Konjunkturaufschwungs verzeichnete hohe Beschäftigungsanstieg ging mit einer

weitgehend unveränderten Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden einher, worin in erster Linie verschiedene strukturelle Faktoren (wie z. B. der große Anteil von Teilzeitkräften an der Gesamtbeschäftigung) zum Tragen kommen. Im ersten Vierteljahr 2018 hat sich die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden etwas verringert, was zumindest teilweise auf den Einfluss einiger temporärer Faktoren wie etwa krankheitsbedingter Ausfälle und Streiks zurückzuführen sein dürfte.<sup>3</sup>

**Kurzfristindikatoren deuten auf eine anhaltend positive Entwicklung am Arbeitsmarkt in den kommenden Quartalen hin.** Die Gesamtarbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet sank im Mai weiter auf 8,4 % (siehe Abbildung 6) und erreichte damit den niedrigsten Stand seit Dezember 2008. Zugleich war auch die weit gefasste Messgröße der Unterbeschäftigung erneut rückläufig.<sup>4</sup> Ausgehend von einem sehr hohen Niveau haben sich die Umfrageindikatoren etwas abgeschwächt, lassen aber für das zweite und dritte Jahresviertel 2018 immer noch auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum schließen. In einigen Ländern und Sektoren mehren sich die Anzeichen für einen Arbeitskräftemangel.

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



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

**Die steigenden Einkommen der privaten Haushalte wirkten sich positiv auf das Wachstum der privaten Konsumausgaben aus.** Die jährliche Wachstumsrate des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte erhöhte sich von 1,5 % im vierten Quartal 2017 auf 1,8 % im ersten Jahresviertel 2018. Der private Verbrauch stieg im ersten Vierteljahr um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem der Zuwachs im Schlussquartal 2017 geringer ausgefallen war. Dieses Ergebnis ist

<sup>3</sup> Siehe EZB, *Zyklische wie auch temporäre Faktoren als Ursache für die jüngste Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet*, Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

<sup>4</sup> Siehe EZB, *Messgrößen der wirtschaftlichen Unterauslastung im Euro-Währungsgebiet*, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2018, Mai 2018.



offenbar auf die kräftige Ausweitung des Dienstleistungskonsums zurückzuführen; der Warenkonsum scheint hingegen nicht so stark zugenommen zu haben wie noch im letzten Jahresviertel 2017. Im Vorjahrsvergleich erhöhten sich die privaten Konsumausgaben im ersten Vierteljahr 2018 um 1,5 %, was eine leichte Verbesserung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum darstellt, als ein Plus von 1,4 % verzeichnet wurde. Die Jahresänderungsrate der Ersparnisse stieg vom vierten Quartal 2017 zum ersten Vierteljahr 2018 an. Indessen blieb die Sparquote (ausgedrückt als gleitender Vierquartalsdurchschnitt) im ersten Jahresviertel mit 12,0 % weitgehend unverändert; sie lag damit nur knapp oberhalb des Rekordtiefs von 11,9 % aus dem dritten Quartal 2017.

**Der Beschäftigungszuwachs dürfte dem robusten Wachstum der privaten Konsumausgaben weiterhin förderlich sein.** Während die jüngsten Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen auf einen zwar fortgesetzten, aber vergleichsweise langsameren Anstieg der privaten Konsumausgaben im zweiten Vierteljahr 2018 hindeuten, stützen andere Indikatoren das Bild einer anhaltend robusten Konsumdynamik. So lassen die jüngsten Umfrageergebnisse auf eine fortdauernde Erholung an den Arbeitsmärkten schließen, die sich weiterhin positiv auf das gesamtwirtschaftliche Einkommen und damit auf den privaten Verbrauch auswirken sollte. Eine niedrigere Arbeitslosenquote steigert nicht nur das Einkommen von Arbeitssuchenden, die eine neue Stelle finden, sondern auch das erwartete zukünftige Einkommen derjenigen, die bereits in Beschäftigung sind und deren Arbeitslosigkeitsrisiko geringer ist. Darüber hinaus nahm das Nettovermögen der privaten Haushalte im ersten Quartal 2018 abermals kräftig zu, was den privaten Konsum zusätzlich stützt. Diese Faktoren zusammengenommen erklären, warum das Verbrauchervertrauen nach wie vor in der Nähe seines Allzeithochs vom Mai 2000 liegt. Einen umfassenderen Überblick über die jüngste Konsumententwicklung vermittelt Aufsatz 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

**Das Wachstum der Investitionen schwächte sich zwar im ersten Quartal 2018 ab, dennoch weisen die Kurzfristindikatoren nach wie vor auf einen robusten Anstieg hin.** In vierteljährlicher Betrachtung erhöhte sich die Investitionstätigkeit im ersten Quartal des Jahres um 0,3 %, was auf eine Ausweitung der Bauinvestitionen um 1,3 % zurückzuführen war, während die Investitionen außerhalb des Baugewerbes – vornehmlich bedingt durch geringere Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge – um 0,5 % zurückgingen. Für das zweite Jahresviertel 2018 lassen die Kurzfristindikatoren auf eine Fortsetzung des Wachstums, wenngleich in leicht abgeschwächter Form, schließen. So lagen etwa die monatlichen Angaben zur Investitionsgüterproduktion im April und Mai 2018 im Schnitt 1,0 % über dem Durchschnittswert des ersten Quartals 2018, als ein vierteljährlicher Rückgang von 2,1 % verzeichnet worden war. Außerdem sprechen die Bedingungen im Investitionsgütersektor, wie etwa eine Stabilisierung der Kapazitätsauslastung, stabile Auftragseingänge, eine abnehmende, aber immer noch hohe Zuversicht und Nachfrage, insgesamt für eine Fortsetzung des Investitionswachstums außerhalb des Baugewerbes. Was die Bauinvestitionen betrifft, so deuten die monatlichen Daten zur Bauproduktion bis Mai auf einen anhaltenden, wenn auch moderateren Anstieg im zweiten Jahresviertel 2018 hin. Umfrageergebnisse für das Baugewerbe stützen im Wesentlichen diesen Eindruck.

**Das robuste Wachstum der Investitionen dürfte sich fortsetzen.** Die Investitionstätigkeit wird nach wie vor von den günstigen Gewinnerwartungen, der lebhaften Binnen- und Auslandsnachfrage und den akkommodierenden Finanzierungsbedingungen getragen. Den Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet zufolge lagen die Gewinnmargen, die sich aus dem Verhältnis des Nettobetriebsüberschusses zur Wertschöpfung errechnen, im ersten Quartal 2018 weiterhin in der Nähe ihres seit Anfang 2009 verzeichneten Höchststands. Überdies trugen die Gewinnerwartungen für börsennotierte Unternehmen im Euroraum – trotz einer leichten Abschwächung – nach wie vor zur Investitionstätigkeit bei. Zugleich könnten sich Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Einführung von höheren Zöllen bereits negativ auf Investitionsentscheidungen auswirken. Was die Bauinvestitionen betrifft, so weisen die jüngsten Indikatoren auf eine nachlassende, aber immer noch positive Investitionsdynamik im Bau und Wohnungsbau hin. Die Nachfrage im Baugewerbe dürfte weiterhin durch das steigende verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die sehr günstigen Kreditbedingungen gestützt werden.

**Zu Beginn des zweiten Quartals 2018 blieb das Handelswachstum des Euroraums moderat.** Die nominalen Warenausfuhren des Eurogebiets im April und Mai bestätigten das schwache Wachstumstempo des ersten Vierteljahrs. So verlangsamte sich das Wachstum im Mai um 0,6 % gegenüber dem Vormonat. Was die Ausfuhr von Waren in Länder außerhalb des Euroraums betrifft, so verringerten sich die Exporte in nahezu alle Zielländer, insbesondere in das Vereinigte Königreich. Die nominalen Einfuhren des Eurogebiets erhöhten sich im April um 1,5 % gegenüber dem Vormonat und blieben im Mai stabil. Die aus Umfragen gewonnenen globalen und euroraumweiten Indikatoren für die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe veränderten sich im Juni kaum und deuten für das kommende Vierteljahr auf eine weitere Abschwächung der Exporte des Euroraums hin, während harte Daten wie etwa die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets im April und Mai eine Verbesserung erkennen ließen.

**Insgesamt lassen die aktuellen Konjunkturindikatoren auf eine Fortsetzung der soliden Wachstumsentwicklung schließen.** Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) wurde im Mai relativ stark ausgeweitet. Trotzdem lag das durchschnittliche Produktionsniveau im April und Mai 0,2 % unter dem Stand vom ersten Jahresviertel 2018, als die Produktion gegenüber dem Vorquartal um 0,6 % gesunken war. Aktuellere Umfrageergebnisse signalisieren ein anhaltend robustes Wachstum, wenn auch mit niedrigeren Zuwachsraten als 2017. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im zweiten Vierteljahr 2018 auf durchschnittlich 54,7 Punkte, verglichen mit 57,0 Zählern im ersten Quartal; im Juli 2018 verringerte er sich dann leicht auf 54,3 Punkte. Zugleich gab der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) von 114,0 Zählern im ersten Jahresviertel auf 112,5 Punkte im zweiten Quartal nach (siehe Abbildung 5). Beide Indikatoren – ESI und EMI – liegen weiterhin deutlich über ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt.

**Diese Abschwächung ist auf einen Rückgang gegenüber dem kräftigen Wachstum im vorangegangenen Jahr zurückzuführen und hängt in erster Linie mit einer Abschwächung des Außenhandels zusammen; hinzu kommen die gestiegene Unsicherheit sowie einige vorübergehende und angebotsseitige Faktoren sowohl im Euroraum als auch weltweit.** Insgesamt dürfte das Wachstum allerdings solide und breit angelegt bleiben. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die den Prozess des Verschuldungsabbaus erleichtert haben, dürften nach wie vor die Binnennachfrage stützen. Die privaten Konsumausgaben werden vom anhaltenden Beschäftigungszuwachs, der wiederum zum Teil vorangegangene Arbeitsmarktreformen widerspiegelt, sowie vom steigenden Vermögen der privaten Haushalte getragen. Bei den Unternehmensinvestitionen ist angesichts der äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen, einer besseren Ertragslage der Unternehmen und einer soliden Nachfrage ein weiterer Anstieg zu verzeichnen. Die Wohnungsbauinvestitionen erhöhten sich erneut. Darüber hinaus verleiht die breit angelegte weltweite Expansion, die sich den Erwartungen zufolge fortsetzen wird, den Ausfuhren des Euroraums Auftrieb. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Juli von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang April für die Jahre 2018 und 2019 nach unten korrigiert wurden. Die Prognose für 2020 blieb unverändert.

**Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets können noch immer als weitgehend ausgewogen erachtet werden.** Unsicherheiten im Zusammenhang mit globalen Faktoren, vor allem die Gefahr von Protektionismus, spielen nach wie vor eine wichtige Rolle. Zudem muss das Risiko einer dauerhaft erhöhten Finanzmarktvolatilität weiterhin beobachtet werden.

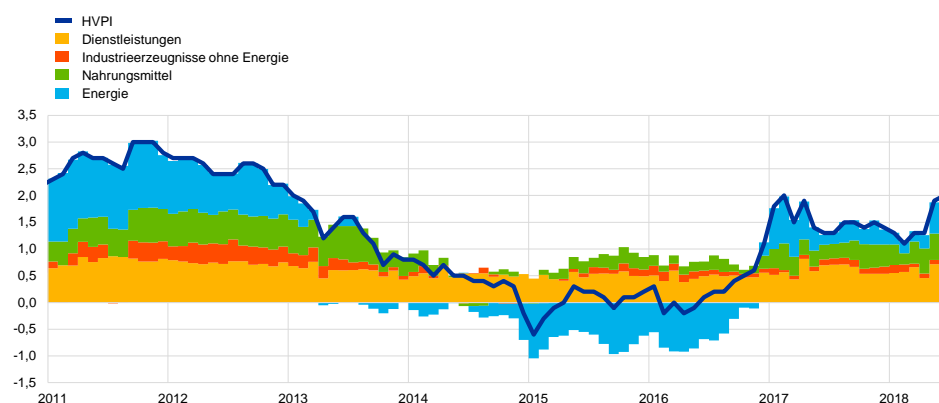
**Die am HVPI gemessene jährliche Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im Juni auf 2,0 % nach 1,9 % im Vormonat** (siehe Abbildung 7).

Dieser Anstieg war auf höhere Beiträge des Preisauftriebs bei Energie, Nahrungsmitteln und Industrieerzeugnissen ohne Energie zurückzuführen, die den geringeren Beitrag der Teuerung bei den Dienstleistungen wieder ausglich.

### Abbildung 7

#### Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2018.

**Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich im Allgemeinen weiterhin verhalten, liegen jedoch über ihren früheren Tiefständen.** Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich im Juni auf 0,9 % nach 1,1 % im Mai. Maßgeblich hierfür waren unter anderem die verzögerten Auswirkungen des Ostertermins, die beträchtlich zur volatilen Entwicklung dieses Inflationsmaßes seit März beigetragen haben. Diejenigen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, die weniger sensibel auf Ostereffekte reagieren, blieben in den letzten Monaten weitgehend stabil. So lag die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel und die volatilen Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie Bekleidung von März bis Mai unverändert bei 1,0 % und verringerte sich im Juni nur leicht auf 0,9 %.

**Die im HVPI erfassten Industrieerzeugnisse ohne Energie unterlagen nach wie vor einem kräftigen Preisdruck, und in den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette sind Anzeichen für einen stärkeren Aufwärtsdruck erkennbar.**

Die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel blieb mit 0,5 % im Mai stabil und ist damit seit Februar 2018 unverändert. Diese Widerstandsfähigkeit gegenüber dem von der starken Euro-Aufwertung im Jahr 2017 ausgehenden Abwärtsdruck ist möglicherweise auf den ausgleichenden Einfluss des zunehmenden inländischen Kostendrucks sowie eine größere Preissetzungsmacht zurückzuführen. Zudem gibt es erste Anzeichen für einen stärkeren Aufwärtsdruck in den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette; so lag die Wachstumsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter im Mai bei 0,9 %, nachdem sie im Monat zuvor

noch -0,8 % betragen hatte. Darüber hinaus legte der globale Erzeugerpreisindex ohne Energie in den letzten Monaten stärker zu als im historischen Durchschnitt. Auf der Verbraucherebene stieg die am HVPI gemessene Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im Juni auf 0,4 %, nachdem sie im Mai wie auch schon im April bei 0,3 % gelegen hatte.

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

Die Steigerungsrate beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich von 1,8 % im vierten Quartal 2017 auf 2,0 %<sup>5</sup> im ersten Jahresviertel 2018 und bestätigt damit den jüngsten Aufwärtstrend. Der Zuwachs der Tarifverdienste beschleunigte sich von 1,5 % im Schlussquartal 2017 auf 1,8 % im ersten Jahresviertel 2018 und ersetzte damit die Lohndrift<sup>6</sup> als Haupttriebfeder des Anstiegs der Effektivverdienste. Mit Blick auf die Zukunft wird, gestützt auf die jüngsten Tarifvereinbarungen und das sektorübergreifend an Breite gewinnende Lohnwachstum, eine weitere Steigerung des Lohnwachstums erwartet. Insgesamt folgt die jüngste Entwicklung des Lohnzuwachses der von der sich aufhellenden Arbeitsmarktlage vorgegebenen Richtung, da sich die anderen das Lohnwachstum belastenden Faktoren (einschließlich der niedrigen Inflationsraten der Vergangenheit und der nach wie vor spürbaren Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise ergriffenen Arbeitsmarktreformen) allmählich abschwächen. Das anziehende Lohnwachstum dürfte auch zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise führen (siehe auch Kasten 4).

**Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen blieben im Wesentlichen unverändert** (siehe Abbildung 8). Am 25. Juli lag der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren bei 1,72 %. Das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen deutet nach wie vor darauf hin, dass sich die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % in kleinen Schritten vollzieht. Diese marktbasieren Messgrößen lassen weiterhin erkennen, dass sich das Deflationsrisiko immer noch sehr in Grenzen hält. Die Ergebnisse des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das dritte Quartal 2018 zeigen durchschnittliche Inflationserwartungen für 2018, 2019 und 2020 von jeweils 1,7 %. Im Hinblick auf die Jahre 2018 und 2019 stellt dies im Vergleich zur vorangegangenen Befragung eine Aufwärtskorrektur dar, die durch die Ölpreisentwicklung bedingt ist. Dem SPF zufolge liegen die längerfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum stabil bei 1,9 %.

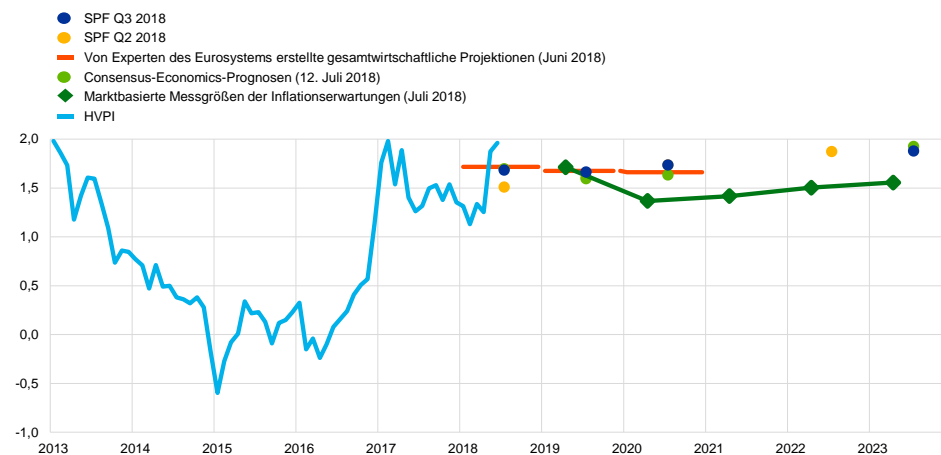
<sup>5</sup> Die Daten wurden von 1,9 % nach oben revidiert.

<sup>6</sup> Die Lohndrift misst die Differenz zwischen dem Wachstum der Effektivverdienste von Arbeitnehmern und dem Anstieg der Tarifverdienste.

## Abbildung 8

### Marktbasierte und umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet und Consensus Economics.

Anmerkung: Die SPF-Umfrage für das zweite Quartal 2018 wurde vom 4. bis zum 10. April 2018 durchgeführt. Die SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2018 erstreckte sich auf den Zeitraum vom 2. bis zum 6. Juli 2018. Die aus Marktpreisen abgeleitete Kurve basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Bei der aus Marktpreisen abgeleiteten Teuerung beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 25. Juli 2018. In der SPF-Umfrage für das zweite Quartal 2018 beziehen sich die längerfristigen Erwartungen auf das Jahr 2022 bzw. in der Umfrage für das dritte Quartal 2018 auf das Jahr 2023.

### Die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet zogen im ersten

### Quartal 2018 weiter an. Gemäß dem von der EZB erstellten Preisindikator für

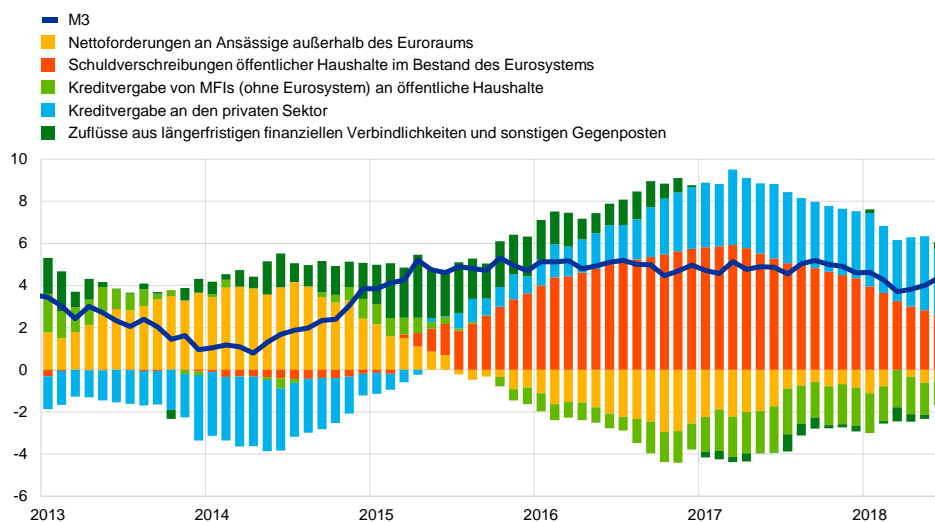
Wohnimmobilien sind die Preise für Häuser und Wohnungen im Euroraum im ersten Quartal 2018 gegenüber dem Vorjahr um 4,1 % gestiegen, verglichen mit 3,9 % im vorangegangenen Jahresviertel, was auf eine weitere Verstärkung und Erweiterung des Preiszyklus von Wohnimmobilien hindeutet.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 nahm im Juni zu.** Die Jahreswachstumsrate von M3 stieg von 4,0 % im Mai auf 4,4 % im Berichtsmonat, nachdem sie zwischen ihrem letzten Höchststand im September 2017 (5,2 %) und ihrem Niveau im März 2018 (3,7 %) schrittweise zurückgegangen war (siehe Abbildung 9). Gestützt wurde der M3-Zuwachs weiterhin durch die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB, das solide Wirtschaftswachstum und die geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Einlagen. Dementsprechend war die Geldmenge M1 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 7,4 % im Juni nach wie vor die Haupttriebfeder der M3-Expansion. Im Mai hatte sich das M1-Wachstum nach einem erheblichen Anstieg um 0,5 Prozentpunkte auf 7,5 % belaufen.

**Abbildung 9**  
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

### **Die Ausweitung der Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet scheint sich zunehmend selbst zu tragen.**

Was die Gegenposten betrifft, so leistete der Erwerb von Staatsschuldtiteln durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) zwar nach wie vor den größten Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum, doch der Beitrag selbst ging zurück (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 9). Dies spiegelt die im Januar 2018 erfolgte Reduzierung der monatlichen Nettoankäufe des Eurosystems im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) von 60 Mrd € auf 30 Mrd € wider. Der rückläufige Wachstumsbeitrag der Wertpapierankäufe des Eurosystems wurde durch eine moderate Zunahme des Beitrags der Kreditvergabe an den privaten Sektor seit Ende 2017 kompensiert (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 9). Zu diesem Gegenposten zählen sowohl die MFI-

Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) nieder. Im Gegensatz dazu wirkte der Verkauf von Staatsanleihen durch gebietsansässige MFIs (ohne Eurosystem) dämpfend auf das M3-Wachstum (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 9). Der jährliche Beitrag der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums blieb ungeachtet eines monatlichen Zuflusses im Juni geringfügig im negativen Bereich, was vermutlich auf den Nettoerwerb von Staatsschuldtiteln aus dem Euroraum durch Gebietsfremde zurückzuführen war (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 9).

**Die Erholung des Buchkreditwachstums schreitet voran.** Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im Juni auf 3,5 %, verglichen mit 3,3 % im Mai (siehe Abbildung 10). Ausschlaggebend hierfür waren Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, deren jährliche Zuwachsrate von 3,7 % im Mai auf 4,1 % stieg. Unterdessen lag die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte stabil auf ihrem seit Dezember 2017 verzeichneten Niveau (2,9 %). Im Einzelnen betrachtet blieb die entsprechende Rate der an private Haushalte ausgereichten Wohnungsbaukredite aus historischer Sicht moderat. Während das Wachstum dieser Ausleihungen, das in der Regel auf Nettobasis angegeben wird, durch Tilgungszahlungen infolge der vor der Finanzkrise herrschenden Boomphase an den Hypothekmärkten gedämpft wurde, war die Vergabe neuer Kredite stärker (siehe hierzu Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht).

Gestützt wurde die Erholung des Buchkreditwachstums durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die seit Mitte 2014 (vor allem aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB) im gesamten Euroraum deutlich gesunken sind, sowie durch die insgesamt günstigere Angebots- und Nachfrageentwicklung bei Bankdarlehen. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt, wenngleich der Bestand an notleidenden Krediten (NPLs) in einigen Ländern nach wie vor hoch ist und die Finanzintermediation belasten dürfte.<sup>7</sup>

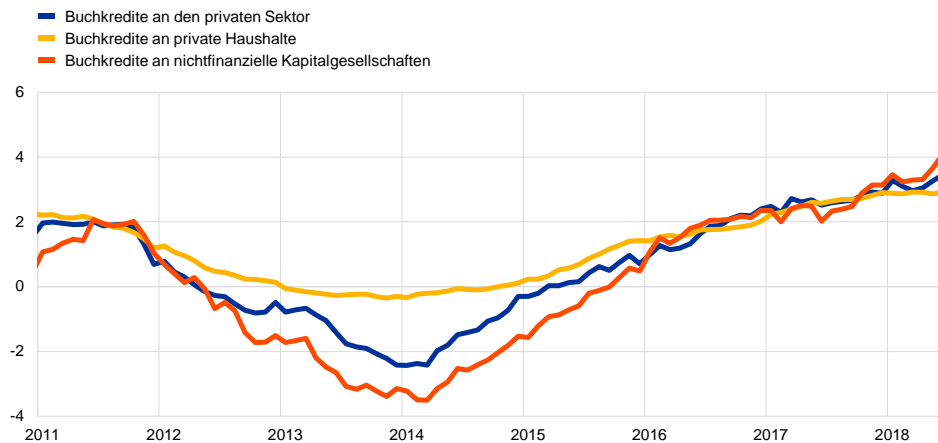
---

<sup>7</sup> Siehe auch EZB, [Financial Stability Review](#), Kapitel 3, Mai 2018.



**Abbildung 10**  
**Buchkredite an den privaten Sektor**

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchkredite bereinigt um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2018.

**Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Juli 2018 lässt darauf schließen, dass das Wachstum der Buchkredite im zweiten Quartal 2018 weiterhin von einer Lockerung der Kreditvergaberichtlinien und einer Nachfragebelebung in allen Darlehenskategorien gefördert wurde.**

Wie aus der Umfrage hervorgeht, waren vor allem die Wettbewerbssituation und eine niedrigere Risikoeinschätzung vor dem Hintergrund eines unverändert soliden Wirtschaftswachstums sowie die verbesserte Bonität der Kreditnehmer für die unter dem Strich erfolgte Lockerung der Kreditrichtlinien maßgeblich. Außerdem habe sich die Kreditnachfrage in allen Darlehenskategorien per saldo erhöht. Als wichtige Triebfedern wurden das niedrige allgemeine Zinsniveau, die Lagerhaltung und Betriebsmittel, Fusions- und Übernahmeaktivitäten, die günstigen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt und das Vertrauen der Verbraucher genannt. In Bezug auf eine neue Frage zu den Auswirkungen der NPL-Quoten der Banken auf deren Kreditvergabepolitik gaben die Banken des Euro-Währungsgebiets an, dass die Quoten in den vergangenen sechs Monaten in allen Darlehenskategorien zu einer Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien und -bedingungen geführt hätten. Diese verschärfende Wirkung hat jedoch verglichen mit dem von 2014 bis 2017 gemessenen Einfluss – im Einklang mit der Entwicklung der tatsächlichen NPLs – insgesamt nachgelassen und dürfte sich in den kommenden sechs Monaten weiter verringern. In den letzten sechs Monaten beeinflussten die NPL-Quoten der Banken deren Kreditvergabepolitik in erster Linie über den Effekt auf die Risikoeinschätzung, die Risikotoleranz und die Kosten der Bilanzbereinigung.

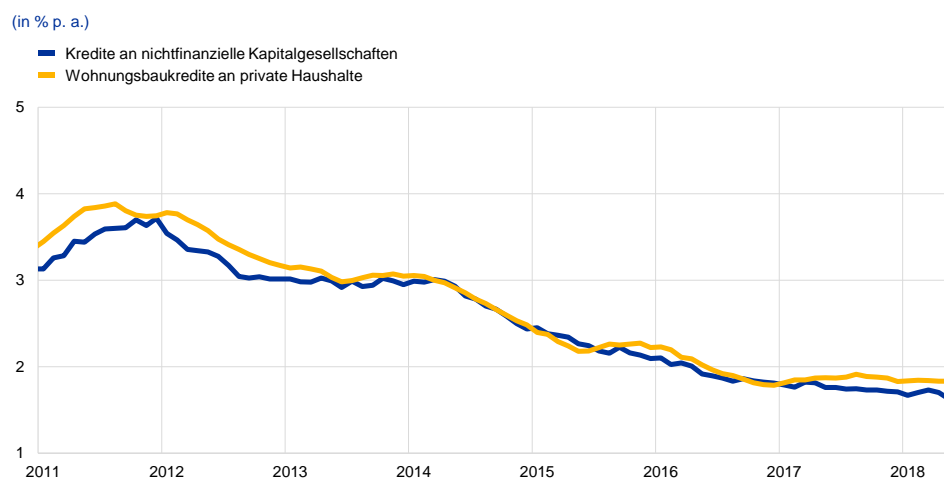
**Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

**verzeichneten einen neuen historischen Tiefstand.** Der gewichtete Zinssatz für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sank im Mai 2018 weiter auf ein neues Rekordtief von 1,62 %. Der gewichtete Zins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieb im Berichtsmonat stabil bei 1,83 % und lag damit geringfügig über seinem historischen Tief von 1,78 % im Dezember 2016 (siehe Abbildung 11).

Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte deutlich und stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. In den Euro-Ländern, die am stärksten von der Finanzkrise betroffen waren, verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an kleine Unternehmen (unter der Annahme, dass sehr kleine Kredite von bis zu 0,25 Mio € hauptsächlich kleinen Firmen gewährt werden) besonders deutlich. Dies ist ein Zeichen für eine einheitlichere Transmission der Geldpolitik auf die Bankkreditzinsen über alle Länder des Euroraums und Firmengrößen hinweg.

### Abbildung 11

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



Quelle: EZB.

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

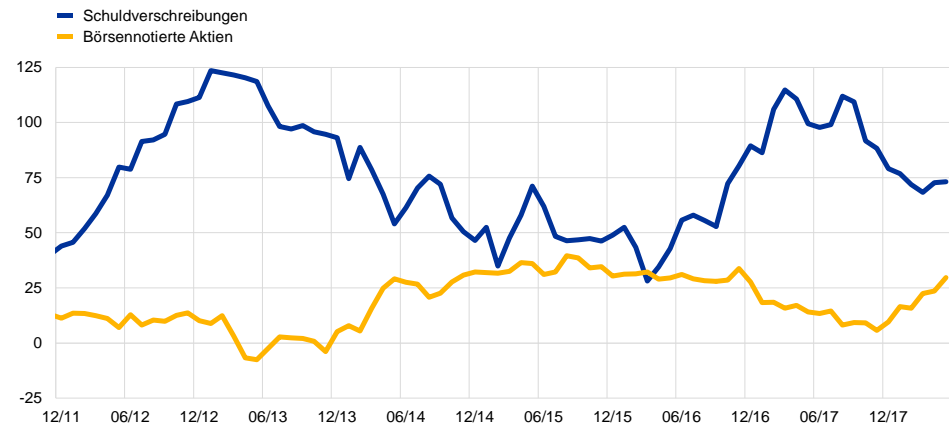
#### Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet hat Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 2018 weiter zugenommen.

Aus aktuellen Daten der EZB geht hervor, dass die Nettoströme der von nichtfinanziellen Unternehmen begebenen Schuldverschreibungen im April und Mai 2018 nach wie vor hoch ausfielen und mit den durchschnittlich im ersten Jahresviertel verzeichneten monatlichen Werten im Einklang standen (siehe Abbildung 12). Marktdaten zufolge zog diese Emissionstätigkeit im Juni weiter an. Die Nettoemission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften lag im April und Mai im positiven Bereich und war genauso hoch wie die Gesamtströme der entsprechenden Wertpapiere im ersten Quartal dieses Jahres.

## Abbildung 12

### Nettoemission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum

(jährliche Ströme in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Monatswerte auf der Grundlage eines rollierenden Zwölfmonatszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2018.

### Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum sind Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 2018 leicht gesunken.

Die gesamten nominalen Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Beteiligungsfinanzierung) dürften bis zum Ende des zweiten Jahresviertels 2018 etwas nachgegeben haben (auf rund 4,5 %) und im Juli noch ein wenig weiter gesunken sein. Die Finanzierungskosten liegen nun zwar etwa 46 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Juli 2016, aber nach wie vor deutlich unter dem Niveau vom Sommer 2014. Mit Blick auf die Entwicklung der einzelnen Komponenten im zweiten Quartal 2018 gingen die Eigenkapitalkosten etwas zurück, während die Fremdkapitalkosten weitgehend stabil blieben (Letztere ausgedrückt als gewichteter Durchschnitt der Kosten für Bankkredite und für die marktbasierende Fremdfinanzierung). Der den Schätzungen zufolge leichte Rückgang der Finanzierungskosten im Juli 2018 dürfte eine leichte Verbilligung von Eigenkapital und – in geringerem Umfang – der Finanzierung über die Märkte widerspiegeln.

# Kästen

## 1 Wirtschaftliche Ungleichgewichte in China: Könnte ein Abschwung am Wohnimmobilienmarkt das Wachstum gefährden?

Thomas Nielsen

**Die chinesische Wirtschaft spielt seit einiger Zeit eine entscheidende Rolle für die globale Konjunkturerholung.** Mit Wachstumsraten von über 6,5 % in den vergangenen fünf Jahren trug China im Schnitt ein Drittel zum gesamten Weltwirtschaftswachstum bei. Zudem ist das Land mittlerweile einer der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets; sein Anteil an den Gesamtausfuhren des Euroraums in Drittländer beläuft sich auf knapp 7 %. So wie die Weltwirtschaft von der wirtschaftlichen Stärke Chinas und seiner zunehmenden Bedeutung profitiert hat, würde sich auch eine konjunkturelle Abkühlung erheblich auf die globale Wirtschaftsleistung auswirken. Ungleichgewichte in China wurden in der Tat als ein wesentliches außenwirtschaftliches Abwärtsrisiko für die Konjunktur im Eurogebiet und weltweit identifiziert.<sup>1</sup> Impulse für das Eintreten eines derartigen Risikos könnten unter anderem vom Wohnimmobilienmarkt ausgehen.

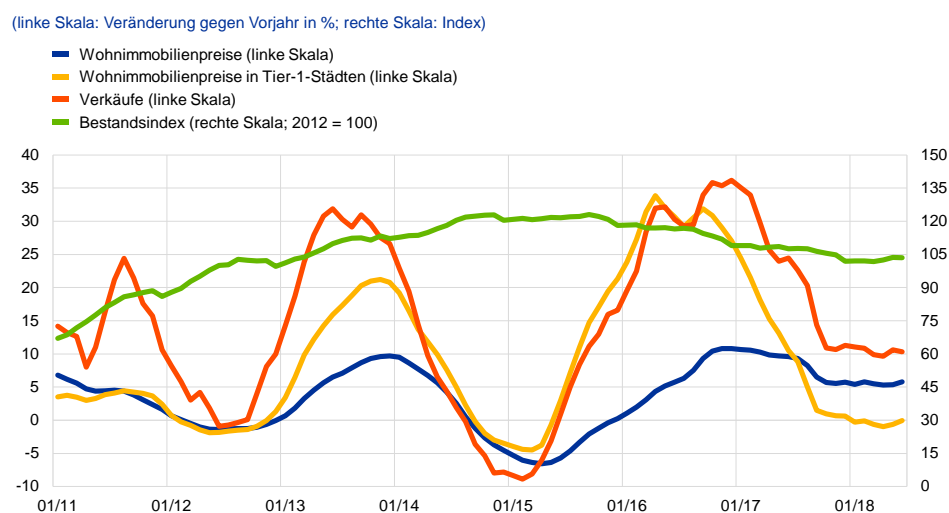
**Ein abrupter Abschwung am chinesischen Wohnimmobilienmarkt nach einer langen Wachstumsphase könnte mit erheblichen negativen Auswirkungen für die chinesische Wirtschaft verbunden sein, da der Immobiliensektor und das Baugewerbe insgesamt etwa 15 % des BIP ausmachen.** Der Immobiliensektor war auch eine der Haupttriebfedern des robusten Wirtschaftswachstums im Jahr 2017. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Kasten die aktuellen Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt in China erörtert und eine Schätzung der Auswirkungen vorgenommen, die ein Schock an diesem Markt auf die Konjunktur des Landes haben könnte.

**Nach einer beispiellos langen Expansionsphase von zwei Jahren hat sich der chinesische Wohnimmobilienmarkt nun abgekühlt.** Insgesamt zogen die Wohnimmobilienpreise von Ende 2016 bis Ende 2017 jährlich um 10 % an, wobei an einigen hochklassigen Märkten Jahresänderungsraten von mehr als 30 % verbucht wurden. Dieser Wachstumszyklus trug zur kräftigen Inlandsnachfrage sowie zum robusten Anstieg der Erzeuger- und Rohstoffpreise bei. Bis Juni 2018 schwächte sich die durchschnittliche Steigerung der Hauspreise auf etwa 5 % gegenüber dem Vorjahr ab, und auch die Verkäufe am Wohnimmobilienmarkt, die seit Mitte 2015 ebenfalls rapide zugelegt hatten, gingen im Vergleich zu den früheren Höchstständen zurück. Allerdings ist der aktuelle Bestand an Wohnimmobilien niedriger als in vorangegangenen Phasen starker Preiskorrekturen, sodass eine geringere Notwendigkeit besteht, das Überangebot durch Preisnachlässe zu absorbieren.

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Wachstum und Neuausrichtung der Wirtschaft in China und Implikationen für die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/2017, November 2017.

Dementsprechend verlief die rückläufige Entwicklung bei den Preisen und Verkäufen bislang etwas gedämpfter als in früheren Abschwungphasen (siehe Abbildung A), was möglicherweise auch auf eine differenziertere Ausgestaltung binnenwirtschaftlicher Politikmaßnahmen zurückzuführen ist.

**Abbildung A**  
**Preise, Verkäufe und Bestand an Wohnimmobilien in China**



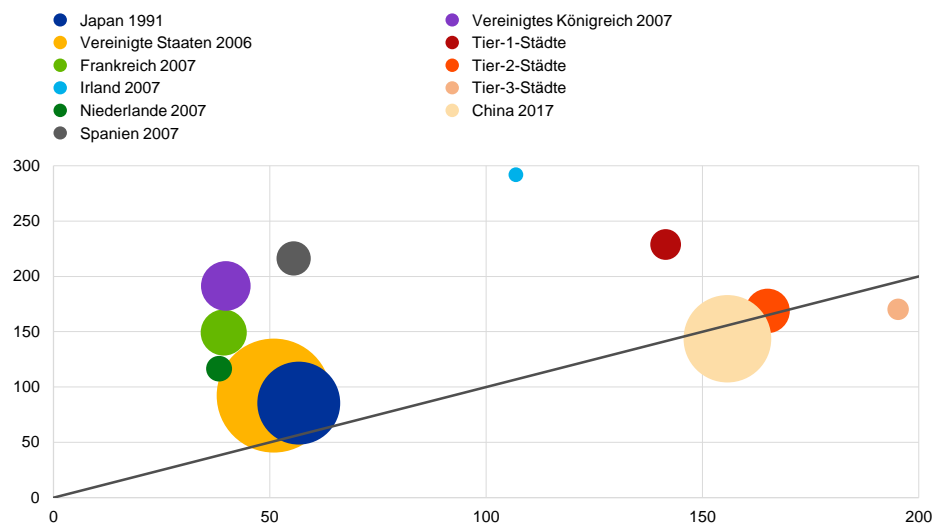
Quellen: CEIC, Wind und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Der Bestand an Wohneigentum wird berechnet, indem Hausverkäufe von Baubeginnen subtrahiert werden. Bei den Tier-1-Städten handelt es sich um die größten Städte Chinas, nämlich um Peking, Guangzhou, Shanghai und Shenzhen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2018.

**Während die Wohnimmobilienpreise in China insgesamt weitgehend im Einklang mit dem Einkommenswachstum gestiegen sind, haben sich die Immobilienmärkte in den größten chinesischen Städten von dieser Entwicklung abgekoppelt und lassen Anzeichen einer Überbewertung erkennen.** In den sogenannten Tier-1-Städten (Peking, Guangzhou, Shanghai und Shenzhen) haben die Hauspreise in den vergangenen zehn Jahren deutlich stärker zugelegt als das Einkommen. Somit scheint das Verhältnis zwischen Hauspreisanstieg und Einkommenswachstum in diesen Städten ein ähnliches Niveau erreicht zu haben, wie es Anfang der 1990er-Jahre in Japan und vor Ausbruch der weltweiten Finanzkrise in den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union zu beobachten war, und das sich letztlich als nicht tragfähig erwiesen hat (siehe Abbildung B). Einerseits werden Immobilienkäufe in Tier-1-Städten zwar häufig als risikoarme Kapitalanlage betrachtet, doch könnte die Divergenz zwischen dem Wachstum der Wohnimmobilienpreise und des Einkommens darauf hindeuten, dass sich die Preise tatsächlich von den Fundamentaldaten abgekoppelt haben. Andererseits könnten die Hauspreise in diesen Städten, die Zentren der Politik, der Finanzwirtschaft und des verarbeitenden Gewerbes Chinas sind, nach oben verzerrt sein, weil einkommensstarke Personen aus ganz China und nicht nur die Einwohner dieser Städte dort Wohnimmobilien nachfragen.

## Abbildung B

### Verhältnis des Anstiegs der Wohnimmobilienpreise zum Einkommenswachstum in chinesischen Tier-1-Städten

(Veränderung in den zehn Jahren vor dem Höchststand bzw. dem letzten Datenpunkt in %; x-Achse: Veränderung des Einkommens; y-Achse: Veränderung der Wohnimmobilienpreise)



Quellen: CEIC, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Verhältnis wird für einen Zeitraum von zehn Jahren vor dem jeweils angegebenen Jahr berechnet. Die Größe der Kreise entspricht dem Anteil des jeweiligen Landes bzw. der jeweiligen Städtetategorie am weltweiten BIP am Ende des Zehnjahreszeitraums. Bei den Tier-1-Städten handelt es sich um die größten Städte Chinas, nämlich um Peking, Guangzhou, Shanghai und Shenzhen. Tier-2- und Tier-3-Städte sind kleinere Provinzstädte in China.

**Einige Segmente des Immobiliensektors könnten eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen auslösen.** Der starke Hauspreisanstieg in den letzten Jahren ging mit einer hohen Immobilienkreditaufnahme (auch aus dem Ausland) einher. Immobilienentwickler sind auf kurze Sicht mit einem beträchtlichen Refinanzierungsbedarf konfrontiert. Die Verschuldung der privaten Haushalte in China hat mit 48 % des BIP ein ähnlich hohes Niveau erreicht wie in Ländern mit hohem Einkommen. Dies macht chinesische Privathaushalte anfällig gegenüber steigenden Zinsen. Da Chinas Behörden darum bemüht sind, den Verschuldungsgrad in der Gesamtwirtschaft abzubauen, könnten die Bilanzen hoch verschuldeter Kreditnehmer bei einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen unter Druck geraten. Zudem ergeben sich durch einen starken Abschwung am Wohnimmobilienmarkt möglicherweise hohe Belastungen für die Haushalte der lokalen Gebietskörperschaften, da Grundstücksverkäufe für sie eine wichtige Finanzierungsquelle darstellen.

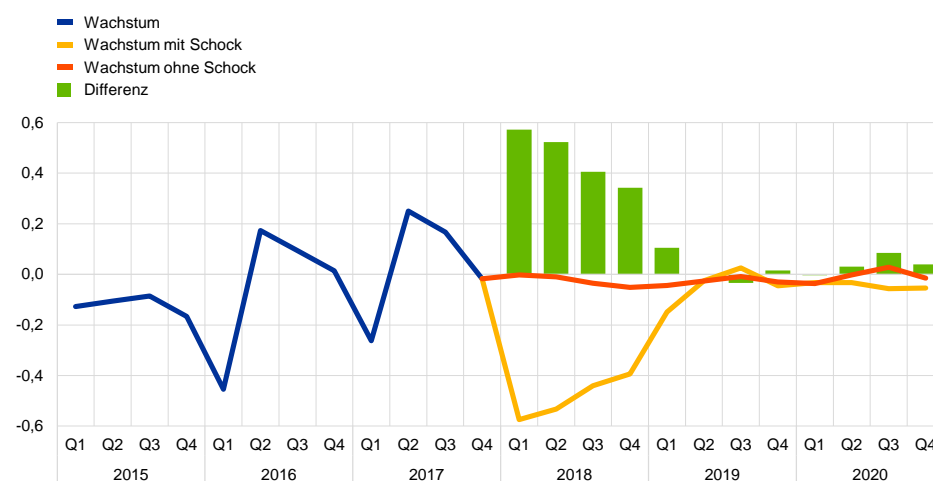
### Ein starker Einbruch am Wohnimmobilienmarkt könnte die chinesische Wirtschaft empfindlich treffen und hätte möglicherweise auch globale Auswirkungen.

Laut einer Modellsimulation<sup>2</sup>, bei der über vier Quartale von einem Rückgang der Wohneigentumspreise um 6 % und einer Abnahme der Hausverkäufe um 32 % ausgegangen wird (diese Werte entsprechen in etwa der Abschwungphase 2008-2009), würde das chinesische BIP – verglichen mit dem Basisszenario – über fünf Quartale hinweg um insgesamt nahezu 2 % schrumpfen (siehe Abbildung C). Bei einer unterstellten Lockerung der Finanzierungsbedingungen wäre der kumulierte Effekt auf das BIP-Wachstum mit 1,6 % zwar etwas geringer, doch der Vertrauensverlust könnte die Auswirkungen weiter verstärken. Die Spillover-Effekte einer Abschwächung des BIP-Wachstums in China auf die Weltwirtschaft und den Euroraum könnten sich als nicht unerheblich erweisen.<sup>3</sup>

#### Abbildung C

##### Auswirkungen eines temporären Schocks am Wohnimmobilienmarkt auf das BIP

(Abweichung vom Potenzialwachstum in % gegenüber dem Vorquartal)



Quelle: EZB-Berechnungen.

<sup>2</sup> Unter Verwendung der „Bayesian Estimation, Analysis and Regression (BEAR) toolbox“ wird ein bayesianisches Vektorausregressionsmodell, identifiziert auf Grundlage von Vorzeichenrestriktionen, anhand von Quartalswerten vom ersten Quartal 2001 bis zum vierten Quartal 2017 geschätzt. Dabei werden vier Schocks identifiziert: ein gesamtwirtschaftlicher Nachfrageschock, ein durch die Geldpolitik bedingter Nachfrageschock, ein durch die Nachfrage nach Wohnimmobilien bedingter Schock und ein durch das Angebot an Wohnimmobilien bedingter Schock. Die in das Modell einbezogenen Variablen sind das BIP-Wachstum (ausgedrückt als Abweichung vom Potenzialwachstum), das Verhältnis der Wohnungsbautätigkeit zur gesamtwirtschaftlichen Aktivität (zur Differenzierung zwischen einem durch die Nachfrage nach Wohnimmobilien bedingten Schock und einem gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschock), der Anstieg der Wohnimmobilienpreise und das Wachstum der veräußerten Wohnfläche. Zur Messung der Veränderungen der Finanzierungsbedingungen wurde ein Index der finanziellen Rahmenbedingungen (Financial Conditions Index) herangezogen. Als exogene Variablen werden Messgrößen der weltweiten Wirtschaftstätigkeit und der Rohstoffpreise verwendet, um dem möglichen Einfluss externer Entwicklungen Rechnung zu tragen. Alle Variablen werden als Veränderung gegenüber dem Vorquartal ausgedrückt. Der simulierte Schock könnte sich zum Beispiel daraus ergeben, dass die Wohnungspolitik über einen zu langen Zeitraum zu restriktiv gehandhabt wird, sodass sowohl die Nachfrage nach als auch das Angebot an Wohnimmobilien negativ beeinflusst werden.

<sup>3</sup> Siehe [The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 206, 2018.

**Eine landesweite Korrektur am Wohnimmobilienmarkt hätte zwar beträchtliche Auswirkungen auf die Wirtschaft, doch ist es derzeit wahrscheinlicher, dass drastische Korrekturen der Hauspreise lokal begrenzt bleiben.** Das Risiko einer Korrektur am Wohnungsmarkt dürfte in den Tier-1-Städten am höchsten sein, die jedoch weniger als 10 % des gesamten chinesischen Wohnimmobilienmarkts ausmachen. Überdies stützen die robusten Einkommenszuwächse und die anhaltende Urbanisierung weiterhin die fundamentale Nachfrage nach Wohneigentum in ganz China. Auch die Politik hat sich geändert. So werden nun bei Eingriffen in den Wohnimmobilienmarkt die jeweiligen Bedingungen vor Ort stärker berücksichtigt. Dennoch bestehen noch immer einige wesentliche Risiken. So könnte eine drastische Korrektur in den Tier-1-Städten ganz allgemein zu verschärften Finanzierungsbedingungen führen. Zudem ist es möglich, dass die aktuellen Maßnahmen zum Verschuldungsabbau viele hoch verschuldete Unternehmen finanziell unter Druck setzen, was wiederum die Bautätigkeit bremsen könnte. Noch wichtiger ist aber, dass eine Neubewertung des künftigen Wachstumspotenzials Chinas negative Auswirkungen auf die Nachfrage nach Wohneigentum haben könnte. Dies würde die Einnahmen der lokalen Gebietskörperschaften weiter verringern und ihre Schuldendienstfähigkeit zusätzlich beeinträchtigen.



## 2 Zyklische Entwicklung der Leistungsbilanz im Euro-Währungsgebiet

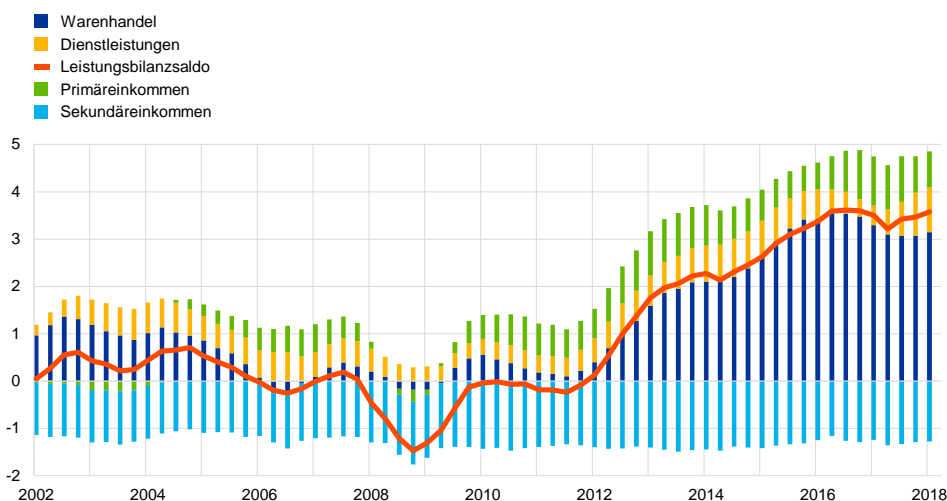
Michael Fidora

**In den zwölf Monaten bis zum ersten Quartal 2018 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets mit 3,6 % des BIP einen historisch hohen Saldo auf und lag damit geringfügig über dem Vorjahrsniveau von 3,5 %** (siehe Abbildung A). Hinter dem leichten Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses verbirgt sich ein deutlicher Rückgang der Überschüsse im Warenhandel (um 0,2 Prozentpunkte des BIP) und beim Primäreinkommen (um 0,3 Prozentpunkte des BIP), der durch einen höheren Überschuss im Dienstleistungsverkehr (um 0,5 Prozentpunkte des BIP) etwas überkompensiert wurde.

### Abbildung A

Hauptkomponenten der Leistungsbilanz des Euroraums

(in % des BIP; gleitende Vierquartalsummen)



Quelle: EZB.

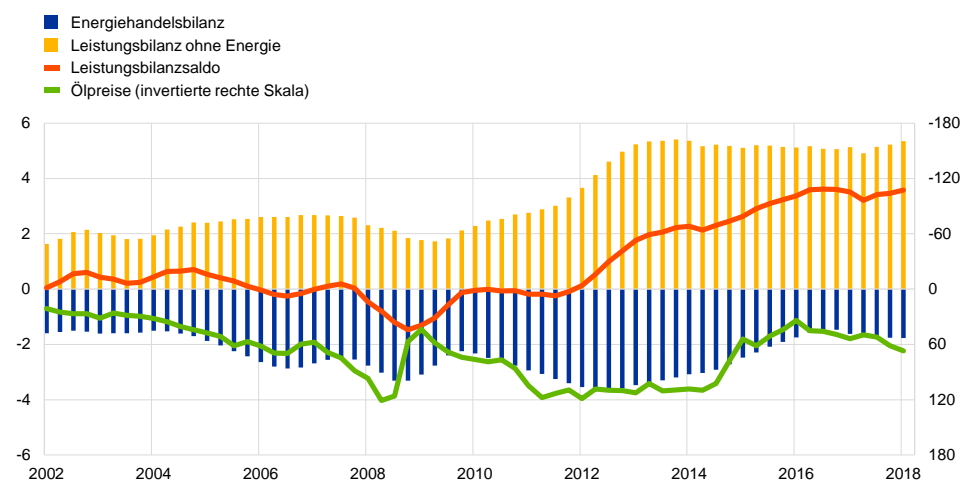
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018.

**In der Leistungsbilanz zeichnet sich jedoch – wenn auch auf erhöhtem Niveau – eine Stabilisierung ab, die vorwiegend auf die Entwicklung des Ölpreiszyklus zurückzuführen ist** (siehe Abbildung B). Die Leistungsbilanz wies im dritten Jahresviertel 2016 einen Rekordüberschuss auf, der leicht über dem aktuellen Niveau lag. Dieser Höchststand ging Ende 2016 mit einem historischen niedrigen Defizit im Energiehandel einher, das durch den wenige Monate zuvor erreichten Tiefstand beim Ölpreis bedingt war. Seitdem hat sich die Energiehandelsbilanz gemessen am BIP um 0,3 Prozentpunkte verschlechtert. Im Zuge eines leicht sinkenden Überschusses im Warenhandel ohne Energie und beim Primäreinkommen wurde dadurch der gleichzeitige Anstieg des Überschusses im Dienstleistungsverkehr mehr als aufgewogen. Bei Betrachtung der Entwicklung des Energiehandels über einen längeren Zeitraum lässt sich feststellen, dass die Stabilisierung der Ölpreise nach 2012 und der anschließende Preisverfall von 2014 bis Ende 2015 tatsächlich zu einer Verringerung des Defizits im Energiehandel um

rund 2 Prozentpunkte des BIP geführt hatten. Die Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses im gleichen Zeitraum ging somit vollständig auf diesen Faktor zurück. Ohne Berücksichtigung des Energiehandels ist der Leistungsbilanzsaldo des Euroraums indes seit 2013 bemerkenswert stabil geblieben.

**Abbildung B**  
Energiehandelsbilanz, Ölpreise und Leistungsbilanz ohne Energie

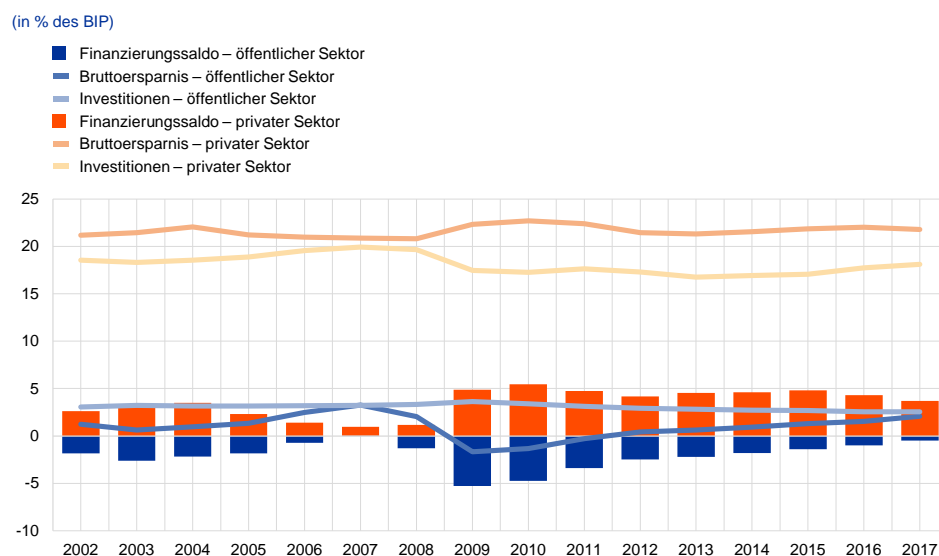
(in % des BIP; gleitende Vierquartalsummen; in USD je Barrel)



Quellen: EZB und Eurostat.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018.

**Im Hinblick auf die Ersparnisbildung und Investitionstätigkeit spiegelt die Stabilisierung des Leistungsbilanzüberschusses in erster Linie einen Rückgang des Finanzierungsüberschusses des privaten Sektors wider, der jedoch durch höhere Ersparnisse des öffentlichen Sektors wettgemacht wird** (siehe Abbildung C). Seit Beginn der Konjunkturerholung im Jahr 2013 ziehen die Investitionen des privaten Sektors langsam, aber stetig an, während sich seine Bruttoersparnis erst 2016 stabilisierte und 2017 zu sinken begann. Infolgedessen verringerte sich der Finanzierungsüberschuss des privaten Sektors in den Jahren 2016 und 2017. Die Entwicklung wurde jedoch durch einen weiteren Rückgang des Finanzierungsdefizits des öffentlichen Sektors weitgehend ausgeglichen. Ursächlich hierfür waren die anhaltenden Bemühungen einiger Länder um eine Haushaltskonsolidierung.

## Abbildung C Bruttoersparnis und Investitionen im Euroraum



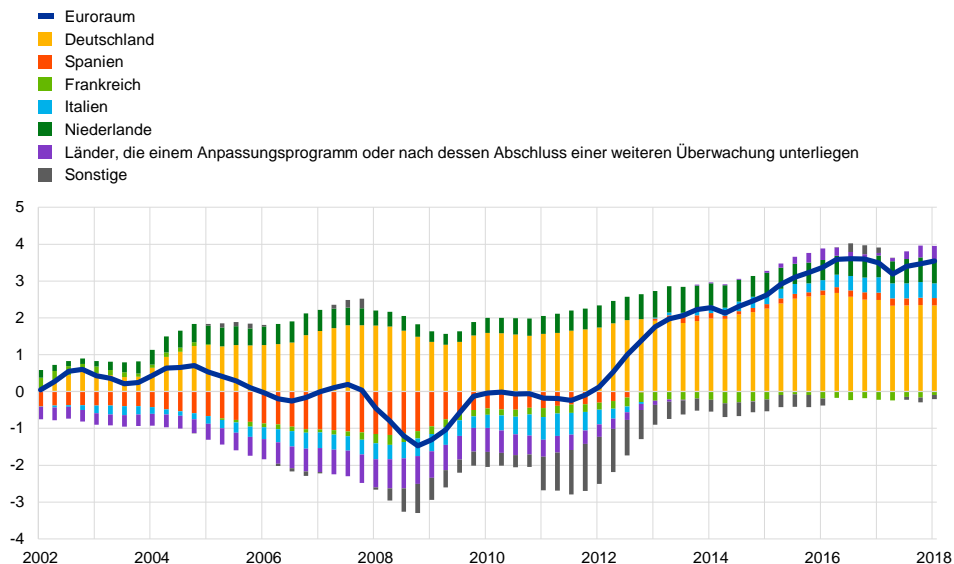
Quelle: Europäische Kommission.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2017.

**Mit Blick auf die Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet ist die Stabilisierung des Leistungsbilanzüberschusses bis zu einem gewissen Grad auch die Folge von Leistungsbilanzanpassungen in Ländern des Euroraums** (siehe Abbildung D). So ist der Beitrag Deutschlands zum Leistungsbilanzüberschuss des Eurogebiets seit Anfang 2016 um rund 0,3 Prozentpunkte des euroraumweiten BIP gesunken. Im Gegensatz dazu verzeichneten die Niederlande im gleichen Zeitraum einen erneuten Anstieg ihres positiven Leistungsbilanzsaldos um etwa 0,2 Prozentpunkte gemessen am BIP des Euroraums, wobei dieser Zuwachs jedoch größtenteils durch sinkende Überschüsse in anderen Euro-Ländern aufgezehrt wurde. Unterdessen verbesserte sich die Leistungsbilanz der Länder, die einem Anpassungsprogramm bzw. nach dessen Abschluss einer weiteren Überwachung unterliegen, insgesamt weiter, und zwar um rund 0,2 Prozentpunkte des BIP.

## Abbildung D

### Leistungsbilanzsaldo des Euroraums und ausgewählter Euro-Länder

(in % des BIP; gleitende Vierquartalsummen)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018.

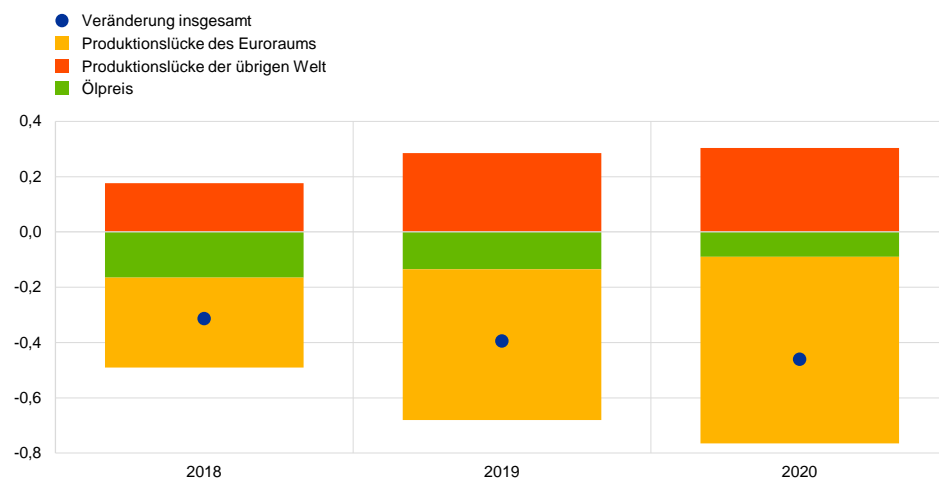
**Aus heutiger Sicht dürfte die Stabilisierung der Leistungsbilanz weiterhin durch die Position des Euroraums im Konjunkturzyklus und den jüngsten Ölpreisanstieg begünstigt werden.** Die im Vergleich zu den wichtigsten Handelspartnern schwächere konjunkturelle Lage des Euro-Währungsgebiets belastet zwar nach wie vor seine Importnachfrage, unterstützt jedoch die Auslandsnachfrage nach Exporten des Euroraums. Dies hat einen vorübergehenden Anstieg des Handelsbilanzüberschusses und somit des Leistungsbilanzsaldos im Eurogebiet zur Folge. Gemäß Schätzungen auf Basis der Standardelastizitäten aus der empirischen Fachliteratur dürften, gemessen am BIP, rund 0,1 Prozentpunkte des Leistungsbilanzüberschusses den unterschiedlichen Positionen geschuldet sein, die der Euroraum und seine wichtigsten Handelspartner im Konjunkturzyklus einnehmen. Dies bedeutet, dass der euroraumweite Leistungsbilanzüberschuss bei einer Angleichung der Produktionslücken des Eurogebiets und seiner wichtigsten Handelspartner mittelfristig um etwa 0,1 Prozentpunkte des BIP zurückgehen würde. Ein ähnlicher Anteil des Überschusses in Höhe von ungefähr 0,1 Prozentpunkten des BIP kann wiederum der Abweichung der Ölpreise von ihrem Trendniveau zugeschrieben werden. Folglich liegt der konjunkturbereinigte Leistungsbilanzsaldo des Euroraums rund 0,2 Prozentpunkte unter seinem derzeitigen Niveau.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Die Schätzungen beruhen auf Standardelastizitäten für die Leistungsbilanz im Hinblick auf die Produktionslücke (gemessen an der Produktionslücke der übrigen Welt) bzw. die Ölpreise (in Wechselwirkung mit der Energiehandelsbilanz). Die Schätzwerte bewegen sich für Erstere zwischen 0,4 und 0,5 und für Letztere zwischen 0,5 und 0,6. Siehe beispielsweise S. Phillips et al., [The External Balance Assessment \(EBA\) Methodology](#), Working Paper des IWF, Nr. 13/272, 2013, und N. Zorell, [Large net foreign liabilities of euro area countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 198, 2017.

## Abbildung E

### Simulierte Veränderung des Leistungsbilanzsaldos infolge der projizierten Entwicklung der Produktionslücke und des Ölpreises

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB, IWF und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2018 (Produktionslücke des Euroraums) bzw. dem Weltwirtschaftsausblick des IWF vom April 2018 (Produktionslücke der übrigen Welt).

#### Mit Blick auf die Zukunft dürften der anhaltende Abbau von Ungleichgewichten und der Konjunkturverlauf im Euroraum in Verbindung mit Ölpreisschwankungen zu einem Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses beitragen (siehe Abbildung E).

Den Projektionen zufolge wird der Ölpreis 2018 spürbar steigen und im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums wieder leicht sinken, um sich schließlich um sein Trendniveau herum zu bewegen. Damit deuten die Vorausberechnungen auf Basis von Standardelastizitäten auf eine Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses des Euro-Währungsgebiets um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte des BIP bis Ende 2020 hin. Indessen dürfte die Abnahme der negativen Produktionslücke im Eurogebiet, die sich 2018 ins Positive kehren und den Projektionen zufolge in den kommenden Jahren weiter ansteigen wird, zu einer regeren Importnachfrage und somit zu einem Abbau des Leistungsbilanzüberschusses im Euroraum beitragen. Unter Verwendung von Standardelastizitäten würde sich der Effekt gemessen am BIP auf 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2018 bis 0,7 Prozentpunkte Ende 2020 belaufen. Die Auswirkungen der zunehmend positiven Produktionslücke im Eurogebiet werden allerdings – wenn auch nicht vollständig, so doch zum Teil – durch eine vergleichbare, obschon weniger ausgeprägte Verbesserung der globalen Produktionslücke aufgewogen. Letztere wird den Erwartungen zufolge zu einem Anstieg der Auslandsnachfrage im Eurogebiet von bis zu 0,3 Prozentpunkten des BIP führen und damit dem Leistungsbilanzüberschuss Auftrieb geben. Infolge dieser gegenläufigen Kräfte würden die beiden Faktoren Ölpreis und Konjunkturzyklus zusammengenommen von 2018 bis Ende 2020 eine Verringerung des positiven Leistungsbilanzsaldos im Euro-Währungsgebiet um 0,3 bis 0,5 Prozentpunkte des BIP bewirken. Dieser Effekt steht im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2018, die für denselben Zeitraum einen Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses um rund 1 Prozentpunkt des BIP in Aussicht stellen. Es wird demnach damit gerechnet,

dass neben zyklischen auch strukturelle Faktoren zu einer Verminderung des Leistungsbilanzsaldos beitragen werden.

### 3 Wachstumssynchronisation in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

Jaime Martinez-Martin, Lorena Saiz und Grigor Stoevsky

**Der Synchronisationsgrad der Konjunkturzyklen – sowohl im Vergleich der Euro-Länder untereinander als auch zwischen dem Euroraum und der übrigen Welt – ist ein relevantes Forschungsthema.**

Was das Euro-Währungsgebiet betrifft, so besagt die Hypothese des endogenen optimalen Währungsraums<sup>5</sup>, dass infolge der sich vertiefenden Finanz- und Handelsintegration der Synchronisationsgrad der Konjunkturzyklen zwischen den teilnehmenden Ländern im Zeitverlauf zunehmen sollte. Einzelne Länder dürften daher weniger anfällig für idiosynkratische Schocks werden, was der Wirksamkeit der einheitlichen Geldpolitik zuträglich sein sollte. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Kasten verschiedene Messgrößen der Synchronisation des Konjunkturverlaufs sowohl innerhalb des Eurogebiets als auch aus globaler Perspektive vorgestellt und analysiert.

**Angesichts engerer Handels- und Finanzverflechtungen stellte sich in den letzten Jahren in den meisten Ländern des Euroraums wie auch weltweit eine positive Wachstumsdynamik ein** (siehe Abbildung A). Von 2014 bis 2016 sank der Anteil der Volkswirtschaften weltweit, die eine Wachstumsbeschleunigung aufwiesen. Grund hierfür waren unter anderem die negativen Auswirkungen der niedrigen Ölpreise auf die erdölproduzierenden Länder. Seit der zweiten Jahreshälfte 2016 steigt dieser Anteil jedoch wieder an, wobei mehr als die Hälfte der Euro-Länder eine Stärkung der wirtschaftlichen Dynamik verzeichnet. Parallel dazu findet eine Verbreiterung des Wirtschaftswachstums statt, die im Jahr 2013 ihren Anfang nahm.<sup>6</sup>

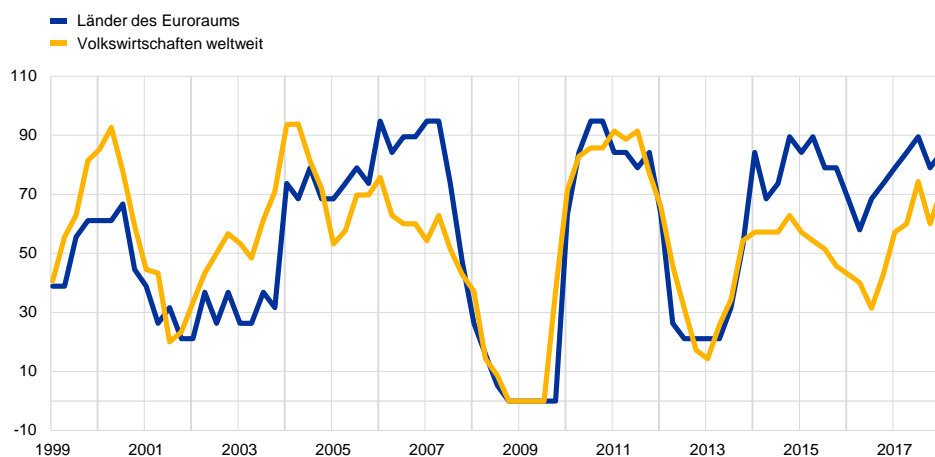
<sup>5</sup> Siehe J. A. Frankel und A. K. Rose, [The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria](#), in: *The Economic Journal*, Bd. 108, Ausgabe 449, 1998, S. 1009-1025.

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet verbreitert sich](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/2017, Februar 2017.

## Abbildung A

Anteil der Länder mit einem BIP-Wachstum über dem Durchschnitt der vorangegangenen drei Jahre

(Quartalswerte; in %)



Quellen: OECD, Eurostat, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnung basiert auf vierteljährlichen realen Wachstumsraten des BIP gegenüber dem Vorjahr. Die Länder des Euroraums setzen sich aus den aktuell 19 teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten zusammen (wobei die Daten für Malta erst ab 2001 verfügbar sind). Die Volkswirtschaften weltweit umfassen 34 Länder sowie das Aggregat des Euroraums, auf die insgesamt mehr als 84 % des weltweiten BIP in Kaufkraftparitäten entfallen. Im Einzelnen gehören zu dieser Gruppe der Euroraum, Argentinien, Australien, Brasilien, Bulgarien, Chile, China, Dänemark, Hongkong, Indien, Indonesien, Israel, Japan, Kanada, Kolumbien, Kroatien, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Polen, Rumänien, Russland, Schweden, die Schweiz, Singapur, Südafrika, Südkorea, Taiwan, Thailand, die Tschechische Republik, die Türkei, Ungarn, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018.

### Die jüngste Wachstumsbeschleunigung ging einher mit einer breit angelegten Verringerung der Wachstumsunterschiede zwischen den Ländern des Euroraums sowie den fortgeschrittenen Volkswirtschaften der G 7 (siehe

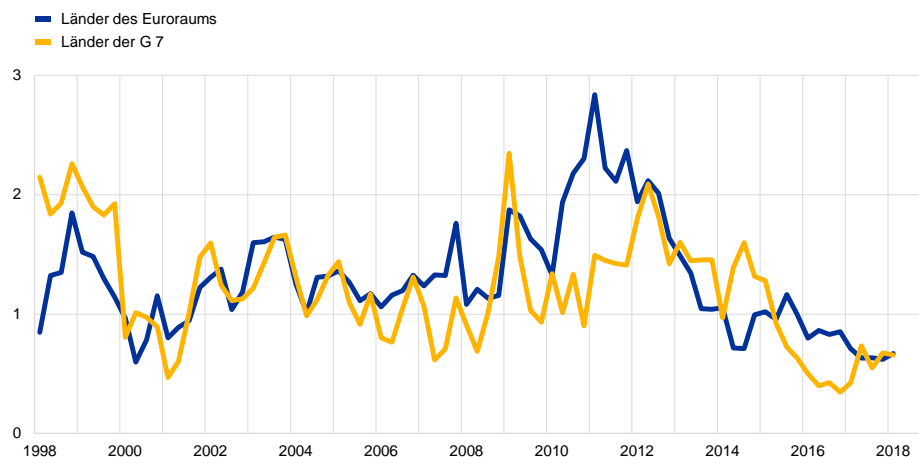
Abbildung B). Im Gefolge der globalen Finanzkrise wie auch im Verlauf der Staatsschuldenkrise war die Volatilität des Wirtschaftswachstums in den einzelnen Euro-Ländern sehr hoch. Daraus folgte, dass die Schocks im Ländervergleich sehr unterschiedliche Auswirkungen hatten. Dagegen fiel der zuletzt beobachtete Rückgang der Wachstumsunterschiede im Eurogebiet zeitlich weitgehend zusammen mit einer abnehmenden Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen, die durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigt wurde.



## Abbildung B

### Streuung der vierteljährlichen realen Wachstumsraten des BIP

(Quartalswerte; in %)



Quellen: OECD, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Streuung der Wachstumsraten im Euroraum entspricht der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Wachstums des realen BIP in den 19 Ländern des Euroraums (ohne Irland, um Verzerrungen in der Analyse aufgrund der hohen Volatilität des irischen BIP zu vermeiden). Die Streuung der Wachstumsraten in fortgeschrittenen Volkswirtschaften, für die stellvertretend auf die G-7-Staaten (Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten) zurückgegriffen wird, stellt die ungewichtete Standardabweichung des jährlichen Wachstums des realen BIP dieser Länder dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018.

### Eine direkte Messgröße der Korrelation bestätigt, dass die Synchronizität zwischen den Ländern des Euroraums in den Jahren 2016 und 2017 zugenommen hat

(siehe Abbildung C). Das Korrelationsmaß<sup>7</sup> für das Euro-Währungsgebiet<sup>8</sup> lässt darauf schließen, dass sich der Synchronisationsgrad des Konjunkturverlaufs im zeitlichen Umfeld der globalen Finanzkrise in allen betrachteten Ländergruppen deutlich erhöhte. Die Korrelationen zwischen den Euro-Ländern – und allgemein zwischen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – erreichten während der Finanzkrise einen Höchststand und gingen dann in der Phase der Erholung allmählich zurück. Wie diese Messgröße zeigt, war jedoch im Verlauf des Jahres 2017 euroraumweit erneut ein Trend in Richtung einer zunehmenden Synchronisation der Konjunkturzyklen zu verzeichnen. In den vergangenen 20 Jahren war der Grad der Synchronisation zwischen den fünf größten Volkswirtschaften des Eurogebiets höher als in einer weiter gefassten Gruppe von 17 Euro-Ländern, obwohl die Synchronisation zwischen diesen 17 Staaten im Jahresverlauf 2017 deutlich zunahm.<sup>9</sup>

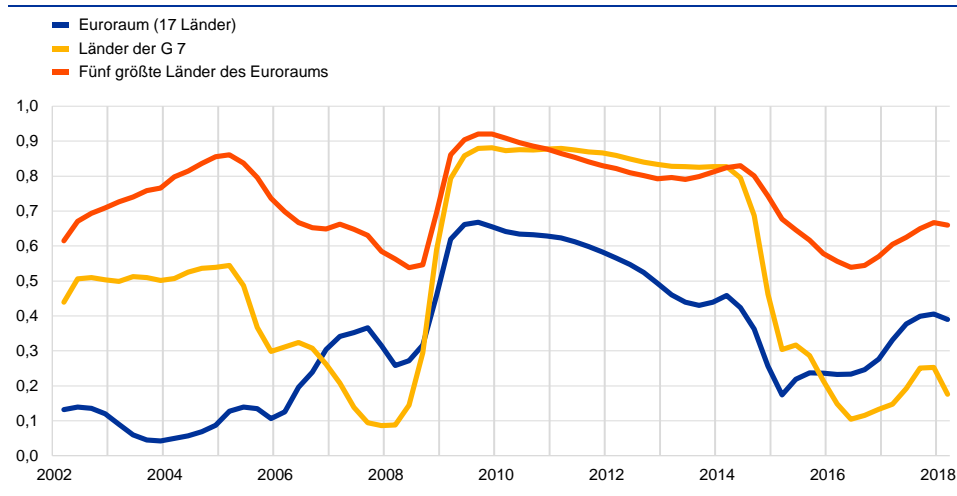
<sup>7</sup> Siehe J. Stock und M. Watson, *The Evolution of National and Regional Factors in U.S. Housing Construction*, in: *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honour of Robert F. Engle*, T. Bollerslev, J. Russell und M. Watson (Hrsg.), Oxford University Press, 2008.

<sup>8</sup> Aus Gründen der Datenverfügbarkeit beschränkt sich die Analyse auf Belgien, Deutschland, Estland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Lettland, Litauen, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Finnland.

<sup>9</sup> Zu beachten ist, dass diese Messgrößen nicht auf die zugrunde liegenden Faktoren hinweisen, die zu der aktuell hohen Synchronizität zwischen den Ländern des Euroraums beitragen.

## Abbildung C

### Korrelation der Konjunkturzyklen in den Ländern des Euroraums und der G 7



Quellen: OECD, Eurostat und EZB-Berechnungen.

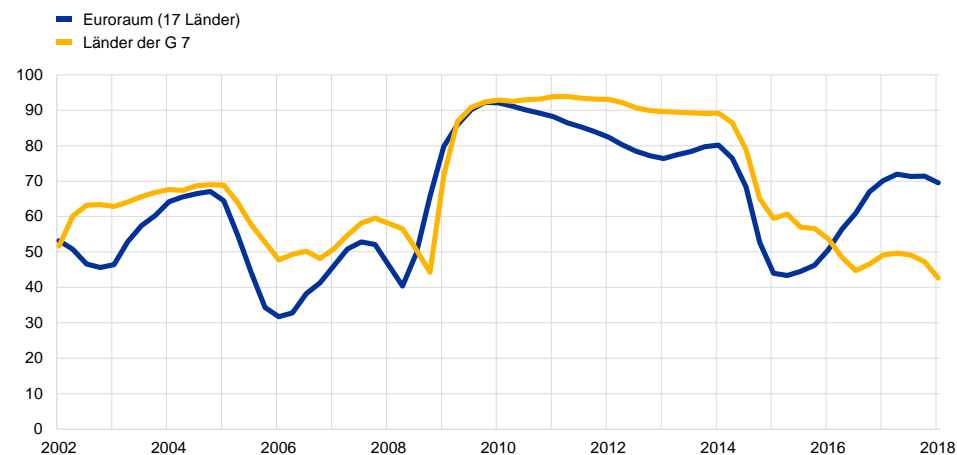
Anmerkung: Die Messgröße für die Korrelation der Konjunkturzyklen entspricht nach Stock und Watson (2008) dem gewichteten Durchschnitt der jeweils für Länderpaare ermittelten Korrelationen des realen BIP-Wachstums. Die Korrelationen der Länderpaare werden über einen gleitenden Fünfjahreszeitraum berechnet. In Bezug auf das Euro-Währungsgebiet werden zwei unterschiedliche Gruppen betrachtet: der Euroraum insgesamt (alle Euro-Länder außer Malta und Irland mangels Datenverfügbarkeit) und die fünf größten Volkswirtschaften des Euroraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018.

**Der höhere Synchronisationsgrad zeigt sich auch darin, dass sich die Unterschiede im BIP-Wachstum der einzelnen Länder des Euroraums zum Großteil durch einen gemeinsamen Faktor erklären lassen** (siehe Abbildung D). Auf die gemeinsame Komponente entfallen im Durchschnitt mehr als 65 % der Varianz beim BIP-Wachstum der Euro-Länder wie auch der fortgeschrittenen Volkswirtschaften der G 7. Allerdings stieg der durch den gemeinsamen Faktor erklärte Anteil während der Finanzkrise infolge des synchronisierten Konjunkturabschwungs stark an. Bemerkenswerterweise nahm die Synchronisation gemäß dieser Messgröße in den letzten Jahren im Eurogebiet erneut zu. Dieser Trend steht im Gegensatz zur Entwicklung in den G-7-Ländern, in denen es weniger Anzeichen für einen gemeinsamen Faktor gibt, der als Erklärung für die jüngsten Unterschiede im BIP-Wachstum zwischen den einzelnen G-7-Ländern dienen könnte.

## Abbildung D

### Relativer Beitrag des gemeinsamen Faktors zur Varianz des realen BIP-Wachstums

(in % der Gesamtvarianz)



Quellen: OECD, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Anteil an der Veränderung des realen BIP-Wachstums, der durch einen über einen gleitenden Fünfjahreszeitraum geschätzten gemeinsamen Faktor erklärt wird. Der gemeinsame Faktor wird näherungsweise anhand der ersten Hauptkomponente der vierteljährlichen Wachstumsraten des BIP gegenüber dem Vorjahr berechnet. Der Euroraum umfasst hier alle Euro-Länder außer Malta und Irland mangels Datenverfügbarkeit. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2018.

**Insgesamt deutet die verfügbare Evidenz auf einen relativ hohen Grad an Wachstumssynchronisation zwischen den Ländern des Euroraums hin.** Die verstärkte Wachstumsdynamik, die zuletzt in einer größeren Zahl von Ländern des Eurogebiets wie auch weltweit beobachtet wurde, geht mit einer breit angelegten Verringerung der Volatilität in diesen großen Volkswirtschaften einher. Dabei bestätigen sowohl der errechnete Korrelationsindex als auch der geschätzte hohe Anteil der durch einen gemeinsamen Faktor erklärbaren Schwankungen des BIP-Wachstums, dass die Synchronisation zwischen den Euro-Ländern in jüngster Zeit ein recht hohes Niveau erreicht hat.

## Die Bedeutung der Lohnentwicklung für den Inflationsanstieg

José Emilio Gumiel und Elke Hahn

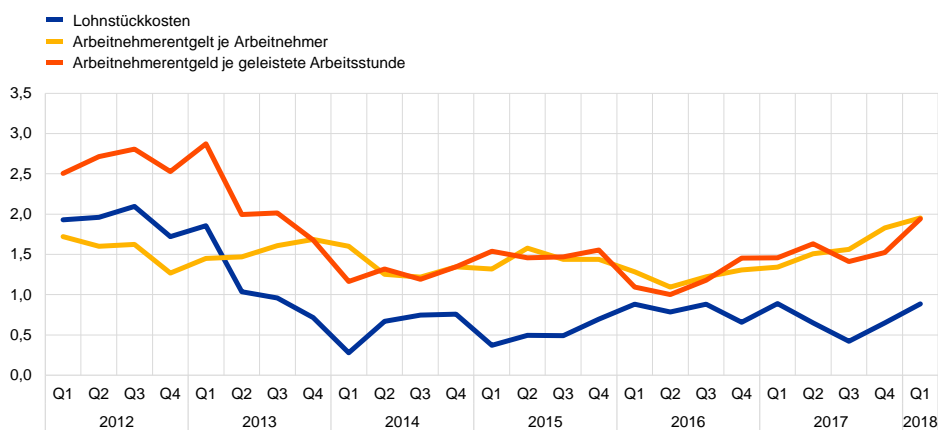
**In den aktuellen Prognosen und Projektionen wird ein Anstieg der Arbeitskosten als wesentliche Voraussetzung für eine nachhaltige Zunahme der zugrunde liegenden Inflation angesehen.** Die unterschiedlichen Messgrößen der

Arbeitskosten senden seit einiger Zeit allerdings uneinheitliche Signale aus. Zwar ist das am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. am Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde gemessene Lohnwachstum im Verlauf der letzten zwei Jahre deutlich gestiegen, doch hat sich die Zuwachsrate der Lohnstückkosten, d. h. das um den Produktivitätszuwachs bereinigte Lohnwachstum, im selben Zeitraum kaum verändert (siehe Abbildung A). Dies wirft die Frage auf, welche Arbeitskostenindikatoren das relevante Signal aussenden, das eine Aussage über das Durchwirken auf, und die Aussichten für, die zugrunde liegende Inflation ermöglicht. Im vorliegenden Kasten soll dieser Frage näher nachgegangen werden, indem die Transmission zweier unterschiedlicher makroökonomischer Impulse, nämlich bestimmter Arten von Angebots- und Nachfrageschocks, im Kontext des neuen Euroraum-Modells untersucht und die Ergebnisse mit den in der jüngeren Vergangenheit beobachteten Verlaufsmustern verglichen werden.<sup>10</sup>

### Abbildung A

#### Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw je geleistete Arbeitsstunde und Lohnstückkosten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

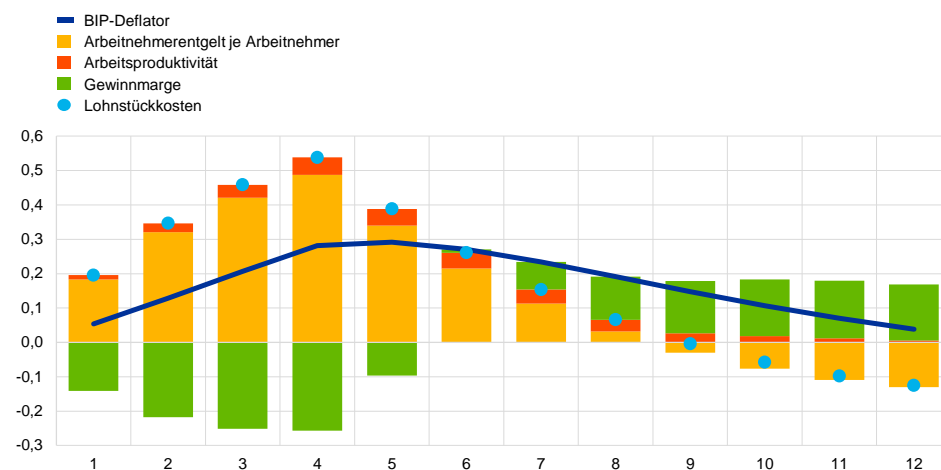
<sup>10</sup> Eine Beschreibung des neuen Euroraum-Modells findet sich in: K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, [The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 944, 2008. Eine ähnliche Analyse lässt sich auch mit einem breiten Spektrum anderer Modelle durchführen.

**Ein typischer negativer Angebotsschock am Arbeitsmarkt lässt sowohl die Löhne als auch die Lohnstückkosten ansteigen, dämpft im Gegenzug jedoch auf kurze Sicht die Gewinnmargen.**

Abbildung B zeigt die Auswirkungen eines Angebotsschocks am Arbeitsmarkt<sup>11</sup> im neuen Euroraum-Modell auf den BIP-Deflator (eine Messgröße der zugrunde liegenden Inflation) und dessen Komponenten. Der Angebotsschock impliziert eine Erhöhung der Löhne und führt dadurch zu einem Anstieg der Unternehmenskosten und -preise. Daraus erwächst ein Rückgang der Nachfrage, der Produktion und der Beschäftigung. Die Beschäftigung sinkt üblicherweise weniger stark als das BIP, was auf einen Verlust an Arbeitsproduktivität hindeutet.<sup>12</sup> Dieser kommt zu dem sich aufbauenden, von den Löhnen ausgehenden Preisdruck hinzu und weist darauf hin, dass die Lohnstückkosten stärker steigen als die Löhne. Unternehmen, die sich einer abwärtsgerichteten Nachfragekurve und ebensolchen Preissetzungsrigiditäten gegenübersehen, werden die Kostensteigerungen nur zum Teil und auch nur schrittweise auf die Preise überwälzen; die Gewinnmargen dienen dabei als Puffer. Das beobachtbare Reaktionsmuster im Hinblick auf den Angebotsschock zeigt demnach einen Anstieg sowohl der Löhne als auch der Lohnstückkosten, dessen Auswirkungen auf den Preisdruck zum Teil durch sinkende Gewinnmargen abgefedert werden.

**Abbildung B**  
 Stilisiertes Durchwirken einer Lohnerhöhung auf den BIP-Deflator nach einem Angebotsschock im neuen Euroraum-Modell

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die x-Achse stellt die Quartale nach dem Schock dar. Der Angebotsschock bezieht sich auf einen „wage mark-up“-Schock im neuen Euroraum-Modell. Nähere Angaben zu diesem Modell finden sich in: K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis, Working Paper Series der EZB, Nr. 944, 2008. Die Größenordnung des Schocks wird über das erste Jahr nach dem Schock hinweg auf einen kumulierten Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1 % normiert. Es gilt die Annahme, dass indirekte Steuern abzüglich der Subventionen proportional zum realen BIP reagieren, sodass diese Komponente nicht zu einer Veränderung des BIP-Deflators beiträgt. Im neuen Euroraum-Modell werden Löhne und Produktivität auf der Basis von Personen definiert.

<sup>11</sup> Der Angebotsschock bezieht sich konkret auf den „wage mark-up“-Schock im neuen Euroraum-Modell. Dieser Schock umfasst Friktionen bei der Lohnsetzung, z. B. den Einfluss struktureller Reformen, oder Nichtlinearitäten wie eine abwärtsgerichtete Lohnrigidität.

<sup>12</sup> Dies gilt sowohl für die an Personen als auch an geleisteten Arbeitsstunden gemessene Beschäftigung, obschon die letztgenannte Größe generell eine stärkere Anpassung aufweist, da diese einfacher vorzunehmen ist und daher der Rückgang bei der Arbeitsproduktivität geringer ausfällt.

### **Das Reaktionsmuster der Löhne und der Lohnstückkosten nach einem Nachfrageschock unterscheidet sich qualitativ von jenem bei einem Angebotsschock.**

Abbildung C zeigt die Auswirkungen eines Nachfrageschocks<sup>13</sup> im neuen Euroraum-Modell auf den BIP-Deflator und dessen Komponenten. Der Nachfrageschock führt zu einem Produktionsanstieg und einer höheren Nachfrage nach Kapital- und Arbeitseinsatz, woraufhin sich sowohl die Löhne als auch die Beschäftigung erhöhen. Auch hier ist der Effekt auf die Beschäftigung geringer als jener auf das BIP, sodass ein positiver Nachfrageschock einen Anstieg der Arbeitsproduktivität und zugleich eine Dämpfung der Lohnstückkosten nach sich zieht.<sup>14</sup> Angesichts der günstigen Nachfrageaussichten können die Unternehmen die Kostensteigerung auf die Preise überwälzen; unternehmensseitig werden also die Produktivitätsgewinne und deren abwärtsgerichteter Einfluss auf die Lohnstückkosten über die Gewinnmargen absorbiert. Bei einem Nachfrageschock legen demnach zwar die Löhne zu, aber die Lohnstückkosten werden zunächst gedämpft und steigen erst mit einer gewissen Verzögerung an. Hierin liegt ein Unterschied zu den Ergebnissen im Fall eines Angebotsschocks, bei dem die Lohnsteigerungen – verstärkt durch Produktivitätseinbußen – eine umgehende Zunahme der Lohnstückkosten (auf Kosten der Gewinnmargen) bewirken. Insgesamt zeigt die Untersuchung, dass die Schockursache für die Übertragung der Lohnentwicklung auf die Preise relevant ist. Bei einem Nachfrageschock lässt sich der aufwärtsgerichtete Preisdruck zunächst nur am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer korrekt ablesen, während die Entwicklung der Lohnstückkosten in den ersten Quartalen sogar widersprüchliche Signale aussendet.

---

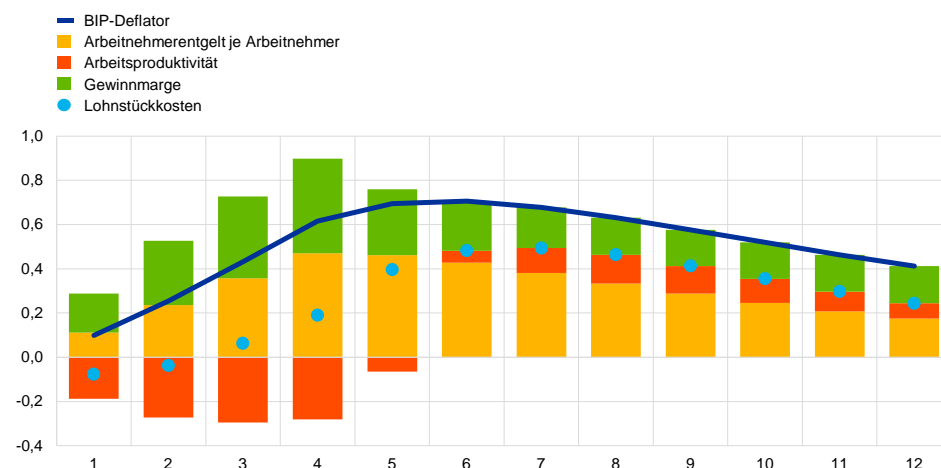
<sup>13</sup> Der Nachfrageschock entspricht dem inländischen Risikoprämieschock im neuen Euroraum-Modell. Zurückzuführen ist dieser Schock auf den Unterschied zwischen dem von der Währungsbehörde festgelegten Zinssatz und der Rendite, die die privaten Haushalte bei ihren Anlageentscheidungen fordern, mit Auswirkungen auf den Konsum wie auch auf Investitionen. Ein Beispiel für einen Risikoprämieschock ist der Anstieg der Unsicherheit in einer Volkswirtschaft.

<sup>14</sup> Wie im vorangegangenen Fall gilt dies für Löhne und Beschäftigung, jeweils gemessen sowohl an Personen als auch an geleisteten Arbeitsstunden. Wieder findet bei den geleisteten Arbeitsstunden üblicherweise eine stärkere Anpassung statt, wodurch die Reaktion der Löhne geringer und jene der Beschäftigung höher ausfällt, wobei die an den geleisteten Arbeitsstunden gemessene Arbeitsproduktivität langsamer zunimmt.

### Abbildung C

#### Stilisiertes Durchwirken einer Lohnerhöhung auf den BIP-Deflator nach einem Nachfrageschock im neuen Euroraum-Modell

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



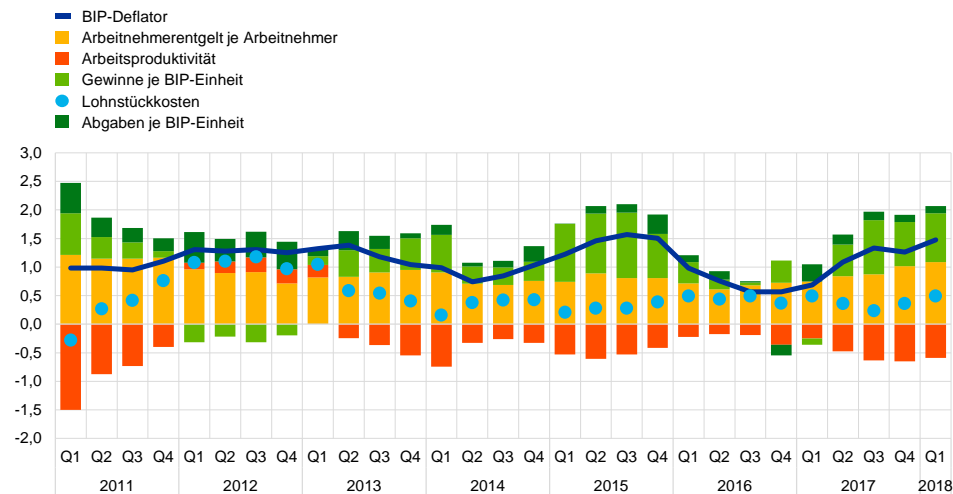
Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die x-Achse stellt die Quartale nach dem Schock dar. Der Nachfrageschock entspricht einem inländischen Risikoprämieschock im neuen Euroraum-Modell. Nähere Angaben zu diesem Modell finden sich in: K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, The New Area-Wide Model of the euro area: A micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis, Working Paper Series der EZB, Nr. 944, 2008. Die Größenordnung des Schocks wird über das erste Jahr nach dem Schock hinweg auf einen kumulierten Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1 % normiert. Es gilt die Annahme, dass indirekte Steuern abzüglich der Subventionen proportional zum realen BIP reagieren, sodass diese Komponente nicht zu einer Veränderung des BIP-Deflators beiträgt. Im neuen Euroraum-Modell werden Löhne und Produktivität auf der Basis von Personen definiert.

**Die Entwicklung bei den Komponenten des BIP-Deflators im Verlauf der zurückliegenden zwei Jahre ähnelt jener eines stärker nachfrageinduzierten Anstiegs der Löhne und des BIP-Deflators.** Zu der Erhöhung der Wachstumsrate des BIP-Deflators kam es im genannten Zeitraum vor dem Hintergrund eines sich beschleunigenden Wachstums der Löhne und Gewinnmargen, gestützt durch einen stärkeren Zuwachs bei der Arbeitsproduktivität; dieser wiederum bremste die Zunahme der Lohnstückkosten oder führte sogar vorübergehend zu einem Rückgang (siehe Abbildung D). Wie oben beschrieben ähnelt dieses Muster weitgehend der Situation nach einem Nachfrageschock. Der beobachtete Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sollte daher als Hinweis auf einen Aufwärtsdruck auf die Preise interpretiert werden; die jüngste Kehrtwende beim Wachstum der Lohnstückkosten mit dem entsprechenden Anstieg scheint derweil im Einklang mit einem reiferen Nachfrageschock zu stehen, bei dem das Wachstum der Lohnstückkosten dem Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer mit einer gewissen Verzögerung folgt.

## Abbildung D BIP-Deflator und Beiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Wie sich zusammenfassend feststellen lässt, stützt die Analyse die in den aktuellen Prognosen und Projektionen enthaltene Überlegung, dass ein beschleunigtes Lohnwachstum zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise führt.**

Die Konstellation der Komponenten des BIP-Deflators ähnelt jener eines stärker nachfrageinduzierten Anstiegs der Löhne. Dies steht im Einklang mit dem kräftigen Produktions- und Beschäftigungswachstum der letzten Quartale und deutet darauf hin, dass das für einen aufwärtsgerichteten Kostendruck auf die zugrunde liegende Inflation relevante Signal vom höheren Lohnwachstum (und nicht der relativ stabilen Steigerung der Lohnstückkosten) ausgesendet wird.<sup>15</sup> Dies untermauert auch die jüngste Konzentration der Geldpolitik auf das Lohnwachstum als eine Voraussetzung für einen Inflationsanstieg und bestätigt, welche Bedeutung der gestiegenen Zuversicht in ein kräftigeres Lohnwachstum zukommt. Dies wird beispielsweise durch die Angaben zu den jüngsten Tarifabschlüssen und die Tatsache belegt, dass das Lohnwachstum sektor- und länderübergreifend auf breiter Basis anzieht.

<sup>15</sup> Zu beachten ist, dass die Reaktionen der Löhne – wie bereits erwähnt – geringer ausfallen würden, läge der Schwerpunkt auf Löhnen und Beschäftigung gemessen an geleisteten Arbeitsstunden statt an Personen. Daher wird das vom höheren Lohnwachstum ausgehende Signal noch dadurch verstärkt, dass nicht nur das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer zulegt, sondern auch das Arbeitnehmerentgelt je Stunde.



## 5 Entwicklung der Vergabe von Hypothekendarlehen im Euro-Währungsgebiet

Ramón Adalid und Matteo Falagiarda

**Die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte scheint sich in den letzten Jahren trotz sehr günstiger Finanzierungsbedingungen, der konjunkturellen Erholung und einer dynamischen Entwicklung an den Märkten für Wohnimmobilien nur moderat ausgeweitet zu haben.**<sup>16</sup> So belief sich die

Jahreswachstumsrate der bereinigten Wohnungsbaukredite an private Haushalte im ersten Quartal 2018 auf 2,8 % und hat sich somit gegenüber dem 2014 verzeichneten Niveau von knapp über null schrittweise erhöht (siehe die rote Linie in Abbildung A Grafik a). Bei der Beurteilung der Kreditvergabeentwicklung ist jedoch zu beachten, dass es sich bei den entsprechenden Angaben in der Regel um Nettogrößen handelt – neu ausgereichte Darlehen und Tilgungen von Altkrediten werden also zusammengefasst betrachtet, da die Statistik zu den Bilanzpositionen aus Bestandsdaten abgeleitet wird. Aufgrund der langen Laufzeit von Hypothekendarlehen haben Tilgungen vor allem im Gefolge einer Boomphase einen nachhaltigen Effekt auf die Nettogrößen, sodass die aktuelle Kreditvergabeentwicklung nicht deutlich abgebildet wird. Vor diesem Hintergrund präsentiert der vorliegende Kasten die Ergebnisse eines simulierten Portfoliomodells, das die Veränderung der Nettokreditvergabe in neu ausgereichte Darlehen und Tilgungen von Altkrediten zerlegt. Eine Einzelbetrachtung dieser beiden Komponenten gibt umfassender Auskunft über die aktuelle Entwicklung der Kreditvergabe.<sup>17</sup>

**Das Nettokreditwachstum wurde in den letzten Jahren zunehmend durch Tilgungen geschmälert, die die steigende Dynamik der Kreditvergabe überlagerten.** Im ersten Quartal 2018 ging von Tilgungen ein negativer Beitrag von rund -8 Prozentpunkten zur jährlichen Zuwachsrate der Wohnungsbaukredite an private Haushalte aus; unmittelbar vor der Boomphase hatte sich dieser Beitrag noch auf -6 Prozentpunkte belaufen (siehe den blau schattierten Bereich in Abbildung A Grafik a). Anders ausgedrückt: Bei einem ab diesem Zeitraum konstanten Beitrag der Tilgungen wäre die aktuelle Jahreswachstumsrate der an Privathaushalte ausgereichten Wohnungsbaukredite 2 Prozentpunkte höher ausgefallen. Der negative Beitrag der Tilgungen dürfte weiter ansteigen und voraussichtlich im Jahr 2022 einen Höchstwert erreichen; damit würde das Nettokreditwachstum durch Tilgungen um rund 3,5 Prozentpunkte mehr reduziert werden als vor der Boomphase (die Schätzung beruht auf der Annahme, dass die jetzige Wachstumsrate des Kreditbestands in den kommenden Jahren konstant bleibt). Derzeit tragen die Kreditneuausreichungen schätzungsweise rund

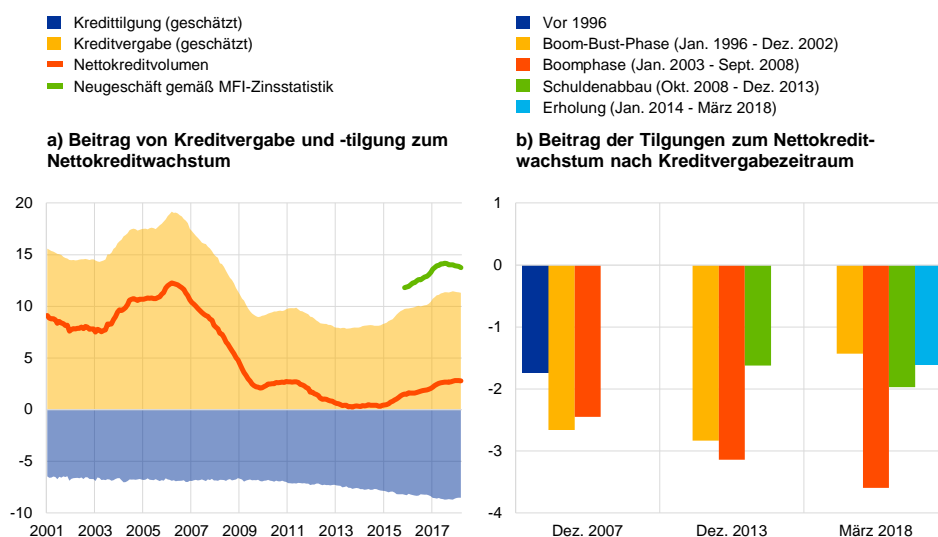
<sup>16</sup> Unter „Wohnungsbaukrediten an private Haushalte“ sind Darlehen zu verstehen, die zur Beschaffung von Wohnraum zum Zwecke der Eigennutzung oder Vermietung (einschließlich Wohnungsbau und -modernisierung) oder von Wohngrundstücken gewährt werden. Derartige Kredite können durch verschiedene Arten von Sicherheiten oder Garantien unterlegt werden oder unbesichert sein. Der besseren Lesbarkeit halber werden in diesem Kasten die Begriffe „Wohnungsbaukredite an private Haushalte“ und „Hypothekendarlehen“ synonym verwendet.

<sup>17</sup> Zu den technischen Einzelheiten der Methodik siehe R. Adalid und M. Falagiarda, [How repayments manipulate our perceptions about loan dynamics after a boom](#), Working Paper Series der EZB, im Erscheinen.

11 Prozentpunkte zum jährlichen Wachstum der Wohnungsbaukredite an private Haushalte bei (siehe den gelb schattierten Bereich in Abbildung A Grafik a). Die Schätzung zur aktuellen Entwicklung der Kreditvergabe deckt sich mit dem neuen Datenmaterial zu „Krediten im reinen Neugeschäft“, das die EZB in ihrer MFI-Zinsstatistik veröffentlicht (siehe die grüne Linie in Abbildung A Grafik a). Diese Angaben entsprechend dem Konzept der Kreditvergabe am ehesten, da sie sich auf das Neugeschäft beziehen, das um statistisch als Neuverhandlungen angesehene Geschäfte bereinigt ist. Gleichwohl beinhalten sie noch Daten zu ökonomisch gesehen neu verhandelten Transaktionen (z. B. neu getroffene Kreditvereinbarungen, die eine Übertragung auf eine andere Bank sowie Kreditsubstitutionen nach sich ziehen). Daher geht von „Krediten im reinen Neugeschäft“ ein etwas höherer Beitrag aus als von der geschätzten Kreditvergabe.<sup>18</sup>

### Abbildung A Nettowachstum, Neuvergabe und Tilgung von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

(Grafik a – Jahreswachstumsrate; Beiträge zur Jahreswachstumsrate in Prozentpunkten; Grafik b – Beiträge zur Jahreswachstumsrate in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt. Vor 2015: Bereinigung durch Zuordnung aller Bereinigungen um Verbriefungen und Verkäufe von Krediten an Privathaushalte zu „Wohnungsbaukrediten an private Haushalte“. Ab 2015: Bereinigung der Zeitreihen anhand intern verfügbarer Daten zu Verbriefungen und Verkäufen von Wohnungsbaukrediten. „Neugeschäft gemäß MFI-Zinsstatistik“: Relation der über 12 Monate kumulierten Veränderung der „Kredite im reinen Neugeschäft“ gemäß MFI-Zinsstatistik zu den Beständen an Wohnungsbaukrediten an private Haushalte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2018.

<sup>18</sup> Die intern seit Dezember 2014 verfügbare MFI-Zinsstatistik zu „Krediten im reinen Neugeschäft“ wird seit August 2017 veröffentlicht. Die jüngsten Angaben zur MFI-Zinsstatistik sind auf der Website der EZB bzw. (in deutscher Sprache) der Deutschen Bundesbank abrufbar.

**Der steigende Beitrag von Tilgungen zur Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite an private Haushalte ist die Folge des hohen Volumens an Hypothekendarlehen, die während der Boomphase vor Einsetzen der Finanzkrise gewährt wurden.** Naturgemäß lassen sich Tilgungsleistungen während der gesamten Laufzeit des Kredits nachverfolgen; ihr Beitrag zum Nettokreditwachstum kann nach dem Zeitraum der Darlehensvergabe aufgeschlüsselt werden. Der Beitrag der Tilgungszahlungen auf während der Boomphase ausgereichte Kredite ist in den vergangenen zehn Jahren gestiegen. In den letzten Jahren entfiel der größte Anteil der Tilgungen auf diese Kreditkategorie (siehe Abbildung A Grafik b). Der von diesen Hypothekendarlehen ausgehende verzögerte Effekt spiegelt den langen Tilgungszeitraum wider.<sup>19</sup> Er wird dadurch verstärkt, dass die im Eurogebiet vergebenen Hypothekendarlehen zumeist eine während der Laufzeit steigende Tilgungssumme vorsehen.<sup>20</sup> Im Gefolge einer Boomphase hat dieser über die Tilgungsleistungen wirksame Verzögerungsmechanismus einen nachhaltigen Effekt auf den Kreditbestand; er schmälert das Kreditwachstum auf Jahre hinaus und verschleiert somit das von den Nettogrößen zur Kreditentwicklung gezeichnete Bild. Aus diesem Grund bietet es sich vor allem nach einer Phase umfangreicher Kreditausreichungen an, die Kreditvergabe für sich genommen bzw. in Relation zu anderen SkalenvARIABLEN wie dem BIP zu betrachten.

**Auch wenn die Vergabe von Hypothekendarlehen bei Betrachtung der Nettodaten im Vergleich zu der Zeit vor der Boomphase nach wie vor eine gedämpfte Entwicklung aufzuweisen scheint, liegen die aktuellen Schätzungen zu neu ausgereichten Krediten in etwa bei dem seit 2001 beobachteten Durchschnitt** (siehe Abbildung B). Dies gilt sowohl in realer Betrachtung der jährlichen Entwicklung (d. h. mit dem BIP-Deflator deflationiert) als auch in deren Relation zum BIP. Im Zwölfmonatszeitraum bis zum März 2018 belief sich die reale Kreditvergabe auf rund 450 Mrd € (bzw. 4,5 % des BIP), verglichen mit dem seit 2001 berechneten Durchschnittswert von 405 Mrd € (bzw. einer durchschnittlichen Kreditvergabequote von 4,4 % gemessen am BIP). Bei der Nettokreditvergabe ergibt sich hingegen ein anderes Bild: Diese war im März 2018 deutlich niedriger als in den Jahren vor der Boomphase. Die aus der Kreditvergabe gewonnenen Informationen entsprechen der dynamischen Entwicklung der Wohnimmobilienpreise der letzten Jahre sowie der Einschätzung der Kreditentwicklung durch die Banken, wie sie in der Umfrage zum Kreditgeschäft zum Ausdruck kommt (siehe Abschnitt 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Dem Umfrageergebnis zufolge wird die Vergabe von Hypothekendarlehen seit einigen Jahren sowohl durch die Kreditrichtlinien als auch die Kreditnachfrage gestützt – eine Entwicklung, wie sie zuletzt nur vor der Krise zu beobachten war.

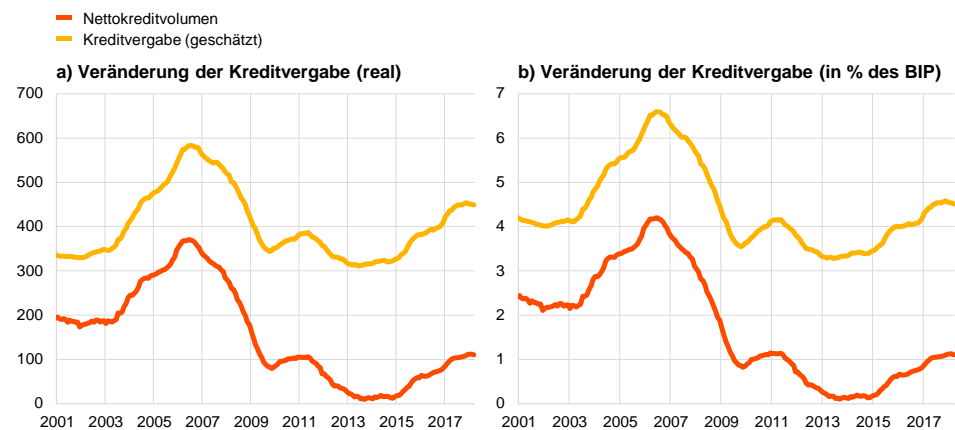
<sup>19</sup> Die während der Boomphase gewährten Hypothekendarlehen haben eine durchschnittliche Ursprungslaufzeit von schätzungsweise 18 bis 19 Jahren (Daten gemäß [Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum \(HFCS\)](#)).

<sup>20</sup> Ein gutes Beispiel hierfür ist das Annuitätendarlehen, welches einen während der Laufzeit unveränderten monatlichen Kapitaldienstbetrag mit sinkendem Zins- und steigendem Tilgungsanteil beinhaltet. Da der in diesem Kasten verfolgte Zerlegungsansatz auf den Rückzahlungsplan dieser Kreditart abstellt, berücksichtigt er auch die meisten Darlehensverträge mit variabler Verzinsung, sofern sie dem gleichen Tilgungsplan folgen wie ein entsprechendes Annuitätendarlehen.

## Abbildung B

### Veränderung der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

(Grafik a – mit dem BIP-Deflator deflationierte und über 12 Monate kumulierte Veränderung in Mrd €, Grafik b – über 12 Monate kumulierte Veränderung in Relation zum nominalen BIP)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt. Vor 2015: Bereinigung durch Zuordnung aller Bereinigungen um Verbriefungen und Verkäufe von Krediten an Privathaushalte zu „Wohnungsbaukrediten an private Haushalte“. Ab 2015: Bereinigung der Zeitreihen anhand intern verfügbarer Daten zu Verbriefungen und Verkäufen von Wohnungsbaukrediten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2018.

## 6 Länderspezifische Empfehlungen zur Wirtschaftspolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2018

João Capella-Ramos

**Die länderspezifischen Empfehlungen bilden einen integralen Bestandteil des jährlich stattfindenden Europäischen Semesters, das seinerseits Teil des Steuerungsrahmens für die wirtschaftspolitische Koordinierung in der Europäischen Union ist. Sie geben den einzelnen Mitgliedstaaten Orientierungshilfen an die Hand, wie sie notwendige strukturelle Reformen und bestehende makroökonomische Ungleichgewichte in den folgenden 12 bis 18 Monaten angehen sollten.** Mit dem Instrument der länderspezifischen Empfehlungen kann die Wirtschaftspolitik der einzelnen Mitgliedstaaten gemäß Artikel 121 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union als Angelegenheit von gemeinsamem Interesse betrachtet und im Rat der EU koordiniert werden. Daher stellen sie einen Eckpfeiler des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten dar, das darauf abzielt, derartige Ungleichgewichte in den EU-Ländern zu verhindern, zu identifizieren und zu korrigieren. Auf diese Weise tragen sie dazu bei, die Risiken für das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu begrenzen. Die zeitgerechte und ordnungsgemäße Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen ist von entscheidender Bedeutung, um Anfälligkeiten zu verringern und die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit der Euro-Länder sowie der EU insgesamt zu stärken, sodass sich letztlich ein höheres langfristiges Potenzialwachstum ergibt.<sup>21</sup> Von den länderspezifischen Empfehlungen 2018, die an 27 EU-Mitgliedstaaten (d. h. alle außer Griechenland<sup>22</sup>) gerichtet wurden, werden im vorliegenden Kasten die wirtschaftspolitischen Empfehlungen für 18 Euro-Länder betrachtet. Nicht berücksichtigt sind jene Empfehlungen, die sich ausschließlich auf die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) der EU beziehen.<sup>23</sup>

**Die länderspezifischen Empfehlungen sind das Ergebnis eines im Herbst des Vorjahres beginnenden umfassenden Verfahrens zur Beobachtung und Überwachung der Wirtschaft im Rahmen des Europäischen Semesters.** Im ersten Schritt veröffentlichte die Europäische Kommission am 22. November 2017 den Jahreswachstumsbericht und den Warnmechanismus-Bericht und schlug Empfehlungen zur Wirtschaftspolitik im Euroraum vor. Während der Jahreswachstumsbericht die wichtigsten wirtschaftspolitischen Prioritäten der EU als Ganzes abbildet, enthält der Warnmechanismus-Bericht eine Untersuchung der einzelnen EU-Mitgliedstaaten im Hinblick auf eventuell entstehende makroökonomische Ungleichgewichte oder deren mögliche Korrektur. In den Empfehlungen für das

<sup>21</sup> Eine Analyse der Bedeutung struktureller Maßnahmen für das reibungslose Funktionieren der WWU und die Wirksamkeit der Geldpolitik findet sich in: K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer und N. Benalal, [Structural policies in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 210, 2018 (Kapitel 3).

<sup>22</sup> Gemäß Artikel 12 der Verordnung (EU) Nr. 472/2013 wurden für Griechenland keine länderspezifischen Empfehlungen vorgelegt, um Überschneidungen mit den Bedingungen des wirtschaftlichen Anpassungsprogramms zu vermeiden. Nach Abschluss des Programms sind solche Empfehlungen wieder zu erstellen.

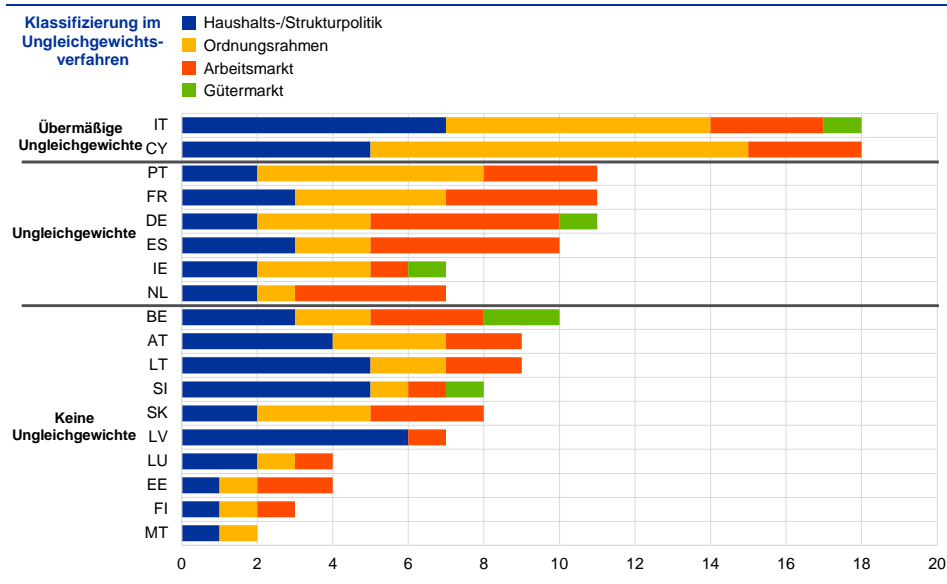
<sup>23</sup> Einzelheiten der länderspezifischen Empfehlungen 2018 zur Umsetzung des SWP finden sich in: EZB, [Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2018](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

Eurogebiet werden die wichtigsten Bereiche für Strukturreformen im gesamten Währungsraum festgelegt. Am 7. März 2018 veröffentlichte die Kommission dann für sämtliche EU-Mitgliedstaaten die Länderberichte, in denen die Fortschritte bei der Umsetzung von Strukturreformen analysiert wurden. Dabei wurden in Bezug auf die zuvor im Warnmechanismus-Bericht identifizierten Länder eingehende Überprüfungen nach dem Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten durchgeführt, um die Art und Schwere solcher Ungleichgewichte festzustellen. Im weiteren Verlauf verabschiedete die Kommission am 23. Mai 2018 ihre Vorschläge für die länderspezifischen Empfehlungen 2018. Am 13. Juli 2018 legte der Rat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) nach Beratungen in den zuständigen EU-Ausschüssen und Billigung durch den Europäischen Rat die finalisierten Empfehlungen 2018 vor.

**In den Empfehlungen 2018 für den Euroraum als Ganzes wird an die Mitgliedstaaten appelliert, das anhaltend solide und breit angelegte Wirtschaftswachstum zu nutzen, um das Potenzialwachstum und die wirtschaftliche Stabilität in einem Umfeld günstiger Finanzierungsbedingungen zu stärken und die fiskalischen Reserven wieder aufzustocken.** Am 23. Januar 2018 gab der ECOFIN-Rat auf Basis des Kommissionsvorschlags seine Empfehlungen 2018 zur Wirtschaftspolitik im Euroraum ab. Darin werden die Mitgliedstaaten aufgefordert, enge Haushaltsspielräume auszuweiten und zugleich eine Politik zu betreiben, die nachhaltiges und inklusives Wachstum unterstützt, die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft stärkt, Ungleichgewichte abbaut und die Konvergenz erhöht. In diesem Sinne werden die Mitgliedstaaten angehalten, sich den nach wie vor auf der Wirtschaft lastenden strukturellen Problemen zu stellen und sich auf Reformen zu konzentrieren, welche die Produktivität und das Potenzialwachstum steigern, das institutionelle Umfeld und die Rahmenbedingungen für Unternehmen verbessern, Investitionseingänge beseitigen, Innovationen fördern, die Schaffung hochwertiger Arbeitsplätze unterstützen und Ungleichheiten abbauen. Gefordert werden des Weiteren rasche Fortschritte auf dem Weg zur Vollendung der WWU und – durch eine verbesserte Risikominderung und Risikoteilung – vor allem der Bankenunion.

## Abbildung A

Länderspezifische Empfehlungen 2018 nach Politikbereichen und Klassifizierung gemäß dem Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten



Quelle: EZB-Berechnungen anhand der länderspezifischen Empfehlungen 2018.

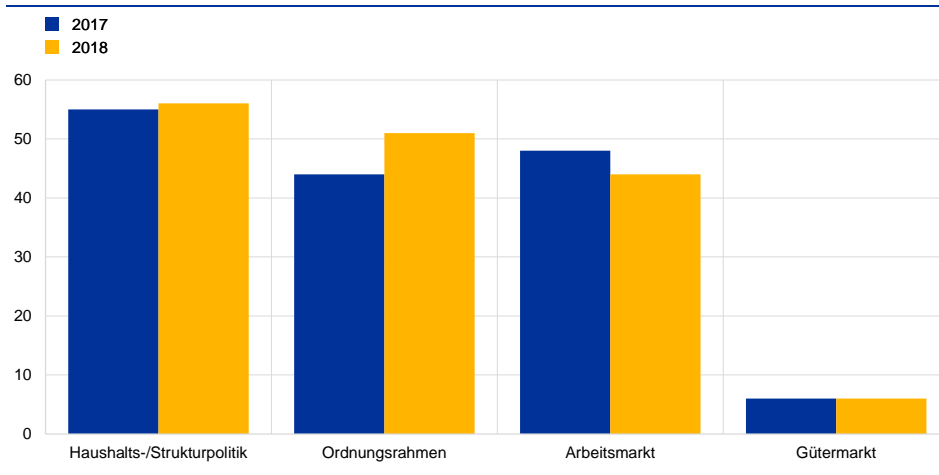
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen 2018 grob aufgeschlüsselt nach Politikbereichen. Der Bereich „Haushalts-/Strukturpolitik“ umfasst vor allem die öffentliche Verwaltung, alterungsbedingte Ausgaben und die Besteuerung. Der Bereich „Ordnungsrahmen“ betrifft überwiegend das Rechtssystem, Insolvenzvorschriften, den Wohnimmobilienmarkt, den Finanzsektor sowie Forschung und Innovation. In den Bereich „Arbeitsmarkt“ fallen vornehmlich die Lohnpolitik, der Kündigungsschutz sowie die Bildungs- und aktive Arbeitsmarktpolitik. Zum Bereich „Gütermarkt“ zählen hauptsächlich sektorspezifische Vorschriften sowie Markteintrittsbarrieren. Die länderspezifischen Empfehlungen zur Umsetzung des SWP sind hier nicht berücksichtigt.

### Die länderspezifischen Empfehlungen 2018 spiegeln weitgehend die Schwerpunkte der Empfehlungen für den Euroraum als Ganzes wider.

Abbildung A sind die länderspezifischen Empfehlungen nach Politikbereichen aufgeschlüsselt. Dabei wird unterschieden zwischen der Haushalts- und Strukturpolitik, dem Ordnungsrahmen sowie dem Arbeits- und dem Gütermarkt. Die länderspezifischen Empfehlungen 2018 zur Haushalts- und Strukturpolitik zielen unter anderem darauf ab, die langfristige Tragfähigkeit der Alterssicherungssysteme zu gewährleisten, die Effizienz der Staatsausgaben zu erhöhen, den Steuer- und Abgabenkeil zu verringern sowie Steuerbetrug und Steuerhinterziehung einzudämmen. In den länderspezifischen Empfehlungen zum Ordnungsrahmen werden die Länder aufgerufen, die Rahmenbedingungen für Unternehmen zu verbessern, die Wirksamkeit des Rechtssystems und der Insolvenzvorschriften zu erhöhen, bürokratische Verfahren zu straffen und ineffektive Marktvorschriften zu beseitigen. Im Vergleich zum Vorjahr messen die diesjährigen länderspezifischen Empfehlungen zukunftsgerichteten Strukturreformen zur Förderung von Forschung, Innovation und Bildung einen höheren Stellenwert bei. Dies könnte dazu beitragen, die technologische Entwicklung voranzutreiben und zu steuern sowie arbeitsmarktrelevante Qualifikationen zu erhöhen, was den Ländern helfen würde, die Herausforderungen im Zusammenhang mit der Digitalisierung zu meistern.

## Abbildung B

### Länderspezifische Empfehlungen 2017 und 2018 nach Politikbereichen



Quelle: EZB-Berechnungen anhand der länderspezifischen Empfehlungen 2018.

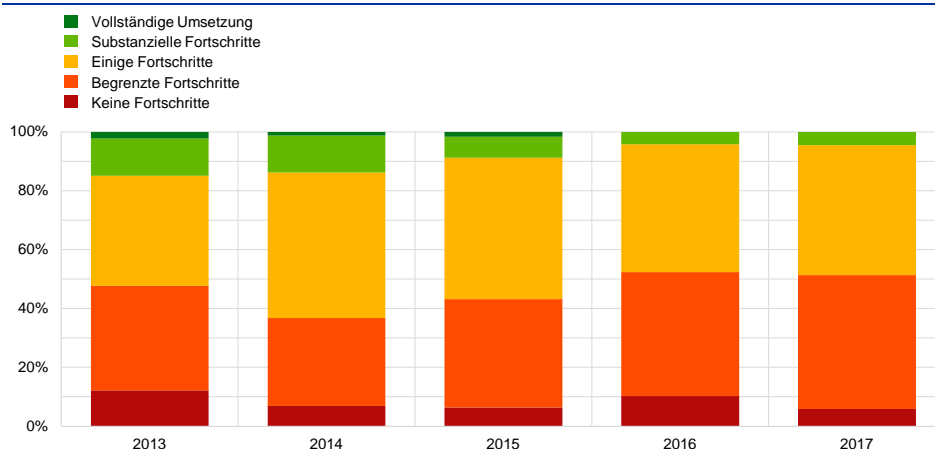
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Anzahl der länderspezifischen Empfehlungen 2017 und 2018 grob aufgeschlüsselt nach Politikbereichen. Der Bereich „Haushalts-/Strukturpolitik“ umfasst vor allem die öffentliche Verwaltung, alterungsbedingte Ausgaben und die Besteuerung. Der Bereich „Ordnungsrahmen“ betrifft überwiegend das Rechtssystem, Insolvenzvorschriften, den Wohnimmobilienmarkt, den Finanzsektor sowie Forschung und Innovation. In den Bereich „Arbeitsmarkt“ fallen vornehmlich die Lohnpolitik, der Kündigungsschutz sowie die Bildungs- und aktive Arbeitsmarktpolitik. Zum Bereich „Gütermarkt“ zählen hauptsächlich sektorspezifische Vorschriften sowie Markteintrittsbeschränkungen. Die länderspezifischen Empfehlungen zur Umsetzung des SWP sind hier nicht berücksichtigt.

**Reformen an den Gütermärkten sowie Arbeitsmarktreformen, die auf eine angemessene Lohnsetzung abzielen, wird in den länderspezifischen Empfehlungen 2018 eine geringere Priorität eingeräumt.** Abbildung B zeigt, dass nach wie vor nur in begrenztem Umfang länderspezifische Empfehlungen zu Gütermarktreformen ausgesprochen werden, während die Zahl der Empfehlungen in Bezug auf den Arbeitsmarkt zwar weiterhin relativ hoch, gegenüber dem vergangenen Jahr jedoch gesunken ist. Beide Politikbereiche sind indes von unverändert hoher Bedeutung, um die Reallokation von Ressourcen in die produktivsten Verwendungsbereiche zu fördern, was letztlich dem Produktivitätswachstum und der Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums zugutekommt. Insgesamt sollten die Güter- und Arbeitsmärkte anpassungsfähig, offen und wettbewerbsfördernd sein. So könnten Gütermarktreformen wie die Beseitigung von Markteintrittsbarrieren an der Quelle von Produktivitätszuwächsen ansetzen, indem sie die Entstehung innovativer und dynamischer Unternehmen fördern. Bei der Ausgestaltung der Arbeitsmarktpolitik kommt es darauf an, dass die Löhne ein angemessenes Bild der zugrunde liegenden Wirtschaftslage widerspiegeln und mit der Produktivität auf Unternehmens-, Sektor- und Länderebene sowie mit den Qualifikationen der Erwerbstätigen im Einklang stehen. Lohnrigiditäten sind in einem Konjunkturaufschwung möglicherweise weniger offensichtlich, doch eine Wende des Konjunkturzyklus kann ihre negativen Auswirkungen deutlich zutage treten lassen.



## Abbildung C

### Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen (2013-2017)



Quelle: EZB-Berechnungen anhand der Länderberichte der Europäischen Kommission.

Anmerkung: In der Abbildung wird die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen für das betreffende Jahr dargestellt. Als Grundlage dienen die Übersichtstabellen in den Länderberichten zu den einzelnen Mitgliedstaaten, die im Folgejahr veröffentlicht wurden. „Vollständige Umsetzung“: Der Mitgliedstaat hat sämtliche Maßnahmen umgesetzt, die erforderlich sind, um der länderspezifischen Empfehlung in angemessener Weise nachzukommen. „Substanzielle Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen angenommen, die der Empfehlung annähernd nachkommen und die größtenteils bereits umgesetzt wurden. „Einige Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen angenommen, die der länderspezifischen Empfehlung teilweise nachkommen, und/oder die Maßnahmen kommen der Empfehlung nach, jedoch sind für ihre vollständige Umsetzung weitere Arbeiten in beträchtlichem Umfang erforderlich, da nur einige dieser Maßnahmen umgesetzt wurden. „Begrenzte Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat einige Maßnahmen angekündigt, die der länderspezifischen Empfehlung aber nur zu einem gewissen Grad nachkommen, und/oder Rechtsakte ohne Gesetzescharakter vorgelegt, ohne jedoch weitere für die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlung erforderliche Folgemaßnahmen zu treffen. „Keine Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat keine Maßnahmen zur Umsetzung der an ihn gerichteten länderspezifischen Empfehlung angekündigt oder angenommen bzw. die angekündigten oder angenommenen Maßnahmen sind nicht überzeugend. Die länderspezifischen Empfehlungen zur Umsetzung des SWP sind hier nicht berücksichtigt.

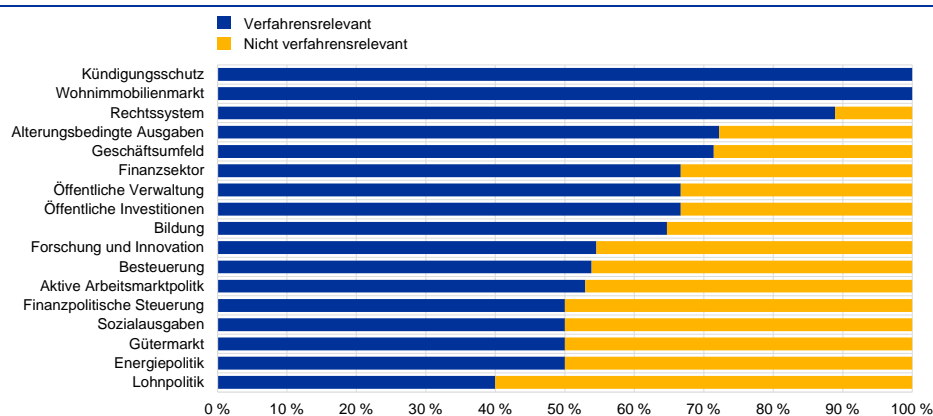
**Angesichts der noch immer bestehenden langfristigen Ungleichgewichte bei den Bestandsgrößen stellt die zögerliche Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen, wie sie in den letzten Jahren zu beobachten war, weiterhin ein ernst zu nehmendes Problem dar.**<sup>24</sup> Abbildung C zeigt, dass die meisten länderspezifischen Empfehlungen von 2013 bis 2017 bestenfalls teilweise von den

Mitgliedstaaten befolgt wurden. Der enttäuschende Fortschritt bei der Umsetzung von Strukturreformen ist möglicherweise im Zusammenhang mit dem Konjunkturaufschwung zu sehen sowie mit der Tatsache, dass politische Herausforderungen vor dem Hintergrund der günstigen Wirtschafts- und Finanzierungsbedingungen nicht mehr so stark als solche wahrgenommen werden. Wie bereits im Jahr zuvor kam die Europäische Kommission im Februar 2018 zu dem Schluss, dass für die überwiegende Mehrheit (mehr als 90 %) der länderspezifischen Empfehlungen 2017 nur „begrenzte“ bzw. „einige“ Umsetzungsfortschritte festzustellen waren. Lediglich eine dieser knapp 80 Empfehlungen wurde „substanziell“ umgesetzt. Eine „vollständige“ Umsetzung wurde indes für keine einzige Empfehlung attestiert. Des Weiteren scheinen Länder mit einem übermäßigen makroökonomischen Ungleichgewicht keine entschiedenen Maßnahmen ergriffen zu haben, um den 2017 an sie gerichteten Empfehlungen schneller zu entsprechen, wenngleich dies angesichts der dort nach wie vor bestehenden Rigiditäten und Anfälligkeiten angezeigt gewesen wäre. Hinzu kommt, dass einige der 2017 veröffentlichten länderspezifischen Empfehlungen im laufenden Jahr nicht erneuert wurden, obwohl lediglich „einige“

<sup>24</sup> Siehe hierzu auch EZB, [Makroökonomische Ungleichgewichte und Reformfortschritte – die Bewertung der Europäischen Kommission 2018](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 2/2018, März 2018.

oder sogar nur „begrenzte“ Umsetzungsfortschritte bescheinigt wurden und es sich nach wie vor um makrokritische Empfehlungen handelt, die für den Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte von Bedeutung sind. Diese Vorgehensweise könnte ungewollte Signale aussenden. Die in den vergangenen Jahren unternommenen Anstrengungen, die Zahl der länderspezifischen Empfehlungen zu begrenzen und somit das Verfahren zu straffen, sind keineswegs Ausdruck einer erhöhten oder kräftigen Dynamik bei der Umsetzung von Strukturreformen.

**Abbildung D**  
**Länderspezifische Empfehlungen 2018 mit Relevanz für das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten, aufgeschlüsselt nach Politikbereichen**



Quelle: EZB-Berechnungen anhand der länderspezifischen Empfehlungen 2018.  
 Anmerkung: Die Abbildung zeigt die auf die einzelnen Politikbereiche entfallenden Anteile der länderspezifischen Empfehlungen 2018, die für das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten von Bedeutung sind. Die länderspezifischen Empfehlungen zur Umsetzung des SWP sind hier nicht berücksichtigt.

**Eine erneute Fokussierung der länderspezifischen Empfehlungen auf makrokritische Maßnahmen, die einen zeitnahen Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte erleichtern, könnte die Regeleinhaltung innerhalb des Verfahrens zur Beseitigung solcher Ungleichgewichte verbessern.** Aus

Abbildung D geht hervor, dass der Großteil der Empfehlungen 2018 als relevant für die Einhaltung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten erachtet wurde. Sie werden daher als „verfahrensrelevant“ ausgewiesen. In einigen Fällen wurde allerdings auch eine Verfahrensrelevanz festgelegt, obwohl die Maßnahmen dem Bereich der allgemeinen wirtschaftspolitischen Koordinierung zuzuordnen sind und sich nur indirekt auf makroökonomische Ungleichgewichte beziehen.<sup>25</sup> In den Ländern, in denen durch das Bestehen übermäßiger makroökonomischer Ungleichgewichte eine erhöhte Dringlichkeit geboten ist, können die Schwerpunkte aus dem Blick geraten, wenn Empfehlungen für eine breite Palette an Strukturreformen ausgesprochen werden; wirksame Politikmaßnahmen blieben dann auf kurze Sicht aus. Eine deutlichere Priorisierung der länderspezifischen Empfehlungen nach ihrer makrokritischen Relevanz könnte dazu führen, dass die Regeln des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten genauer beachtet werden, und Anreize für

<sup>25</sup> Siehe auch Europäischer Rechnungshof, [Prüfung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht \(MIP\)](#), Sonderbericht Nr. 3, 2018, sowie K. Efsthathiou und G. B. Wolff, [Is the European Semester effective and useful?](#), Policy Contribution, Ausgabe Nr. 9, Bruegel, Juni 2018.

eine höhere Eigenverantwortung der Länder bei der Umsetzung von Struktur-reformen setzen.

**Würden alle Instrumente des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten, einschließlich des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht (korrektive Komponente), vollumfänglich und wirksam eingesetzt, ließen sich die jüngsten konjunkturellen Verbesserungen durch strukturelle Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandskraft der Wirtschaft und zur Erhöhung des Potenzialwachstums auf mittlere Sicht auf eine tragfähige Basis stellen.**<sup>26</sup> Das Ziel des – bislang noch nicht aktivierten – Verfahrens bei einem

übermäßigen Ungleichgewicht besteht im Wesentlichen darin, in den Ländern mit den größten Anfälligkeiten eine höhere Umsetzungsdisziplin in Bezug auf makro-kritische Maßnahmen zu erreichen. Da der präventive Teil des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten im Hinblick auf eine beschleunigte Umsetzung von Struktur-reformen offenbar an seine Grenzen stößt, scheint eine Anwendung des korrektiven Teils in allen Ländern mit übermäßigen makroöko-nomischen Ungleichgewichten angezeigt zu sein. Hierdurch würde die Glaubwürdig-keit und letztendlich die Wirksamkeit des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten sichergestellt. Darüber hinaus könnten noch weitere Instrumente und Maßnahmen in Erwägung gezogen werden, um die richtigen Anreize für die Umsetzung von Struktur-reformen und Stärkung der nationalen Eigenverantwortung zu setzen; diese könnten – sofern sie in geeigneter Weise ausgestaltet und realisiert werden – dazu beitragen, die derzeit eher pessimistisch stimmenden Aussichten bezüglich der Befolgung länderspezifischer Empfehlungen in der EU zu verbessern.

**Die länderspezifischen Empfehlungen sollten als entscheidende Richtgröße für eine solide Wirtschaftspolitik auf nationaler Ebene herangezogen werden und dadurch Konsistenz im Zeitablauf gewährleisten.** Die Kommission hat nach

und nach bestimmte Politikbereiche, die durch andere Überwachungsmechanismen abgedeckt werden, aus den länderspezifischen Empfehlungen ausgeklammert. Hierzu zählen wirtschaftliche Aspekte des Energiesektors, die in die Steuerungs-regelungen der Energieunion überführt wurden, sowie die Überwachungs- und Durchsetzungsmechanismen im Zusammenhang mit dem Binnenmarkt. Sofern diese Politikbereiche maßgeblichen Einfluss auf die allgemeine Wirtschaftsleistung der jeweiligen Mitgliedstaaten haben, ist ihre kontinuierliche Überwachung auch weiterhin von zentraler Bedeutung, zumal hierdurch sichergestellt wird, dass die von den einzelnen Mitgliedstaaten durchgeführten wirtschaftspolitischen Maßnahmen einer noch umfassenderen Analyse unterzogen werden, die für unterschiedliche Zeiträume und Politikbereiche einheitlich durchgeführt wird.

---

<sup>26</sup> Siehe hierzu auch Europäischer Rechnungshof, [Prüfung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht \(MIP\)](#), Sonderbericht Nr. 3, 2018.

# Aufsätze

## 1 Die Rechenschaftspflicht der EZB in der Praxis und ihre Entwicklung während der Finanzkrise

Nicolò Fraccaroli, Alessandro Giovannini und Jean-François Jamet

*Der vorliegende Aufsatz beschäftigt sich mit der Entwicklung der praktischen Aspekte der Rechenschaftspflicht der EZB während der Finanzkrise. Nach Erläuterung der krisenbedingten Herausforderungen und der Änderungen, die sich durch die Übertragung neuer Aufsichtsaufgaben auf die EZB ergaben, wird dargestellt, wie sich die erhöhte Rechenschaftspflicht der EZB im Kontext ihrer Beziehung zum Europäischen Parlament, dem die Europäischen Verträge diesbezüglich eine Schlüsselrolle zuweisen, in der Praxis ausgewirkt hat. Auf der Grundlage des primärrechtlich verankerten Rahmens für die Rechenschaftspflicht haben die EZB und das Europäische Parlament die Häufigkeit ihrer Interaktion erhöht, Neuerungen hinsichtlich des Formats eingeführt und die Schwerpunkte ihres Austauschs klarer ausgerichtet, wodurch die Politik der EZB nun eingehender überprüft werden kann. Dadurch werden der EZB mehr Möglichkeiten eingeräumt, ihre Entscheidungen zu erläutern und darzulegen, dass sie im Einklang mit ihrem demokratischen Mandat handelt, das einen wesentlichen Eckpfeiler ihrer Legitimität darstellt.*

### 1 Einleitung

**Die 2007/2008 ausgebrochene Finanzkrise stellte die Zentralbanken in allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften vor zahlreiche Herausforderungen.** Um ihr Mandat während der Krise zu erfüllen, ergriffen die Notenbanken eine Reihe geldpolitischer Maßnahmen, zu denen sowohl konventionelle Maßnahmen als auch Sondermaßnahmen zählten. In einigen Fällen übernahmen sie auch neue Aufgaben. Im Einklang mit der Verpflichtung unabhängiger Behörden, gegenüber demokratisch gewählten Gremien Rechenschaft abzulegen, waren sie infolgedessen einer besonderen Aufmerksamkeit und Überprüfung unterworfen. Durch die Vielfalt und Neuartigkeit der Maßnahmen wurden die bestehenden Rahmen für die Rechenschaftspflicht jedoch auf die Probe gestellt, da die Geldpolitik nun weniger nachvollziehbar und schwerer zu überprüfen war.

**Die EZB bildete keine Ausnahme unter den Notenbanken; da sich ihre Rolle im Verlauf der Krise veränderte, wurde auch die Praxis der Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht angepasst.** Ebenso wie andere Zentralbanken ergriff die EZB eine Reihe geldpolitischer Maßnahmen zur Gewährleistung der Preisstabilität,

wodurch die Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet unterstützt wurde.<sup>1</sup> Sie musste dies aber im besonderen institutionellen Rahmen des Euroraums und in einem Umfeld tun, in dem während der Krise die Integrität der Währungsunion infrage gestellt und die Transmission der Geldpolitik durch die Fragmentierung der Finanzmärkte beeinträchtigt wurde. Vor diesem Hintergrund erklärte EZB-Präsident Mario Draghi im Juli 2012, die EZB sei innerhalb ihres Mandats bereit, alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu erhalten.<sup>2</sup> Darüber hinaus übernahm die EZB neue Aufgaben im Bereich der mikro- und makroprudenziellen Aufsicht und wurde aufgefordert, ihr Fachwissen im Rahmen der Zusammenarbeit mit dem Internationalen Währungsfonds und der Europäischen Kommission in Finanzhilfeprogramme einzubringen. Zwar wurden mit Blick auf ihre neuen Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht spezifische Regelungen zur Rechenschaftspflicht getroffen, doch entstand aufgrund ausbleibender Änderungen an den diesbezüglichen Bestimmungen der Europäischen Verträge teilweise der Eindruck, die Rechenschaftspflicht der EZB sei nicht an die neuen Gegebenheiten angepasst worden.<sup>3</sup> Im vorliegenden Aufsatz wird der Standpunkt vertreten, dass dieser Fokus auf dem *Rahmen* der Rechenschaftspflicht der *Praxis* ihrer Wahrnehmung durch die EZB in der Krise nicht ausreichend Rechnung trägt.

**Die erhöhte Rechenschaftspflicht der EZB wird insbesondere im Kontext ihrer Beziehungen zum Europäischen Parlament deutlich, dem im Einklang mit den Europäischen Verträgen diesbezüglich eine Schlüsselrolle zukommt.**

Die EZB kann direkt von der breiten europäischen Öffentlichkeit überprüft werden. Wie in einem Aufsatz aus einem Monatsbericht der EZB aus dem Jahr 2002<sup>4</sup> dargelegt wird, weisen die Europäischen Verträge dem Parlament als Repräsentanz der Bürgerinnen und Bürger der Europäischen Union eine zentrale Rolle zu, um von der EZB Rechenschaft zu fordern. Auf Grundlage der im Primärrecht verankerten Bestimmungen wurden bereits vor der Krise detaillierte Verfahren für die Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht entwickelt. Daher dürfte es nicht überraschen, dass das Europäische Parlament das wichtigste und naturgemäße Forum war, um der Forderung nach einer höheren Rechenschaftspflicht der EZB während der Krise Ausdruck zu verleihen. Wenngleich auch andere EU-Institutionen, Akteure und Kommunikationskanäle eine große Rolle spielen, liegt der Schwerpunkt dieses Aufsatzes auf der aktiven Beziehung zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament.

---

<sup>1</sup> Eine Übersicht über den Einsatz der geldpolitischen Instrumente und die Nutzung des Handlungsrahmens des Eurosystems seit der Krise findet sich in: I. Alvarez et al., [The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 188, 2017, sowie Task Force on the use of monetary policy instruments, [The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework Q2 2016 – Q4 2017](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 209, 2018.

<sup>2</sup> Siehe M. Draghi, [Verbatim of the remarks made by Mario Draghi](#), Rede anlässlich der Global Investment Conference, London, 26. Juli 2012.

<sup>3</sup> Dabei ist jedoch zu beachten, dass die durch die Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) bedingten Mechanismen der Rechenschaftspflicht in wissenschaftlichen Fachkreisen bereits vor der Krise einer kritischen Analyse unterzogen wurden. Siehe beispielsweise F. Amtenbrink, [On the Legitimacy and Democratic Accountability of the European Central Bank: Legal Arrangements and Practical Experience](#), in: A. Arnall und D. Wincott (Hrsg.), *Accountability and Legitimacy in the European Union*, Oxford University Press, 2002, S. 147-163.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Die Rechenschaftspflicht der EZB](#), Monatsbericht November 2002.

**Die Praxis der Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht durch die EZB wurde weiterentwickelt, um den neuen Anforderungen Rechnung zu tragen.** Nach Erläuterung des Konzepts der Rechenschaftspflicht und des in den Europäischen Verträgen in Bezug auf die EZB vorgesehenen Rahmens (Abschnitt 2) befasst sich der Aufsatz mit den gestiegenen Herausforderungen und der höheren Sensibilisierung der Öffentlichkeit im Gefolge der Krise (Abschnitt 3). Zwar liegt der Fokus des Aufsatzes auf der Rechenschaftspflicht hinsichtlich der Zentralbankaufgaben, doch wird in Kasten 1 in Abschnitt 3 auch auf den spezifischen Rahmen für die bankenaufsichtlichen Aufgaben eingegangen. Abschnitt 4 liefert neue quantitative und qualitative Belege dafür, wie sich die Interaktion zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament während der Krise in Bezug auf Häufigkeit, Format und Inhalt intensiviert und weiterentwickelt hat. Die Analyse wird durch weitere Erkenntnisse über die Entwicklung und Intensität der Anhörungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON) ergänzt, die anhand der in Kasten 2 beschriebenen Textanalyse gewonnen wurden. Eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse des vorliegenden Aufsatzes und die Schlussfolgerungen mit Blick auf die Aussichten für die Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht durch die EZB finden sich in Abschnitt 5.

## 2 Die Rechenschaftspflicht der EZB und ihre Bedeutung

**Die Rechenschaftspflicht einer Zentralbank sollte verstanden werden als die rechtliche und politische Verpflichtung einer unabhängigen Institution, ihre Entscheidungen vor den Bürgerinnen und Bürgern und deren gewählten Vertretern zu erläutern und zu begründen.** Im Fall der EZB ist dies als Verpflichtung gegenüber der Repräsentanz der Bevölkerung in Europa zu sehen und stellt einen wichtigen Grundpfeiler der Legitimität der EZB und ihrer Politik dar.<sup>5</sup>

**Im EU-Primärrecht ist eine ausdrückliche Rechenschaftspflicht der EZB festgelegt.** Gemäß Artikel 284 Absatz 3 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) und Artikel 15.3 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank hat die EZB ihre Handlungen primär gegenüber dem Europäischen Parlament als Repräsentanz der EU-Bevölkerung zu verantworten.<sup>6</sup>

**Die Beschlussorgane der EZB werden auf EU-Ebene gemeinschaftlich für die in Ausübung des Mandats der EZB getroffenen Entscheidungen zur Rechenschaft gezogen.** Insbesondere fällt dem EZB-Präsidenten und anderen Direktoriumsmitgliedern die Aufgabe zu, ihre gemeinsamen Entscheidungen auf EU-

<sup>5</sup> Ebd.

<sup>6</sup> Artikel 284 Absatz 3 AEUV lautet wie folgt: „Die Europäische Zentralbank unterbreitet dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission sowie auch dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die Tätigkeit des ESZB und die Geld- und Währungspolitik im vergangenen und im laufenden Jahr. Der Präsident der Europäischen Zentralbank legt den Bericht dem Rat und dem Europäischen Parlament vor, das auf dieser Grundlage eine allgemeine Aussprache durchführen kann. Der Präsident der Europäischen Zentralbank und die anderen Mitglieder des Direktoriums können auf Ersuchen des Europäischen Parlaments oder auf ihre Initiative hin von den zuständigen Ausschüssen des Europäischen Parlaments gehört werden.“

Ebene zu erläutern und zu begründen. Darin kommt die zentrale Bestimmung der Europäischen Verträge zum Ausdruck, nach der sich das geldpolitische Mandat der EZB auf den Euroraum als Ganzes bezieht und die Präsidenten der nationalen Zentralbanken (NZBen) im EZB-Rat nicht ihre jeweiligen Länder, sondern die Interessen des Euro-Währungsgebiets vertreten.<sup>7</sup> Gemäß den Europäischen Verträgen hat die EZB ihre Rechenschaftspflicht somit auf EU-Ebene zu erfüllen. Mit anderen Worten: Eine einheitliche Geldpolitik erfordert eine einheitliche Rechenschaftspflicht.<sup>8</sup>

**Rechenschaftspflicht ist in demokratischen Gesellschaften ein fundamentaler Aspekt der Übertragung von Befugnissen auf unabhängige Organe.** Als logische Grundlage für die Rechenschaftspflicht kann eine Prinzipal-Agenten-Beziehung gesehen werden. Da Befugnisse an einen Agenten (die EZB) delegiert werden, der diese unabhängig vom Prinzipal (dem Europäischen Parlament und letztlich den Bürgerinnen und Bürgern der EU) ausübt, muss durch gesetzliche Bestimmungen sichergestellt werden, dass der Agent sein Mandat ordnungsgemäß erfüllt.<sup>9</sup> Der EZB wird ein hohes Maß an Unabhängigkeit eingeräumt, um sie davor zu schützen, dass Regierungen versuchen, Einfluss auf die Geldpolitik zu nehmen.<sup>10</sup> Diese Unabhängigkeit bewahrt auch den Prinzipal vor dem Risiko, dass der Agent sein Mandat aus kurzfristigen Motiven nicht ordnungsgemäß erfüllt. Unabhängigkeit bedeutet jedoch nicht, dass Zentralbanken vollkommen uneingeschränkt agieren können. In modernen Demokratien sind unabhängige Institutionen rechenschaftspflichtig.<sup>11</sup> Damit die Übertragung von Befugnissen an einen unabhängigen, nicht gewählten Agenten demokratisch legitimiert ist, kommt es entscheidend darauf an, dass der Agent von direkt gewählten Organen herangezogen werden kann, um Rechenschaft abzulegen. In der einschlägigen Literatur wird Folgendes betont: Damit Rechenschaftspflicht in einer Prinzipal-Agenten-Beziehung effektiv ist, gliedert ein eindeutiger Vertrag das übertragene Mandat klar auf, um eine angemessene

---

<sup>7</sup> Siehe Y. Mersch, [Aligning accountability with sovereignty in the European Union: the ECB's experience](#), Rede anlässlich der ECB Legal Conference, Frankfurt am Main, 4. September 2017. Gleichwohl haben die NZBen viele Möglichkeiten, die geldpolitischen Beschlüsse auf nationaler Ebene durch Austausch und Kommunikation mit der Öffentlichkeit zu erläutern. In den vergangenen Jahren haben einige Präsidenten nationaler Zentralbanken überdies am Meinungsaustausch im ECON-Ausschuss teilgenommen und sich zur wirtschaftlichen Lage und zu Fragen der Governance in der WWU geäußert.

Siehe auch P. Praet, [Communicating the complexity of unconventional monetary policy in EMU](#), Rede anlässlich der 2017 ECB Central Bank Communications Conference, Frankfurt am Main, 15. November 2017.

<sup>8</sup> Siehe Y. Mersch, a. a. O.

<sup>9</sup> Eine vergleichende Diskussion über die Ausgestaltung der Regelungen zur Rechenschaftspflicht auf der Grundlage von Stichproben, die sich auf 38, 46 bzw. 36 Zentralbanken in den Jahren 1990, 1998 bzw. 2006 bezogen, findet sich im Bericht der Central Bank Governance Group der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich mit dem Titel „Issues in the Governance of Central Banks“ im Kapitel zu [Accountability, transparency and oversight](#), BIZ, 18. Mai 2009.

<sup>10</sup> Siehe B. Coeuré, [Independence and accountability in a changing world](#), Rede anlässlich der von Transparency International EU durchgeführten Veranstaltung „Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank“, Brüssel, 28. März 2017.

<sup>11</sup> Siehe P. Praet, [Have unconventional policies overstretched central bank independence? Challenges for accountability and transparency in the wake of the crisis](#), Rede anlässlich des Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States, Frankfurt am Main, 29. März 2017.



Überprüfung des Agenten durch den Prinzipal zu ermöglichen.<sup>12</sup> Einen solchen Vertrag stellen im Fall der EZB die Europäischen Verträge dar, die das Mandat der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, in das Primärrecht einbinden.

**Die Legitimation der Unabhängigkeit der EZB hängt somit von ihrer Rechenschaftspflicht ab.** Letztere gewährleistet, dass Unabhängigkeit nicht zu Willkür führt und das Mandat erfüllt wird. Unter diesem Gesichtspunkt stärken angemessene Vorgaben zur Rechenschaftspflicht die Unabhängigkeit an sich.<sup>13</sup> Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht sind also zwei untrennbare Seiten derselben Medaille und verstärken sich gegenseitig.<sup>14</sup> Nur durch Einbindung in einen starken und genau definierten Ordnungsrahmen ist es für Zentralbanken möglich, sehr mächtig und unabhängig, gleichzeitig aber nicht unmittelbar gewählt<sup>15</sup> zu sein.

**Bereits vor der Krise waren Verfahren für die Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht entwickelt worden, die den Anforderungen der Europäischen Verträge nicht nur entsprachen, sondern darüber hinausgingen.** Im Einklang mit den Bestimmungen der Europäischen Verträge legt die EZB dem Europäischen Parlament, dem Rat, der Kommission und dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die von ihr wahrgenommenen Aufgaben, die Tätigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und die Geldpolitik des Eurosystems vor. Darüber hinaus präsentiert der EZB-Vizepräsident den Bericht im Rahmen einer eigens zu diesem Zweck einberufenen Sitzung dem ECON-Ausschuss des Parlaments. In der Plenarsitzung des Europäischen Parlaments, die sich mit der Entschließung zum Standpunkt des Parlaments in Bezug auf die Maßnahmen und Praktiken der EZB befasst, wird der Bericht zudem vom EZB-Präsidenten vorgestellt.<sup>16</sup> Ein Eckpfeiler des Rahmenwerks für die Rechenschaftspflicht ist der währungspolitische Dialog, worunter die Teilnahme des EZB-Präsidenten an den regelmäßigen vierteljährlichen öffentlichen Anhörungen im ECON-Ausschuss zu verstehen ist. Dort gibt er eine Erklärung zu den von der EZB durchgeführten Maßnahmen ab und beantwortet die Fragen der anwesenden Abgeordneten des Europäischen Parlaments (MdEPs).<sup>17</sup> Die Bedeutung dieser Praxis, die in Artikel 126 der Geschäftsordnung des Europäischen Parlaments<sup>18</sup> festgelegt ist und seit

<sup>12</sup> Siehe beispielsweise M. Fratianni, J. von Hagen und C. Waller, Central banking as a political principal-agent problem, in: *Economic Inquiry*, Bd. 35(2), 1997, S. 378-393; K. Dyson, The age of the euro: a structural break? Europeanization, convergence and power in central banking, in: K. Dyson und M. Marcussen (Hrsg.), *Central Banks in the age of the euro*, Oxford University Press, 2009, S. 1-52; M. G. B. Eggertson und M. E. Le Borgne, A political agency theory of central bank independence, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 42(4), 2010, S. 647-677.

<sup>13</sup> Siehe Y. Mersch, a. a. O.

<sup>14</sup> Auf die Notwendigkeit, Rechenschaftspflicht nicht nur als Pflicht zur Begründung von Entscheidungen, sondern als wesentliches Element zur Gewährleistung der Aufgaben der EZB, der Glaubwürdigkeit und damit der Wirksamkeit der Geldpolitik anzusehen, wurde bereits Anfang der 2000er-Jahre von Ottmar Issing hingewiesen. Siehe O. Issing, *The Euro Area and the Single Monetary Policy*, OeNB Working Papers, Nr. 44, Oesterreichische Nationalbank, 2001.

<sup>15</sup> Siehe M. Draghi, *Central bank communication*, Gastbeitrag im Handelsblatt, 4. August 2014.

<sup>16</sup> Initiativberichte werden im Einklang mit [Artikel 52 der Geschäftsordnung des Europäischen Parlaments](#), 8. Wahlperiode – Januar 2017 vorgelegt.

<sup>17</sup> Die Anhörung kann im Livestream verfolgt werden. Der Wortlaut der Einleitenden Bemerkungen und das Protokoll der Fragerunde werden jeweils auf den Websites der EZB und des Europäischen Parlaments veröffentlicht.

<sup>18</sup> Siehe [Artikel 126 der Geschäftsordnung des Europäischen Parlaments](#), 8. Wahlperiode – Januar 2017.



Januar 1999 besteht<sup>19</sup>, wurde von EZB-Präsident Mario Draghi anlässlich einer ECON-Anhörung im September 2016 unterstrichen.<sup>20</sup> Einer im Jahr 2004 veröffentlichten Studie zufolge liegt die Zahl der Anhörungen von EZB-Vertretern vor dem Europäischen Parlament über der durchschnittlichen Zahl der Anhörungen von Vertretern anderer Zentralbanken vor ihren jeweiligen nationalen Parlamenten.<sup>21</sup> Darüber hinaus haben EZB-Direktoriumsmitglieder im Einklang mit Artikel 126 Absatz 4 der Geschäftsordnung an zahlreichen Sitzungen des ECON-Ausschusses teilgenommen, um die Entscheidungsgründe und Beschlüsse zu gewissen Themen zu erläutern. Alle MdEPs – nicht nur die ECON-Mitglieder – können schriftliche Fragen an die EZB richten, um sich die Motive und Argumente für eine bestimmte politische Entscheidung erklären zu lassen. Die Antworten auf diese Fragen werden vom EZB-Präsidenten unterzeichnet und auf den Websites der EZB und des Europäischen Parlaments veröffentlicht. Dieses Vorgehen wurde Anfang der 2000er-Jahre im Rahmen einer gegenseitigen Übereinkunft zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament vereinbart und ist derzeit in Artikel 131 der Geschäftsordnung festgelegt. Tabelle 1 enthält einen Überblick über die wichtigsten Instrumente der EZB zur Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament.

**Tabelle 1**  
Die wichtigsten Instrumente der EZB zur Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament

Instrument zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht	Beschreibung
<b>Jahresbericht</b>	Die EZB legt dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission einen Jahresbericht über die von ihr wahrgenommenen Aufgaben, die Tätigkeit des ESZB und die Geldpolitik des Eurosystems vor. Dem Europäischen Parlament wird dieser Bericht jährlich vom EZB-Vizepräsidenten in einer eigens zu diesem Zweck einberufenen Sitzung des ECON-Ausschusses und vom EZB-Präsidenten im Rahmen einer Plenarsitzung unterbreitet.
<b>Anhörungen und Meinungs austausch</b>	Der EZB-Präsident nimmt an vierteljährlichen Anhörungen im ECON-Ausschuss teil. Die übrigen EZB-Direktoriumsmitglieder nehmen ebenfalls an Sitzungen des ECON-Ausschusses teil, um die Entscheidungsgründe und Beschlüsse zu bestimmten Themen zu erläutern.
<b>Schriftliche Fragen</b>	Die Mitglieder des Europäischen Parlaments können schriftliche Fragen an die EZB richten.

<sup>19</sup> Bereits in der Entschließung des Europäischen Parlaments vom 2. April 1998 [zur demokratischen Rechenschaftspflicht in der dritten Stufe der WWU](#) wurde gefordert, einen Dialog über Aspekte der Wirtschafts- und Währungspolitik zwischen dem Europäischen Parlament und der künftigen EZB einzurichten, dessen Rahmen in einer gegenseitigen Übereinkunft bekräftigt werden sollte. Zudem wurde die Absicht bekundet, zusätzlich zu der Vorlage des Jahresberichts der EZB gemäß den Europäischen Verträgen vierteljährliche Treffen zu den jüngsten wirtschafts- und währungspolitischen Entwicklungen mit dem Präsidenten und/oder sonstigen Mitgliedern des Direktoriums einzuberufen.

<sup>20</sup> Siehe [Protokoll der Anhörung des EZB-Präsidenten im ECON-Ausschuss am 26. September 2016](#).

<sup>21</sup> Siehe S. C. W. Eijffinger und E. Mujagic, An Assessment of the Effectiveness of the Monetary Dialogue on the ECB's Accountability and Transparency: A Qualitative Approach, in: *Intereconomics*, Bd. 39, Nr. 4, 2004, S. 190-203.

**Im Verlauf der Jahre hat die EZB weitere Kommunikationskanäle entwickelt, um ihre Beschlüsse für die Öffentlichkeit transparenter zu machen, sodass die Bürgerinnen und Bürger in der EU diese besser verstehen und beurteilen können.** Kommunikation und Transparenz sind entscheidende Aspekte der Rechenschaftspflicht der EZB.<sup>22</sup> Die EZB stellt der Öffentlichkeit und den Märkten über unterschiedliche Kanäle alle relevanten Informationen über ihre Strategie, ihre Einschätzungen und ihre politischen Entscheidungen zur Verfügung. So hält sie beispielsweise unmittelbar nach allen geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats eine Pressekonferenz ab. Gemäß Artikel 284 Absatz 3 AEUV und Artikel 15.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank veröffentlicht sie zudem achtmal pro Jahr einen Wirtschaftsbericht über die wichtigsten wirtschaftlichen, finanziellen und monetären Entwicklungen, die den Beschlüssen des EZB-Rats zugrunde liegen. In wöchentlichen Abständen erstellt sie den konsolidierten Ausweis des Eurosystems mit Informationen über die geldpolitischen Geschäfte, die Devisengeschäfte und die Investitionstätigkeit. Zur Erhöhung der Transparenz in Bezug auf die in sechswöchigem Turnus stattfindenden geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats veröffentlicht die EZB seit Kurzem auch eine Zusammenfassung der jeweiligen Beratungen. Insbesondere war sie die erste große Zentralbank, die nach jeder geldpolitischen Sitzung eine Pressekonferenz abgehalten hat.<sup>23</sup> Die Mitglieder des EZB-Direktoriums stehen durch Artikel, Interviews und Reden bei öffentlichen Anlässen in regelmäßigem Kontakt mit der Öffentlichkeit. All diese (in Tabelle 2 zusammengefassten) Maßnahmen tragen dazu bei, Klarheit hinsichtlich der Beschlüsse der EZB und der dahinter stehenden Gründe zu schaffen und anderen EU-Institutionen, einschließlich des Europäischen Parlaments, und der EU-Bevölkerung über die traditionellen Kanäle der Rechenschaftspflicht hinaus weitere Werkzeuge zur Überprüfung an die Hand zu geben.

---

<sup>22</sup> In diesem Zusammenhang sind die beiden Dimensionen der Transparenz von Bedeutung. Einerseits gilt sie als Instrument zur Verbesserung der Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Wie auf der [Website der EZB](#) erläutert, trägt Transparenz dazu bei, der Öffentlichkeit die Geldpolitik der EZB zu vermitteln, die dadurch glaubwürdiger und effektiver wird. Andererseits wird sie als wichtiges Governance-Instrument angesehen, um das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Institution zu bewahren. Siehe B. Coeuré, a. a. O. Die Transparenzbemühungen der EZB waren kürzlich Gegenstand von Diskussionen in der Literatur, die sich mit der Rechenschaftspflicht und Unabhängigkeit der EZB befassen. Siehe beispielsweise D. Curtin, 'Accountable Independence' of the European Central Bank: Seeing the Logics of Transparency, in: *European Law Journal*, Bd. 23(1-2), August 2017, S. 28-44.

<sup>23</sup> Siehe E. Liikanen, [Introductory Remarks at the Panel Discussion 'Is More Always Better? Transparency, Accountability and the Clarity of Message](#), ECB Central Bank Communication Conference, Frankfurt am Main, 14. November 2017.

**Tabelle 2****Zusätzliche Informationskanäle mit Bedeutung für die Rechenschaftspflicht der EZB**

Instrument zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht	Beschreibung
<b>Pressekonferenzen</b>	Die EZB hält im Anschluss an jede geldpolitische Sitzung des EZB-Rats, d. h. in sechswöchigen Abständen, eine Pressekonferenz ab.
<b>Wirtschaftsbericht</b>	Der Wirtschaftsbericht (ehemals Monatsbericht) enthält Informationen zu den wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen, die die Grundlage für die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats bilden. Er erscheint achtmal im Jahr jeweils zwei Wochen nach jeder geldpolitischen Sitzung.
<b>Wochenausweis</b>	Im konsolidierten Ausweis des Eurosystems finden sich Informationen über die geldpolitischen Geschäfte, die Devisengeschäfte und die Investitionstätigkeit.
<b>Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen</b>	Vier Wochen nach jeder geldpolitischen Sitzung wird eine Zusammenfassung der Beratungen des EZB-Rats veröffentlicht.
<b>Artikel, Interviews und Reden</b>	Die Direktoriumsmitglieder stehen durch Artikel, Interviews und Reden in regelmäßiger Kommunikation mit der Öffentlichkeit. Diese werden auf der Website der EZB veröffentlicht.

### 3 Krisenbedingte Herausforderungen für die Rechenschaftspflicht der EZB

**Die Krise stellte die Rechenschaftspflicht der EZB vor zwei große Herausforderungen.** Die erste betraf alle großen Zentralbanken, da die Überprüfung der geldpolitischen Maßnahmen aufgrund der außergewöhnlichen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der ergriffenen Sondermaßnahmen schwieriger wurde. Die zweite bezog sich ausschließlich auf die EZB und resultierte aus der als Reaktion auf die Krise erfolgten Entwicklung des institutionellen Rahmens der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU).

**Die Krise und die Sondermaßnahmen forderten die Rechenschaftspflicht der Zentralbanken heraus, da sie die Überprüfung der Geldpolitik komplizierter machten.** Der Einsatz vielfältiger Standard- und Sondermaßnahmen und die Auswirkungen der Krise auf die geldpolitische Transmission im Euroraum hatten beispielsweise zur Folge, dass es sich zu dieser Zeit als nahezu unmöglich erwies, den geldpolitischen Kurs mithilfe einfacher Instrumente nachzuvollziehen.<sup>24</sup> Zum einen führte die Tatsache, dass der Geldpolitik während der Krise eine Schlüsselrolle zukam, zu einer größeren öffentlichen Aufmerksamkeit in Bezug auf ihre Ausgestaltung und Implikationen, einschließlich der operationellen Aspekte des Erwerbs von Vermögenswerten und ihrer Verteilungswirkung. Zum anderen sah sich die Öffentlichkeit einer zunehmenden Komplexität gegenüber, und zwar sowohl im Hinblick auf die gleichzeitige Anwendung unterschiedlicher Instrumente als auch auf die Umsetzung der einzelnen Instrumente und deren Einfluss auf die Wirtschaft.<sup>25</sup> Vor diesem Hintergrund gilt es auch zu beachten, dass die EZB die Zentralbank von

<sup>24</sup> Siehe P. Praet, [Have unconventional policies overstretched central bank independence? Challenges for accountability and transparency in the wake of the crisis](#), Rede anlässlich des Symposium on Building the Financial System of the 21st Century: An Agenda for Europe and the United States, Frankfurt am Main, 29. März 2017.

<sup>25</sup> Siehe B. Cœuré, [Central banking in times of complexity](#), Bemerkungen anlässlich einer Konferenz zum 350. Jubiläum der Sveriges riksbank, Stockholm, 25. Mai 2018.

19 Ländern ist und sich als EU-Institution in noch mehr Sprachen verständlich machen muss. Wie von Mario Draghi dargelegt, sind die Erwartungen der Bürgerinnen und Bürger in all diesen Ländern unterschiedlich, was eine beständige Herausforderung darstellt.<sup>26</sup> Die steigende Komplexität stellte die Rechenschaftspflicht auf eine harte Probe, was nicht nur die EZB, sondern auch andere Zentralbanken in fortgeschrittenen Volkswirtschaften betraf, in denen die Ausgewogenheit zwischen Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht von einigen offen hinterfragt wurde.<sup>27</sup>

**Die zweite Herausforderung betrifft ausschließlich den institutionellen Rahmen in Europa und steht im Zusammenhang mit der Erweiterung des Aufgabebereichs der EZB.** Im Zuge der Reform des Ordnungsrahmens der WWU während der Krise wurde die EZB mit einer Reihe neuer Funktionen betraut, die über ihre klassische Rolle als Notenbank hinausgehen. So wurde ihr durch die Einrichtung eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) im Jahr 2014 beispielsweise Verantwortung im Bereich der mikroprudenziellen Bankenaufsicht im Euroraum übertragen. Mit dem Inkrafttreten der SSM-Verordnung wurden ihr auch makroprudenzielle Instrumente an die Hand gegeben, um den Aufbau möglicher Systemrisiken im Finanzsektor zu begrenzen.<sup>28</sup> Überdies nimmt die EZB seit 2010 eine beratende Rolle bei den Finanzhilfeprogrammen der EU ein und arbeitet dabei mit der Europäischen Kommission zusammen. Diese Rolle wurde später im Rahmen der Verordnungen des „Zweierpakets“ festgeschrieben.<sup>29</sup> Diese Erweiterung der Rolle und Aufgaben der EZB warf die Frage auf, ob die EZB rechenschaftspflichtig bleiben könne, da der „Prinzipal“ nun eine breitere Palette an Instrumenten und Zielen gleichzeitig überwachen müsse.<sup>30</sup> Eine Besonderheit der WWU stellt schließlich die Interaktion zwischen der EZB-Politik und anderen Politikbereichen in einem mehrstufigen Steuerungsrahmen dar. Zwar nahm die Bedeutung der EU-Politik während der Krise zu (z. B. durch die Schaffung der Bankenunion), doch gibt es in einigen Fällen weiterhin Überschneidungen mit der nationalen Politik, was in der Öffentlichkeit zu potenziellen Missverständnissen hinsichtlich der zugewiesenen Verantwortlichkeiten und der Rechenschaftspflicht führen kann.<sup>31</sup>

---

<sup>26</sup> Siehe M. Draghi, [Central bank communication](#), a. a. O.

<sup>27</sup> Nähere Einzelheiten zu den Herausforderungen, die sich aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen für die Unabhängigkeit der Zentralbanken ergeben, finden sich in: C. Goodhart und R. Lastra, Populism and Central Bank Independence, in: *Open Economies Review*, Bd. 29(1), 2017, S. 49-68.

<sup>28</sup> Im Bereich der Finanzstabilität unterstützt die EZB mit ihrer Analysetätigkeit auch den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken.

<sup>29</sup> Siehe [Verordnung \(EG\) Nr. 472/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 über den Ausbau der wirtschafts- und haushaltspolitischen Überwachung von Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet, die von gravierenden Schwierigkeiten in Bezug auf ihre finanzielle Stabilität betroffen oder bedroht sind](#), ABl. L 140 vom 27.5.2013, S. 1.

<sup>30</sup> Siehe J. Pisani-Ferry und J. von Weizsäcker, [Can a less boring ECB remain accountable?](#), in: *Bruegel Policy Contribution*, Ausgabe 2009/11, September 2009.

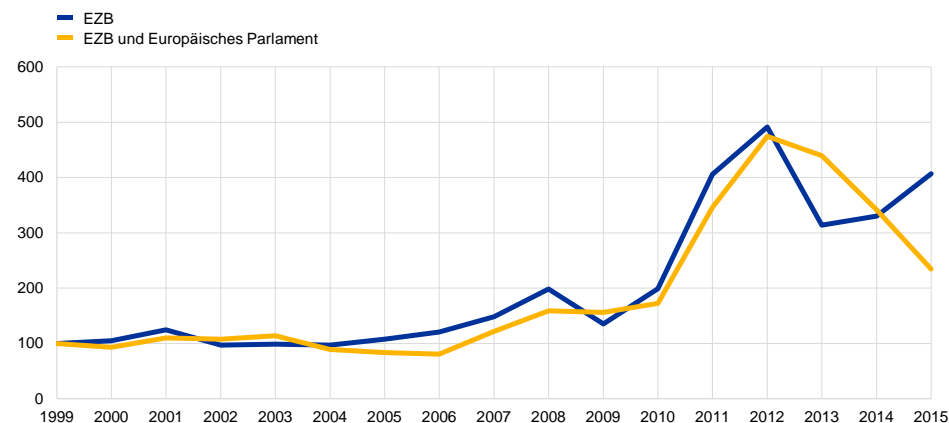
<sup>31</sup> Siehe Y. Mersch, a. a. O.

**All dies hat dazu beigetragen, dass die Geldpolitik der EZB stärker in den Fokus der Öffentlichkeit gerückt ist und von dieser genauer überprüft wird.**

Dieses gestiegene öffentliche Interesse kommt in der Medienberichterstattung deutlich zum Ausdruck. Mit Blick auf die Rechenschaftspflicht ist insbesondere festzustellen, dass der nach Ausbruch der Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 verzeichnete erhebliche Anstieg der Zahl der Zeitungsartikel, die sich auf die EZB bezogen (siehe Abbildung 1), mit einer vergleichbaren Zunahme der Artikel einherging, in denen sowohl die EZB als auch das Europäische Parlament genannt wurden. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Medien ausführlicher über die Instrumente der EZB zur Wahrnehmung ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament berichteten. Die gestiegene Aufmerksamkeit erstreckte sich nicht nur auf die Medien, sondern auch auf eine breitere Öffentlichkeit, bei der die EZB stärker ins Bewusstsein rückte. Der Eurobarometer-Umfrage zufolge nahm der Anteil der Bürgerinnen und Bürger der EU, die schon einmal von der EZB gehört hatten, während der Krise deutlich zu (siehe Abbildung 2). Ferner widmeten auch die Marktteilnehmer den Instrumenten der EZB zur Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht größere Aufmerksamkeit. Während die regelmäßigen Pressekonferenzen nach den Sitzungen des EZB-Rats weiterhin ihre wichtigste Quelle zum Verständnis der Geldpolitik der EZB waren, brachten sie den Anhörungen des EZB-Präsidenten vor dem Europäischen Parlament zuweilen ebenfalls großes Interesse entgegen, um mögliche Hinweise auf Änderungen des geldpolitischen Kurses zu erhalten. Zwar lässt die Analyse hochfrequenter Daten zu Änderungen der Vermögenspreise an den Finanzmärkten den vorläufigen Schluss zu, dass diese Anhörungen generell keine größeren Auswirkungen auf die Märkte hatten, doch war in einigen Fällen (z. B. bei der regulären Anhörung im November 2015) eine relativ geringe und meist nur kurze Marktreaktion zu beobachten. Von der EZB werden diese Anhörungen jedoch in erster Linie als Instrument der Wahrnehmung ihrer Rechenschaftspflicht betrachtet, um den MdEPs die Begründungen für ihre geldpolitischen Entscheidungen darzulegen, und nicht als ein alternativer Kanal, um mit den Märkten zu kommunizieren; dies spiegelt sich auch in den Daten wider.

**Abbildung 1**  
Berichterstattung der Medien über die EZB und das Europäische Parlament

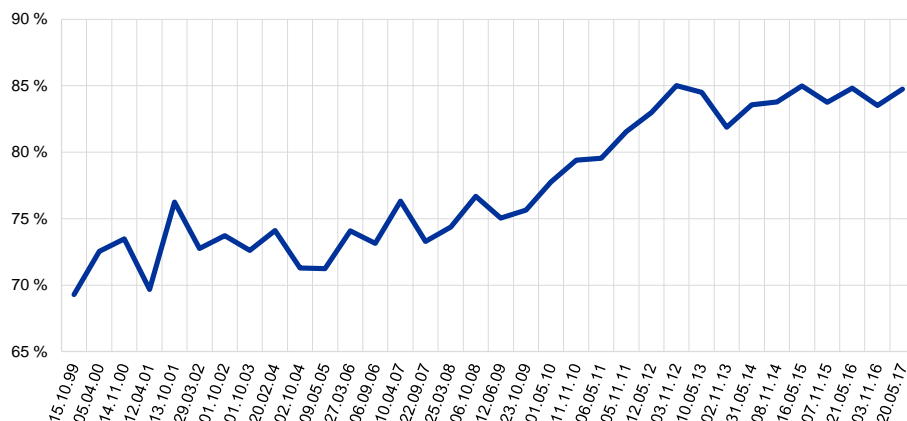
(Anzahl der Zeitungsartikel mit Nennung der EZB oder der EZB zusammen mit dem Europäischen Parlament; Index: 1999 = 100).



Quellen: Dow Jones Factiva und EZB-Berechnungen.

## Abbildung 2 Wahrnehmung der EZB in der Öffentlichkeit

(positive Antworten auf die Frage: „Haben Sie schon einmal von der Europäischen Zentralbank gehört?“, in %; 1999-2017)



Quellen: Eurobarometer-Umfrage und EZB-Berechnungen.

**Aus Sicht der EZB war es wichtig, im Einklang mit ihrer Unabhängigkeit ihre Rechenschaftspflicht weiterzuentwickeln, um krisenbedingten Veränderungen begegnen zu können.** Nach der Einrichtung des SSM wurden spezifische Regelungen zur Rechenschaftspflicht erarbeitet und eingeführt, um auch die Aufsichtsfunktion der EZB der Rechenschaftspflicht zu unterwerfen. Diese Vorschriften wurden innerhalb des bestehenden Rahmens für die Rechenschaftspflicht entwickelt und in der SSM-Verordnung<sup>32</sup> verankert; eine Erläuterung hierzu findet sich in Kasten 1. Für die bereits bestehenden Zentralbankaufgaben, die nun stärker in den Fokus gerückt waren, mussten die Bestimmungen der Europäischen Verträge und das Rahmenwerk als Ganzes nicht geändert werden. Indem der darin vorhandene Spielraum stärker genutzt wurde, konnte sich die Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht durch die EZB in der Praxis weiterentwickeln.<sup>33</sup>

### Kasten 1

#### Bestimmungen zur Rechenschaftspflicht für die neuen bankenaufsichtlichen Aufgaben

Joachim Eule und Nicolò Fraccaroli

**Die Einrichtung des SSM im Jahr 2014 und die damit verbundene Übertragung aufsichtlicher Verantwortung auf die EZB führten zu einer bedeutenden krisenbedingten Veränderung des Rahmens für die Rechenschaftspflicht.** In der SSM-Verordnung wurden eigene Regelungen für diese neue Aufgabe niedergelegt. Die Erfüllung der aufsichtlichen Rechenschaftspflicht in der Praxis wurde in einer interinstitutionellen Vereinbarung zwischen dem Europäischen Parlament und

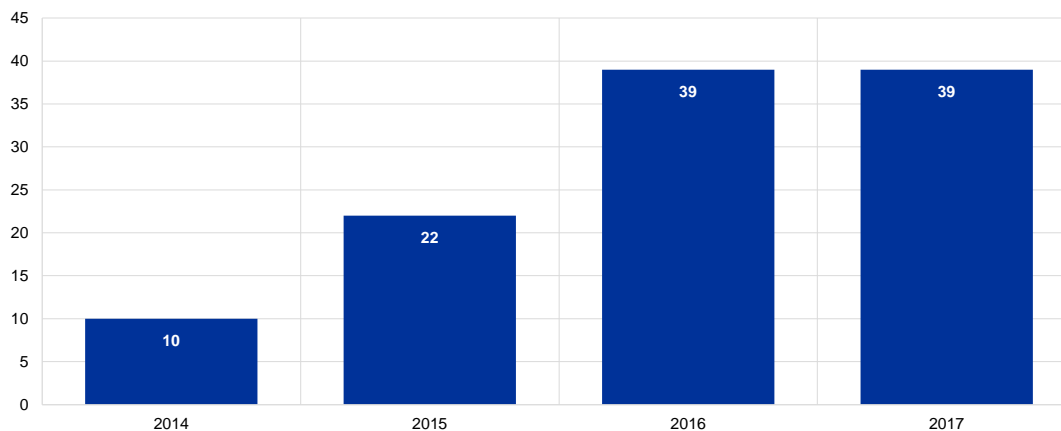
<sup>32</sup> Siehe [Verordnung \(EU\) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank](#), ABl. L 287 vom 29.10.2013, S. 63.

<sup>33</sup> Siehe A. Giovannini und J. Jamet, Matching accountability with independence: the ECB's experience, in: J. Ziller (Hrsg.), *The Communication of the European Central Bank: an Interdisciplinary Analysis*, Giappichelli, Turin, 2018, erscheint in Kürze.

der EZB<sup>34</sup> sowie in einem Memorandum of Understanding zwischen dem Rat und der EZB<sup>35</sup> präzisiert. Dementsprechend wurden die drei „traditionellen“ Instrumente des Rahmens für die Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht durch die EZB auf die EZB-Bankenaufsicht ausgeweitet. Zum einen nimmt die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums an den regelmäßigen Anhörungen und dem Meinungsaustausch im Europäischen Parlament teil.<sup>36</sup> Zum anderen können MdEPs schriftliche Fragen zur Aufsicht an die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums richten. Im Lauf des Jahres 2017 veröffentlichte die EZB 39 Antworten auf Fragen von MdEPs zu Aufsichtsthemen (siehe Abbildung). Und schließlich erstellt die EZB seit 2014 einen Jahresbericht zu ihrer Aufsichtstätigkeit, der dem Europäischen Parlament von der Vorsitzenden des Aufsichtsgremiums in einer öffentlichen Anhörung vorgestellt wird. Der Bericht wird auch dem Rat, der Euro-Gruppe, der Kommission und den nationalen Parlamenten der teilnehmenden Mitgliedstaaten vorgelegt. Diesem Rahmen entsprechend erschien Danièle Nouy, die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums, von Februar 2014 bis März 2018 für ordentliche Anhörungen und Ad-hoc-Aussprachen mit den Abgeordneten sowie zur Präsentation der Jahresberichte insgesamt 20 Mal vor dem Europäischen Parlament. Neben den in der interinstitutionellen Vereinbarung vorgesehenen Anhörungen und Aussprachen nahmen die Vorsitzende und die stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsgremiums auch an Anhörungen mit MdEPs zur Überarbeitung des EU-Bankenrechts und zum Bericht des Europäischen Rechnungshofs zur EZB-Bankenaufsicht teil.

#### Antworten auf Fragen von MdEPs zu Aufsichtsthemen

(Anzahl der Antworten auf Fragen von MdEPs zu Aufsichtsthemen; 2014-2017)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

**Darüber hinaus sind in der SSM-Verordnung und der interinstitutionellen Vereinbarung einige Instrumente der Rechenschaftspflicht vorgesehen, die eigens für die Aufsichtsfunktion der EZB gelten.** So stellt die EZB gemäß der interinstitutionellen Vereinbarung dem Europäischen Parlament unter anderem umfassende und aussagekräftige Berichte über die

<sup>34</sup> Siehe [Interinstitutionelle Vereinbarung zwischen dem Europäischen Parlament und der Europäischen Zentralbank über die praktischen Modalitäten für die Ausübung der demokratischen Rechenschaftspflicht und die Kontrolle über die Wahrnehmung der der EZB im Rahmen des einheitlichen Aufsichtsmechanismus übertragenen Aufgaben \(2013/694/EU\)](#), ABl. L 320 vom 30.11.2013, S. 1.

<sup>35</sup> Siehe [Memorandum of Understanding between the Council of the European Union and the European Central Bank on the cooperation on procedures related to the Single Supervisory Mechanism \(SSM\)](#).

<sup>36</sup> Die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums wohnt auch dem Meinungsaustausch mit der Euro-Gruppe bei. Zudem kann die Euro-Gruppe schriftliche Fragen an die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums richten.



Beratungen des Aufsichtsgremiums zur Verfügung, die die Abgeordneten in einem gesicherten Lesesaal einsehen können. Mit der SSM-Verordnung wurde auch ein Format für vertrauliche Gespräche eingerichtet, um bei Bedarf die absolute Vertraulichkeit des Informationsaustauschs mit dem Europäischen Parlament zu gewährleisten. Diese Instrumente ermöglichen eine umfassende und eingehende Interaktion zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament zu Themen der Aufsichtstätigkeit und erlauben es damit auch, der Rechenschaftspflicht in hohem Maße nachzukommen.

---

**Um beurteilen zu können, wie sich die Erfüllung der Rechenschaftspflicht in der Praxis entwickelt hat, ist es unerlässlich, sich nicht auf die von Wirtschaftswissenschaftlern verwendeten Indizes zur Messung des Ausmaßes der Unabhängigkeit und der Rechenschaftspflicht von Zentralbanken zu beschränken.** Da sich die Kriterien, auf denen die Indizes der Rechenschaftspflicht basieren, lediglich auf die rechtlichen Vorschriften beziehen, ist es nicht möglich, alle relevanten Aspekte der demokratischen Rechenschaftspflicht von Notenbanken mit einzubeziehen. Tendenziell ändern sich die Indizes im Zeitverlauf kaum,<sup>37</sup> was den Eindruck aufkommen lässt, dass sich veränderte Ansprüche an die Rechenschaftspflicht nicht hinreichend in den Rahmenwerken niederschlagen (siehe Abbildung 3). Dieses Missverhältnis lässt sich allerdings größtenteils mit dem De-jure-Charakter solcher Indizes erklären. Die Indizes werden auf Basis von Rechtsvorschriften geschätzt, die gewährleisten sollen, dass eine Zentralbank rechenschaftspflichtig ist und bleibt (Indizes der Rechenschaftspflicht) und dass sie vor politischem Druck geschützt ist (Indizes der Unabhängigkeit). Wie jedoch in der Literatur hervorgehoben wird, ist es unabdingbar, auch die De-facto-Rechenschaftspflicht zu berücksichtigen, die nicht nur von den Rechtsvorschriften abhängt, sondern auch davon, wie eng die Interaktion zwischen Parlament und Notenbank ist.<sup>38</sup> Mit Blick auf die EZB lässt sich feststellen, dass sich die Praxis, wie sie ihrer Rechenschaftspflicht nachkommt, während der Krise veränderte, um so eine verstärkte Überprüfung zu ermöglichen. Dieser Punkt wird im nächsten Abschnitt genauer erläutert.

---

<sup>37</sup> Siehe A. C. Garriga, Central Bank Independence in the World: A New Dataset, in: *International Interactions*, Bd. 42(5), 2016, S. 849-868, worin der Unabhängigkeitsindex für den Zeitraum 1970-2012 aktualisiert wurde, sowie C. Bodea und R. Hicks, Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions, in: *International Organization*, Bd. 69(1), 2015, S. 35-61, worin es um die Aktualisierung des Unabhängigkeitsindex für den Zeitraum 1973-2015 geht. Der Index der Rechenschaftspflicht wurde zudem in folgendem Werk berechnet: P. De Grauwe und D. Gros, *Accountability and Transparency in Central Banking*, Studie für den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, 2009. De Grauwe und Gros zeigen anhand einer Gegenüberstellung ihrer aktualisierten Daten mit den in der Fachliteratur unterbreiteten Schätzungen, dass die entsprechenden Indizes keine signifikante Veränderung der Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht erkennen lassen (siehe S. 20 der Studie). Unter Einbeziehung der Ergebnisse fünf verschiedener Studien kamen die Autoren zu dem Schluss, dass die EZB mit Blick auf die Rechenschaftspflicht ähnlich wie die US-amerikanische Notenbank und die Bank von Japan abschneidet, aber nicht so gut wie die Bank of England. Das schlechte Abschneiden der EZB ist dabei in erster Linie durch institutionelle Faktoren bedingt, wie etwa durch den Umstand, dass das Europäische Parlament bei der Ernennung von EZB-Direktoriumsmitgliedern kein Vetorecht hat. Andererseits erreicht die EZB die gleichen Werte wie andere Zentralbanken, was den Austausch mit dem Parlament betrifft.

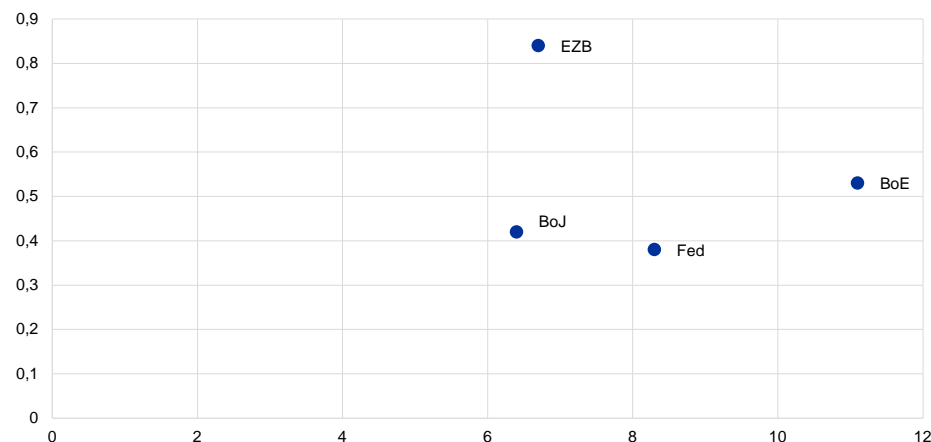
<sup>38</sup> Siehe P. De Grauwe und D. Gros, a. a. O.



### Abbildung 3

#### Rechenschaftspflicht und Unabhängigkeit der EZB, des Federal Reserve System, der Bank of England und der Bank von Japan

(Indizes der Rechenschaftspflicht und der Unabhängigkeit von Zentralbanken; x-Achse: Rechenschaftspflicht; y-Achse: Unabhängigkeit)



Quellen: De Grauwe und Gros (2009), Garriga (2016), Bodea und Hicks (2015), Dincer und Eichengreen (2014) sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Je höher der Wert, desto höher das Maß der Rechenschaftspflicht bzw. der Unabhängigkeit. Der zur Berechnung der Rechenschaftspflicht herangezogene Index wurde als Durchschnitt fünf verschiedener Indizes der Rechenschaftspflicht ermittelt, die in der Fachliteratur entwickelt und im Jahr 2009 von De Grauwe und Gros aktualisiert wurden. Der Unabhängigkeitsindex wurde als Durchschnitt der Aktualisierungen von Dincer und Eichengreen im Jahr 2014, Bodea und Hicks im Jahr 2015 sowie Garriga im Jahr 2016 berechnet, die alle keine Veränderung des Index für die vier Notenbanken seit den 1990er-Jahren feststellen konnten. In den drei Arbeiten wurden die Unabhängigkeitsindizes mittels einer 1992 von Cukierman, Webb und Neyapti entwickelten Methodik aktualisiert. Siehe N. Dincer und B. Eichengreen, Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, in: International Journal of Central Banking, Bd. 10, Nr. 1, 2014, S. 189-259, sowie A. Cukierman, S. B. Webb und B. Neyapti, Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, in: The World Bank Economic Review, Bd. 6, Nr. 3, 1992, S. 353-398.

## 4 Entwicklung der Rechenschaftspflicht der EZB in der Praxis

**Die EZB reagierte auf die krisenbedingten Herausforderungen, indem sie auf der Grundlage der Europäischen Verträge die Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht in Bezug auf Häufigkeit, Format und Inhalt sowie hinsichtlich der Interaktion mit anderen Interessenträgern ausweitete.** Der rechtliche Rahmen

war flexibel genug, um der zunehmenden Erforderlichkeit, die Maßnahmen der EZB vor dem Europäischen Parlament zu erläutern und zu begründen, Rechnung zu tragen. Dies war nicht nur eine von außen herangetragene Forderung, sondern es lag auch im eigenen Interesse der EZB, der Öffentlichkeit und den Märkten eine umfassende Analyse der Wirtschaftslage und der geldpolitischen Beschlüsse vorzulegen, um so die Berechenbarkeit und Glaubwürdigkeit ihrer Geldpolitik zu fördern.<sup>39</sup>

### 4.1 Häufigkeit und Format

**Die Häufigkeit des Meinungsaustauschs zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament hat sich im Verlauf der Krise deutlich erhöht; so**

<sup>39</sup> Siehe Y. Mersch, a. a. O.

**fanden neben den regelmäßigen Anhörungen vor dem Parlament auch zusätzliche Ad-hoc-Aussprachen statt.**

Die vierteljährlichen Anhörungen im ECON-Ausschuss bildeten nach wie vor den Grundpfeiler der Beziehung zwischen EZB und Europäischem Parlament. Da jedoch die Geschäftsordnung des Parlaments die Anzahl und den Zeitpunkt der mündlichen Anfragen der MdEPs an den EZB-Präsidenten festlegt, wurden andere Instrumente eingesetzt, um die Häufigkeit der Interaktion zwischen EZB und Parlament zu erhöhen. Gemäß Artikel 284 Absatz 3 AEUV wurden Vertreter der EZB während der Krise zu zahlreichen Zusatztreffen geladen (18 Termine im Zeitraum von 2008 bis 2017). Hierzu zählten auch eine außerordentliche Anhörung des EZB-Präsidenten vor dem ECON-Ausschuss im August 2011, in der es um die Krise ging, sowie ein nicht öffentlicher Meinungs austausch mit dem EZB-Präsidenten über den Bericht „Auf dem Weg zu einer echten Wirtschafts- und Währungsunion“ im Jahr 2012. Darüber hinaus gab es drei weitere Anhörungen vor dem ECON mit Vertretern der EZB zu Themen im Zusammenhang mit den Finanzhilfeprogrammen der EU,<sup>40</sup> einen Meinungs austausch zur Krise im Allgemeinen,<sup>41</sup> zwei zur wirtschaftspolitischen Steuerung, vier zu Zahlungs- und Abwicklungssystemen und einen zu statistischen Angelegenheiten.<sup>42</sup> Überdies nahmen die Direktoriumsmitglieder an verschiedenen vom Europäischen Parlament organisierten Veranstaltungen teil, bei denen auch Abgeordnete nationaler Parlamente vertreten waren (wie etwa der Europäischen Parlamentarischen Woche<sup>43</sup>), sowie am Meinungs austausch mit nationalen Parlamenten.<sup>44</sup>

<sup>40</sup> Im Zusammenhang mit der Untersuchung der Rolle und Tätigkeiten der Troika (EZB, Kommission und IWF) in Bezug auf Programmländer des Euroraums lieferte die EZB auch [schriftliche Antworten](#) auf den Fragenkatalog des Europäischen Parlaments, die auf der Website der EZB abrufbar sind.

<sup>41</sup> Im Jahr 2009 nahm José Manuel González-Páramo an einer vom Sonderausschuss des Europäischen Parlaments zur Finanz-, Wirtschafts- und Sozialkrise organisierten Anhörung teil (siehe [EZB-Jahresbericht 2009](#), S. 184).

<sup>42</sup> Wengleich sie nicht Teil der Rechenschaftspflicht der EZB sind, gab es auch auf Mitarbeiterebene eine Reihe von Gelegenheiten zum Meinungs austausch über aktuelle Themen. Siehe beispielsweise [EZB-Jahresbericht 2012](#), S. 163, sowie [EZB-Jahresbericht 2013](#), S. 180. Der Austausch zu statistischen Fragen, der im Text erwähnt wird, bezog sich auf AnaCredit, ein Statistikprojekt, mit dessen Hilfe ein Datensatz erstellt werden soll, der – länderübergreifend harmonisiert – detaillierte Informationen zu einzelnen Bankkrediten im Eurogebiet enthält. Dieses Projekt zog die Aufmerksamkeit einer Reihe von Abgeordneten des Europäischen Parlaments auf sich, die diesbezüglich auch schriftliche Fragen an die EZB richteten. Das [Treffen mit dem Direktoriumsmitglied Sabine Lautenschläger](#) bot unter anderem die Gelegenheit, genau zu erklären, wie die EZB bei der Erarbeitung der AnaCredit-Verordnung, der Festlegung der damit verbundenen Kosten und der Einbindung aller Interessenträger vorging.

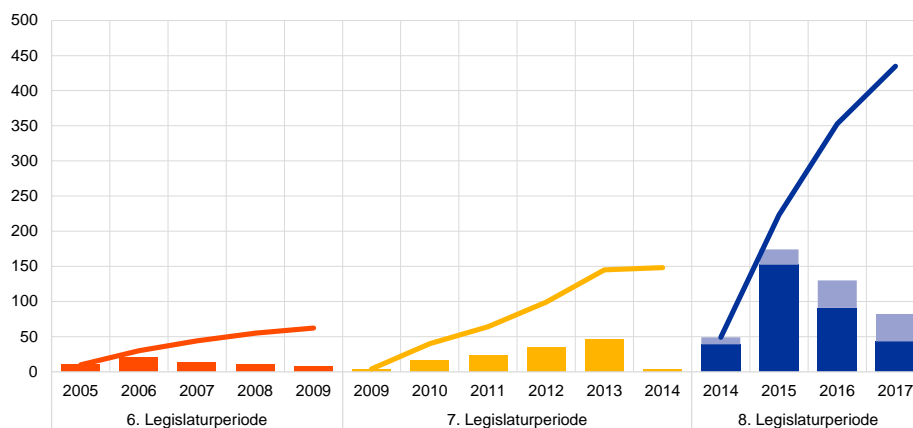
<sup>43</sup> Seit Februar 2012 organisiert das Europäische Parlament zu Beginn eines jeden Jahres eine interparlamentarische Veranstaltung zum Europäischen Semester für die Koordinierung der Wirtschaftspolitik mit dem Titel „Europäische Parlamentarische Woche“. Dort kommen Abgeordnete aus der gesamten EU zusammen, um über wirtschaftliche, haushaltspolitische und soziale Fragen zu diskutieren. Die Europäische Parlamentarische Woche soll einen Rahmen für Debatten und einen Informationsaustausch zwischen den nationalen Parlamenten und dem Europäischen Parlament bieten, um die demokratische Rechenschaftspflicht im Bereich der wirtschaftspolitischen Steuerung in der EU zu erfüllen.

<sup>44</sup> Zwar umfasst die Rechenschaftspflicht der EZB nicht den Austausch mit den nationalen Parlamenten, doch hat der EZB-Präsident seit 2012 vor sechs nationalen Parlamenten gesprochen, so in Deutschland (2012 und 2016), in Spanien und Frankreich (2013), in Finnland (2014), in Italien (2015) und in den Niederlanden (2017). Zudem haben auch andere Mitglieder des EZB-Direktoriums an Sitzungen nationaler Parlamente teilgenommen.

**Auch die schriftlichen Anfragen von MdEPs an die EZB haben in den vergangenen zwei Legislaturperioden erheblich zugenommen.** Aus Abbildung 4 geht hervor, dass die Krise für diesen Aufwärtstrend mit ausschlaggebend war. So kam es zwischen der 6. und der 7. Legislaturperiode zu einem merklichen Anstieg der schriftlichen Fragen und in der 8. Legislaturperiode dann zu einem besonders kräftigen Zuwachs. In der 7. Legislaturperiode richteten Abgeordnete des Europäischen Parlaments mit 128 schriftlichen Anfragen mehr als doppelt so viele Fragen an die EZB wie in der 6. Sitzungsperiode (62 Fragen). Waren es 2008 lediglich 11 schriftliche Anfragen, die die EZB erreichten, so belief sich die Anzahl 2013 bereits auf 46. Die aktuelle Legislaturperiode (2014-2019) erweist sich bislang als diejenige mit den meisten Anfragen. Im Jahr 2015 wurde ein Höchststand von 152 gezählt, und insgesamt wurden schon 325 Schreiben an die EZB übersandt – mehr als in der 6. und 7. Legislaturperiode zusammengenommen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass ein Großteil der seit Beginn der 8. Legislaturperiode schriftlich eingereichten Fragen von kleineren Fraktionen stammt, wodurch deren begrenzte Möglichkeit der mündlichen Fragestellung während der regelmäßigen Anhörungen teils kompensiert wird.<sup>45</sup> Dies deutet darauf hin, dass schriftliche Fragen die regelmäßigen Anhörungen ergänzen und damit die vorhandenen Kanäle zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht der EZB erweitern.

**Abbildung 4**  
Anzahl der Antworten auf schriftliche Fragen der MdEPs

(Anzahl pro Jahr sowie Gesamtsumme; nach Legislaturperiode)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die schattierten Bereiche stellen die schriftlichen Fragen zu Aufsichtsthemen dar.

**Die Entschließung des Europäischen Parlaments zum EZB-Jahresbericht wird ebenfalls zunehmend dazu genutzt, um der EZB Anmerkungen zu übermitteln.**

Wenngleich der Initiativbericht des Europäischen Parlaments zu den Aktivitäten der EZB bereits seit 1999 als parlamentarisches Instrument existiert, lässt die gestiegene Zahl an Änderungsvorschlägen der Abgeordneten darauf schließen, dass

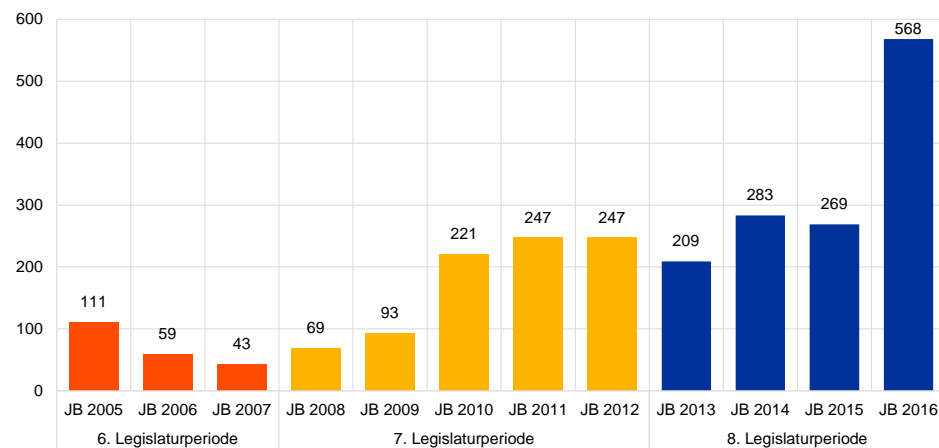
<sup>45</sup> Gemäß den internen Regelungen des Europäischen Parlaments werden die Zeitfenster für Fragen und Antworten bei Anhörungen nach der Fraktionsgröße vergeben, wodurch kleinere Fraktionen und fraktionslose Abgeordnete weniger Gelegenheit haben, mündliche Fragen an den EZB-Präsidenten zu richten.

der Bericht aus ihrer Sicht immer wichtiger geworden ist. Im Jahr 2017 wurden 568 Änderungsanträge zum Initiativbericht über den EZB-Jahresbericht 2016 vorgelegt, verglichen mit 269 im Jahr davor. Der Unterschied fällt noch mehr ins Auge, wenn die Anzahl der Änderungsvorschläge im Vorfeld der Staatsschuldenkrise 2010 mit der Zahl der Anträge verglichen wird, die während und nach der Krise vorgelegt wurden. Die Zahl sämtlicher Änderungsanträge zu den Initiativberichten im Zeitraum 2005 bis 2009 liegt unter der Summe der Änderungswünsche allein für die Berichte 2010 und 2011 (375 gegenüber 468). Auch wenn diese Daten möglicherweise auf eine größere Polarisierung unter den Fraktionen zurückzuführen sind,<sup>46</sup> so bestätigen sie doch, dass der Jahresbericht der EZB als hilfreiches Instrument der Rechenschaftspflicht unter den Parlamentsmitgliedern an Bedeutung gewonnen hat.

### Abbildung 5

Mitwirkung der MdEPs an den Initiativberichten zu den EZB-Jahresberichten vor, während und nach der Krise

(Anzahl der Änderungsanträge von MdEPs im ECON-Ausschuss; nach Legislaturperiode)



Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Angaben des Europäischen Parlaments.

### Seit dem Jahr 2016 veröffentlicht die EZB ihr Feedback zur Entschließung des Europäischen Parlaments zum EZB-Jahresbericht.<sup>47</sup>

Jedes Jahr findet im Europäischen Parlament eine Plenarsitzung statt, in der über eine Entschließung zum EZB-Jahresbericht des Vorjahres debattiert und abgestimmt wird. Als Reaktion auf eine ausdrückliche Aufforderung des Europäischen Parlaments<sup>48</sup> begann die EZB, ihr Feedback zu diesen Entschließungen zu veröffentlichen. Diese Praxis ist – neben den Anforderungen der Europäischen Verträge – eine zusätzliche Möglichkeit für das Parlament, die EZB zur Rechenschaft zu ziehen. Die Abgeordneten erfahren durch das Feedback mehr über die Position der EZB zu einer Reihe politischer Fragen, was die Qualität des Informationsaustauschs zwischen den beiden

<sup>46</sup> Siehe R. Whitaker, S. Hix, und P. Dreyer, *MEPs' attitudes in the 2014-19 European Parliament: Key Findings from the European Parliament Research Group's Survey*, MEP Survey Data, 22. Februar 2017.

<sup>47</sup> Siehe *Feedback on the input provided by the European Parliament as part of its resolution on the ECB Annual Report 2014*, 7. April 2016.

<sup>48</sup> In seiner *Entschließung zum EZB-Jahresbericht 2014*, die am 25. Februar 2016 vorgelegt wurde, erhob das Europäische Parlament die Forderung, dass „im Rahmen des Jahresberichts der EZB auf die Anregungen im Rahmen des jährlichen Berichts des Parlaments eingegangen werden sollte“.

Institutionen weiter verbessert. So teilte die EZB in ihrem Feedback zu den Anregungen des Europäischen Parlaments in seiner Entschließung zum Jahresbericht der Europäischen Zentralbank 2015<sup>49</sup> mit, dass den vom Parlament vorgebrachten Bedenken bezüglich der Transparenz bei der Ausarbeitung von Verordnungen der EZB über europäische Statistiken Rechnung getragen wurde. Der EZB-Rat habe neue Grundsätze verabschiedet, die die Transparenzregelungen des Europäischen Parlaments, des Rates und der Kommission berücksichtigten. Infolgedessen wird das Europäische Parlament nun über öffentliche Konsultationsverfahren zu EZB-Verordnungen über europäische Statistiken in Kenntnis gesetzt und ist aufgefordert, sich an diesen zu beteiligen.<sup>50</sup>

## 4.2 Inhalt

**Die Intensivierung der Wechselbeziehung zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament ging mit einer Veränderung der Inhalte des Informationsaustauschs einher.** Betrachtet man die Entwicklung der behandelten Themen im Zeitverlauf, so ist festzustellen, dass sich die MdEPs bei ihren Fragen auf Themen konzentrierten, die zum Zeitpunkt der regelmäßigen Anhörungen aktuell waren. Der regelmäßige währungspolitische Dialog bietet daher eine wichtige Transparenz-Plattform, um die Position der EZB zu Angelegenheiten zu erörtern, die auf der aktuellen Tagesordnung zu Maßnahmen und Politik stehen. Die Möglichkeit, über aktuelle Themen zu diskutieren, ist sicherlich ein wichtiger Faktor für die Analyse der Wirksamkeit eines Instruments, das der Rechenschaftspflicht dient. Dementsprechend zeigen auch die Ergebnisse einer jüngst veröffentlichten Erhebung<sup>51</sup>, dass 50 % der Parlamentsmitglieder den Meinungs austausch mit dem EZB-Präsidenten stets als hilfreich empfanden und keiner ihn als sinnlos erachtete.

### Kasten 2

#### Entwicklung von Inhalt und Ton der Anhörungen der EZB im Parlament

---

Nicolò Fraccaroli

**Spezielle Techniken der Textanalyse geben näheren Aufschluss darüber, wie sich Inhalt und Ton der ECON-Anhörungen im Laufe der Zeit entwickelt haben.** Anhand der Protokolle der ECON-Anhörungen lässt sich feststellen, welche Wörter von 1999 bis 2018 dabei am häufigsten verwendet wurden und wie sich deren Verwendung in dieser Zeit entwickelt hat.<sup>52</sup> Eine „Schlagwortwolke“ zu den Anhörungen stellt die am häufigsten verwendeten Wörter visuell dar (siehe Abbildung A): Hier sind vor allem die Begriffe *euro*, *monetary policy*, *inflation* und *growth* zu

<sup>49</sup> Siehe [Feedback zu den Anregungen des Europäischen Parlaments in seiner Entschließung zum Jahresbericht der Europäischen Zentralbank 2015](#), 10. April 2017

<sup>50</sup> Siehe [Transparency in developing new ECB regulations on European statistics](#), abrufbar auf der Website der EZB.

<sup>51</sup> Siehe S. Collignon und S. Diessner, *The ECB's Monetary Dialogue with the European Parliament: Efficiency and Accountability during the Euro Crisis?*, in: *Journal of Common Market Studies*, Bd. 54, Nr. 6, 2016, S. 1296-1312.

<sup>52</sup> Die Analyse stützt sich auf die vom Europäischen Parlament veröffentlichten Protokolle der Anhörungen. Da diese nur in englischer Sprache zur Verfügung stehen, wird in diesem Kasten von einer Übersetzung der englischsprachigen Begriffe abgesehen. Einige der Protokolle (10 von insgesamt 75) wurden nicht berücksichtigt, da sie nicht gänzlich in englischer Sprache vorliegen.

nennen. Zugleich hat sich der Fokus der Aufmerksamkeit im Verlauf der Krise verändert. Verständlicherweise wurde die Krise selbst zum zentralen Thema des währungspolitischen Dialogs, insbesondere als sie im Euro-Währungsgebiet ihren Höhepunkt erreichte (siehe Abbildung B).

### Abbildung A

Welche Wörter wurden in den Anhörungen am häufigsten verwendet?

Wortwolke der Anhörungen des ECON-Ausschusses (1999-2018)

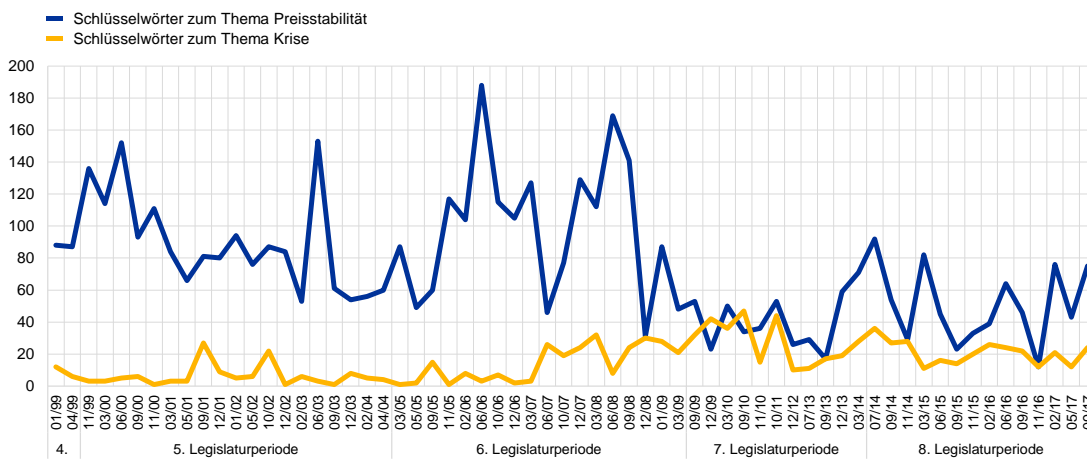


Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Angaben des Europäischen Parlaments.  
Anmerkung: Die Wortwolke setzt sich aus den 200 am häufigsten verwendeten Wörtern zusammen, wobei diese jeweils mindestens 50 Mal im Text vorkommen müssen. Je größer ein Wort dargestellt ist, desto häufiger wurde es verwendet. Zunächst wurde der betreffende Text um gängige Begriffe sowie Zeichensetzung und Zahlen bereinigt. Am häufigsten wurde das Wort „euro“ verwendet (4 024 Mal), während „ECB“ 3 267 Mal vorkam. „Growth“ wurde 2 404 Mal genannt, „stability“ und „inflation“ in etwa gleich häufig (2 217 bzw. 2 076 Mal).

### Abbildung B

Wann fand die Krise Eingang in den Dialog zwischen EZB und Europäischem Parlament, und wie wirkte sich dies auf die Diskussionen über Preisstabilität aus?

(Vorkommen von Begriffen im Zusammenhang mit Preisstabilität und Krise von 1999 bis 2018; nach Jahr und Legislaturperiode)



Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Angaben des Europäischen Parlaments.  
Anmerkung: Folgende Begriffe im Zusammenhang mit Preisstabilität wurden mit dem Wortlaut der Anhörungen abgeglichen: price(s), inflate, inflation, inflationary, HICP, CPI, deflation, deflator, deflationary, hyperinflation, hyperinflationary. Im Zusammenhang mit Krise waren dies folgende Begriffe: crisis, crises, recession(s), recessionary, bust(s), stagnate, stagnation(s), stagnating, bubble(s), crash(es), slump(s), downturn(s), default(s), defaulting, turmoil(s).

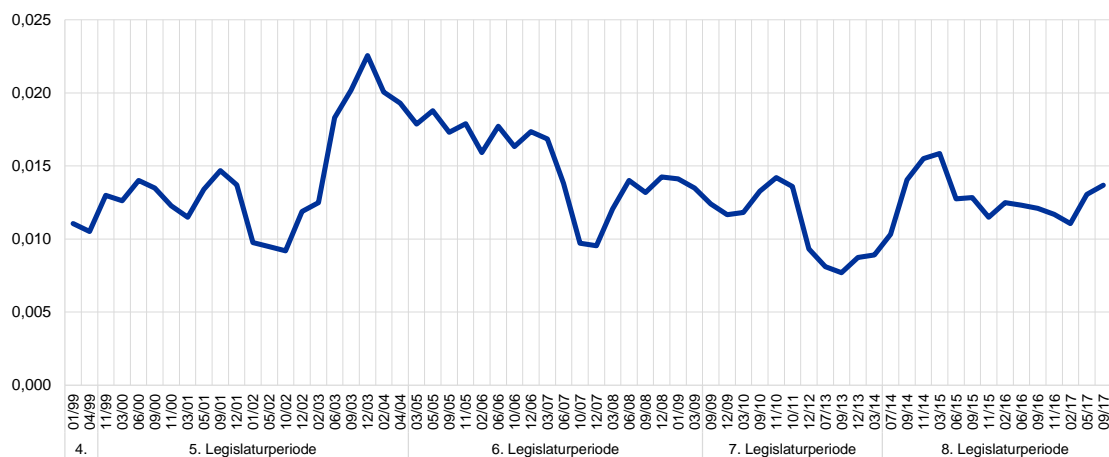
Ein weiterer interessanter Aspekt ist der Ton des währungspolitischen Dialogs, der sich in den letzten Jahren offenbar verändert hat. Einige Beobachter argumentieren, dass die im

Anschluss an die Krise aufkeimenden populistischen Tendenzen die Unabhängigkeit der Zentralbanken gefährden.<sup>53</sup> Diese Meinung beruht jedoch häufig auf anekdotischer Evidenz, da solche Veränderungen anhand der in der Fachliteratur gängigen Messgrößen nicht belegt werden können (wie bereits weiter oben beschrieben). Im Rahmen einer Textanalyse lässt sich diese Lücke schließen und empirische Evidenz gewinnen. Laut der Literatur zur Stimmungsanalyse von Texten<sup>54</sup> lassen sich positive und negative Stimmungen im währungspolitischen Dialog berechnen; ferner ist es möglich, die negative Tonalität, die bei Anhörungen von der EZB bzw. von MdEPs verwendet wird, näherungsweise zu bestimmen und schließlich festzustellen, wie sich der Ton der Parlamentsdebatten über die Zeit verändert hat (siehe Abbildung C).

## Abbildung C

### Stimmung bei den Anhörungen des ECON-Ausschusses, 1999-2018

(Sentiment Ratio für die Protokolle der ECON-Anhörungen; nach Jahr und Legislaturperiode)



Quellen: Europäisches Parlament und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die positiven und negativen Begriffe stammen aus einer vorab gebildeten Liste von Schlüsselwörtern (text bag), die in der Fachliteratur verwendet wird und von Bing Liu und Mitarbeitern für das „tidytext R package“ entwickelt wurde. Diese beinhaltet 2 006 positiv belegte und 4 782 negativ konnotierte Begriffe. Die Stimmung wird mittels einer gängigen Wörterbuchtechnik berechnet, bei der jeder Begriff aus den Protokollen mit den Begriffen zweier Listen mit positiven und negativen Wörtern abgeglichen wird, um schließlich wie folgt die Sentiment Ratio (d. h. den Stimmungswert) ableiten zu können:

$$\text{SentimentRatio}_t = \frac{(|\text{Positive}_t| - |\text{Negative}_t|)}{N_t}$$

Dabei bezeichnen  $t$  das Protokoll eines währungspolitischen Dialogs,  $N_t$  die Anzahl der in  $t$  enthaltenen Begriffe und  $\text{Positive}_t$  und  $\text{Negative}_t$  die Anzahl der ermittelten positiven bzw. negativen Begriffe aus jedem Protokoll. 10 von insgesamt 75 Protokollen währungspolitischer Dialoge wurden in der Analyse nicht berücksichtigt, weil sie nicht gänzlich in englischer Sprache vorliegen.

**Trotz der Krise blieb der Ton in den Debatten insgesamt positiv.** Nachdem die Stimmung im Februar 2004 einen Höhepunkt erreicht hatte, verschlechterte sie sich im Dezember 2007, also zu Beginn der Rezession, und fiel auf ihr bis dato niedrigstes Niveau. Dennoch unterschied sich dieser negative Wert kaum von dem im Oktober 2002 verzeichneten Tiefpunkt. Außerdem war bereits ab 2005, d. h. zwei Jahre vor Ausbruch der Krise, eine – wenn auch moderatere – Stimmungseintrübung zu beobachten. Allerdings verbesserte sich der Ton des Dialogs nach 2008 rasch wieder und blieb trotz einigem Auf und Ab im Verlauf der Krise recht stabil mit einigen positiven Spitzen. Dies scheint nahezuzeigen, dass die ECON-Anhörungen zwischen dem EZB-Präsidenten und den

<sup>53</sup> Ein Überblick über die Diskussion findet sich in: S. Merler, [Central banks in the age of populism](#), Bruegel blog, März 2018.

<sup>54</sup> Siehe R. Nyman, S. Kapadia, D. Tuckett, D. Gregory, P. Ormerod und R. Smith, [News and narratives in financial systems: exploiting big data for systemic risk assessment](#), Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 704, 2018. Siehe auch B. Liu, [Sentiment Analysis and Opinion Mining](#), Morgan & Claypool Publishers, 2012.



MdEPs auch in Krisenzeiten als nützliche Plattform für einen konstruktiven Dialog dienen. Dieser Analyse sind jedoch gewisse methodische Grenzen gesetzt. So können schlechtere Sentiment Ratios (Stimmungswerte) während der Krise beispielsweise auf die negativen Wirtschaftsperspektiven zurückzuführen sein, die in den Anhörungen besprochen und von den MdEPs kommentiert wurden. Nichtsdestotrotz lässt die während der Krise insgesamt stabile Stimmungslage darauf schließen, dass die Beziehung zwischen den beiden Institutionen nicht in Mitleidenschaft gezogen wurde und sich der diese Beziehung stützende Rahmen für die Rechenschaftspflicht als ausreichend robust erwiesen hat, um einem Konjunkturabschwung standhalten zu können.

---

**Das Europäische Parlament griff bei der Vorbereitung der Anhörungen mit dem EZB-Präsidenten verstärkt auf den Rat von Experten zurück.** Das mangelnde Fachwissen der MdEPs in Bezug auf technische Wirtschafts- und Finanzfragen wurde als ein möglicher Faktor erkannt, der die Überprüfungsbemühungen des Europäischen Parlaments schwächt.<sup>55</sup> Seit 1999 lässt der ECON-Ausschuss vor jedem währungspolitischen Dialog von einer Gruppe von Fachleuten Vermerke vorbereiten, durch die die Abgeordneten mit technischen Informationen zu den aktuellen Themen versorgt werden. Dabei wurde auch die These angeführt, dass die MdEPs die Geldpolitik stärker beeinflussen konnten, wenn sie mit den Experten übereinstimmen.<sup>56</sup> Während einige Kritiker in der Vergangenheit bemängelten, dass das Europäische Parlament beim Rückgriff auf Expertenrat den Fokus nicht hinreichend auf technische Aspekte der Geldpolitik gelegt habe,<sup>57</sup> wird aus Abbildung 6 ersichtlich, dass das Parlament in der vergangenen Legislaturperiode die Anzahl der Themen reduziert und sich mehr auf geldpolitische Zusammenhänge konzentriert hat.<sup>58</sup> Dies spricht dafür, dass sich die MdEPs in diesem Bereich verstärkt auf Expertenmeinungen verlassen, was auch durch eine aktuelle Umfrage unter den Abgeordneten belegt wird.<sup>59</sup>

---

<sup>55</sup> Siehe C. Wyplosz, [The Panel of Monetary Experts and the Policy Dialogue](#), Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Oktober 2005.

<sup>56</sup> Siehe A. Sibert, [The European Parliament's Monetary Dialogue with the ECB and its Panel of Experts](#), Europäisches Parlament, 2005.

<sup>57</sup> Siehe C. Wyplosz, [The Monetary Dialogue](#), und A. Sibert, [Monetary Dialogue 2009-2014: Looking Backward, Looking Forward](#), beides in: [Monetary Dialogue 2009-2014: Looking Backward, Looking Forward – Compilation of Notes](#), Europäisches Parlament, März 2014.

<sup>58</sup> Dass das Thema „Finanzstabilität und Aufsicht“ weniger häufig angesprochen wurde, lässt sich zum Teil auch damit erklären, dass spezielle Anhörungen zu Themen der europäischen Bankenaufsicht ins Leben gerufen wurden; siehe hierzu auch Kasten 1.

<sup>59</sup> Laut einer jüngst durchgeführten Umfrage bewerteten 74 % der befragten MdEPs die von der Expertengruppe angefertigten Informationsvermerke als hilfreich. Die Umfrage wurde veröffentlicht in: S. Collignon und S. Diessner, a. a. O.



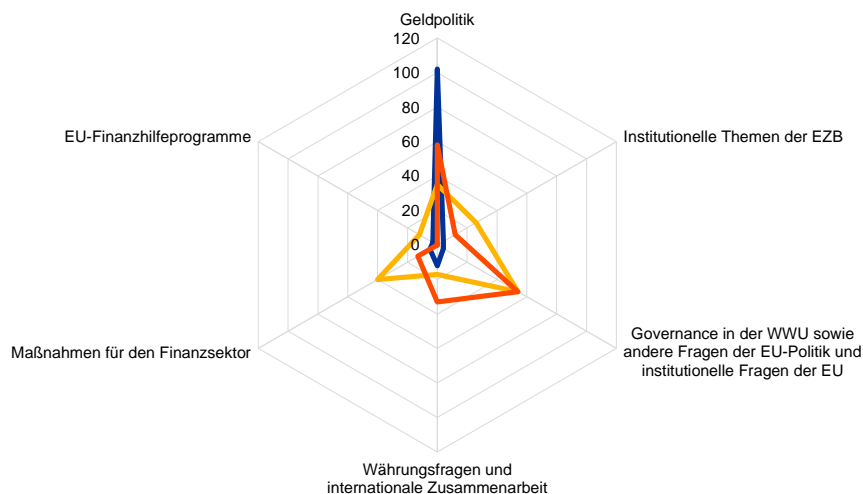
## Abbildung 6

### Themen, zu denen die MdEPs vor und nach der Krise Expertenrat einholten

(Themen der Vermerke der geldpolitischen Experten; nach Legislaturperiode (Q3 2004 bis Q1 2018))

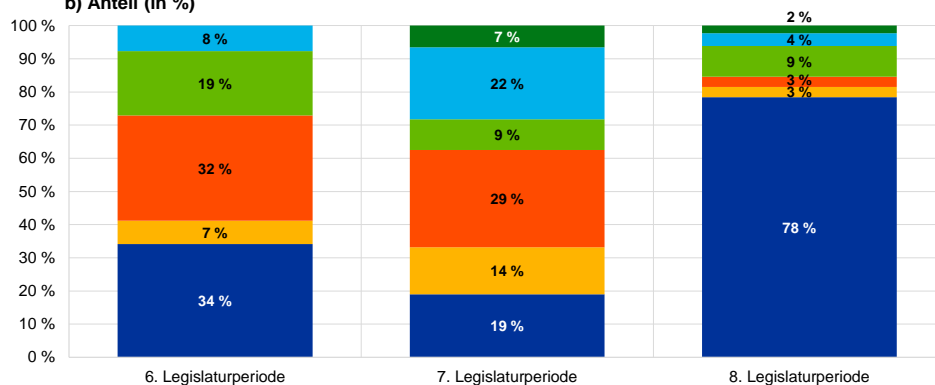
- 8. Legislaturperiode
- 7. Legislaturperiode
- 6. Legislaturperiode

#### a) Anzahl der Vermerke je Thema



- Geldpolitik
- Institutionelle Themen der EZB
- Governance in der WWU sowie andere Fragen der EU-Politik und institutionelle Fragen der EU
- Währungsfragen und internationale Zusammenarbeit
- Maßnahmen für den Finanzsektor
- EU-Finanzhilfeprogramme

#### b) Anteil (in %)



Quellen: Europäisches Parlament und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Legislaturperioden entsprechen folgenden Zeiträumen: 6. Legislaturperiode von 2004 bis 2009; 7. Legislaturperiode von 2009 bis 2014; 8. Legislaturperiode von 2014 bis heute. Rundungsbedingt summieren sich die Prozentbeträge möglicherweise nicht auf 100 %.

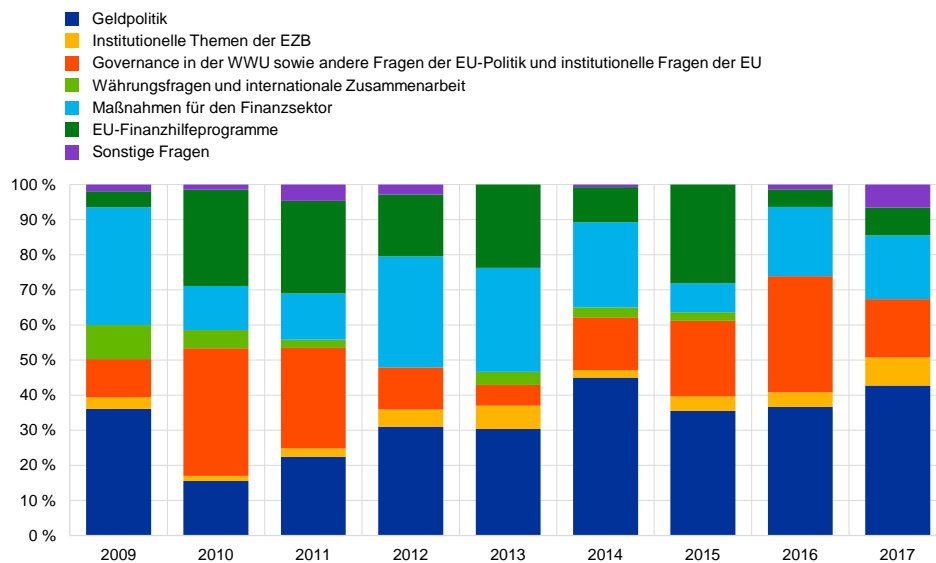
**Mit Blick auf die vierteljährlichen Anhörungen des ECON-Ausschusses lässt sich feststellen, dass in der 8. Legislaturperiode das Thema Geldpolitik von den MdEPs am häufigsten angesprochen wurde** (siehe Abbildung 7). Anders verhielt es sich in früheren Legislaturperioden, als Beobachter kritisierten, dass sich die Fragen der MdEPs häufig nicht auf die Geldpolitik bezogen.<sup>60</sup> Da sich die Aufgaben der EZB im Lauf der Krise jedoch ausweiteten, deckten die Diskussionen

<sup>60</sup> Siehe C. Wyplosz, *The Panel of Monetary Experts and the Policy Dialogue*, a. a. O.

auch ein breiteres Themenspektrum ab. So wurden beispielsweise 2010 bis 2011 eher Fragen zu den EU-Finanzhilfeprogrammen als zur Geldpolitik gestellt, also in etwa zu der Zeit, als die ersten Programme aktiviert wurden.<sup>61</sup> In der Zeitspanne von 2012 bis 2014 traten diese Fragen in den Hintergrund, da sich das Hauptaugenmerk auf Maßnahmen für den Finanzsektor verlagerte, wofür in erster Linie die bevorstehende Reform der europäischen Finanzarchitektur und die Schaffung der Bankenunion ausschlaggebend waren. Im Jahr 2015 kehrte die Debatte, vor allem wegen der Ereignisse in Griechenland, wieder zum Thema EU-Finanzhilfeprogramme zurück. Behandelt wurden auch allgemeinere Fragen zur Zukunft der WWU, so auch nach der Veröffentlichung des Berichts der fünf Präsidenten.<sup>62</sup> Dass die Abgeordneten tendenziell neue und aktuelle Themen in den Mittelpunkt rücken, wird mit Blick auf die letzten Jahre etwa durch die Anzahl der Fragen zum Brexit (17 % der Anfragen 2016 bis 2017) sowie zu FinTechs und Cybersicherheit (4 % im Jahr 2017) bestätigt.<sup>63</sup>

### Abbildung 7 Fragen an den EZB-Präsidenten während der ECON-Anhörungen – Themenspektrum

(Fragen der MdEPs bei den vierteljährlichen ECON-Anhörungen; nach Thema; in %)



Quellen: Europäisches Parlament und EZB-Berechnungen.

<sup>61</sup> Vor diesem Hintergrund ist die Antwort des ehemaligen EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet während einer ECON-Anhörung am 30. Juni 2011 recht vielsagend. Er erklärte, er habe viele Fragen zur Geldpolitik der EZB, zur Inflationsrate, zur Inflationsrate in zwei Jahren sowie dazu erwartet, ob die Projektionen der EZB richtig oder falsch seien und ob die EZB mit ihrem derzeitigen Zinsniveau richtig oder falsch liege, wobei auch die in anderen Ländern weltweit gefassten Beschlüsse berücksichtigt werden müssten. Allerdings sehe er, dass die Abgeordneten so viel Vertrauen in die EZB als Institution hätten, dass diese Angelegenheiten überhaupt kein Problem darstellten. Ihm seien sogar viele Fragen zu Themen gestellt worden, für die die EZB nicht verantwortlich sei. Die EZB trage die Verantwortung für das Eurogebiet als Ganzes wie auch für die Preisstabilität. Siehe das [Protokoll auf der Website des Europäischen Parlaments](#).

<sup>62</sup> Siehe J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz, [Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden](#), Europäische Kommission, 22. Juni 2015.

<sup>63</sup> Beide Themen fallen in die Kategorie „sonstige Fragen“.

**Eine themenbezogene Aufschlüsselung der schriftlichen Fragen, die die MdEPs an die EZB richteten, lässt darauf schließen, dass dieses Instrument zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht eine ergänzende Rolle spielt.** Auch hier war die Geldpolitik in den vergangenen beiden Legislaturperioden das häufigste Thema (siehe Abbildung 8). Der Anteil der Fragen zu Maßnahmen für den Finanzsektor ging von 19 % in der 7. auf 5 % in der 8. Legislaturperiode zurück, was sich teilweise damit erklären lässt, dass seit 2014 schriftliche Fragen an die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums gestellt werden können. Fragen zu den EU-Finanzhilfeprogrammen nahmen indessen zu. Bemerkenswert hierbei ist, dass sich – anders als bei den regelmäßigen Anhörungen – der größte Teil der schriftlichen Fragen in den Jahren 2014 und 2015 auf die Ereignisse in Griechenland bezog. Das Kommunikationsformat versetzte damit kleinere Fraktionen (mit einer begrenzten Redezeit bei den Anhörungen) und nationale Interessengruppen in die Lage, hierzu Fragen zu stellen, und gab zugleich der EZB die Gelegenheit, ihre Ansichten zu verschiedenen Aspekten des griechischen Anpassungsprogramms darzulegen.<sup>64</sup> Der höhere Anteil an schriftlichen Fragen zu institutionellen Themen weist ebenfalls darauf hin, dass diese eine ergänzende Rolle spielen. Die MdEPs nutzen sie, um detailliertere Fragen zu Themen zu stellen, die normalerweise bei den Anhörungen, etwa aus Zeitgründen, nicht behandelt werden. Das eröffnete der EZB die Möglichkeit, genauer auf die Funktionsweise ihres Entscheidungsprozesses einzugehen<sup>65</sup> und mehr Informationen zu ihren Aktivitäten bereitzustellen.<sup>66</sup>

---

<sup>64</sup> Der EZB-Präsident beantwortete beispielsweise von März 2015 bis Oktober 2015 15 schriftliche Fragen zum griechischen Anpassungsprogramm und erläuterte unter anderem die genaue Funktionsweise der und die Gründe für die Zulassungskriterien für griechische Anleihen, die als Sicherheiten für die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems verwendet wurden.

<sup>65</sup> In einer [Antwort auf eine schriftliche Frage mehrerer MdEPs](#) lieferte der EZB-Präsident beispielsweise eine vollständige Beschreibung der Methodik zur Berechnung der gesamten Seigniorageeinkünfte der EZB und stellte sämtliche erbetenen Hintergrundinformationen (z. B. jährliche Daten zur Einbehaltung/Ausschüttung dieser Einkünfte, die Gewichtungen bei der Ausschüttung an die NZBen usw.) zur Verfügung.

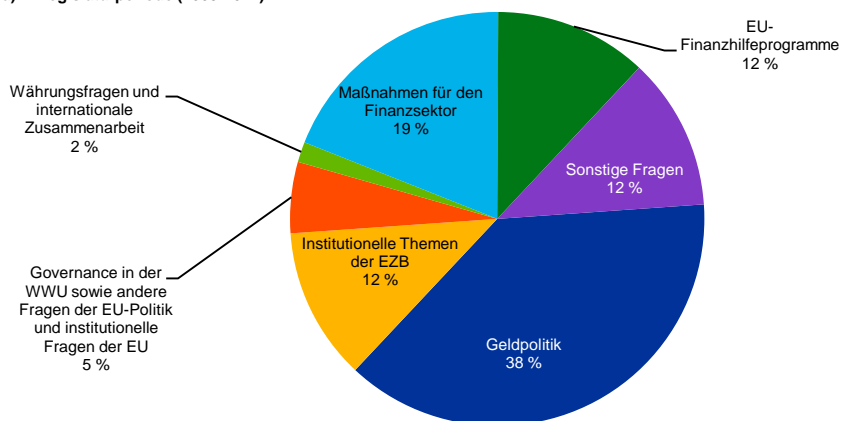
<sup>66</sup> In einer [Antwort auf eine schriftliche Frage eines MdEP](#) legte der EZB-Präsident beispielsweise eine umfassende Aufstellung der internationalen Foren und Institutionen vor, in denen Mitglieder des EZB-Direktoriums und des Aufsichtsgremiums ihre Institution vertreten.

## Abbildung 8

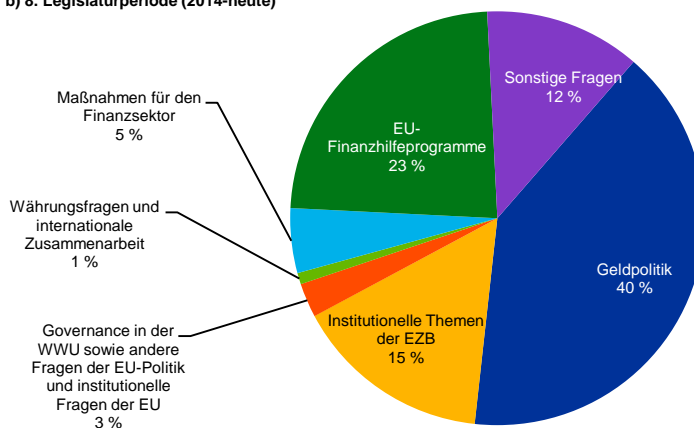
### Themen der schriftlichen Fragen der MdEPs an die EZB von 2009 bis heute

(in %)

#### a) 7. Legislaturperiode (2009-2014)



#### b) 8. Legislaturperiode (2014-heute)



Quellen: Europäisches Parlament und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Schriftliche Fragen, die an die Vorsitzende des Aufsichtsgremiums gerichtet waren, wurden nicht berücksichtigt. Rundungsbedingt summieren sich die Prozentbeträge möglicherweise nicht auf 100 %.

## 4.3 Interaktion mit anderen Interessenträgern

**Das verstärkte Interesse, die EZB zur Rechenschaft zu ziehen, hat in erster Linie die Wechselbeziehung der EZB mit dem Europäischen Parlament beeinflusst, doch auch andere EU-Institutionen und -Akteure haben eine wichtige Rolle dabei gespielt, Überprüfung und Ausgewogenheit sicherzustellen.** Die Rechenschaftspflicht der EZB ist in ein Netzwerk der Zusammenarbeit mit anderen Institutionen eingebunden, die in Krisenzeiten intensiviert wird.<sup>67</sup> So wurde beispielsweise der Gerichtshof der Europäischen Union in den letzten Jahren stärker in die gerichtliche Überprüfung der von der EZB durchgeführten

<sup>67</sup> Siehe A. Giovannini und J. Jamet, a. a. O.

Maßnahmen einbezogen.<sup>68</sup> Seine Entscheidungen haben weitreichende Konsequenzen, da Privatpersonen die EZB-Politik infrage stellen können, indem sie Schadenersatzforderungen stellen und das Gericht zur Nichtigerklärung von EZB-Beschlüssen wegen Rechtswidrigkeit anrufen.<sup>69</sup> Der bzw. die Europäische Bürgerbeauftragte ist eine weitere wichtige Instanz, die bei Fragen der Transparenz und Good Governance eingeschaltet werden kann. Die Effizienz der Verwaltung der EZB wird vom Europäischen Rechnungshof gemäß Artikel 27 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank geprüft. Andere relevante Institutionen sind zum einen das Europäische Amt für Betrugsbekämpfung (OLAF), das befugt ist, bei der EZB verwaltungsrechtliche Untersuchungen zur Bekämpfung von Betrug, Korruption und sonstigen rechtswidrigen Handlungen durchzuführen, und zum anderen der Europäische Datenschutzbeauftragte, der die Einhaltung der Datenschutzgesetzgebung durch die EZB überwacht und sicherstellt. Ferner haben sich noch andere zivilgesellschaftliche Organisationen an der Debatte über die Rechenschaftspflicht beteiligt. So wurde etwa die durch den von Transparency International veröffentlichten Bericht zur Rechenschaftspflicht und Transparenz der EZB angeregte Debatte von der EZB begrüßt,<sup>70</sup> da sie eine gute Gelegenheit für einen offenen und ausgewogenen Dialog mit Nichtregierungsorganisationen (NGOs) bot.

**Diese Organe und Einrichtungen handeln nicht isoliert, und ihre Maßnahmen können sich auf die Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht der EZB gegenüber dem Europäischen Parlament auswirken.** So nehmen sowohl die EZB als auch die Parlamentsmitglieder bei ihrem regelmäßigen Austausch Bezug auf Urteile des Gerichtshofs. Im Rahmen der regelmäßigen Anhörungen und der schriftlichen Beantwortung von Fragen der MdEPs werden überdies Berichte erörtert, die vom Europäischen Rechnungshof, von dem bzw. der Europäischen Bürgerbeauftragten sowie von Nichtregierungsorganisationen oder Wissenschaftlern erstellt wurden.<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup> Siehe beispielsweise das Urteil des Gerichtshofs zum OMT-Programm der EZB, EuGH, Peter Gauweiler u. a. gegen Deutscher Bundestag, Rs. C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 49-51.

<sup>69</sup> Siehe Y. Mersch, a. a. O.

<sup>70</sup> Siehe Transparency International EU, [Two sides of the same coin? Independence and accountability of the European Central Bank](#), März 2017, und EZB, [EZB begrüßt Dialog mit NGOs zu Transparenz](#), Pressemitteilung, 28. März 2017. Die EZB unterstützte das Projekt von Transparency International EU, indem sie Wissenschaftler zu einer Reihe von Sitzungen mit hochrangigen EZB-Mitarbeitern einlud.

<sup>71</sup> Siehe beispielsweise das vom EZB-Präsidenten verfasste [Schreiben an Frau Kostadinka Kuneva \(MdEP\)](#), in dem es um den Sonderbericht des Europäischen Rechnungshofs zur „Rolle der Kommission in der griechischen Finanzkrise“ geht. Auch Studien von Nichtregierungsorganisationen sind Gegenstand der Beantwortung schriftlicher Fragen der MdEPs. Siehe beispielsweise das vom EZB-Präsidenten verfasste [Schreiben an verschiedene MdEPs über die Interaktion der EZB mit externen Dritten](#), in dem Fragen zum Bericht des Corporate Europe Observatory mit dem Titel „Open door for forces of finance at the ECB“ beantwortet werden.

## 5 Schlussbemerkungen

**Der vorliegende Aufsatz liefert quantitative und qualitative Belege dafür, wie sich die Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht durch die EZB vor dem Hintergrund des krisenbedingt entstandenen Bedürfnisses nach genaueren Überprüfungen in der Praxis entwickelt hat.** Während die Bestimmungen der Europäischen Verträge zur Rechenschaftspflicht gleich geblieben sind, wurde ein neuer Rahmen entwickelt, um den neuen bankenaufsichtlichen Aufgaben der EZB Rechnung zu tragen. Darüber hinaus haben die EZB und das Europäische Parlament innerhalb des bestehenden Rahmens die Häufigkeit ihrer Zusammenarbeit erhöht, Neuerungen hinsichtlich des Formats eingeführt und die Schwerpunkte ihres Austauschs klarer ausgerichtet, um dem Ruf nach einer strengeren Überprüfung der EZB-Politik gerecht zu werden. Dies hat zum einen dazu geführt, dass das Europäische Parlament die ihm zur Verfügung stehenden Instrumente zur Einforderung der Rechenschaftspflicht der EZB verstärkt einsetzt. Zum anderen ist auch der EZB daran gelegen, ihre Wahrnehmung der Rechenschaftspflicht gegenüber dem Parlament in der Praxis zu optimieren, um so ihre Politik in einem komplexeren Umfeld erklären zu können.

**Aufgrund der gemeinsamen Bemühungen beider Institutionen konnte während der Krise ein hohes Maß an Erfüllung der Rechenschaftspflicht durch die Zentralbank gewährleistet werden.** Der bereits bestehende Rahmen für die Rechenschaftspflicht ermöglichte eine stärkere Überprüfung und erwies sich somit als robust. Dadurch konnte die EZB erklären und darlegen, dass sie im Einklang mit ihrem demokratischen Mandat handelt, das einen wesentlichen Eckpfeiler ihrer Legitimität darstellt.

**Wenngleich sich die Praxis der Ausübung der Rechenschaftspflicht durch die EZB weiterentwickelt hat, bleibt das Verlangen der Öffentlichkeit nach stärkeren Überprüfungen hoch.** Die Wahrnehmung der EZB in der Öffentlichkeit verstärkt sich kontinuierlich, und das Vertrauen in die Institution steigt laut Eurobarometer seit 2014 allmählich wieder an.<sup>72</sup> Während ein besseres Verständnis der Öffentlichkeit für finanzielle und wirtschaftliche Zusammenhänge auch zu einem besseren Verständnis der EZB-Politik beiträgt,<sup>73</sup> bleibt die Rechenschaftspflicht für die EZB nach wie vor ein unverzichtbares Instrument, um den Bürgerinnen und Bürgern ihre Maßnahmen zu erklären und so deren Vertrauen zu stärken – eine wesentliche Grundlage für die Unabhängigkeit der Zentralbank.

---

<sup>72</sup> Die jüngste Eurobarometer-Umfrage vom November 2017 ergab, dass 39 % der Befragten eher Vertrauen in die EZB haben (höchster Stand seit Herbst 2011) und 47 % eher kein Vertrauen haben (die anderen Teilnehmer waren unentschieden).

<sup>73</sup> Siehe B. Cœuré, *Independence and accountability in a changing world*, a. a. O.

## 2 Messung der Fragmentierung am Interbankengeldmarkt für unbesicherte Übernachtkredite im Euro-Währungsgebiet: Betrachtung aus der Perspektive der geldpolitischen Transmission

Jens Eisenschmidt, Danielle Kedan und Robin Tietz

Für die Umsetzung und Transmission der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet spielt der Geldmarkt für Übernachtkredite eine bedeutende Rolle. Ein fragmentierter Geldmarkt deutet auf eine Beeinträchtigung des Transmissionsmechanismus hin, weswegen eine genaue Beobachtung bestimmter geeigneter Indikatoren erforderlich ist. Konzepte und Messgrößen der Fragmentierung stehen im Mittelpunkt dieses Aufsatzes, in dem überdies ein Vorschlag für einen neuen Indikator unterbreitet wird, mit dessen Hilfe die Fragmentierung aus der Perspektive der geldpolitischen Transmission erfasst werden kann.

### 1 Einleitung

**Der Tagesgeldmarkt, d. h. das Segment für Übernachtkredite, stellt den Ausgangspunkt für die Transmission geldpolitischer Maßnahmen dar.** Dabei stützen die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der EZB-Leitzinssätze den angenommenen Verlauf der Tagesgeldsätze. Letztere fungieren wiederum als Anker für die gesamte Zinsstrukturkurve, da die langfristigen Zinssätze – die zentrale Größe für die Wirtschaftsentwicklung – von den Erwartungen der künftigen Tagesgeldsätze zuzüglich Risikoprämien abhängen. Daher ist ein gut funktionierender, nicht fragmentierter Tagesgeldmarkt für die Übertragung geldpolitischer Impulse von wesentlicher Bedeutung.

**Mit der Geldpolitik wohl am stärksten verknüpft ist die Preisbildung am Interbankenmarkt für unbesichertes Tagesgeld; damit erklärt sich auch die besondere Relevanz dieses Marktsegments.** Obwohl sich am Geldmarkt im Eurogebiet eine langfristige Verlagerung hin zu besicherten Transaktionen vollzieht, spielt das unbesicherte Segment für die Umsetzung und Transmission der Geldpolitik weiterhin eine bedeutende Rolle.<sup>1</sup> Die Preise in diesem Segment richten sich nach dem Angebot an und der Nachfrage nach Zentralbankreserven. Die Preisbildung ist somit hauptsächlich liquiditätsgetrieben und hängt von Faktoren ab, die direkt von der Zentralbank kontrolliert werden: a) den Leitzinssätzen und b) der Höhe der angebotenen Zentralbankreserven. Am besicherten Geldmarkt hingegen wird die Preisbildung nicht unbedingt maßgeblich durch den Bedarf an Zentralbankreserven bestimmt. Bei den meisten Repogeschäften gibt hierfür die Entwicklung von Angebot und Nachfrage im Zusammenhang mit Sicherheiten den Ausschlag. Obwohl die

<sup>1</sup> Eine weitere Erörterung des Rückgangs der Aktivität am unbesicherten Geldmarkt findet sich in: EZB, Euro money market study 2014, April 2015 und EZB, Financial integration in Europe, Mai 2018, S. 135.

Geldpolitik den Markt für Sicherheiten beeinflussen kann,<sup>2</sup> spielen auch exogene Faktoren wie die Regulierung<sup>3</sup> eine wichtige Rolle.

**Fragmentierung ist ein Anzeichen dafür, dass die Initialphase der geldpolitischen Transmission beeinträchtigt wird. Dies kann die effektive geldpolitische Steuerung der allgemeinen Kreditbedingungen für private Haushalte und Unternehmen untergraben.**

Die ersten Anzeichen für Marktspannungen während der Finanzkrise traten im unbesicherten Interbankensegment auf. Aus diesem Grund verfolgte die EZB – ebenso wie andere Zentralbanken – während der Krise aufmerksam die Entwicklungen an den Märkten für die Interbankenrefinanzierung, wie aus den amtlichen Veröffentlichungen, Reden und Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen hervorgeht.<sup>4</sup> Als Reaktion auf die Beeinträchtigungen am Interbankenmarkt ergriff die EZB eine Vielzahl von Maßnahmen, wie etwa Mengentender mit Vollzuteilung, zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und wechselseitige liquiditätszuführende Swap-Vereinbarungen mit einer Reihe anderer Zentralbanken.

**Ausgelöst durch die Finanzkrise beschäftigte sich die Forschung verstärkt mit den Interbankenmärkten, um zu einem besseren Verständnis ihrer Struktur und Funktionsweise beizutragen, wie auch mit den Ursachen für und dem Ausmaß von Stress und Fragmentierung an diesen Märkten.**

Heider et al. entwickeln zum Beispiel ein Modell für die am Interbankenmarkt stattfindende Kreditvergabe und -aufnahme unter Berücksichtigung des Kontrahentenrisikos und analysieren, wie sich interne Informationen der Banken zu Risiken auf den Handel und die Bepreisung von Liquidität in diesem Marktsegment auswirken.<sup>5</sup> Eisenschmidt und Tapking zeigen, dass Banken aus Besorgnis über ihren künftigen Marktzugang entweder ihre Zinsen für kurzlaufende Ausleihungen erhöhen oder die Kreditvergabe an andere Banken zur Gänze einstellen.<sup>6</sup> Laut Cocco et al. sowie Bräuning und Fecht sind Kreditbeziehungen eine wichtige Determinante der Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln und des Zinssatzes, zu dem Banken am Interbankenmarkt Mittel aufnehmen können.<sup>7</sup> Frutos et al. untersuchen anhand von Zahlungssystemdaten den Stress am europäischen Interbankenmarkt und kommen

<sup>2</sup> Dies kann sowohl indirekt (etwa über den Sicherheitenrahmen der Zentralbank) als auch direkt (z. B. über Zentralbankprogramme zum Ankauf von Vermögenswerten) erfolgen.

<sup>3</sup> Eine weitere Erörterung der potenziellen Effekte von Regulierung auf die besicherten Geldmärkte findet sich in: M. Grill, J. Jakovicka, C. Lambert, P. Nicoloso, L. Steininger und M. Wedow, Recent developments in euro repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning, in: Financial Stability Review, EZB, November 2017, S. 158-171.

<sup>4</sup> Siehe beispielsweise EZB, [Auswirkungen der Geldmarktspannungen auf die Anpassung der MFI-Zinssätze an die Leitzinsen](#), Kasten 5, Monatsbericht Dezember 2008, S. 49-52; Restarting a Market: The Case of the Interbank Market, Rede von Lorenzo Bini Smaghi, 1. Dezember 2008; C. Jackson und M. Sim, Recent Developments in the Sterling Overnight Money Market, Quarterly Bulletin, Bank of England, 2013 Q3, S. 223-232; IWF, Stress in Bank Funding Markets and Implications for Monetary Policy, Global Financial Stability Report, Kapitel 2, Oktober 2008.

<sup>5</sup> Siehe F. Heider, M. Hoerova und C. Holthausen, Liquidity hoarding and interbank market rates: The role of counterparty risk, in: Journal of Financial Economics, Bd. 118, Ausgabe 2, 2015, S. 336-354.

<sup>6</sup> Siehe J. Eisenschmidt und J. Tapking, Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets, Working Paper Series der EZB, Nr. 1025, 2009.

<sup>7</sup> Siehe J. F. Cocco, F. J. Gomes und N. C. Martins, Lending relationships in the interbank market, in: Journal of Financial Intermediation, Bd. 18, Ausgabe 1, 2009, S. 24-48, sowie F. Bräuning und F. Fecht, Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity, in: Review of Finance, Bd. 21, Ausgabe 1, 2017, S. 33-75.



zu dem Schluss, dass ein erhöhtes Kontrahentenrisiko der Kreditnehmer in Nicht-Kernländern des Euroraums eine reduzierte Kreditvergabe durch die Banken in den Kernländern nach sich zog.<sup>8</sup> Garcia-de-Andoain et al. und Mayordomo et al. entwickeln auf Zinsdifferenzen basierende Fragmentierungsindikatoren für den Interbankenmarkt.<sup>9</sup>

**Der vorliegende Aufsatz ergänzt die Literatur, die sich mit der Messung von Fragmentierung befasst, um die Perspektive der geldpolitischen Transmission.**

In Abschnitt 2 werden das Konzept der Fragmentierung beleuchtet und einige der bestehenden Messgrößen vorgestellt. Wie sich ein Indikator der Fragmentierung basierend auf am Geldmarkt getätigten unbesicherten Übernachtstransaktionen konstruieren lässt, wird in Abschnitt 3 veranschaulicht. Abschnitt 4 stellt schließlich die Eigenschaften des neuen Indikators den bestehenden Indikatoren gegenüber.

## 2 Definition und Messung von Fragmentierung

**Aus der Perspektive der geldpolitischen Transmission lässt sich Fragmentierung als ein Umstand beschreiben, der zu einem Fehlen der vollständigen grenzüberschreitenden Handelbarkeit von Zentralbankreserven führt, sofern sich dieses nicht durch technische oder fundamentale Faktoren erklären lässt.**

Im Rahmen einer Währungsunion impliziert ein gut funktionierender, nicht fragmentierter Geldmarkt, dass Reserven unter den Banken frei zirkulieren. Demzufolge sollten die Zinssätze dem Gesetz des einheitlichen Preises entsprechen und bankenübergreifend homogen sein, wenn technischen (etwa dem Zugang zu den ständigen Fazilitäten der Zentralbanken)<sup>10</sup> sowie fundamentalen Faktoren (etwa dem Kontrahentenrisiko), die Zinsdifferenzen rechtfertigen würden, Rechnung getragen wird. Selbst wenn idiosynkratische Faktoren den grenzüberschreitenden Handel beeinflussen würden, sollten in einem nicht fragmentierten Markt keine

<sup>8</sup> Siehe J. C. Frutos, C. Garcia-de-Andoain, F. Heider und P. Papsdorf, Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis, Working Paper Series der EZB, Nr. 1925, 2016.

<sup>9</sup> Siehe C. Garcia-de-Andoain, P. Hoffman und S. Manganelli, Fragmentation in the euro overnight unsecured money market, in: Economic Letters, Bd. 125, Ausgabe 2, 2014, S. 298-302, und S. Mayordomo, M. Abascal, T. Alonso und M. Rodriguez-Moreno, Fragmentation in the European interbank market: Measures, determinants, and policy solutions, in: Journal of Financial Stability, Bd. 16, 2015, S. 1-12.

<sup>10</sup> Ein technischer Faktor, der sich auf die Preisbildung am Geldmarkt auswirkt, ist der Zugang der Geschäftspartner zu den geldpolitischen Instrumenten des Eurosystems. So sind nur im Euroraum ansässige Banken zu den Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems zugelassen und haben Zugang zu den ständigen Fazilitäten. Als Opportunitätskosten sind die Leitzinsen der EZB daher nicht für alle Teilnehmer am Interbankenmarkt relevant. Banken ohne Zugang zu den ständigen Fazilitäten müssen bei einer zugangsberechtigten Bank Euro-Reserven platzieren. Aufgrund der daraus resultierenden asymmetrischen Marktmacht können die Interbankenzinssätze im Fall einer hohen Überschussliquidität unter Druck geraten. Im gegenwärtigen Umfeld liegen die Zinssätze, zu denen gebietsfremde Banken Kredite an gebietsansässige Banken vergeben (bzw. Einlagen bei diesen halten), unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Daraus folgt, dass die Marktzinssätze stärker von den Leitzinssätzen abweichen können, wenn am Interbankengeldmarkt ein höherer Anteil der Geschäfte auf gebietsfremde Banken entfällt. Derartige Abweichungen sind aber auf die technische Frage des Zugangs von Geschäftspartnern zu den geldpolitischen Instrumenten des Eurosystems zurückzuführen und deuten nicht notwendigerweise auf eine Beeinträchtigung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus hin.

systematischen Hindernisse in Bezug auf die grenzüberschreitende Kreditaufnahme und -vergabe bestehen.<sup>11</sup>

**Konzeptionell gesehen wird Fragmentierung im Euroraum häufig unter dem Aspekt der Finanzintegration betrachtet. Infolge einer verbesserten Datenlage werden mittlerweile allerdings von diesem Konzept abweichende Indikatoren zur Beurteilung des Zustands der Fragmentierung herangezogen.** Unter dem Gesichtspunkt der Finanzintegration kann eine Beeinträchtigung der grenzüberschreitenden Marktaktivität – sei es in Form von Zinsdifferenzen zwischen den einzelnen Ländern oder in Form eines Mangels an grenzüberschreitenden Finanzierungsmitteln – ein Anzeichen für Fragmentierung sein. Für die Messung von Fragmentierung anhand von risikobereinigten Zinssätzen und grenzüberschreitender Aktivität sind Transaktionsdaten erforderlich, die nicht öffentlich verfügbar sind. Fragmentierung wird in der Praxis daher oft mittels zeitnaher und leicht zugänglicher Indikatoren zur Geldmarktaktivität (z. B. Zinsspreads am Geldmarkt, die nicht unbedingt auf grenzüberschreitende Fragmentierung hindeuten) gemessen. Weitere Fragmentierungsmessgrößen sind Indikatoren der Zinsdispersion (welche im Zusammenhang mit dem Gesetz des einheitlichen Preises steht),<sup>12</sup> der Netzwerkdynamik<sup>13</sup> und der Inanspruchnahme der geldpolitischen Instrumente des Eurosystems.<sup>14</sup>

**Unterschiedliche Messgrößen spiegeln unterschiedliche Aspekte der Fragmentierung wider und können durch geldpolitische Sondermaßnahmen beeinflusst werden.** Vor der Finanzkrise war der Dreimonats-EURIBOR-OIS-Spread gering (siehe Abbildung 1).<sup>15</sup> Als die Spannungen am Geldmarkt in den Jahren 2007, 2008 und 2011 zunahmen, erhöhte sich diese gängige Messgröße stark, ehe sie infolge der in den letzten zehn Jahren ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen wieder zurückging. Seit 2013 ist sie sehr stabil und liegt derzeit unter ihrem Vorkrisenniveau.<sup>16</sup> Wie viele andere Messgrößen auch wird der

<sup>11</sup> Im deutschen Bankensystem beispielsweise bestehen institutionelle Kreditbeziehungen zwischen Sparkassen und Landesbanken, was einen geringeren Bedarf an der Teilnahme am Interbankenmarkt zur Folge haben kann. Siehe F. Bräuning und F. Fecht, Relationship Lending in the Interbank Market and the Price of Liquidity, in: Review of Finance, Bd. 21, Ausgabe 1, 2017, S. 33-75.

<sup>12</sup> Siehe etwa den jährlich erscheinenden Bericht „Financial integration in Europe“ der EZB und J. C. Frutos, C. Garcia-de-Andoain, F. Heider und P. Papsdorf, Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis, Working Paper Series der EZB, Nr. 1925, 2016.

<sup>13</sup> Siehe beispielsweise G. Rünstler, Network Dependence in the Euro Area Money Market, Working Paper Series der EZB, Nr. 1887, 2016.

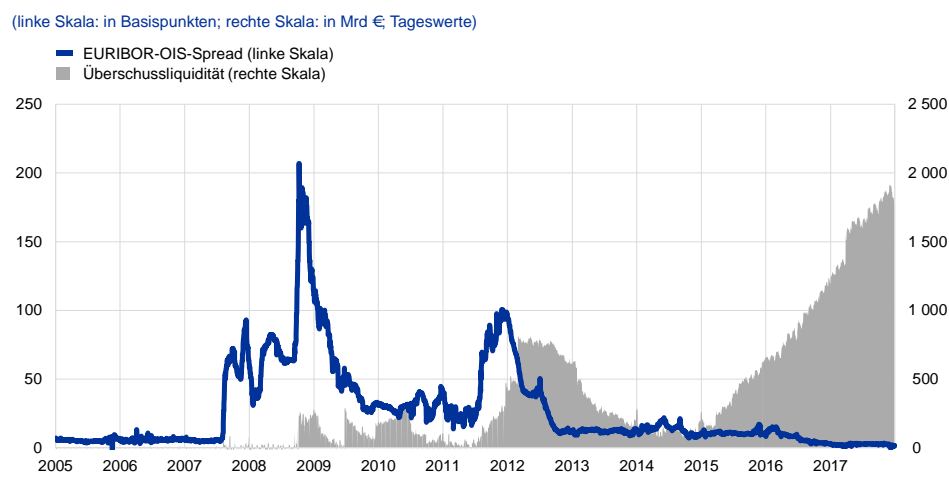
<sup>14</sup> Siehe etwa den jährlich erscheinenden Bericht „Financial integration in Europe“ der EZB; D. Holló, M. Kremer und M. Lo Duca, CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system, Working Paper Series der EZB, Nr. 1426, 2012; J. C. Frutos, C. Garcia-de-Andoain, F. Heider und P. Papsdorf, Stresses interbank markets: evidence from the European financial and sovereign crisis, Working Paper Series der EZB, Nr. 1925, Juni 2016.

<sup>15</sup> Die Differenz zwischen dem EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) und dem tagesgeldbezogenen Swapsatz (Overnight Indexed Swap Rate – OIS-Satz) mit derselben Laufzeit ist ein Maß, das häufig für die Feststellung des Fragmentierungsgrads am unbesicherten Interbankenmarkt herangezogen wird. Der EURIBOR ist ein Satz aus Quotierungen für unbesicherte Interbankentermineinlagen, bei dem Laufzeit, Liquidität und Kreditrisikoprämien eine Rolle spielen. OIS-Zinssätze gelten als Näherungswert für risikofreie Zinsen und spiegeln den erwarteten Pfad der geldpolitischen Zinssätze wider. Der Abstand zwischen diesen beiden Zinssätzen misst daher verschiedene Risikoprämien und gilt als Proxy-Indikator für das Risiko im Bankensektor.

<sup>16</sup> Da der EURIBOR-OIS-Spread die Kreditrisikoeinschätzung für Banken mit hoher Kreditwürdigkeit ausdrückt, zeigt er nur dann Stress an, wenn die Spannungen am Geldmarkt dermaßen stark sind, dass auch erstklassige Banken davon betroffen sind.

EURIBOR-OIS-Spread durch Zentralbankinterventionen beeinflusst, was es schwierig macht, zwischen dem zugrunde liegenden Ausmaß an Fragmentierung und der abschwächenden Wirkung der Zentralbankmaßnahmen zu differenzieren. Auf grenzüberschreitende Handelsvolumina – ein weiteres gängiges Maß der Fragmentierung – wirkt sich wiederum die Überschussliquidität aus. Dies kann am Markt für Zentralbankreserven beträchtliche Folgen für die Entwicklung von Angebot und Nachfrage haben und somit die Signalwirkung dieser Entwicklung verzerren. Zwischen 2014 und 2016 ging beispielsweise die Zunahme der Überschussliquidität mit einer Abnahme des Anteils des grenzüberschreitenden Handels am unbesicherten Interbankengeldmarkt einher (siehe Abbildung 2).<sup>17</sup> Isoliert betrachtet könnte man diese Entwicklung als eine Ausweitung der Fragmentierung (fehl)interpretieren, was im Widerspruch zu dem vom EURIBOR-OIS-Spread ausgehenden Signal steht.

**Abbildung 1**  
Dreimonats-EURIBOR-OIS-Spread und Überschussliquidität

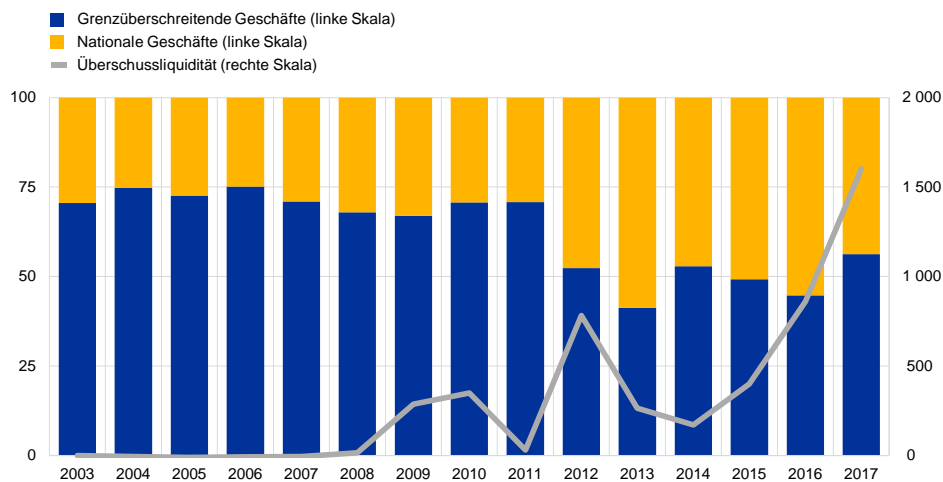


Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. Dezember 2017.

<sup>17</sup> Zunehmende Überschussliquidität senkt den Finanzierungsbedarf der Banken und wirkt allgemein dämpfend auf die Handelsvolumina. Insbesondere kann es zu einem Rückgang der grenzüberschreitenden Handelsvolumina kommen, da solche Transaktionen mit höheren Überwachungskosten verbunden sind. Angesichts der Tatsache, dass beträchtliche Mengen von Überschussliquidität an Institute ohne Zugang zur Einlagefazilität der EZB abgegeben werden, kann der Anteil der grenzüberschreitenden Volumina allerdings auch ansteigen (wie z. B. im Jahr 2017), da diese Institute Euro-Reserven bei im Euroraum ansässigen Banken platzieren.

## Abbildung 2 Geografische Verteilung der Geldmarktgeschäfte

(linke Skala: in % des Gesamtvolumens; rechte Skala: in Mrd €, Jahreswerte)



Quellen: EZB (Financial integration in Europe 2018), Erhebung der EZB über den Euro-Geldmarkt (Euro Money Market Survey), Geldmarktstatistik der EZB (MMSR) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich jeweils auf das zweite Quartal eines Jahres. Die Daten für 2016 (drittes Quartal) und für 2017 entstammen dem MMSR-Datensatz. Sämtliche Daten beziehen sich auf die meldepflichtigen Banken, die sowohl dem Bankenpanel der Geldmarkterhebung angehören als auch in der MMSR-Datenbank erfasst sind. Diese Daten werden gegebenenfalls noch revidiert. Die Zeitreihe zur Überschussliquidität zeigt jeweils das Niveau zum Ende des zweiten Quartals.

**Die bereits bestehenden Fragmentierungsindikatoren würden sich durch eine Verbreiterung der Palette an Transaktionen und durch Berücksichtigung des Ausmaßes an vorhandener geldpolitischer Unterstützung noch verbessern lassen.** Indikatoren, denen alle Geldmarktgeschäfte und nicht nur eine Auswahl von Transaktionen oder Zinssätzen (etwa der EURIBOR) zugrunde liegen, können Einblicke in unter Druck geratene Teilsegmente gewähren, die ansonsten nicht ersichtlich wären. Angesichts der Endogenität zwischen Fragmentierung und geldpolitischer Unterstützung können Indikatoren, die darauf abzielen, den Auswirkungen der Geldpolitik Rechnung zu tragen, darüber hinaus Aufschluss über die zugrunde liegende Fragmentierung geben. Im nächsten Abschnitt wird ein neuer Indikator der Fragmentierung am Interbankenmarkt für unbesicherte Übernachtkredite vorgestellt, in den diese Faktoren einfließen.

### 3 Fragmentierung aus Sicht der geldpolitischen Transmission: ein neuer Indikator auf der Basis unbesicherter Übernachtkredite am Interbankenmarkt

Dieser Abschnitt beleuchtet im Detail die Berechnung eines neuen Indikators zur Fragmentierung des Geldmarktes. Zunächst werden die theoretischen Grundlagen des Indikators dargelegt, dabei wird im Besonderen der Frage nachgegangen, wie unbesicherte kurzfristige Sätze in einem Korridorsystem unter unterschiedlichen Liquiditätsbedingungen festgelegt werden. Danach wird auf die einzelnen Schritte zur Konstruktion des Indikators eingegangen.

### 3.1 Zinsbildung in einem Korridorsystem und der Einfluss von Überschussliquidität auf Marktsätze und -volumina

**Die Zinsbildung für unbesichertes Tagesgeld am Interbankenmarkt hängt von den Leitzinssätzen der EZB und der Höhe der von der Zentralbank bereitgestellten Reserven ab.** Unter ausgeglichenen Liquiditätsbedingungen – wenn also die Liquiditätsversorgung durch die Zentralbank genau auf den Liquiditätsbedarf des Bankensektors abgestimmt ist, der sich aus Mindestreserveanforderungen und autonomen Faktoren ergibt – folgen die Sätze für unbesichertes Tagesgeld am Interbankenmarkt dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs). Die Zinssätze für die ständigen Fazilitäten – die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität – bilden einen Korridor um den Hauptrefinanzierungssatz sowie eine Ober- und Untergrenze der Zinssätze für unbesicherte Übernachtskredite am Interbankengeldmarkt (unter der Annahme, dass beide Kontrahenten Zugang zu diesen Fazilitäten haben).

**Ebenso wie das Transaktionsvolumen hängt die Position der Zinssätze innerhalb des Korridors von der Höhe der im Bankensystem vorhandenen Reserven ab.** Herrschen neutrale Liquiditätsbedingungen vor, stellt die Zentralbank nur so viele Reserven bereit, dass der Mittelbedarf des Bankensektors zu einem an den Hauptrefinanzierungssatz gekoppelten Zinssatz gedeckt wird.<sup>18</sup> Der marginale Wert der Zentralbankreserven am Tagesschluss entspricht daher dem Hauptrefinanzierungssatz (sofern der Markt nicht fragmentiert ist). Im Allgemeinen ist der marginale Tagesendwert ein gewichteter Durchschnitt der Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität. Die Gewichtung ergibt sich hierbei aus der Wahrscheinlichkeit, mit der eine der beiden Fazilitäten in Anspruch genommen wird (siehe Abbildung 3). Im Zusammenhang mit dem Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung und dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) haben die vom Eurosystem bereitgestellten Reserven den Liquiditätsbedarf des Bankensystems in den letzten Jahren quantitativ deutlich übertroffen. Dies hat zu einer hohen Überschussliquidität geführt, was wiederum eine Abnahme der Handelsvolumina bewirkte und de facto den Einlagesatz zum Anker für die Marktzinsen machte (da sich die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme der Einlagefazilität am Tagesende auf 1 erhöhte).<sup>19</sup>

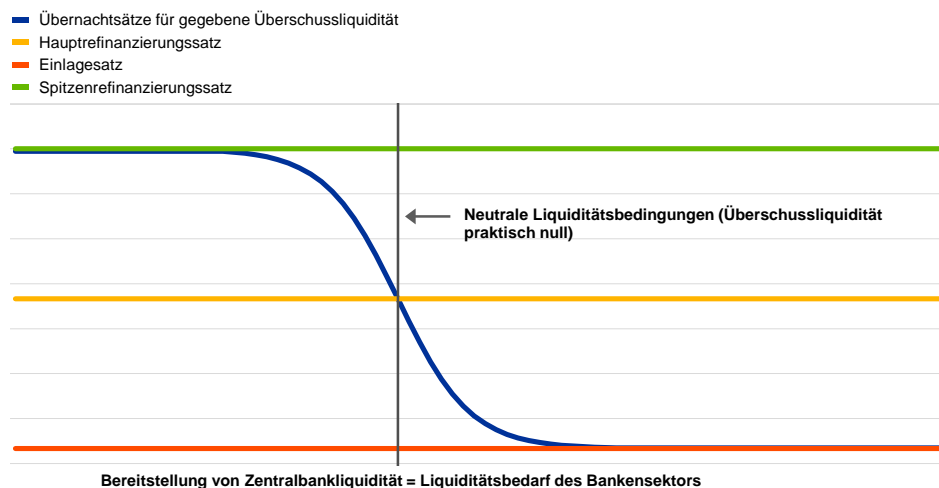
<sup>18</sup> Bei Zinstenderverfahren stellt der Hauptrefinanzierungssatz den Mindestbietungssatz für die Teilnahme an liquiditätszuführenden Repogeschäften des Eurosystems dar. Bei Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung entspricht der Hauptrefinanzierungssatz dem tatsächlichen Zinssatz, der für die an diesen Geschäften teilnehmenden Banken gilt.

<sup>19</sup> Der Korridor für die ständigen Fazilitäten kann zu einer Verringerung der Transaktionsvolumina führen, weil er die Bandbreite der möglichen Marktzinsen einschränkt. Wenn die Kreditrisikoprämien erheblich ansteigen und infolgedessen die Marktzinsen den Korridor durchbrechen, werden die Banken eher die ständigen Fazilitäten in Anspruch nehmen, als am Interbankenmarkt Transaktionen zu tätigen (unter der Annahme, dass sie über ausreichend hohe Sicherheiten verfügen und nicht wegen möglicher, durch die Inanspruchnahme von Zentralbankfazilitäten ausgelöster Stigmatisierungseffekte besorgt sind). Siehe hierzu die Diskussion über die Zinsbildung in einem Korridorsystem in: U. Bindseil, *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press, 2014.

### Abbildung 3

Stilisiertes Verhältnis zwischen den Zinssätzen für unbesichertes Übernachtgeld am Interbankenmarkt und den Leitzinssätzen der EZB in einem nicht fragmentierten Markt

(x-Achse: Bereitstellung von Zentralbankliquidität; y-Achse: unbesicherter Übernachtsatz am Interbankenmarkt)



Anmerkung: Diese stilisierte Abbildung veranschaulicht einen symmetrischen Korridor ständiger Fazilitäten. Dieselben weit gefassten Konzepte gelten für einen asymmetrischen Korridor. Links von der grauen Linie besteht ein Mangel an Reserven im Bankensektor; rechts von der grauen Linie liegt Überschussliquidität vor (d. h. ein Überschuss an Reserven).

**Die Verteilung von Zentralbankreserven an sich ist kein Indikator der Fragmentierung.** Wie von Eisenschmidt et al. aufgezeigt, hat die Finanzstruktur des Euroraums dazu geführt, dass sich während der Laufzeit des APP an bestimmten Stellen Überschussliquidität ansammelte.<sup>20</sup> Eine solche Konzentration von Überschussliquidität ist nicht unbedingt ein Indiz für Fragmentierung. Unter der Annahme von Risikoneutralität stellt Arbitrage sicher, dass die Zinssätze für unbesicherte Übernachtkredite am Interbankenmarkt bankenübergreifend – und damit innerhalb des Euroraums auch länderübergreifend – im Gleichgewicht sind. Das Ausmaß, in dem Arbitragemöglichkeiten bestehen und nicht genutzt werden, gibt hingegen Aufschluss über Fragmentierung. Dieses Konzept bildet die Grundlage für die Erörterung in Abschnitt 3.2.

## 3.2 Erstellung eines neuen Indikators

**Die vollständige grenzüberschreitende Fungibilität von Zentralbankreserven impliziert, dass der am unbesicherten Tagesgeldmarkt von einer beliebigen Bank für die Aufnahme von Reserven gezahlte Zins von der Höhe der**

<sup>20</sup> Siehe J. Eisenschmidt, D. Kedan, M. Schmitz, R. Adalid und P. Papsdorf, The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 196, 2017.

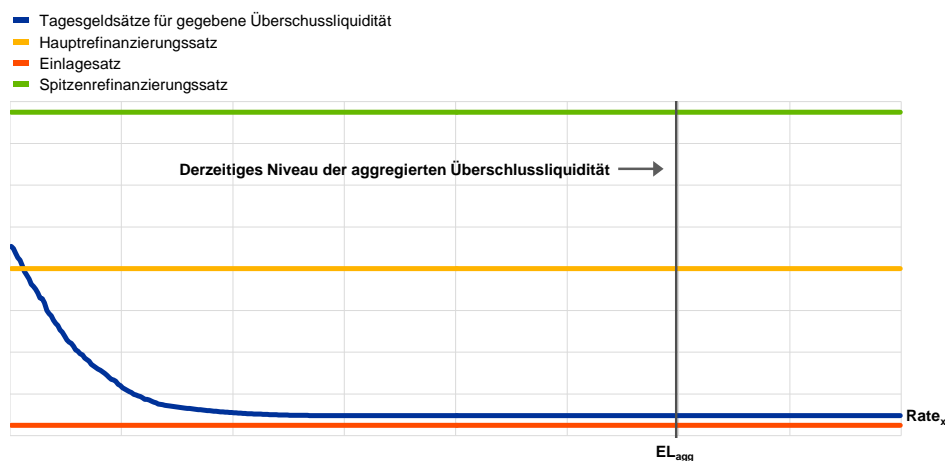
### euroraumweiten statt der nationalen Überschussliquidität abhängen sollte.<sup>21</sup>

Die blaue Linie in Abbildung 4 veranschaulicht in stilisierter Form das Verhältnis zwischen dem gewichteten Durchschnitt des Tagesgeldsatzes am unbesicherten Interbankengeldmarkt im Euroraum ( $RATE_x$ ) und der aggregierten Überschussliquidität ( $EL_{agg}$ ).<sup>22</sup> Bei einer von der grauen Linie angegebenen aggregierten Höhe an Überschussliquidität entspricht der unbesicherte Tagesgeldzinssatz am Interbankenmarkt der Größe  $RATE_x$ . Ohne Berücksichtigung technischer oder fundamentaler Faktoren, die Einfluss auf die Zinssätze ausüben können, folgt aus der in Abschnitt 2 vorgestellten, auf der geldpolitischen Transmission basierenden Definition von Fragmentierung, dass die Zinssätze bankenübergreifend  $RATE_x$  entsprechen sollten, und zwar ungeachtet der Höhe der jeweils am nationalen Markt vorhandenen Überschussliquidität. Abbildung 5 bietet ein stilisiertes Beispiel eines fragmentierten und Abbildung 6 eines nicht fragmentierten Marktes, wobei die aggregierte Überschussliquidität der Größe  $EL_{agg}$  in Abbildung 4 entspricht. Am fragmentierten Markt besteht eine deutliche Korrelation zwischen den Zinssätzen und der Überschussliquidität im jeweiligen Land: So steigen die nationalen Sätze auf ein über  $RATE_x$  liegendes Niveau, wenn die nationale Überschussliquidität sinkt (gelber Bereich der Abbildung). Am nicht fragmentierten Markt entsprechen die Zinssätze, unabhängig von der Höhe der inländischen Überschussliquidität,  $RATE_x$ .

#### Abbildung 4

#### Stilisiertes Verhältnis zwischen aggregierter Überschussliquidität und dem Zinssatz für unbesichertes Übernachtsgeld am Interbankenmarkt im Euroraum

(x-Achse: aggregierte Überschussliquidität; y-Achse: unbesicherter Übernachtsatz am Interbankenmarkt)



Anmerkung: Diese stilisierte Abbildung veranschaulicht einen symmetrischen Korridor für die ständigen Fazilitäten. Dieselben weit gefassten Konzepte gelten für einen asymmetrischen Korridor.

<sup>21</sup> Die Auswirkungen einer uneingeschränkten Fungibilität bleiben nicht auf ein Land begrenzt. Prinzipiell impliziert eine uneingeschränkte Fungibilität (also ein nicht fragmentierter Markt), dass die Interbankensätze mit der Höhe der aggregierten Überschussliquidität korrelieren, und nicht mit der Höhe der Überschussliquidität bei kleineren Untergruppen von Banken, wie beispielsweise solchen, die im selben Land angesiedelt sind. Der Schwerpunkt dieser Untersuchung liegt aufgrund der Datenverfügbarkeit und der Tatsache, dass Fragmentierung häufig grenzüberschreitende Transaktionen beeinflusst, auf der Länderdimension der Fragmentierung: Die sich aus der nationalen Überschussliquidität ergebenden Zinssätze werden mit jenen, die sich aus der aggregierten Überschussliquidität ableiten, verglichen.

<sup>22</sup> Wie in Abschnitt 3.1 erläutert und in Abbildung 3 dargestellt, spiegelt der Verlauf der blauen Linie die Wahrscheinlichkeit wider, mit der die Banken auf eine der ständigen Fazilitäten zurückgreifen müssen, was wiederum mit der Höhe der im Bankensystem vorhandenen Überschussliquidität zusammenhängt.

## Abbildung 5 Stilisiertes Beispiel eines fragmentierten Marktes

(x-Achse: nationale Überschussliquidität; y-Achse: nationaler unbesicherter Übernachtssatz am Interbankenmarkt)

- $Rate_x$
- Hauptrefinanzierungssatz
- Einlagesatz
- Spitzenrefinanzierungssatz
- Eingeschränkter Zugang
- Keine Einschränkung
- Zinsen auf Landesebene und Überschussliquidität

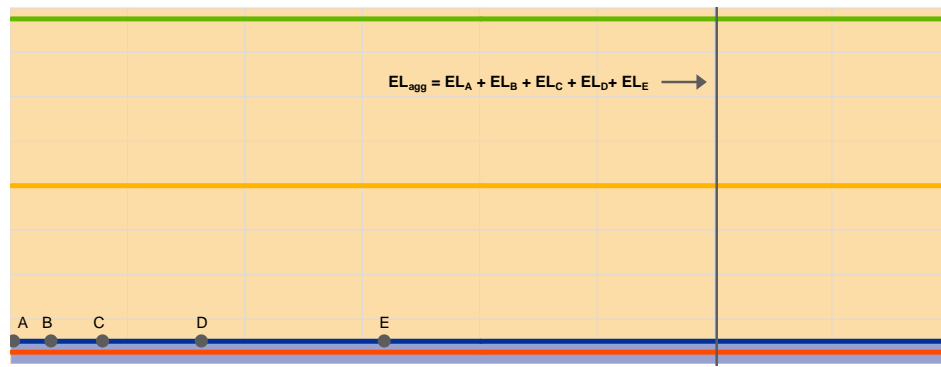


Anmerkung: Diese stilisierte Abbildung veranschaulicht einen symmetrischen Korridor für die ständigen Fazilitäten. Dieselben weit gefassten Konzepte gelten für einen asymmetrischen Korridor.  $RATE_x$  ist der aggregierte Übernachtssatz für unbesicherte Interbankenkredite im Euroraum für die in Abbildung 4 durch  $EL_{agg}$  angegebene aggregierte Überschussliquidität.  $EL_{agg}$  ist die Summe der in allen Ländern insgesamt vorhandenen Überschussliquidität.  $EL_A, EL_B, EL_C, EL_D$  und  $EL_E$  bezeichnen die Höhe der Überschussliquidität in den Ländern A, B, C, D und E.

## Abbildung 6 Stilisiertes Beispiel eines nicht fragmentierten Marktes

(x-Achse: nationale Überschussliquidität; y-Achse: nationaler unbesicherter Übernachtssatz am Interbankenmarkt)

- $Rate_x$
- Hauptrefinanzierungssatz
- Einlagesatz
- Spitzenrefinanzierungssatz
- Eingeschränkter Zugang
- Keine Einschränkung
- Zinsen auf Landesebene und Überschussliquidität



Anmerkung: Siehe Abbildung 5.

**Um die auf der geldpolitischen Transmission basierende Definition von Fragmentierung in einen Indikator zu übertragen, müssen die aggregierten Zinsspreads gegenüber jenem Einlagesatz, der in einem nicht fragmentierten Markt für jede Höhe der aggregierten Überschussliquidität zu erwarten wäre, als Schwellenwerte ermittelt werden (sogenannte Schwellenspreads). Dafür sollten Transaktionen von Instituten herangezogen werden, die Zugang zu den ständigen Fazilitäten des Eurosystems haben (d. h. die Banken im Euroraum), sowie**



Zinssätze, die um das Kontrahentenrisiko bereinigt sind. Ziel ist es, jene Zinsunterschiede herauszufiltern, die durch die Fragmentierung bedingt und nicht auf technische und fundamentale Faktoren zurückzuführen sind. Das Verhältnis zwischen Überschussliquidität und Geldmarktsätzen per se hängt vom Fragmentierungsgrad ab.<sup>23</sup> Aus diesem Grund sollten die Schwellenwerte im Idealfall aus Vorkrisendaten abgeleitet werden, denn damals wurden die Geldmärkte als vollkommen unbeeinträchtigt von Fragmentierung wahrgenommen. Ein derartiges Vorgehen ist aus zwei Gründen unmöglich: Erstens liegen keine Daten für den Interbanken-Tagesgeldmarkt auf Transaktionsebene für die Zeit vor der im Mai 2008 erfolgten Inbetriebnahme von TARGET2 vor, und zweitens war vor der Krise kaum Überschussliquidität vorhanden.<sup>24</sup>

**Zur Ableitung von Schwellenspreads, an denen sich das derzeitige Fragmentierungsniveau messen lässt, werden historische risikobereinigte Daten zu unbesicherten Übernachtstransaktionen am Interbankenmarkt herangezogen, die seit 2008 in Phasen mit einem relativ geringen Marktstress von Banken des Eurogebiets getätigt wurden.** Erstens werden Tagesgeldsätze für unbesicherte Kredite auf dem Interbankenmarkt, die aus TARGET2-Zahlungsverkehrsdaten<sup>25</sup> abgeleitet wurden, um das Kontrahentenrisiko bereinigt.<sup>26</sup> Zweitens wird bei der Ermittlung des Stichprobenzeitraums ein Kompromiss angestrebt zwischen einer ausreichend hohen Variation hinsichtlich der Höhe der Überschussliquidität und der Garantie, dass der Zeitraum relativ günstige Geldmarktbedingungen abbildet.<sup>27</sup> Drittens wird ein Regressionspline an das Verhältnis von aggregierten risikobereinigten Zinsspreads zum Einlagesatz und der aggregierten Überschussliquidität auf diese Zeiträume zugeschnitten. Abschließend werden die Schwellenspreads unter Verwendung des 95 %igen Toleranzintervalls, das dem geschätzten Regressionspline entspricht, ermittelt (siehe Abbildung 7).

---

<sup>23</sup> Siehe EZB, [Aktuelle Entwicklung der Überschussliquidität und der Geldmarktsätze](#), Monatsbericht Januar 2014, S. 75-90.

<sup>24</sup> Die Überschussreserven, die zu den Zentralbankguthaben der Banken zählen, welche nicht zur Erfüllung der Mindestreserveanforderungen benötigt werden, betragen von 2004 bis Juli 2007 im Schnitt 1,2 Mrd €, während die Einlagefazilität im selben Zeitraum mit durchschnittlich rund 190 Mio € in Anspruch genommen wurde.

<sup>25</sup> Diese Zinssätze wurden anhand von TARGET2-Transaktionsdaten mittels der Methode identifiziert, die beschrieben wird in: J. C. Frutos, C. Garcia-de-Andoain, F. Heider und P. Papsdorf, Stressed interbank markets: evidence from the European financial and sovereign debt crisis, Working Paper Series der EZB, Nr. 1925, 2016.

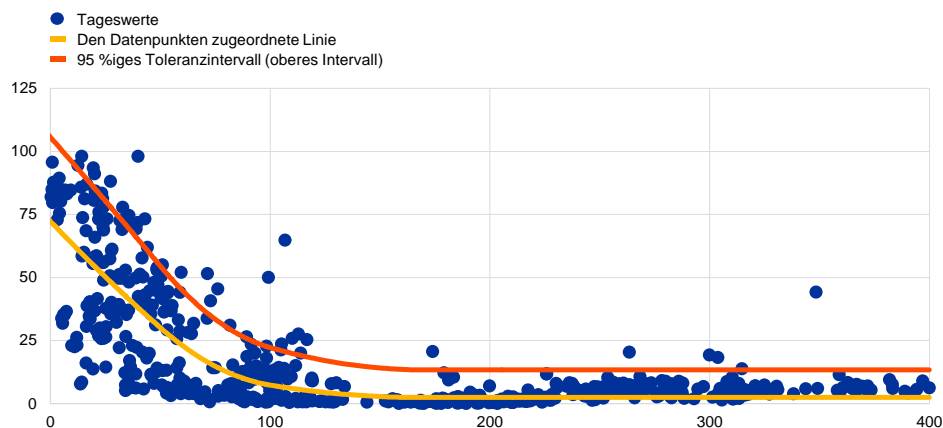
<sup>26</sup> Die Berechnung der risikobereinigten Zinssätze erfolgt mittels Regression der volumengewichteten durchschnittlichen TARGET2-Kreditsätze für jedes Land auf den Median der CDS-Spreads für alle im jeweiligen Land ansässigen Banken. Die Schätzung der risikobereinigten Sätze für anfällige und sonstige Länder erfolgt mittels Pooled OLS-Methoden. Die Regressionen basieren auf Tageswerten von Juni 2008 bis September 2017. Der risikobereinigte Zinssatz wird berechnet als Differenz zwischen dem tatsächlichen Zins am Tag  $t$  und der Koeffizientenschätzung, die mit dem am Tag  $t$  auf Bankebene bestehenden Medianwert des CDS-Spreads des Landes multipliziert wird.

<sup>27</sup> Mittels verschiedenartiger Indikatoren werden für den Zeitraum von Juni 2008 bis August 2013 jene Perioden unterschiedlicher Länge identifiziert, in denen am Geldmarkt relativ ruhige Bedingungen herrschten. Um den Zustand der Marktfragmentierung seit Ankündigung des geldpolitischen Maßnahmenpakets vom Juni 2014 festzustellen, gilt der Monat August 2013 in Bezug auf die Identifizierung relativ günstiger Geldmarktbedingungen als Trennpunkt. Die insgesamt gesehen recht stressarmen Phasen waren: 1. Juni bis 27. August 2008, 1. Juli 2009 bis 30. Juni 2011 und 1. Januar bis 30. August 2013.

## Abbildung 7

Volumengewichtete risikobereinigte durchschnittliche Kreditspreads im Euroraum zum Einlagesatz und aggregierte Überschussliquidität in Phasen relativ geringen Finanzmarktstresses seit 2008

(x-Achse: aggregierte Überschussliquidität in Mrd €; y-Achse: Spread vom volumengewichteten risikobereinigten durchschnittlichen Kreditsatz im Euroraum zum Einlagesatz in Basispunkten)



Quellen: TARGET2, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Streudiagramm zeigt den Spread von risikobereinigten volumengewichteten durchschnittlichen Sätzen für die Aufnahme von unbesichertem Tagesgeld im Euroraum zum Einlagesatz. Die Berechnung der risikobereinigten Zinsen erfolgt mittels Regression von volumengewichteten durchschnittlichen TARGET2-Kreditsätzen für jedes Land auf den Median der CDS-Spreads für die im jeweiligen Land ansässigen Banken. Die Schätzung der risikobereinigten Sätze für anfällige und sonstige Länder erfolgt mittels Pooled OLS-Methoden. Die Regressionen basieren auf Tageswerten von Juni 2008 bis September 2017. Der risikobereinigte Zinssatz wird berechnet als Differenz zwischen dem tatsächlichen Zins am Tag  $t$  und der Koeffizientenschätzung, die mit dem am Tag  $t$  auf Bankebene bestehenden Medianwert des CDS-Spreads des Landes multipliziert wird. Das Streudiagramm zeigt Tagessätze für folgende Zeiträume: 1. Juni bis 27. August 2008, 1. Juli 2009 bis 30. Juni 2011, 1. Januar bis 30. August 2013. Die den Datenpunkten zugeordnete Linie wird von einer Regression des Basispline abgeleitet.

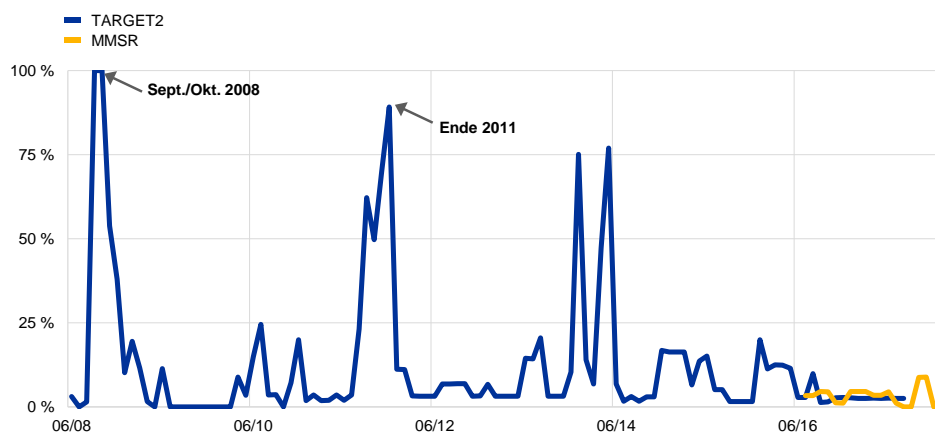
**Gebildet wird der Fragmentierungsindikator, indem die auf Länderebene beobachteten Zinssätze mit den geschätzten Schwellenwerten verglichen werden.**

Letztere werden konkret den landesbezogenen Monatsdurchschnitten der volumengewichteten unbesicherten Interbanken-Tagesgeldsätze, die um das Kontrahentenrisiko bereinigt wurden, gegenübergestellt. Ab Juli 2016 lassen sich die im Rahmen der Verordnung über Geldmarktstatistiken (Money Market Statistical Reporting – MMSR) erhobenen Daten zur Ergänzung der aus den TARGET2-Zahlungsverkehrsdaten abgeleiteten Zinssätze verwenden. Falls der volumengewichtete risikobereinigte Durchschnittszins eines Landes den Schwellenwert übersteigt, welcher der aggregierten Überschussliquidität des jeweiligen Monats entspricht, wird für den Bankensektor des betreffenden Landes in jenem Monat ein beeinträchtigter Marktzugang erkannt. Die Länder werden dann ländergruppenübergreifend anhand ihres Anteils an der Summe der Aktiva des Bankensektors gewichtet. Somit erhalten Länder mit einem größeren Bankensektor auch ein größeres Gewicht. Der sich daraus ergebende Fragmentierungsindikator schätzt den Anteil der Bankensektoren im Euroraum mit beeinträchtigtem Zugang zum Interbankenmarkt für unbesichertes Tagesgeld auf Ebene der einzelnen Länder (siehe Abbildung 8).

## Abbildung 8

Anteil der Bankensektoren im Euroraum mit eingeschränktem Zugang zum Interbankengeldmarkt für unbesichertes Tagesgeld auf Länderebene

(x-Achse: Monat; y-Achse: Anteil der Aktiva des Bankensektors auf Länderebene)



Quellen: TARGET2, MMSR, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ein eingeschränkter Zugang wird festgestellt, indem die risikobereinigten Zinsspreads zum Einlagesatz auf Länderebene mit einem Schwellenspreadwert verglichen werden, der sich aus dem historischen Verhältnis der aggregierten Überschussqualität zu den risikobereinigten Zinssätzen in stressarmen Phasen ergibt. Die Bankenstichprobe wird bereinigt, sodass beide Zeitreihen dasselbe Länderspektrum abdecken. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2017 (TARGET2-Daten) bzw. Dezember 2017 (MMSR-Daten).

## 4 Entwicklung und Eigenschaften des neuen Indikators

**Im Vergleich zu den Phasen mit einem relativ geringen Finanzmarktstress (Mitte 2008 bis Mitte 2013) dürfte die an der Handelbarkeit von Reserven gemessene Fragmentierung Schätzungen zufolge Ende 2017 ebenfalls gering gewesen sein.** Die Fragmentierung erreichte Ende 2008 nach dem Konkurs von Lehman Brothers ihren Höhepunkt, als für die Banken in sämtlichen Euro-Ländern ein eingeschränkter Marktzugang angenommen wurde (siehe Abbildung 8). Den an

den heimischen Geldmärkten damals vorherrschenden Zinssätzen nach zu urteilen scheinen die Banken in all diesen Ländern bis etwa Mitte 2009 allerdings den vollständigen Zugang zur Marktfinanzierung wiedererlangt zu haben. Die Fragmentierung stieg im Frühjahr 2010 mit dem Einsetzen der Staatsschuldenkrise erneut an und nahm bis Ende 2011 mit der sich verschärfenden Krise drastisch zu. Als sich die aggregierte Überschussliquidität nach Zuteilung der dreijährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) im Dezember 2011 und Februar 2012 erhöhte, gingen die Interbankzinsen für unbesichertes Tagesgeld in allen Ländern zurück. Allerdings legte die Fragmentierungsmessgröße bis Mitte 2014 zu. Maßgeblich dafür waren eine Verringerung der Überschussliquidität und ab Ende 2013 die wachsende Unsicherheit in Bezug auf die weitere Entwicklung aufgrund frühzeitiger Rückzahlungen bei den dreijährigen LRGs sowie gewisse Neubewertungen am Geldmarkt vor dem Hintergrund der umfassenden Bewertung (Comprehensive Assessment). Die Fragmentierung blieb auch in den Monaten nach der Einführung des negativen Einlagesatzes auf leicht erhöhtem Niveau, da die Banken zunächst zögerten, negativ verzinsten Transaktionen vorzunehmen, was zu höheren Geldmarktsätzen führte; vollständig durchgewirkt haben die negativen Leitzinsen erst Anfang 2015. Auf die Einstellung der liquiditätsabschöpfenden Feinsteuerungs-

operationen im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte und die Ankündigung des Maßnahmenpakets zur Ausweitung der Bilanz des Eurosystems im Juni 2014 folgte ein Rückgang der Fragmentierung. Eine gewisse Fragmentierung war auch im Jahr 2017 noch vorhanden, allerdings auf recht niedrigem Niveau.

**Der neue Fragmentierungsindikator ergänzt die bestehenden Messgrößen insofern, als er das Ausmaß der vorhandenen geldpolitischen Unterstützung besser berücksichtigt und allgemein eine differenziertere Sicht der Fragmentierung bietet.** Der Indikator wird dem in Phasen geringen Geldmarktstresses beobachteten Verhältnis zwischen den Zinssätzen für unbesichertes Tagesgeld und der Überschussliquidität gegenübergestellt. Dadurch lässt sich die Endogenität zwischen dem Grad der Fragmentierung und der geldpolitischen Akkommodierung berücksichtigen, da eine stärkere Fragmentierung üblicherweise mit einer höheren Überschussliquidität, aber auch mit einer veränderten Beziehung zwischen Tagesgeldsätzen und Überschussliquidität einhergeht. Zudem basiert der Indikator auf allen Geldmarkttransaktionen in einem gegebenen Zeitraum, anstatt auf Marktquotierungen oder einer Teilmenge von Geschäften. Da er überdies auf der Grundlage von Zinssätzen und Volumina gebildet wird, spiegelt er die Preis- und Mengendimension der Fragmentierung wider.

**Wie jeder andere Indikator weist allerdings auch der neue Fragmentierungsindikator Einschränkungen auf und sollte daher nur zusammen mit weiteren Fragmentierungsmaßen betrachtet werden.** Im Idealfall trägt der Indikator der Breite des Zinskorridors Rechnung, da unter sonst gleichen Bedingungen die Zinsspreads zum Einlagesatz für ein gegebenes Fragmentierungsniveau umso niedriger sein dürften, je enger der Korridor wäre. Allerdings liegt im Zeitverlauf in Bezug auf die Korridorbreite bei unterschiedlich hohen Liquiditätsüberschussständen keine ausreichend hohe Variation vor, um die Anpassungskoeffizienten verlässlich schätzen zu können. Auf jeden Fall deutet die Analyse bei hoher Überschussliquidität darauf hin, dass die Marktsätze auf Veränderungen der Korridorbreite mit minimaler Elastizität reagieren. Die Breite des Korridors muss bei der Interpretation des Indikators also nur dann berücksichtigt werden, wenn die aggregierte Überschussliquidität den Stand von Ende 2017 erheblich unterschreitet.

**Eine weitere Einschränkung des Indikators besteht darin, dass er auf einem Bankenpanel beruht, dessen Zusammensetzung sich im Zeitverlauf ändert, und dass Geschäfte unberücksichtigt bleiben, die aufgrund von Fragmentierung gar nicht stattfanden.** Das sich ändernde Panel impliziert, dass ein beobachteter Anstieg der gemessenen Fragmentierung durch a) eine Verschlechterung der Handelsbedingungen für dieselben Banken oder b) Veränderungen in der Zusammensetzung des Panels hervorgerufen worden sein könnte. Veränderungen bei der Panelzusammensetzung könnten wiederum darauf zurückzuführen sein, dass neue Banken in das Panel aufgenommen werden, oder dass bereits berücksichtigte Banken aus dem Panel ausscheiden, oder beides. Die Tatsache, dass sich die Panelzusammensetzung verändern kann, macht die Gefahr einer Stichprobenverzerrung deutlich, da nicht beobachtete Geldmarktgeschäfte nicht erfasst werden. Im Extremfall wird der Indikator das wahre Fragmentierungsniveau deutlich unterzeichnen, wenn sich das Panel handelnder Banken ausschließ-

lich aus Instituten mit gutem Marktzugang zusammensetzt, da die an Finanzstress leidenden Banken mit kontrafaktisch eingeschränktem Marktzugang gar nicht länger am Markt aktiv sind. Erhalten Banken den Marktzugang – zu wahrscheinlich höheren Sätzen – zurück, wird der Indikator die Fragmentierung überzeichnen. Sollten bestimmte geldpolitische Maßnahmen – ob nun beabsichtigt oder nicht – durch Disintermediation wirksam werden, könnte sich dieses Problem noch vergrößern. Angesichts dieser Einschränkung muss die Marktteilnahme der Banken modelliert werden. Dadurch würde eine Anpassung des Indikators ausschließlich auf der Grundlage beobachteter Zinssätze erleichtert.<sup>28</sup>

**Die vom neuen Indikator ausgehenden Signale sind weitgehend mit dem EURIBOR-OIS-Spread vergleichbar, sind aber präziser im Hinblick auf die Sichtbarmachung von Phasen der Marktanpassung, wie beispielsweise jenes Zeitraums im Vorfeld der umfassenden Bewertung (Comprehensive Assessment) der Banken im Euroraum** (siehe Abbildung 9). Der Indikator liefert gute Ergebnisse bei der Identifizierung der von hohem Stress geprägten Perioden während der Lehman-Brothers-Insolvenz und der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet. Beachtenswert ist, dass er im Gegensatz zum EURIBOR-OIS-Spread für Ende 2011 anzeigt, dass die Stresslevel auf derselben Höhe liegen wie nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers. Dieser Unterschied könnte auf das vorherrschende Ausmaß der geldpolitischen Unterstützung zurückzuführen sein, die wohl den EURIBOR-OIS-Spread stärker beeinflusst als den neuen Indikator. Die Phase um das Comprehensive Assessment (Ende 2013 bis Ende 2014) wird als ein von Geldmarktfragmentierung gekennzeichnete Zeitraum angezeigt; dieses Ergebnis ist plausibel, obschon der eigentliche Grund für die Fragmentierung zum großen Teil nicht mit Finanzmarktstress zusammenhängt. Für 2017 weist der Indikator – analog zu dem Signal, das vom EURIBOR-OIS-Spread ausgeht – auf ein niedriges Fragmentierungsniveau hin.

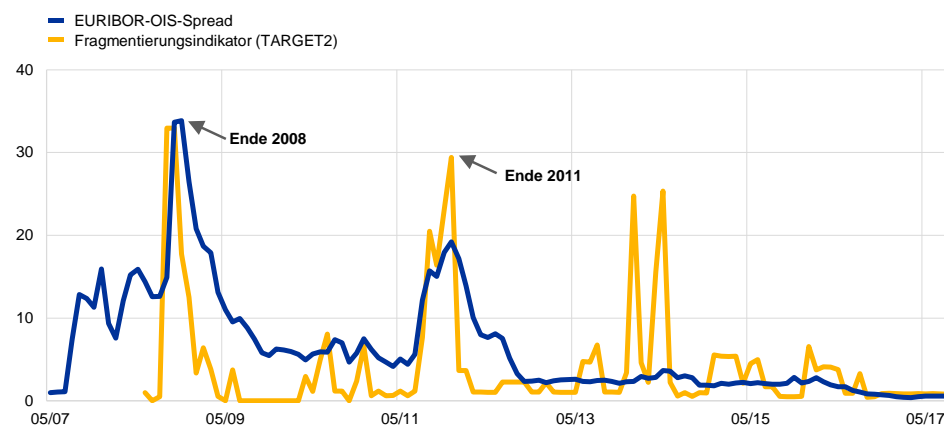
---

<sup>28</sup> Die Betrachtung der Interbankenvolumina bietet eine einfache Möglichkeit zur Überprüfung der Triebkräfte einer „neuerlichen“ Fragmentierung, die sich daraus ergibt, dass Banken, die zuvor aufgrund ihres Risikoprofils vom Markt ausgeschlossen waren, zu höheren Zinsen in den Markt eintreten. Erhöht sich der Indikator infolge des Markteintritts von Banken, müssten die Gesamtvolumina steigen und die Zentralbankintermediation zurückgehen.

### Abbildung 9

#### Fragmentierungsindikator auf der Grundlage von TARGET2-Daten und dreimonatiger EURIBOR-OIS-Spread

(der Beginn jeder Zeitreihe wird mit einem Wert von 1,0 indiziert)



Quellen: Bloomberg, TARGET2, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: EURIBOR-OIS-Spread: ab Mai 2007; Fragmentierungsindikator (auf der Grundlage von TARGET2-Daten): ab Juni 2008. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2017.

## 3 Private Konsumausgaben und ihre Bestimmungsfaktoren im aktuellen Konjunkturaufschwung

Maarten Dossche, Magnus Forsells, Luca Rossi und Grigor Stoevsky

Im vorliegenden Aufsatz wird die entscheidende Rolle der privaten Konsumausgaben für das jüngste Wirtschaftswachstum (2013-2018) aufgezeigt und der Frage nachgegangen, wie lange die gegenwärtige Konsumdynamik bestehen bleiben kann und ob sie selbsttragend ist. Zu diesem Zweck wird versucht zu ermitteln, welchen Beitrag die verschiedenen Einflussfaktoren des privaten Verbrauchs, wie etwa die Erholung am Arbeitsmarkt, die akkommodierende Geldpolitik, der Ölpreisverfall in den Jahren 2014 und 2015, der Anstieg der Vermögenspreise, die Lockerung der Kreditbedingungen und der Verschuldungsabbau, dazu geleistet haben. Da der Konsumrückgang im Zeitraum von 2008 bis 2013 in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich ausfiel, wird zudem beleuchtet, inwieweit der aktuelle Aufschwung in den vergangenen zehn Jahren tatsächlich zu einem Nettoanstieg der Konsumausgaben geführt hat. Dies ist insofern wichtig, als es sich beim privaten Verbrauch um einen zentralen Indikator des wirtschaftlichen Wohlstands der privaten Haushalte handelt.

Verglichen mit früheren Expansionsphasen ist der Konsumzuwachs zwar gering, hat jedoch seit 2013 die ursprünglichen Erwartungen übertroffen. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die Erholung am Arbeitsmarkt, wenngleich die Arbeitslosigkeit in einigen Ländern und einigen Arbeitnehmergruppen immer noch höher ist als vor 2008. Mit Blick auf die Zukunft dürfte der private Konsum im Zuge einer weiteren Verbesserung der Arbeitsmarktlage in allen Ländern und über alle Arbeitnehmergruppen hinweg weiter anziehen. Die akkommodierende Geldpolitik der EZB trägt über ihre Wirkung auf den Arbeitsmarkt nicht nur zu einer Ausweitung der privaten Konsumausgaben, sondern auch zu einem Abbau der Ungleichheit bei. Unterdessen gibt es kaum Anzeichen dafür, dass die niedrigen Zinsen zu einem allgemeinen Anstieg der Verschuldung privater Haushalte geführt haben, was für die Nachhaltigkeit der gesamtwirtschaftlichen Expansion spricht.

### 1 Einleitung

**Die privaten Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet spielen seit Beginn des Aufschwungs im Jahr 2013 eine bedeutende Rolle für das aktuelle Wirtschaftswachstum.** In einigen Ländern des Euroraums nahm der private Verbrauch anfänglich sogar stärker zu als die Investitionen, die in einer konjunkturellen Aufschwungphase üblicherweise die am schnellsten wachsende Nachfragekomponente darstellen. Nach fünf Jahren wirtschaftlicher Expansion stellt sich die Frage, wie lange das Konsumwachstum sein gegenwärtiges Tempo beibehalten kann. Zur Beurteilung der aktuellen Konjunkturaussichten für das Eurogebiet ist es daher von wesentlicher Bedeutung, die Triebkräfte der jüngsten Belebung des privaten Verbrauchs aufzudecken.

### **Der hier verfolgte analytische Ansatz steht im Zeichen der Lehren aus der Finanzkrise.**

Es ist seit Langem bekannt, dass die Daten in bestimmten Punkten im Widerspruch zur herkömmlichen Lebenszyklus-/permanenten Einkommenshypothese stehen, wonach der private Konsum nicht auf vorübergehende Einkommensveränderungen reagieren sollte.<sup>1</sup> Dies hat zu mehreren Erweiterungen der Konsumtheorie (u. a. um Einkommensunsicherheit und Liquiditätsbeschränkungen) geführt, die die Bedeutung individueller Haushaltscharakteristika hervorheben.<sup>2</sup> Die Notwendigkeit hierfür wurde durch die wirtschaftliche Entwicklung während und nach der Großen Rezession noch einmal verdeutlicht. Im vorliegenden Beitrag werden Erkenntnisse über die Triebkräfte des privaten Konsums aus aggregierter und disaggregierter Sicht vorgestellt. Hierzu gehört die Wechselwirkung mit der Einkommens- und Vermögensungleichheit. Darüber hinaus hat auch das länder-spezifische gesamtwirtschaftliche Umfeld, insbesondere die Lage am Arbeits- und Wohnungsmarkt, die Entwicklung des privaten Verbrauchs in den einzelnen Euro-Ländern stark beeinflusst. Sofern relevant, wird daher auch die Länderebene eingehender betrachtet.

**Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt:** In Abschnitt 2 wird die Stärke des Konsumwachstums im aktuellen Konjunkturaufschwung sowohl aus historischer Sicht als auch über verschiedene Länder und Konsumkategorien hinweg untersucht. Abschnitt 3 beleuchtet die Bestimmungsfaktoren des realen Einkommens privater Haushalte. In Abschnitt 4 wird auf die Entwicklung des Vermögens und der Verschuldung der Privathaushalte eingegangen. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung und eine Einschätzung der Aussichten für das Konsumwachstum. In Kasten 1 wird die Bedeutung von Einkommens- und Vermögens-effekten für den privaten Verbrauch im Euro-Währungsgebiet genauer analysiert. Kasten 2 befasst sich mit dem Zusammenwirken von Geldpolitik, Ungleichheit der privaten Haushalte und privaten Konsumausgaben.

## **2 Konsumausgaben im laufenden Konjunkturaufschwung**

### **2.1 Ein konsumgetriebenes Wirtschaftswachstum?**

**Seit Beginn der aktuellen wirtschaftlichen Expansion im Jahr 2013 wird das Wachstum in erster Linie vom privaten Konsum getragen.** Dies mag normal erscheinen, stellen die privaten Konsumausgaben doch die größte Verwendungskomponente dar, auf die 2017 rund 55 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) entfielen. Es steht jedoch in deutlichem Gegensatz zur konjunkturellen Erholung in den Jahren

<sup>1</sup> Siehe M. Friedman, *A Theory of the Consumption Function*, Oxford Publishing Company, 1957, und R. Hall, *Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence*, in: *Journal of Political Economy*, Bd. 86, 1978, S. 971-987.

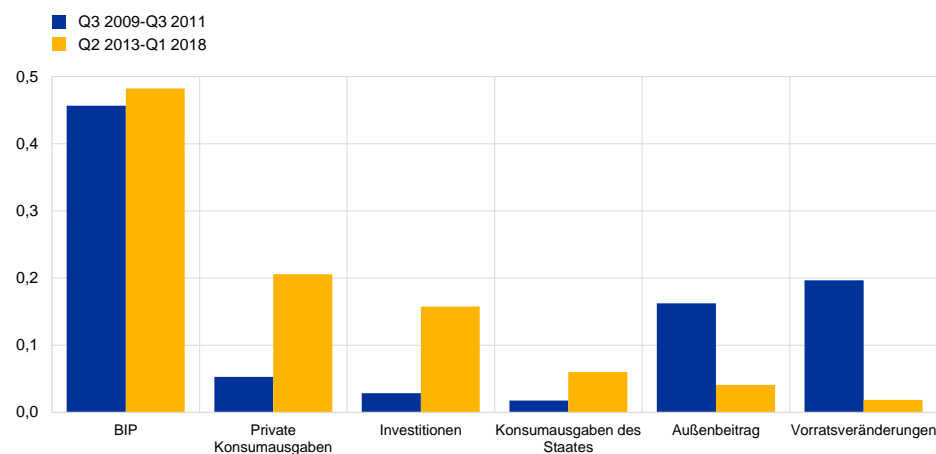
<sup>2</sup> Siehe beispielsweise A. Deaton, *Saving and liquidity constraints*, in: *Econometrica*, Bd. 59, 1991, S. 1221-1248; J. Stein, *Prices and trading volume in the housing market: a model with down-payment effects*, in: *Quarterly Journal of Economics*, Bd. 110, 1995, S. 379-406; sowie S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry und C. Wolf, *When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality*, in: *NBER Macroeconomics Annual*, Bd. 32, 2017.



2009 bis 2011, als im Durchschnitt nur etwa 10 % des BIP-Wachstums im Euroraum durch den privaten Verbrauch bedingt waren (siehe Abbildung 1).<sup>3</sup> Diese Beobachtung beschränkt sich nicht allein auf das Euro-Währungsgebiet. Im jüngsten Wirtschaftsaufschwung verzeichneten viele Industrieländer eine kräftige Konsumdynamik, die oftmals das Wachstum der Investitionen übertraf.<sup>4</sup>

**Abbildung 1**  
Durchschnittliche Beiträge zum BIP-Wachstum

(vierteljährlich; in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Das Wachstum der privaten Konsumausgaben hat die ursprünglichen Erwartungen der professionellen Prognostiker durchweg übertroffen.**

Abbildung 2 veranschaulicht, dass der tatsächliche jährliche Konsumanstieg seit Beginn der laufenden Konjunkturbelebung in jedem Jahr höher ausgefallen ist als anfänglich prognostiziert. Dies zeigt sich besonders mit Blick auf den Zeitraum 2014-2015, in dem die ursprünglichen Prognosen zum Wachstum des privaten Verbrauchs die faktische Dynamik dieser Verwendungskomponente deutlich unterschätzten. Diese Periode ging mit einem unerwarteten Ölpreisverfall einher, der den privaten Haushalten im Euroraum spürbar mehr Kaufkraft verlieh. Seitdem schwankt das Konsumwachstum um einen Wert von rund 1,7 % pro Jahr.

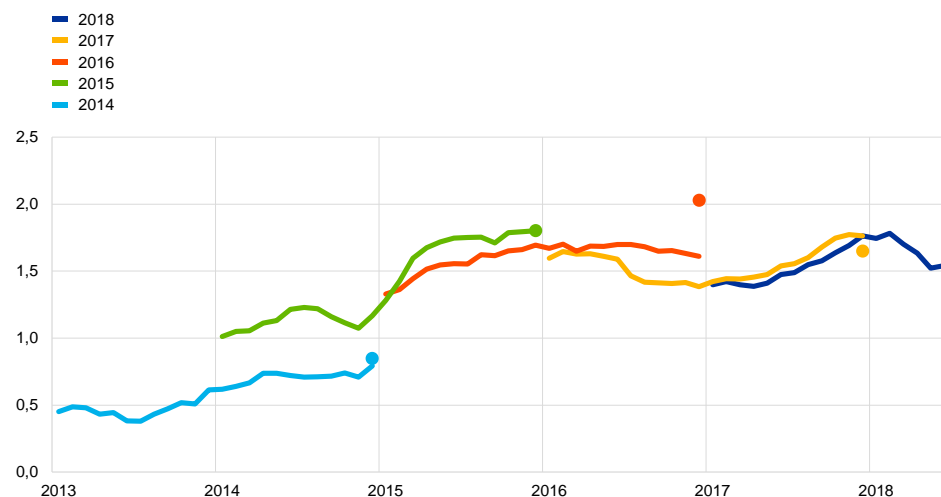
<sup>3</sup> Siehe auch EZB, [Welche Faktoren tragen den aktuellen Konjunkturaufschwung?](#), Kasten 2, Jahresbericht 2016.

<sup>4</sup> Siehe E. Kharroubi und E. Kohlscheen, Consumption-led expansions, in: BIS Quarterly Review, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, März 2017.

## Abbildung 2

### Monatliche Prognosedaten zu den privaten Konsumausgaben im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Consensus Economics, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Punkte beziehen sich auf die jüngste Datenveröffentlichung von Eurostat zum tatsächlichen jährlichen Konsumwachstum.

**Im historischen Vergleich ist das Wachstum der privaten Konsumausgaben gleichwohl nach wie vor verhalten.** Die aktuelle Konsumerholung gehört sogar zu den schwächsten seit den 1970er-Jahren (siehe Abbildung 3).<sup>5</sup> Allerdings war auch der jüngste BIP-Anstieg einer der geringsten seit Beginn der Aufzeichnungen. Auch diese Beobachtung beschränkt sich nicht allein auf das Euro-Währungsgebiet. In den meisten Industrieländern lag das BIP-Wachstum unter dem Wert früherer Expansionsphasen.<sup>6</sup> Dies wirft die Frage auf, in welchem Maße haushaltssektorspezifische Faktoren (z. B. die Einkommens- und Vermögensentwicklung oder Kreditbeschränkungen) die Zunahme des privaten Verbrauchs gedämpft haben. Oder anders ausgedrückt: Sind die Konsumausgaben, die vom Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte *abhängig* sind, in den letzten fünf Jahren außergewöhnlich niedrig ausgefallen?

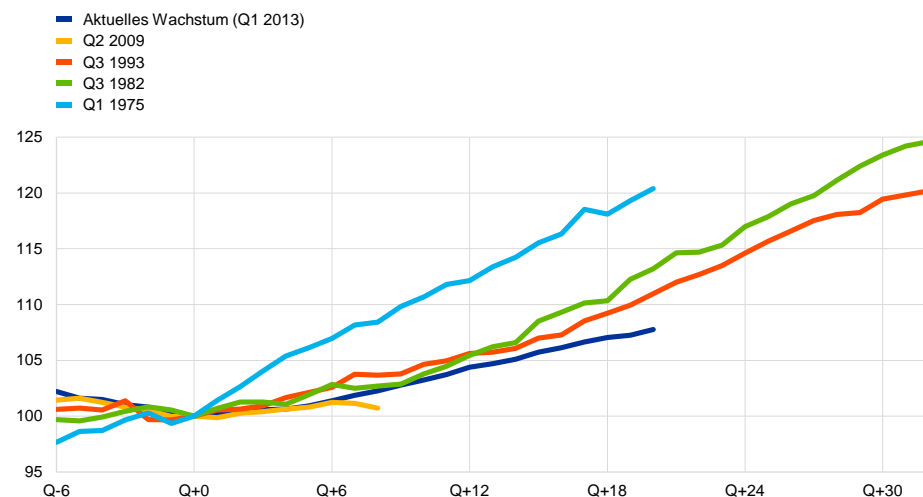
<sup>5</sup> Siehe auch P. Vermeulen, The recovery of investment in the euro area in the aftermath of the Great Recession: how does it compare historically?, Research Bulletin der EZB, Nr. 28, 2016.

<sup>6</sup> Siehe beispielsweise J. Fernald, R. Hall, J. Stock und M. Watson, The disappointing recovery of output after 2009, in: Brookings Papers on Economic Activity, 2017, S. 1-54.

### Abbildung 3

#### Wachstum der privaten Konsumausgaben im Euroraum im historischen Vergleich

(akkumulierte Veränderung gegen Vorquartal; Q+0 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Q+0 steht für den Tiefpunkt des Konjunkturzyklus im Euroraum in der Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee.

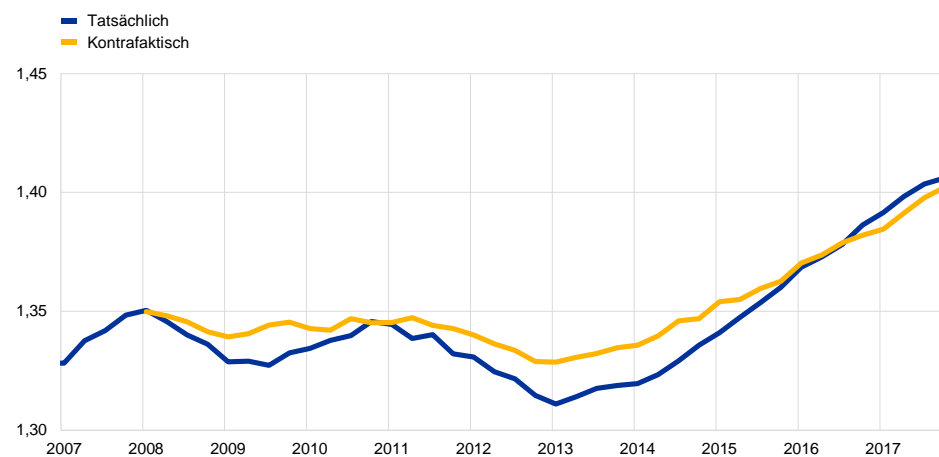
**Seit 2013 entwickeln sich die privaten Konsumausgaben in engem Gleichlauf mit dem Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte.** Abbildung 4 zeigt eine kontrafaktische Analyse des Konsumverlaufs – ähnlich wie bei Pistaferri – auf Basis eines geschätzten Zusammenhangs zwischen der Entwicklung des privaten Verbrauchs und des Einkommens und Vermögens der Privathaushalte vor der Krise.<sup>7</sup> Die beiden gängigen Determinanten der privaten Konsumausgaben, das Einkommen und das Vermögen der privaten Haushalte, scheinen den Konsumzuwachs seit 2013 zum Großteil zu erklären. Nur in der Phase der Großen Rezession und der Staatsschuldenkrise war der private Verbrauch geringer, als dieser einfache Zusammenhang auf Basis von Einkommen und Vermögen vermuten ließe. Seit 2013 hat sich der private Konsum deutlich erholt und ist seit Mitte 2016 sogar höher, als angesichts der geschätzten Vorkrisenbeziehung zum Einkommen und Vermögen zu erwarten wäre. Dies deckt sich auch mit dem im gleichen Zeitraum verzeichneten allmählichen Rückgang der Sparquote privater Haushalte (siehe Abschnitt 4.2).

<sup>7</sup> Siehe L. Pistaferri, Why has consumption remained moderate after the Great Recession?, Konferenzbeitrag zu „The Elusive 'Great' Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics“, 60. Wirtschaftskonferenz der Federal Reserve Bank of Boston, 14. Oktober 2016.

## Abbildung 4

### Konsumententwicklung in Abhängigkeit vom Einkommen und Vermögen privater Haushalte

(in Billionen € zu konstanten Preisen des Jahres 2010)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der historische Zusammenhang zwischen den privaten Konsumausgaben und dem Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte ist anhand von Quartalsdaten für den Zeitraum von 1999 bis 2007 geschätzt. Der kontrafaktische Konsumverlauf ab 2008 basiert auf diesem geschätzten Zusammenhang und dem tatsächlichen Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte.

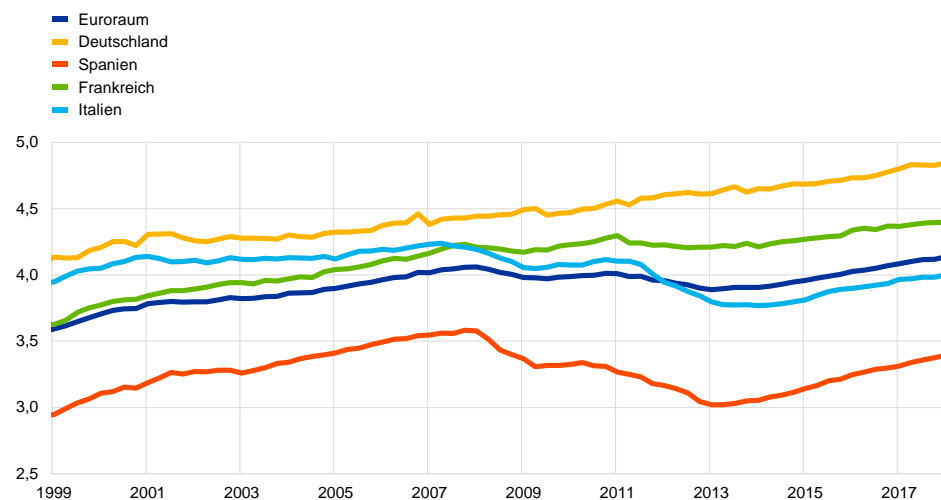
## 2.2 Konsumententwicklung in den einzelnen Ländern

**Das Konsumwachstum ist seit 2013 länderübergreifend breit angelegt, wobei jedoch die Verluste aus der Finanzkrise nicht überall wettgemacht werden konnten.** Während der private Verbrauch in einigen großen Ländern des Euroraums infolge der Großen Rezession und der Staatsschuldenkrise stark rückläufig war (z. B. in Italien und Spanien), zeigten sich andere Staaten (wie etwa Deutschland und Frankreich) in deutlich geringerem Maße betroffen (siehe Abbildung 5). Zehn Jahre nach Beginn der Großen Rezession sind die privaten Konsumausgaben in Deutschland und Frankreich rund 10 % höher als vor Ausbruch der Krise. Dagegen hat sich der Konsum in Italien und Spanien noch nicht vollständig erholt. Seit 2013 befinden sich jedoch alle Länder auf einem klaren Expansionskurs. Spanien, das den tiefgreifendsten Abschwung verzeichnete, weist seit 2013 den stärksten Aufschwung auf.

## Abbildung 5

### Konsumausgaben in den vier größten Ländern des Euroraums

(vierteljährlich; in Tsd € pro Kopf; zu konstanten Preisen des Jahres 2010)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 2.3 Konsumausgaben in den einzelnen Produktkategorien

**Die Ausgaben privater Haushalte für Gebrauchsgüter zählen zu der Kategorie von Konsumausgaben, die besonders stark auf die Konjunkturlage reagiert.** Die erwartete Nutzungsdauer von Gebrauchsgütern beträgt in der Regel mehr als drei Jahre, während sie bei Konsumgütern mit mittlerer Lebensdauer und bei Verbrauchsgütern deutlich kürzer ist. Der Nutzen ergibt sich für die Haushalte nicht direkt aus dem Kaufakt in der laufenden Periode, sondern vielmehr aus dem Nutzwert während der gesamten Nutzungsdauer. Die Privathaushalte dürften ihre Ausgaben für Gebrauchsgüter in Zeiten geringer Einkommen einschränken, was zu vergleichsweise geringen Nutzeneinbußen führt, und entsprechende Anschaffungen erst dann vornehmen, wenn sich ihr Einkommen erholt. Infolgedessen ist der Konsum von Gebrauchsgütern stärker konjunkturabhängig.<sup>8</sup>

**Der Konsum von Gebrauchsgütern hat wieder ein „normales“ Niveau erreicht.** Ein wichtiger Motor der jüngsten Konsumententwicklung bei Gebrauchsgütern war der Nachholbedarf. Der während der Krise verzeichnete drastische Konsumrückgang in diesem Bereich führte zu einem geringeren effektiven Bestand an Gebrauchsgütern und einem entsprechenden Anstieg ihres Durchschnittsalters.<sup>9</sup> In den stärker von der Finanzkrise betroffenen Ländern fiel auch die Zunahme des Durchschnittsalters der Gebrauchsgüter höher aus und hatte einen Nachholbedarf zur Folge, als sich die

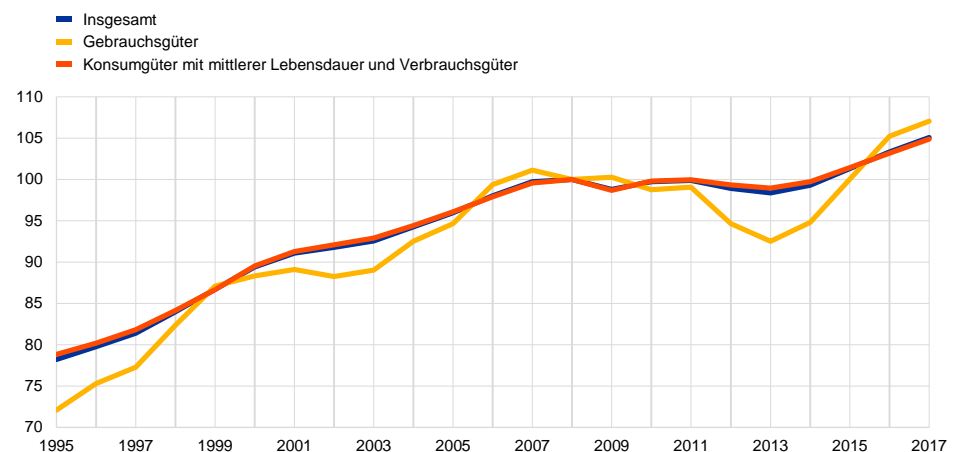
<sup>8</sup> Siehe EZB, [Konsum von Gebrauchsgütern im anhaltenden Wirtschaftsaufschwung](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

<sup>9</sup> Im Jahr 2009 wurde der Gebrauchsgüterkonsum in mehreren Ländern durch die Abwrackprämien, die den Automobilabsatz ankurbelten, vorübergehend gestützt. Siehe EZB, [Jüngste Entwicklung des Konsums von Gebrauchsgütern im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Monatsbericht Mai 2014.

Konjunktur aufhellte.<sup>10</sup> Mit der fortschreitenden Konjunkturerholung konnten die privaten Haushalte wieder mehr für Gebrauchsgüter ausgeben und zuvor entstandene Bestandsverluste ausgleichen. Seit 2015 ist der positive Effekt der aufgestauten Nachfrage nach Gebrauchsgütern indes wieder rückläufig. Nach einer langen Aufholphase beim privaten Konsum kann dies als eine Normalisierung angesehen werden (siehe Abbildung 6).

**Abbildung 6**  
Konsum von Verbrauchs- und Gebrauchsgütern

(Index: 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Datenpunkt für 2017 wurde auf Basis vorliegender Daten zum real verfügbaren Einkommen und zu den Konsumausgaben sowie der historischen Einkommenselastizität von Gebrauchsgütern berechnet.

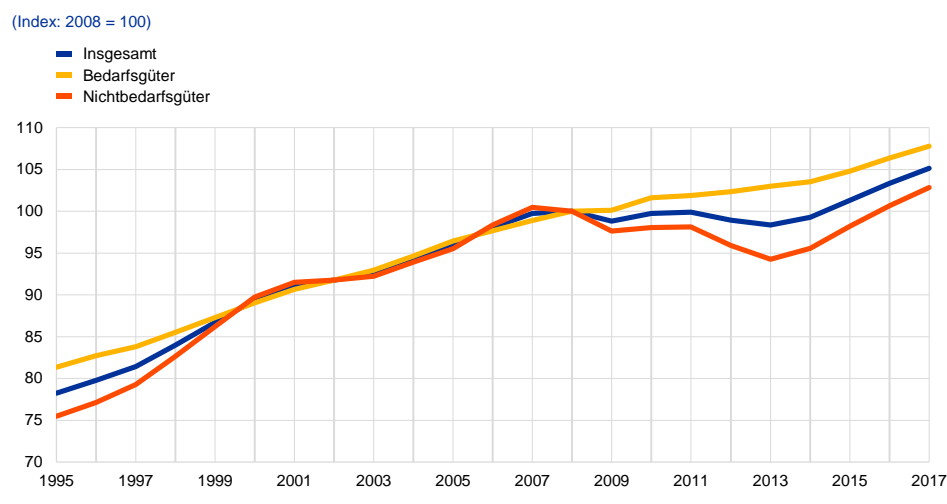
**Der Konsum von Gütern, die den menschlichen Grundbedarf decken, weist darauf hin, dass noch mehr Spielraum für eine Erholung der privaten Konsumausgaben besteht.** Der private Verbrauch lässt sich auch in Bedarfsgüter (z. B. Nahrungsmittel, Gesundheitspflege und Mieten) und Nichtbedarfsgüter (z. B. Elektrogeräte, Urlaubsreisen und Restaurantbesuche) untergliedern, die jeweils rund 50 % der gesamten privaten Konsumausgaben im Eurogebiet ausmachen. Wenn private Haushalte einem negativen Einkommensschock ausgesetzt sind, passen sie in erster Linie ihren Konsum von Nichtbedarfsgütern an. Dementsprechend weisen diese Güter eine höhere Einkommenselastizität auf als Bedarfsgüter. Langfristig dürften sich jedoch beide Konsumkomponenten ähnlich entwickeln.<sup>11</sup> Aus Abbildung 7 lässt sich daher ableiten, dass der Konsum von Nichtbedarfsgütern im Zuge weiter steigender Einkommen der privaten Haushalte den Gesamtverbrauch zusätzlich stützen dürfte. Anders ausgedrückt ist anhand der Aufschlüsselung zwischen Bedarfsgütern und Nichtbedarfsgütern davon auszugehen, dass die

<sup>10</sup> Siehe Banco de España, Reabsorption of the pent-up demand for consumer durables, Kasten 4, Economic Bulletin 4/2017, 2017.

<sup>11</sup> Hierfür sprechen auch Daten aus den 1980er- und 1990er-Jahren in Frankreich und Finnland, für die längere Zeitreihen verfügbar sind. Sie zeigen, dass sich diese beiden Komponenten des privaten Verbrauchs in ihrem Verlauf wieder einander annähern.

konjunkturbedingte Erholung des privaten Konsums im Euro-Währungsgebiet noch einige Zeit andauern wird.<sup>12</sup>

**Abbildung 7**  
Konsum von Bedarfsgütern und Nichtbedarfsgütern



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## Kasten 1

### Einkommens- und Vermögenseffekte auf die privaten Konsumausgaben im Euroraum

Gabe de Bondt, Arne Gieseck und Zivile Zekaite

Im vorliegenden Kasten werden empirische Schätzungen zu den Einkommens- und Vermögenseffekten auf die privaten Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet seit 1999 dargelegt. Dabei wird ein sogenannter Thick-modelling-Ansatz verfolgt, bei dem anstelle einer einzigen „besten“ Spezifikation eine Vielzahl von Modellspezifikationen betrachtet wird. Dieser Ansatz trägt der Unsicherheit Rechnung, die sich sowohl aus Modellspezifikationen als auch aus instabilen Parametern ergibt.<sup>13</sup> Besonders hilfreich ist er bei empirischen Anwendungen mit einer kurzen, 1999 beginnenden Stichprobe „echter“ Euroraum-Daten, bei der Modell- und Parameterunsicherheit vermutlich von Belang sind. Der Thick-modelling-Ansatz berücksichtigt jene Modellspezifikationen, die das vierteljährliche Wachstum der privaten Konsumausgaben zuverlässig erklären (in-sample) und prognostizieren (out-of-sample) und über eine solide theoretische Grundlage verfügen.<sup>14</sup> Dabei werden herkömmliche Bestimmungsfaktoren aus der Fachliteratur zum Thema Konsum verwendet, und es wird zwischen langfristigen und kurzfristigen Triebkräften des privaten Verbrauchs unterschieden. Langfristig betrachtet werden die privaten Konsum-

<sup>12</sup> Siehe auch J. McCarthy, Discretionary services spending has finally made it back (to 2007), Liberty Street Economics, 16. Oktober 2017.

<sup>13</sup> Siehe C. W. Granger und Y. Jeon, Thick modelling, in: Economic Modelling, 21, 2004, S. 323-343.

<sup>14</sup> Technisch gesehen werden in einem fünfstufigen Verfahren jene Spezifikationen von Fehlerkorrekturmodellen ausgewählt, die die folgenden Bedingungen erfüllen: 1) statistisch signifikante Koeffizienten mit Ausnahme der Konstanten, 2) korrigiertes  $R^2$  von mindestens 0,60, 3) keine Autokorrelation der Restgrößen, 4) Verbesserung der Out-of-sample-Prognosegenauigkeit von mindestens 15 % gegenüber einem Benchmark-Modell, das sich nur aus verfügbarem Einkommen, Geld- und Sachvermögen zusammensetzt, und 5) ökonomisch sinnvolles Vorzeichen der Koeffizienten. Eine detaillierte Beschreibung hierzu findet sich in: G. J. de Bondt, A. Gieseck und Z. Zekaite, [Income and wealth effects: a thick modelling approach for euro area private consumption](#), Beitrag zur Konferenz EcoMod2018, Venedig, 4.-6. Juli 2018.

ausgaben durch das verfügbare Einkommen und das Vermögen bestimmt – unter der Annahme einer gemeinsamen Einheitselastizität von Gesamteinkommen und Gesamtvermögen. Diese Annahme impliziert, dass die privaten Konsumausgaben auf lange Sicht einen Gleichlauf mit Einkommen und Vermögen aufweisen. Auf kurze Sicht wird neben Einkommen und Vermögen eine Vielzahl weiterer potenzieller Determinanten in Betracht gezogen, z. B. Zinssätze, Verschuldung, Unsicherheit und demografische Entwicklung.

**Langfristig betrachtet ist das Einkommen seit 1999 der wichtigste Bestimmungsfaktor des privaten Konsums im Euroraum.** Die geschätzten langfristigen Elastizitäten des Arbeitseinkommens sind größer als beim Nichtarbeitseinkommen (d. h. Vermögens- und Transfereinkommen), und zwar in der Regel etwa doppelt so groß. Geringer sind die Unterschiede im Hinblick auf den Anteil des zusätzlichen Einkommens, den ein Privathaushalt zu Konsumzwecken nutzt und der als marginale Konsumneigung bezeichnet wird. Die marginale Konsumneigung aus dem Arbeitseinkommen ist etwas höher als jene aus dem Nichtarbeitseinkommen (siehe Tabelle). In Bezug auf die Vermögensbestandteile wurde festgestellt, dass die langfristige Elastizität des Geldvermögens im Durchschnitt vier bis fünf Mal größer ist als die des Sachvermögens. Die durchschnittliche marginale Konsumneigung aus dem Geldvermögen beträgt den Untersuchungen zufolge rund 1 Cent, beim Sachvermögen liegt der entsprechende Wert bei 0,1 Cent. Die geschätzten Vermögenseffekte entsprechen in etwa den Ergebnissen in der Fachliteratur zum Euro-Währungsgebiet.<sup>15</sup>

**Kurzfristig betrachtet spielt das Arbeitseinkommen bei der Konsumententwicklung eine größere Rolle als die anderen Einkommensarten.** Auf kurze Frist sind die geschätzten Elastizitätsspannen geringer als auf lange Frist; sie variieren sowohl beim Arbeits- als auch beim Nichtarbeitseinkommen zwischen 0,1 und 0,3. Eine ähnliche Bandbreite ergibt sich für die zweite Definition des Arbeitseinkommens, während das Vermögens- und das Transfereinkommen für das Konsumwachstum auf kurze Sicht von geringerer Bedeutung sind. Mit Blick auf die kurzfristigen Vermögenseffekte ist festzustellen, dass die geschätzte Elastizitätsspanne des Geldvermögens kleiner ist als die des Sachvermögens. Dies steht im Gegensatz zu den langfristigen Schätzungen, die für das Geldvermögen einen stärkeren Effekt ausweisen als für das Sachvermögen. Dieses Ergebnis könnte dadurch zu erklären sein, dass die Preise für finanzielle Vermögenswerte in der kurzen Frist volatil sind als die Preise für Wohnimmobilien. Die privaten Haushalte dürften Schwankungen des Geldvermögens als weniger nachhaltig empfinden, sodass sie sich nicht unbedingt auf die kurzfristige Konsumdynamik auswirken.

---

<sup>15</sup> Empirische Evidenz zu den Vermögenseffekten im Euroraum findet sich in: J. Slacalek, What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth, in: The B.E. Journal of Macroeconomics, Bd. 9(1), 2009, S. 1-35, und R. M. Sousa, Wealth effects on consumption: evidence from the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 1050, 2009.



## Einkommens- und Vermögenselastizitäten und marginale Konsumneigung

(Schätzungen für den Zeitraum Q3 2001-Q3 2017; marginale Konsumneigung in Euro-Cent)

	Langfristige Elastizitätsspanne	Langfristige Bandbreite der marginalen Konsumneigung	Kurzfristige Elastizitätsspanne	Kurzfristige Bandbreite der marginalen Konsumneigung
<b>Einkommensaufschlüsselung (a)</b>				
Arbeitseinkommen	0,50-0,60	72-88	0,07-0,31	11-46
Nichtarbeitseinkommen	0,29-0,37	63-80	0,12-0,24	26-54
Geldvermögen	0,07-0,13	0,70-1,43	0,02-0,07	0,21-0,71
Sachvermögen	0,01-0,03	0,05-0,15	0,03-0,12	0,14-0,55
<b>Einkommensaufschlüsselung (b)</b>				
Arbeitseinkommen	0,44-0,50	73-82	0,10-0,28	17-46
Vermögenseinkommen	0,15-0,19	63-77	0,04-0,09	16-35
Transfereinkommen	0,22-0,27	73-90	0,09-0,16	30-54
Geldvermögen	0,07-0,11	0,73-1,12	0,02-0,04	0,25-0,45
Sachvermögen	0,01-0,03	0,07-0,15	0,03-0,11	0,14-0,52

Quelle: Berechnungen der Autoren - siehe [de Bondt, Gieseck and Zekaite](#).

Anmerkung: Die Bandbreiten und Durchschnittswerte basieren auf ausgewählten Gleichungen aus einem Thick-modelling-Ansatz unter der Annahme einer langfristigen Einheitselastizität von Einkommen und Vermögen: 43 für die erste und 13 für die zweite Einkommensaufschlüsselung. Für das Arbeitseinkommen gibt es zwei unterschiedliche Abgrenzungen: a) gesamtes Arbeitnehmerentgelt abzüglich direkter Steuern bzw. gesamtes Arbeitnehmerentgelt abzüglich direkter Steuern und Nettosozialbeiträgen zuzüglich Nettosozialleistungen und sonstiger laufender Transfers; b) gesamtes Arbeitnehmerentgelt zuzüglich Selbstständigeneinkommen abzüglich Nettosozialbeiträgen sowie des Anteils des Arbeitseinkommens an den direkten Steuern. Das Vermögenseinkommen ist die Summe aus dem Bruttobetriebsüberschuss abzüglich Selbstständigeneinkommen, Nettozinsenträgen, sonstigem Vermögenseinkommen (netto) und sonstigen laufenden Transfers (netto). Das Nichtarbeits-/Transfereinkommen bildet den restlichen Teil des verfügbaren Einkommens.

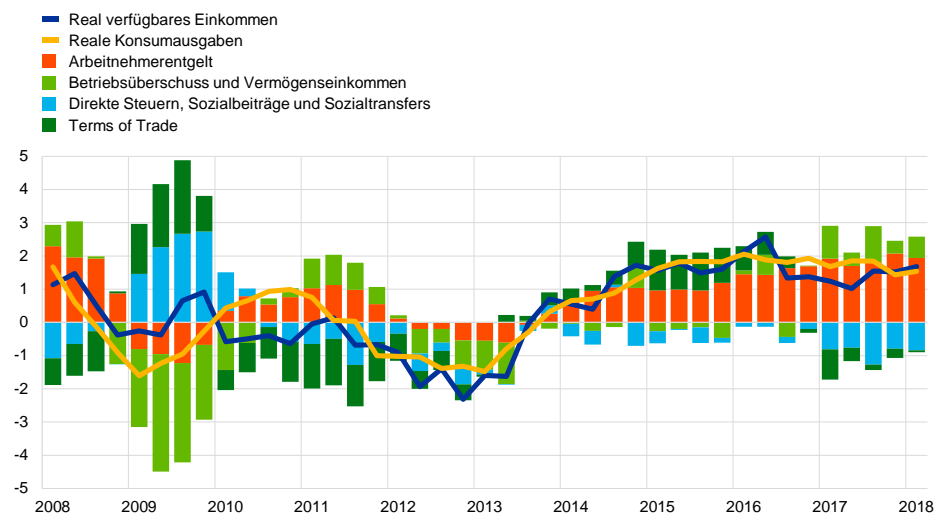
### 3 Entwicklung des Einkommens privater Haushalte

**Das Wachstum der privaten Konsumausgaben weist einen engen Gleichlauf mit der Einkommensentwicklung der privaten Haushalte auf.** Im Folgenden werden die Triebkräfte des Haushaltseinkommens und deren Auswirkungen auf die Gesamtausgaben für Konsumgüter näher beleuchtet. Aus Abbildung 8 geht hervor, dass das real verfügbare Einkommen in den Anfangsjahren der konjunkturellen Belebung (2014-2015) stark durch eine Verbesserung der Terms of Trade infolge des Ölpreisverfalls begünstigt wurde. Zugleich entwickelte sich das Arbeitnehmerentgelt nach und nach zum wichtigsten Wachstumsmotor des real verfügbaren Einkommens privater Haushalte. Dies steht in deutlichem Gegensatz zum Beitrag von Betriebsüberschuss und Vermögenseinkommen, der seit 2010 nahezu unverändert geblieben ist. Mit dem fortschreitenden Konjunkturaufschwung fiel der Beitrag der Steuern und Transferleistungen im Jahr 2017 noch etwas negativer aus. In wirtschaftlich guten Zeiten haben automatische fiskalische Stabilisatoren in der Regel einen dämpfenden Einfluss auf das Wachstum des real verfügbaren Einkommens.

## Abbildung 8

### Real verfügbares Einkommen privater Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Sämtliche Einkommenskomponenten sind mit dem BIP-Deflator deflationiert. Der Beitrag der Terms of Trade wird näherungsweise anhand der Differenz der Deflatoren des BIP und der privaten Konsumausgaben ermittelt. Die Konsumausgaben und das verfügbare Einkommen sind mit dem Konsumdeflator deflationiert.

### 3.1 Arbeitseinkommen

#### Ungeachtet breit gefächerter Zuwächse ist das Arbeitseinkommen in einigen Ländern nach wie vor deutlich niedriger als vor 2008.

Mit einem Anstieg der Beschäftigtenzahl um rund acht Millionen seit 2013 ist aktuell eine bemerkenswerte Erholung am Arbeitsmarkt des Eurogebiets zu verzeichnen.<sup>16</sup> Hinter diesen aggregierten Zahlen verbergen sich allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern. So liegt das reale Arbeitnehmerentgelt in Italien und Spanien weiterhin deutlich unter dem Vorkrisenniveau (siehe Abbildung 9), was sowohl auf die krisenbedingte Lohnzurückhaltung als auch auf die nach wie vor erhöhte Arbeitslosigkeit zurückzuführen ist. Darüber hinaus spiegelt das starke Beschäftigungswachstum auch eine zunehmende Erwerbsbeteiligung von Frauen und älteren Arbeitskräften wider. Da die Arbeitslosenquote in manchen Ländern noch nicht wieder ihr Vorkrisenniveau erreicht hat, wirkt sich die Gefahr der Arbeitslosigkeit bis zu einem gewissen Grad immer noch dämpfend auf die Konsumententwicklung aus. Dies ist eindeutig ein wichtiger Grund dafür, dass der private Verbrauch in diesen Ländern trotz der seit 2013 verbuchten kräftigen Zuwächse noch nicht so hoch ist wie vor der Krise (siehe Abbildung 5).<sup>17</sup>

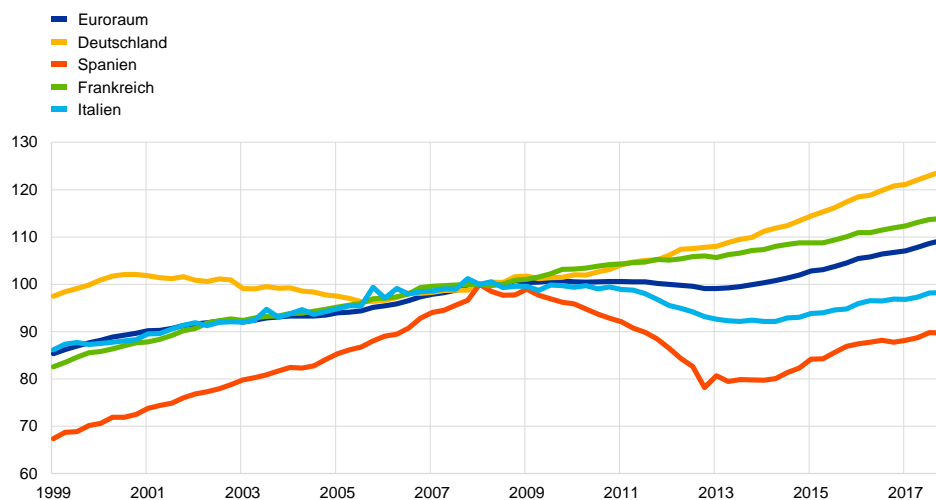
<sup>16</sup> Siehe EZB, [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

<sup>17</sup> Dies steht auch im Einklang mit jüngsten empirischen Forschungsergebnissen, denen zufolge die Verbraucher tendenziell stärker auf negative als auf positive Einkommensschocks reagieren; siehe D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli, L. Pistaferri und M. van Rooij, *Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks*, Working Paper des CSEF, Nr. 476, 2017.

## Abbildung 9

### Reales Arbeitseinkommen privater Haushalte im Ländervergleich

(Index: 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das reale Arbeitseinkommen wird gemessen anhand des Arbeitnehmerentgelts dividiert durch den Konsumdeflator.

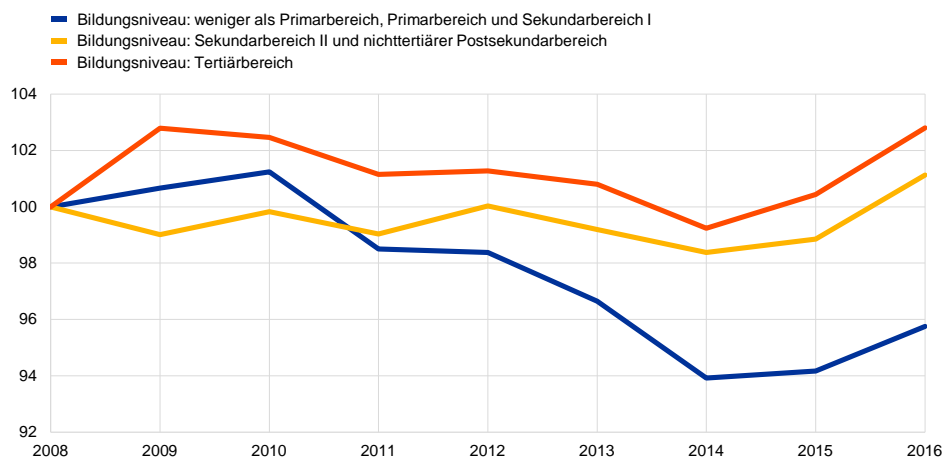
**Das Einkommensrisiko ist im unteren Bereich der Einkommensverteilung nach wie vor erhöht.** Zwar hat die Erholung am Arbeitsmarkt das Einkommenswachstum der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren beschleunigt, ein erheblicher Teil der Bevölkerung ist jedoch weiterhin einem hohen Einkommensrisiko ausgesetzt. Aus Abbildung 10 wird ersichtlich, dass das Haushaltsnettoeinkommen der geringer qualifizierten Arbeitnehmer immer noch weit unter jenem der höher qualifizierten Arbeitskräfte liegt (siehe auch Kasten 2). Dies gilt umso mehr für Geringqualifizierte in den stärker von der Finanzkrise betroffenen Ländern wie etwa Italien oder Spanien.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> In Deutschland ist die Arbeitslosenquote bei gering qualifizierten Arbeitskräften seit 2005 von rund 20 % auf unter 10 % gesunken.

## Abbildung 10

### Haushaltsnettoeinkommen der einzelnen Qualifikationsgruppen im Vergleich

(Mittleres Nettoäquivalenzeinkommen; 2008 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das äquivalenzgewichtete verfügbare Einkommen ist das Gesamteinkommen eines privaten Haushalts nach Steuern und sonstigen Abzügen, das für Ausgaben oder zu Sparzwecken zur Verfügung steht, dividiert durch die in äquivalisierte Erwachsene umgerechnete Anzahl der Haushaltsmitglieder; die Äquivalisierung der Haushaltsmitglieder erfolgt jeweils durch Gewichtung nach Alter.

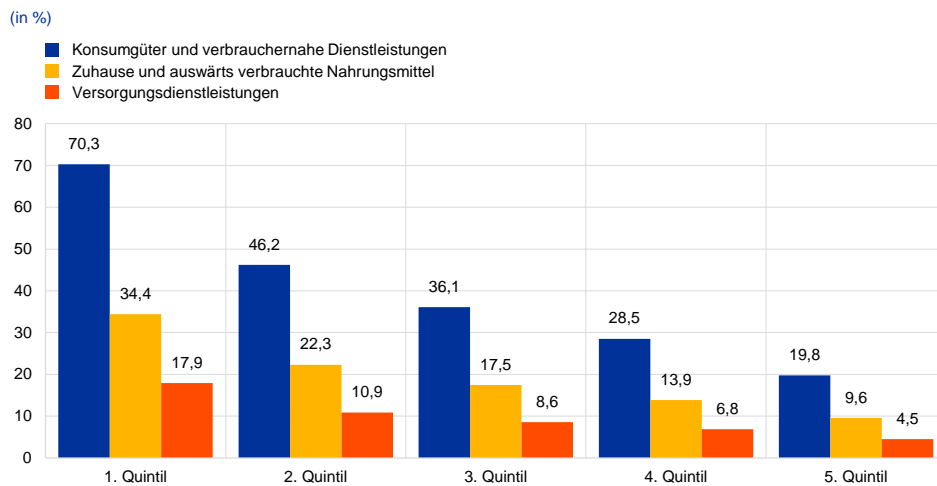
### Der Rückgang der Arbeitslosigkeit sollte das gesamtwirtschaftliche

**Konsumwachstum weiter stützen.** Private Haushalte im unteren Segment der Einkommensverteilung (d. h. vor allem geringer qualifizierte und/oder jüngere Arbeitskräfte) weisen in der Regel eine höhere Konsumneigung auf (siehe Abbildung 11). Da die Erholung am Arbeitsmarkt nun auch bei diesen Haushalten ankommt, dürfte der aggregierte private Verbrauch einen zusätzlichen Schub erhalten und weiterhin zu einer niedrigen aggregierten Sparquote beitragen (siehe Abschnitt 4.2). Darüber hinaus deutet die verfügbare Evidenz darauf hin, dass Geringqualifizierte, die bereits in einem Beschäftigungsverhältnis stehen, mit der abnehmenden Wahrscheinlichkeit, arbeitslos zu werden, ebenfalls mehr für den Konsum ausgeben.<sup>19</sup> Eine niedrigere Arbeitslosenquote steigert nicht nur das Einkommen von Arbeitssuchenden, die eine Stelle finden, sondern auch das erwartete zukünftige Einkommen derjenigen, die bereits in Beschäftigung sind (und deren Arbeitslosigkeitsrisiko sinkt). Insgesamt lässt dies auf eine Fortsetzung der zugrunde liegenden Wachstumsdynamik des privaten Konsums schließen, solange die Erholung am Arbeitsmarkt anhält.

<sup>19</sup> Siehe M. Dynarski und S. Sheffrin, Consumption and unemployment, in: The Quarterly Journal of Economics, Bd. 102(2), 1987, S. 411-428; R. Campos und I. Reggio, Consumption in the shadow of unemployment, in: European Economic Review, Bd. 78(C), 2015, S. 39-54; D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli und M. van Rooij, Consumption uncertainty and precautionary saving, Working Paper Series der DNB, Nr. 496, 2015.

### Abbildung 11

#### Median des Verhältnisses der Konsumausgaben zum Einkommen nach Einkommensquintilen



Quelle: Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (HFCS) des Eurosystems.

### 3.2 Vermögenseinkommen

#### Das Vermögenseinkommen hat sich seit 2013 schwach entwickelt, doch der Einfluss auf das Wachstum der privaten Konsumausgaben scheint begrenzt.

Im Zuge des wirtschaftlichen Abschwungs und der sich verschlechternden Ertragslage der Unternehmen sind das Vermögenseinkommen und das Selbstständigeneinkommen seit 2008 spürbar gesunken. Diese Entwicklung ist nicht ungewöhnlich, da Gewinne stark prozyklisch reagieren. Außerdem entspricht sie der verfügbaren Evidenz, wonach das Einkommensrisiko über den Konjunkturzyklus hinweg am linken und am rechten Rand der Einkommensverteilung konzentriert ist.<sup>20</sup> Ärmere Haushalte erleiden größere Einkommenseinbußen aus dem Verlust des Arbeitsplatzes (siehe den vorangegangenen Abschnitt), während bei reicheren Haushalten das Vermögenseinkommen stärker rückläufig ist. Grund hierfür ist die Konzentration der Kapitalanlagen am oberen Ende der Vermögensverteilung (siehe Abbildung 16). Das reale Selbstständigeneinkommen (Bruttobetriebsüberschuss) begann im Jahr 2013 wieder zu steigen, aber die meisten anderen Bestandteile des Vermögenseinkommens entwickeln sich nach wie vor verhalten (siehe Abbildung 12). Die Unternehmen sind noch nicht dazu übergegangen, mehr Gewinne an ihre Aktionäre auszuschütten. Da reichere Haushalte in der Regel auch eine höhere durchschnittliche Sparquote aufweisen (siehe Abbildung 11), dürfte sich die dämpfende Wirkung auf den privaten Verbrauch in Grenzen gehalten haben (siehe auch Kasten 1).<sup>21</sup> Ein kräftiges Wachstum des Arbeitseinkommens und schwache

<sup>20</sup> Siehe F. Guvenen, S. Ozkan und J. Song, The Nature of Countercyclical Income Risk, in: Journal of Political Economy, Bd. 122, 2014, S. 621-660.

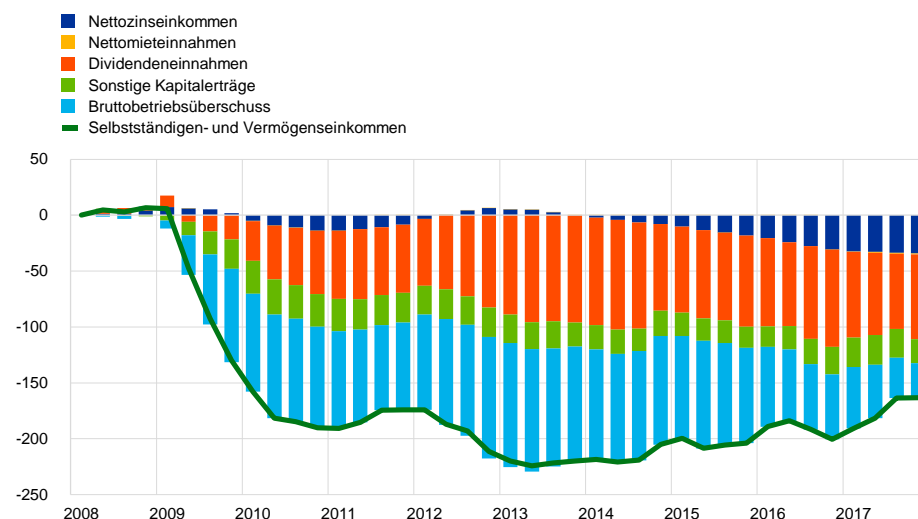
<sup>21</sup> Siehe auch K. Dynan, J. Skinner und S. Zeldes, Do the rich save more?, in: Journal of Political Economy, Bd. 112, 2004, S. 397-444.

Zuwächse beim Vermögenseinkommen stehen auch im Einklang mit einer niedrigen aggregierten Sparquote der privaten Haushalte.

### Abbildung 12

#### Aufschlüsselung der Veränderung des realen Vermögenseinkommens privater Haushalte

(in Mrd €; gleitende Vierquartalsummen; zu konstanten Preisen des Jahres 2010)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Das Nettozinseinkommen der privaten Haushalte blieb von den außerordentlich niedrigen Zinsen nahezu unberührt.**<sup>22</sup> Neben dem deutlichen Rückgang der Zinserträge gingen auch die Zinsaufwendungen erheblich zurück. Vom dritten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2017 verringerten sich die Zinsaufwendungen gemessen am verfügbaren Einkommen um rund 3 Prozentpunkte. Ähnlich stark nahmen auch die Zinserträge ab, sodass das durchschnittliche Nettozinseinkommen der privaten Haushalte im Euroraum weitgehend unverändert blieb. Das Niedrigzinsumfeld hat vor allem eine Umverteilung der Ressourcen von Nettosparern zu Nettoschuldnern bewirkt. Da Letztere üblicherweise eine höhere Konsumneigung als Nettosparer aufweisen, wird der aggregierte Verbrauch über den durch die niedrigeren Zinsen gebildeten Umverteilungskanal begünstigt.<sup>23</sup>

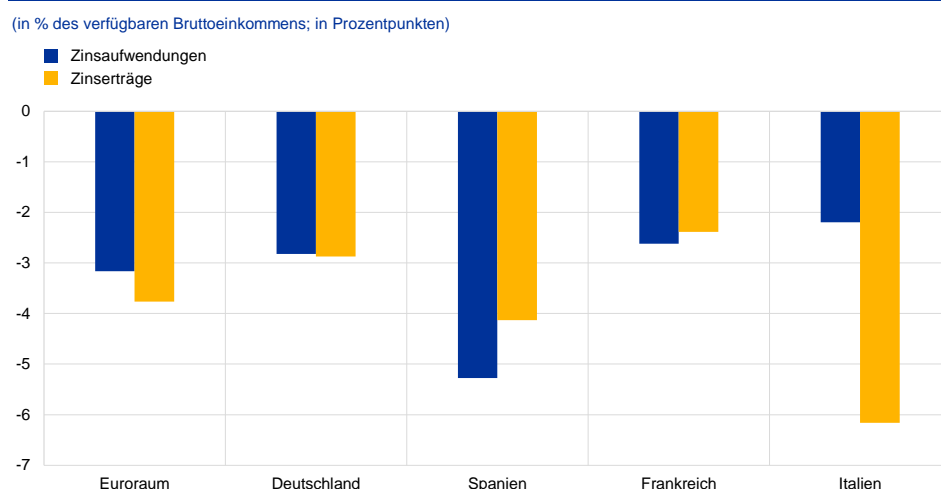
**Das Nettozinseinkommen des Haushaltssektors blieb in Deutschland und Frankreich recht stabil, während dies in Italien und Spanien weniger der Fall war.** Aus den Sektorkonten (siehe Abbildung 13) geht hervor, dass in Deutschland und Frankreich der Rückgang der Zinserträge und der Zinsaufwendungen ähnlich hoch war. Die niedrigeren Zinsen hatten demnach nur einen geringfügigen Einfluss auf das Nettozinseinkommen des Haushaltssektors insgesamt. Im Gegensatz dazu waren die Zinserträge privater Haushalte in Italien viel stärker rückläufig. Dies liegt daran, dass die dortigen Haushalte im Vergleich einen hohen Bestand an zins-

<sup>22</sup> Siehe EZB, [Nettozinseinkommen der privaten Haushalte im Niedrigzinsumfeld](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

<sup>23</sup> Siehe A. Auclert, Monetary policy and the redistribution channel, Working Paper des NBER, Nr. 23451, 2017.

tragenden Vermögenswerten, aber eine geringere Verschuldung aufweisen. In Spanien war der Rückgang bei den Zinsaufwendungen deutlich ausgeprägter als bei den Zinserträgen. Dies lässt sich sowohl durch die hohe private Verschuldung (siehe Abschnitt 4) als auch durch die Tatsache erklären, dass Hypothekarkredite in Spanien zu einem Großteil variabel verzinslich sind. Dieser Umstand spielt bei der Wirkungsübertragung der Geldpolitik auf den privaten Konsum eine wichtige Rolle. In der Tat gibt es Belege dafür, dass die entsprechende Transmissionswirkung in Ländern mit variabel verzinslichen Hypothekarkrediten relativ gesehen stärker ist.<sup>24</sup>

**Abbildung 13**  
Veränderung des Nettozinseinkommens im Ländervergleich (2008–2017)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

### 3.3 Der Ölpreisverfall im Zeitraum von 2014 bis 2015

**In den Jahren 2014 und 2015 trugen geringere Energiepreise maßgeblich zur Ausweitung der privaten Konsumausgaben bei.** In diesem Zeitraum revidierten professionelle Prognostiker ihre Vorausschätzungen zum Konsumwachstum auch am stärksten nach oben (siehe Abbildung 2). Ab dem zweiten Halbjahr 2014 waren die Ölpreise insgesamt rückläufig, wodurch die privaten Haushalte an Kaufkraft gewannen. Üblicherweise reagiert der private Verbrauch mit einer gewissen Verzögerung auf Ölpreisveränderungen. Eine modellbasierte Prognose nach Edelstein und Kilian lässt darauf schließen, dass sich die fallenden Ölpreise im Zeitraum 2014–2015 rascher im privaten Konsum niederschlugen als in vorangegangenen Abwärtsphasen (siehe Abbildung 14).<sup>25</sup> Einen weiteren Nachweis dafür liefert die vergleichsweise verhaltene Reaktion der Sparquote privater Haushalte auf den Kaufkraftzuwachs. Seit 2016 hat die konsumstützende Wirkung der niedrigeren Ölpreise jedoch nachgelassen. Mit Blick auf die Zukunft dürfte der jüngste Ölpreis-

<sup>24</sup> Siehe A. Calza, T. Monacelli und L. Stracca, Housing finance and monetary policy, in: Journal of the European Economic Association, Bd. 11, 2013, S. 101-122.

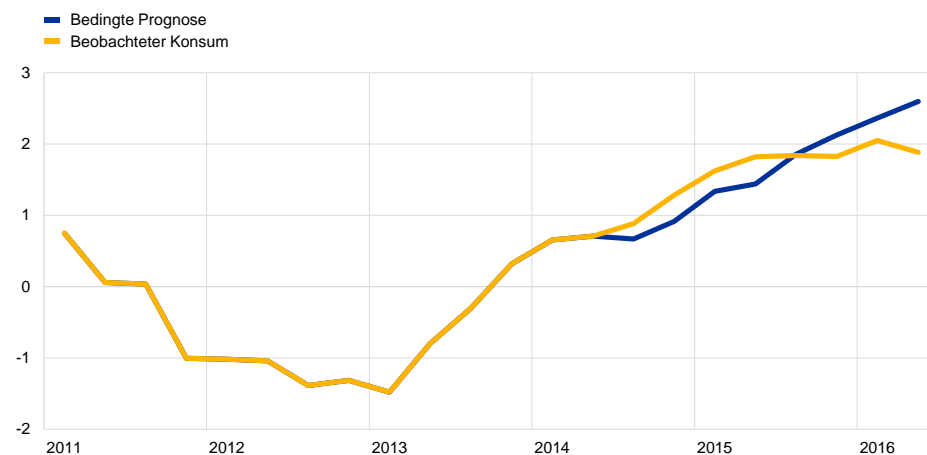
<sup>25</sup> Siehe P. Edelstein und L. Kilian, How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 56, 2009, S. 766-779.

anstieg, der von Mitte 2017 bis Mitte 2018 zu beobachten war, die privaten Konsumausgaben etwas dämpfen.

#### Abbildung 14

#### Private Konsumausgaben nach dem Ölpreisverfall im Zeitraum 2014–2015

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die bedingte Prognose wurde anhand des Modells von Edelstein und Kilian für den Euroraum erstellt. Es handelt sich um eine modellbasierte Vorausberechnung des Konsums in Abhängigkeit von den beobachteten Ölpreisen.

## 4 Entwicklung des Vermögens und der Verschuldung privater Haushalte

### Der private Verbrauch hängt entscheidend von der Bilanzstärke des Haushaltssektors ab.

Zum einen fördert ein Vermögenszuwachs den Wohlstand und somit die Konsumfreudigkeit privater Haushalte. Dabei handelt es sich um den üblichen Vermögenseffekt (siehe auch Kasten 1).<sup>26</sup> Zum anderen ist eine solide Finanzlage auch ausschlaggebend für den Zugang der Privathaushalte zu Krediten und daher für ihre Fähigkeit, den Konsum über den Konjunkturzyklus hinweg zu glätten. Da die Bilanzen typischerweise in Abschwungphasen schlechter und in Aufschwungphasen besser ausfallen, besteht zwischen der Bilanzstärke und dem Konsumwachstum ein enger Zusammenhang, der als Finanzakzelerator kanal bezeichnet wird. Abbildung 15 zeigt, wie sich die Kreditrichtlinien der Banken seit 2003 parallel zum Wachstum des Nettovermögens der privaten Haushalte entwickelt haben. Insbesondere nach Phasen eines starken Anstiegs des Verschuldungsgrads können sinkende Vermögenspreise einen kräftigen Rückgang des Nettovermögens bewirken und einen massiven Druck zum Schuldenabbau erzeugen, der wiederum die Konsumdynamik dauerhaft drosseln kann.<sup>27</sup> Der vorliegende Abschnitt beschäftigt sich eingehender mit der Frage, wie das jüngste Konsumwachstum

<sup>26</sup> Siehe J. Poterba, Stock market wealth and consumption, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 14, 2000, S.99-118, und J. Slacalek, What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth, in: The B.E. Journal of Macroeconomics, Bd. 9, Oktober 2009, S. 1-37.

<sup>27</sup> Siehe A. Mian, K. Rao und A. Sufi, Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 128, 2013, S. 1687-1726.

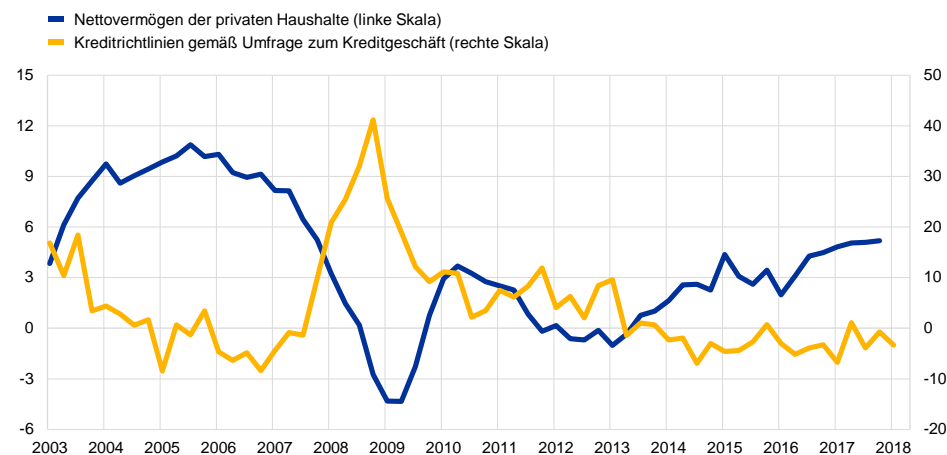


durch die Veränderung des Vermögens und der Verbindlichkeiten privater Haushalte beeinflusst wurde.

### Abbildung 15

#### Kreditrichtlinien und Nettovermögen privater Haushalte im Euroraum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: gewichtete Salden in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei der Umfrage zum Kreditgeschäft werden Banken befragt, wie sich im Verlauf der vorangegangenen drei Monate ihre Richtlinien für die Kreditvergabe an private Haushalte im Hinblick auf Konsumentenkredite verändert haben. Ein Anstieg (Rückgang) steht für eine Straffung (Lockerung) der Kreditrichtlinien.

## 4.1 Vermögen privater Haushalte

### Preisveränderungen bei Wohnimmobilien können erhebliche Akzelerator-effekte auf den privaten Verbrauch ausüben.

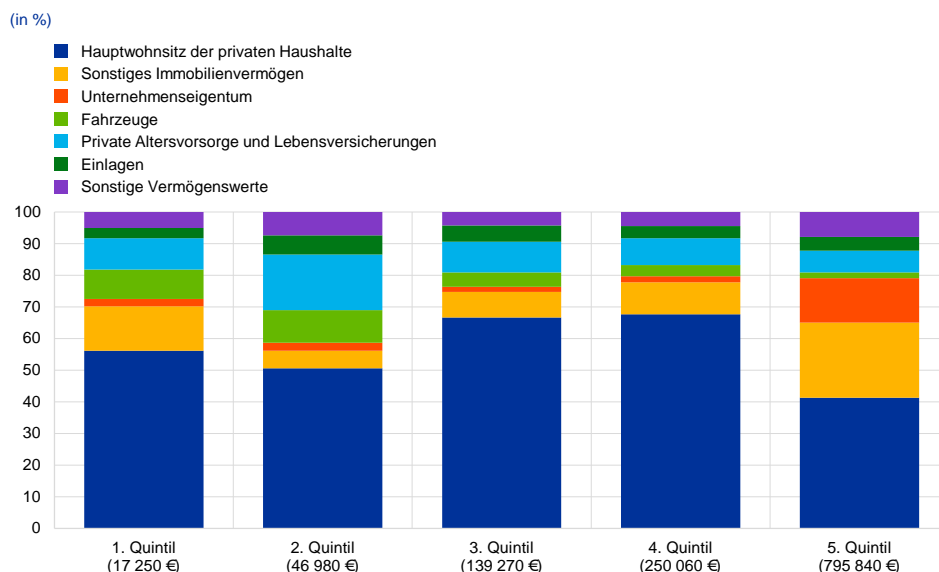
Grund hierfür ist, dass der Hauptwohnsitz für die meisten Haushalte die größte Vermögenskomponente darstellt (siehe Abbildung 16). Überdies ist das Wohnimmobilienvermögen in der Regel gleichmäßiger verteilt als das Finanzvermögen, das hauptsächlich im obersten Quintil der Vermögensverteilung angesiedelt ist.<sup>28</sup> Ferner werden Wohnimmobilien üblicherweise finanziert (z. B. über Kredite), sodass sich Hauspreisänderungen sogar noch stärker auf das Nettovermögen der privaten Haushalte auswirken können. Dies ist womöglich eine Erklärung dafür, dass sich der Immobilienbesitz im Verlauf des Konjunkturzyklus trotz ähnlicher direkter Vermögenseffekte häufig als bedeutender für den privaten Konsum erweist als das Finanzvermögen (siehe auch die kurzfristigen Elastizitäten in Kasten 1).<sup>29</sup> Da der Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet auf Länderebene segmentiert ist, hat sich das Immobilienvermögen in den einzelnen Ländern sehr uneinheitlich entwickelt.

<sup>28</sup> Siehe K. Adam und P. Tzamourani, Distributional consequences of asset price inflation in the euro area, in: European Economic Review, Bd. 89, 2016, S. 172-192.

<sup>29</sup> Siehe M. Iacoviello, Housing wealth and consumption, Working Papers des Federal Reserve Board, Nr. 1027, 2010.

## Abbildung 16

### Durchschnittsportfolio nach Nettovermögensquintil im Euroraum



Quelle: Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (HFCS) des Eurosystems.

Anmerkung: Die Zahlenangaben in den Klammern bezeichnen das Gesamtvolumen des Durchschnittsportfolios in den einzelnen Quintilen.

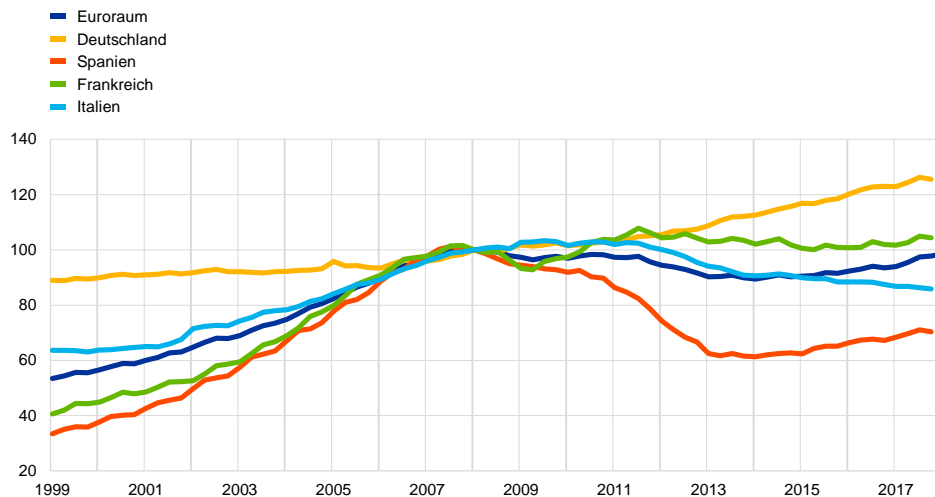
### Das Wohnimmobilienvermögen hat sich in den Ländern des Euroraums sehr unterschiedlich entwickelt.

Während es in Deutschland 2013 kräftig zu steigen begann, blieb es in Frankreich im gleichen Zeitraum praktisch unverändert (siehe Abbildung 17). In Spanien ist unterdessen seit Kurzem wieder ein Zuwachs beim Immobilienvermögen zu verzeichnen, das aber nach wie vor rund 30 % niedriger ist als vor der Großen Rezession. In Italien kam es indes zu einer allmählichen Verringerung. Im Gegensatz dazu hat sich das Finanzvermögen in den einzelnen Ländern deutlich einheitlicher entwickelt. Folglich lassen sich offenbar auch die anhaltenden länderübergreifenden Unterschiede im privaten Konsum (siehe Abbildung 5) eher durch das Immobilien- als durch das Finanzvermögen erklären.

## Abbildung 17

### Reales Immobilienvermögen privater Haushalte im Ländervergleich

(Index: Q1 2008 = 100)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das reale Immobilienvermögen privater Haushalte wird berechnet als nominales Immobilienvermögen dividiert durch den Deflator der privaten Konsumausgaben.

## 4.2 Verschuldung und Ersparnis privater Haushalte

### Die rückläufige Verschuldung der Privathaushalte unterstreicht die Nachhaltigkeit der Expansion der privaten Konsumausgaben.

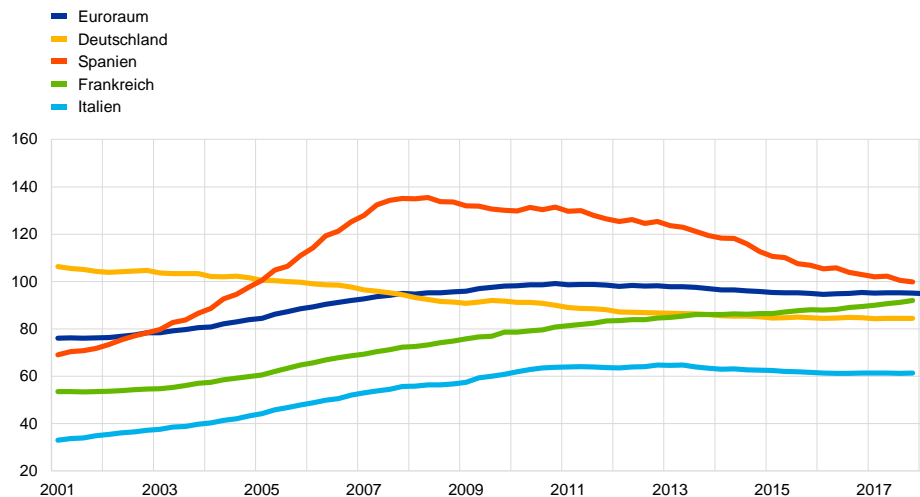
Bisweilen wird argumentiert, dass der aktuelle Konjunkturaufschwung wenig nachhaltig sei, da er auf dem privaten Verbrauch und der Anhäufung neuer Schulden basiere.<sup>30</sup> Diese Auffassung beruht vor allem auf der Annahme, dass konsumgetriebene Erholungsphasen stets durch eine steigende Verschuldung der privaten Haushalte ermöglicht werden. Dies gilt jedoch nicht für das aktuelle Konsumwachstum im Euroraum. Anders als in der Zeit vor der Krise geht der kontinuierliche Konsumanstieg im Eurogebiet mit einem allmählichen Abbau der privaten Verschuldung einher, die sich mittlerweile in etwa auf dem Vorkrisenniveau eingependelt hat (siehe Abbildung 18). Außerdem ist die Verschuldung der privaten Haushalte in bestimmten Ländern, wie etwa in Frankreich, zwar weiter in Richtung des Euroraum-Durchschnitts gestiegen, doch die Unterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften haben sich deutlich verringert. Ursächlich hierfür ist der kräftige Rückgang in jenen Ländern, deren Haushaltssektor am stärksten verschuldet war (z. B. Spanien).

<sup>30</sup> Siehe E. Kharroubi und E. Kohlscheen, Consumption-led expansions, in: BIS Quarterly Review, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, März 2017.

## Abbildung 18

### Verschuldung privater Haushalte

(in % des verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

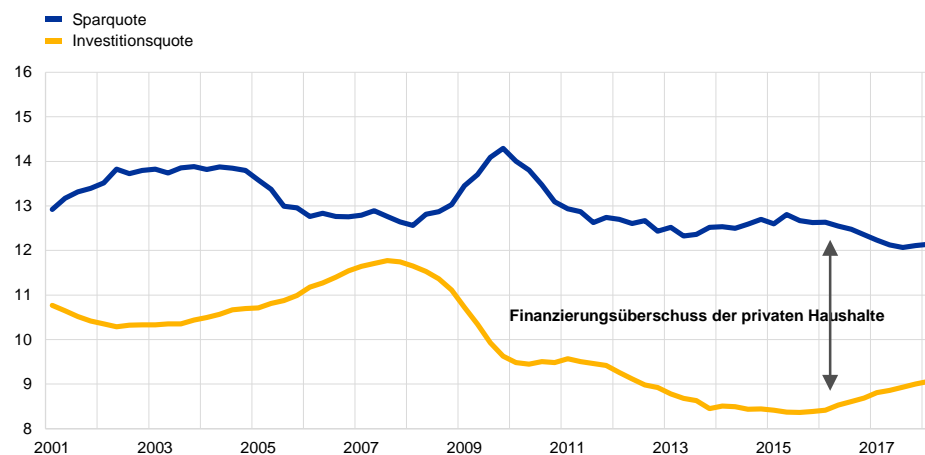
Anmerkung: Auf der Basis von Vierquartalsummen des verfügbaren Bruttoeinkommens.

**Bei einer anhaltend niedrigen Sparquote der privaten Haushalte trug deren schwache Investitionstätigkeit zu einem weiteren Schuldenabbau bei.** Nach einem vorübergehenden Anstieg während der Rezessionsphase in den Jahren 2008 und 2009 geht die private Sparquote seit 2011 wieder allmählich zurück. Abbildung 19 veranschaulicht, dass die niedrige Investitionsquote der privaten Haushalte einen hohen Finanzierungsüberschuss in diesem Sektor bewirkt hat, der Ausdruck einer geringeren Kreditaufnahme als vor der Finanzkrise ist. Der Druck zum Verschuldungsabbau scheint das jüngste Konsumwachstum – anders als im Fall der privaten Investitionstätigkeit – nicht sonderlich beeinträchtigt zu haben. Am deutlichsten ist diese Entwicklung in Ländern wie Spanien zu beobachten, die einen Boom-Bust-Zyklus am Wohnimmobilienmarkt verzeichnet haben.

## Abbildung 19

### Spar- und Investitionsquote privater Haushalte

(in % des verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

#### Seit 2013 betreiben die privaten Haushalte den Schuldenabbau nicht mehr aktiv, sondern passiv, weshalb sich die Ausweitung der Konsumausgaben zunehmend selbst trägt.

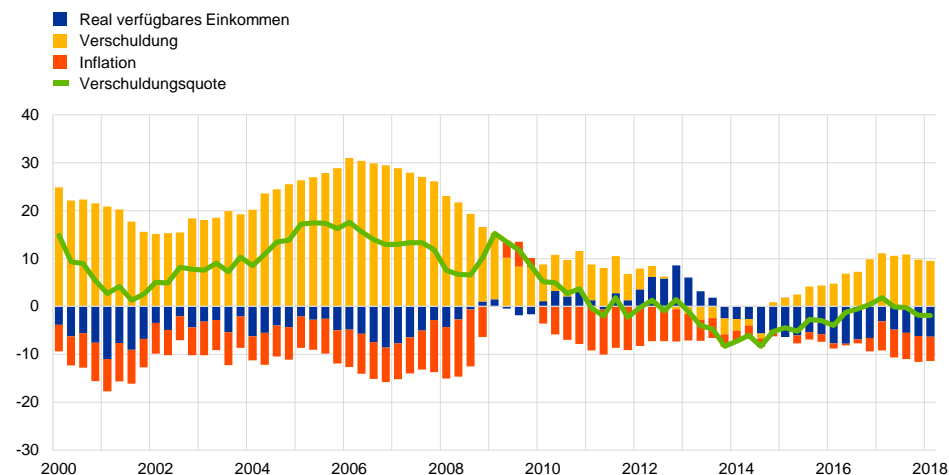
Anfang 2013 lag der Beitrag des nominal verfügbaren Einkommens zur Veränderung der Verschuldungsquote der Privathaushalte (in Prozent des verfügbaren Bruttoeinkommens) immer noch bei nahe null (siehe Abbildung 20). Vor Beginn des aktuellen Konjunkturaufschwungs waren das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte sowie die Inflation noch rückläufig. Von den niedrigeren Bewertungen der Aktiva ging ein Druck zum Abbau der Verschuldung aus; die privaten Haushalte mussten ihre Kredite zurückzahlen und auf neue Kreditaufnahmen verzichten. Die Schulden wurden also aktiv abgebaut. Nachdem die wirtschaftliche Expansion an Dynamik gewonnen hatte, beschleunigte sich sukzessive das Wachstum des nominal verfügbaren Einkommens der Privathaushalte, was zu einer weiteren Abnahme ihrer Verschuldung führte. Durch den stärkeren Zuwachs des nominalen Einkommens verbesserten sich die Bilanzen und es kam zu einem selbsttragenden Anstieg der Ausgaben und der Wirtschaftsaktivität. Es fand somit ein passiver Abbau der Verschuldung statt. In den vergangenen Jahren haben sich die Privathaushalte wieder stärker verschuldet, wenngleich ihr Schuldenstand gemessen am Einkommen weiter gesunken ist. Diese höhere Neuverschuldung war zum einen durch die Aufnahme von Wohnungsbaukrediten bedingt, da die Erholung am Wohnimmobilienmarkt allmählich Fahrt aufnahm. Zum anderen spiegelte sich darin auch die regere Nachfrage nach Konsumentenkrediten wider, weil wieder vermehrt Gebrauchsgüter (z. B. Autos) angeschafft wurden.<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Siehe EZB, [Jüngste Entwicklungen bei den Konsumentenkrediten im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2017, November 2017, und EZB, [Konsum von Gebrauchsgütern im anhaltenden Wirtschaftsaufschwung](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

## Abbildung 20

### Veränderung der Schuldenquote privater Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf Basis des vierteljährlichen saisonbereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens.

## Kasten 2

### Geldpolitik, Ungleichheit der privaten Haushalte und Konsum

Michele Lenza und Jiri Slacalek

#### Die Geldpolitik wirkt sich je nach Zusammensetzung des Einkommens und Vermögens unterschiedlich auf die privaten Haushalte aus.

Im vorliegenden Kasten wird anhand von Schätzungen untersucht, wie die jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB die Arbeitslosenquote, das Einkommen und das Vermögen unterschiedlicher Privathaushalte beeinflussen.<sup>32</sup> Die nachfolgend aufgeführten Ergebnisse basieren auf einer Simulationsrechnung, die zunächst unter Verwendung eines Vektorautoregressionsmodells ermittelt, wie sich ein exogener Schock im Zusammenhang mit dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (der die Auswirkungen der APP-Ankündigungen erfassen soll) aus gesamtwirtschaftlicher Sicht auf die Vermögenspreise<sup>33</sup> und das Einkommen auswirkt. Anschließend werden diese aggregierten Effekte auf die einzelnen Haushalte verteilt, wozu Mikrodaten zu Einkommen und Vermögen sowie deren Komponenten verwendet werden; sie stammen aus der Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) des Eurosystems.<sup>34</sup>

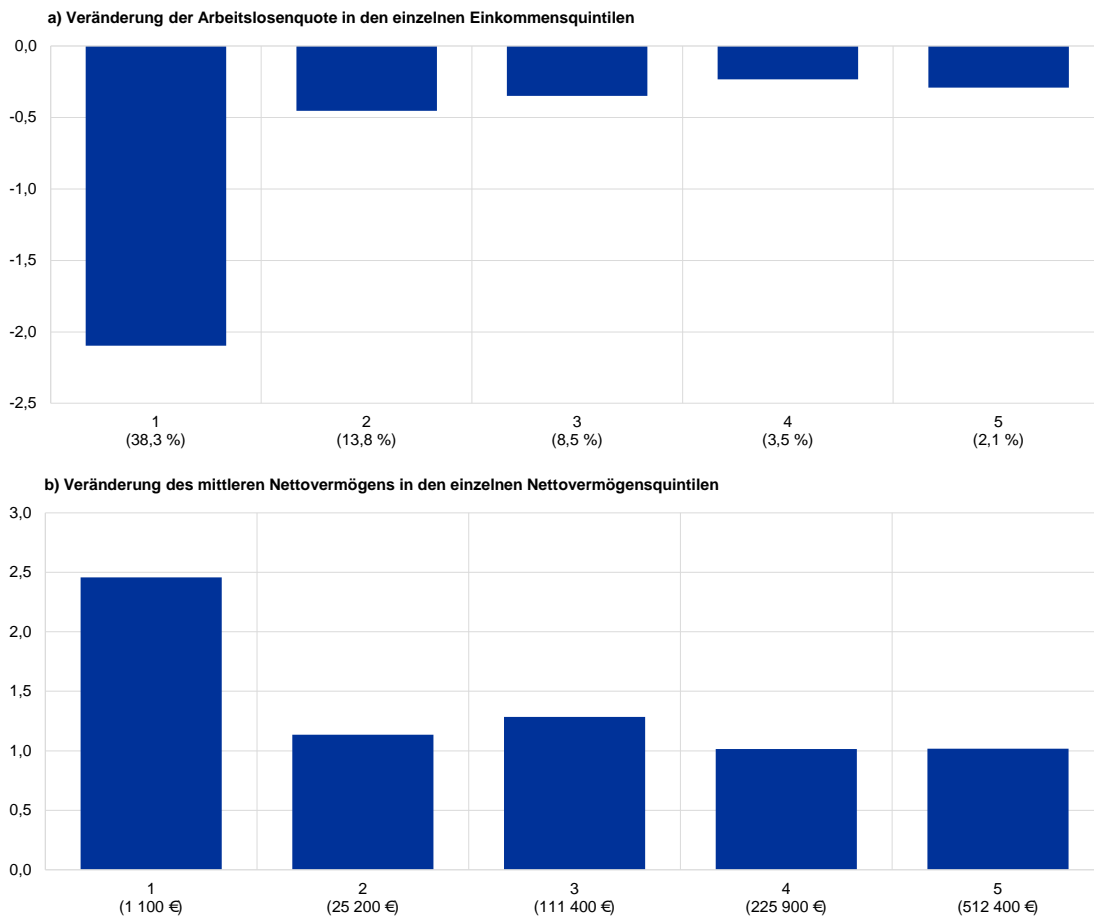
<sup>32</sup> Der Fokus liegt auf dem erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), das im Januar 2015 zur Bekämpfung der Risiken einer lang anhaltenden Phase niedriger Inflation aufgelegt wurde. Das APP wird als ein Rückgang der Zinsstrukturkurve, d. h. der Differenz zwischen den lang- und den kurzfristigen Zinssätzen, um 30 Basispunkte modelliert.

<sup>33</sup> Das Modell umfasst Wohnimmobilienpreise, Aktienkurse und Zinssätze (von denen wiederum die Anleihekurse abhängen).

<sup>34</sup> Siehe auch V. Constâncio, *Inequality and macroeconomic policies*, Rede anlässlich des jährlichen Kongresses der European Economic Association, Lissabon, 22. August 2017.

## Reaktion der Arbeitslosenquote und des Nettovermögens auf das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP)

(obere Grafik: Veränderung der Arbeitslosenquote in Prozentpunkten nach Einkommensquintilen; untere Grafik: Veränderung des mittleren Nettovermögens in % nach Nettovermögensquintilen)



Quellen: Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum (HFCS) des Eurosystems und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die obere Grafik zeigt den Rückgang der Arbeitslosenquote in Prozentpunkten in den einzelnen Haushaltseinkommensquintilen vier Quartale nach Eintritt des APP-Effekts. In der unteren Grafik ist der Anstieg des mittleren Nettovermögens in Prozent in den jeweiligen Nettovermögensquintilen vier Quartale nach Eintritt des APP-Effekts dargestellt. Die Zahlen in Klammern stehen für das Anfangsniveau der Arbeitslosenquote und des mittleren Nettovermögens im jeweiligen Quintil. Die Daten beziehen sich auf ein Aggregat aus Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien.

**Das APP hat zu einem erheblichen Rückgang der Arbeitslosenquote im unteren Segment der Einkommensverteilung geführt.**<sup>35</sup> Der oberen Grafik in der vorstehenden Abbildung ist zu entnehmen, wie sich der aggregierte Rückgang der Arbeitslosigkeit auf die verschiedenen Einkommensgruppen der Privathaushalte verteilt. Konkret wird ersichtlich, wie stark sich die Arbeitslosenquote vier Quartale nach Eintritt des APP-Schocks in den fünf Einkommensquintilen verringert hat. Der aggregierte Rückgang der Quote um rund 0,7 Prozentpunkte betrifft die privaten Haushalte sehr unterschiedlich, wobei eine deutliche Konzentration bei den Haushalten mit Einkommen im Bereich der untersten 20 % festzustellen ist, deren Arbeitslosigkeit um mehr als

<sup>35</sup> Die Veränderungen beim Einkommen sind größtenteils auf Privatpersonen zurückzuführen, die erwerbstätig werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies passiert, hängt wiederum von den demografischen Merkmalen dieser Personen ab (wie Alter, Bildung, Familienstand und Anzahl der Kinder). Konkret wird ein Probit-Modell mit dem Beschäftigungsstatus als abhängiger Variable geschätzt. Dabei wird eine gewisse Heterogenität in der Beschäftigungswahrscheinlichkeit der Haushalte berücksichtigt. Anschließend wird mithilfe des Modells simuliert, welche Personen eine Erwerbstätigkeit aufnehmen.

2 Prozentpunkte sinkt. Demgegenüber ist in anderen Einkommensquintilen eine Verringerung um weniger als 0,5 Prozentpunkte zu verzeichnen. Dieser Unterschied liegt vor allem darin begründet, dass die Arbeitslosigkeit in den unteren Bereichen der Einkommensverteilung viel höher ist.

**Durch die rückläufigen Arbeitslosenquoten bei Privathaushalten mit geringerem Einkommen verringert sich die Einkommensungleichheit.** Veränderungen der Arbeitslosenquote wirken sich spürbar auf das Einkommen der privaten Haushalte aus: Mit dem Bezug von Löhnen und Gehältern (statt Arbeitslosenunterstützung) erhöhen sich die Einkommen beträchtlich. Das Medianeinkommen steigt im untersten Quintil um rund 3 % und in anderen Verteilungssegmenten um etwa 0,5 %. Dadurch nimmt die Einkommensungleichheit ab. Der Gini-Koeffizient, ein gängiger Indikator der Ungleichheit, sinkt den Schätzungen zufolge von 43,1 % auf 42,8 %.

**Das APP hat über die gesamte Vermögensverteilung zu einer leichten Zunahme des Nettovermögens der privaten Haushalte geführt.** Wie die untere Grafik der Abbildung zeigt, steigt das mittlere Nettovermögen der Haushalte im untersten Nettovermögensquintil um 2,5 %. In den anderen Quintilen beträgt der Zuwachs rund 1 %. Die Wohnimmobilienpreise spielen eine entscheidende Rolle bei diesen Veränderungen. Rund 70 % bis 80 % des Gesamtvermögens der Privathaushalte entfallen auf Immobilienvermögen, wobei dieser Anteil über die gesamte Verteilung hinweg (möglicherweise mit Ausnahme der Einkommen ganz am obersten Rand) stabil ist. Überdies zeigen die Aktienkurse den Schätzungen zufolge nur eine geringe und vorübergehende Reaktion. Der Vermögenszuwachs im niedrigsten Quintil geht zum Teil auf den hohen Verschuldungsgrad dieser privaten Haushalte zurück. Die genannten Veränderungen haben gemessen am Gini-Koeffizienten keinen nennenswerten Einfluss auf die Ungleichheit beim Nettovermögen.

**Die Einkommens- und Vermögensentwicklung dürfte sich auf den privaten Konsum auswirken.** Wie die Konsumausgaben auf Einkommensveränderungen reagieren, hängt entscheidend von der marginalen Konsumneigung ab, also dem Ausgabenverhalten bei einem temporären Anstieg des Einkommens. In der empirischen Fachliteratur ist umfassend dokumentiert, dass Privathaushalte mit einem geringeren Einkommen und einem niedrigen Bestand an liquiden Vermögenswerten tendenziell von der Hand in den Mund leben. In der Regel sind sie Liquiditätsbeschränkungen unterworfen und reagieren in ihrem Konsumverhalten äußerst sensibel auf vorübergehende Einkommensveränderungen. Im Euroraum verfügen nahezu 25 % der privaten Haushalte über nur wenig liquide Mittel und leben von der Hand in den Mund. Ihre marginale Konsumneigung liegt bei etwa 0,3. Die anderen Haushalte, die reichlich liquide Aktiva aufweisen, sind dagegen gut abgesichert und haben mit rund 0,1 oder weniger eine viel geringere marginale Konsumneigung.

**Die Reaktion des gesamtwirtschaftlichen Konsums auf die Geldpolitik wird unverhältnismäßig stark von privaten Haushalten mit Liquiditätsbeschränkungen beeinflusst.** Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens erhalten die Einkommen der privaten Haushalte den Schätzungen zufolge in den unteren Verteilungsbereichen durch das APP einen überproportional hohen Auftrieb. Zweitens weisen diese Privathaushalte in der Regel eine deutlich höhere marginale Konsumneigung auf. Ihre Ausgabenreaktion ergibt sich als Zusammenspiel dieser beiden Aspekte und ist daher merklich ausgeprägter als bei Haushalten im oberen Verteilungssegment. Ampudia et al.<sup>36</sup> zeigen auf, dass dieser indirekte Einkommenskanal der Geldpolitik, der seine Wirkung über die

---

<sup>36</sup> Siehe M. Ampudia, D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen und G. L. Violante, Monetary policy and household inequality, Working Paper Series der EZB, Nr. 2170, Juli 2018.



Förderung von Beschäftigung und Arbeitseinkommen entfaltet, stärker ist als der intertemporale Substitutionskanal, der bewirkt, dass die privaten Haushalte nach einer Zinssenkung weniger sparen und mehr ausgeben. Rund 80 % bis 90 % des Gesamteffekts der Geldpolitik auf das Ausgabenverhalten der von der Hand in den Mund lebenden Privathaushalte und ein wesentlicher Teil der Gesamtreaktion der übrigen Haushalte sind dem indirekten Einkommenskanal geschuldet. Insgesamt sind ungefähr 60 % der Gesamtwirkung diesem indirekten Kanal zuzuordnen. Die Berechnungen deuten zu guter Letzt auch darauf hin, dass das APP zu einer Verdichtung der Verteilung der privaten Konsumausgaben über den gesamten Haushaltssektor hinweg beiträgt, da der Verbrauch der von der Hand in den Mund lebenden Privathaushalte stärker angekurbelt wird als der Konsum gut abgesicherter Haushalte.

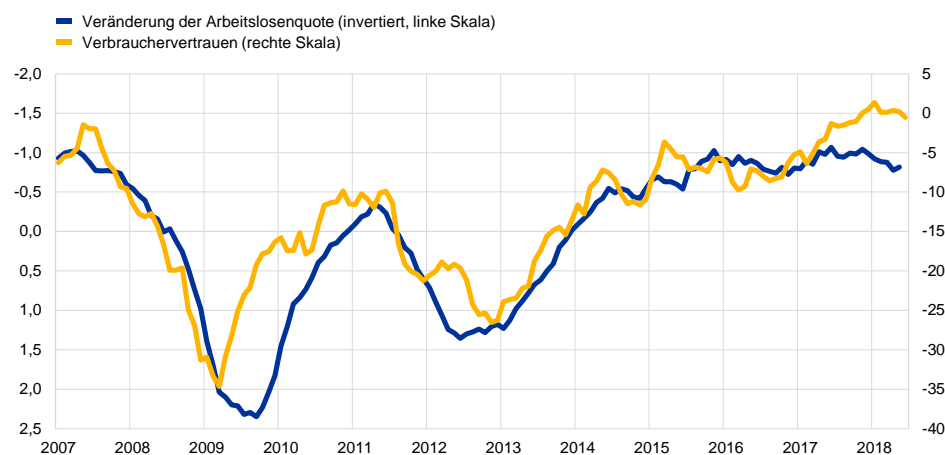
## 5 Schlussbemerkungen

**Die privaten Konsumausgaben sind eine wichtige Triebfeder des aktuellen Konjunkturaufschwungs, aber es besteht noch immer Spielraum für weiteres Wachstum.** Der private Verbrauch im Euro-Währungsgebiet hat sich deutlich von den während der Finanzkrise erlittenen Verlusten erholt. Verglichen mit früheren wirtschaftlichen Expansionsphasen ist das Konsumwachstum zwar niedrig, hat jedoch seit 2013 die ursprünglichen Erwartungen übertroffen. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die Belebung am Arbeitsmarkt, wenngleich die Arbeitslosigkeit in einigen Ländern und in einigen Arbeitnehmergruppen nach wie vor höher ist als vor der Finanzkrise. Mit Blick auf die Zukunft dürften im Zuge einer weiteren Verbesserung der Lage an den Arbeitsmärkten das Verbrauchervertrauen hoch bleiben und der private Konsum weiter anziehen (siehe Abbildung 21).

### Abbildung 21

#### Entwicklung der Arbeitslosenquote und des Verbrauchervertrauens

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten; rechte Skala: Salden in %)



Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen), Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Die akkommodierende Geldpolitik der EZB hat in erheblichem Maße zur Ausweitung der privaten Konsumausgaben beigetragen.** Es gibt zunehmend Hinweise darauf, dass sich die Geldpolitik insbesondere bei Privathaushalten, die (z. B. aufgrund von Arbeitslosigkeit oder Verschuldung) über beschränkte Finanzmittel verfügen, positiv auf den privaten Verbrauch auswirkt. Dies zeigt, welche Rolle die Heterogenität bei der Transmission der Geldpolitik spielt. Gleichzeitig haben akkommodierende geldpolitische Maßnahmen die Einkommens- und Vermögensungleichheit auch unmittelbar verringert. Zudem gibt es kaum Anzeichen dafür, dass die niedrigen Zinsen zu einem allgemeinen Anstieg der Verschuldung privater Haushalte geführt haben, was für die Nachhaltigkeit der gesamtwirtschaftlichen Expansion spricht.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0	
2016	3,2	1,5	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,8	2,3	1,7	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2017 Q3	1,0	0,8	0,4	0,5	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4	
Q4	1,0	0,7	0,4	0,3	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4	
2018 Q1	0,9	0,5	0,2	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3	
Q2	.	.	.	.	1,8	.	.	.	2,7	2,4	0,7	.	1,7	
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	2,1	3,0	1,4	1,5	1,3	
Febr.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,2	2,7	1,5	2,9	1,1	
März	-	-	-	-	-	-	2,3	2,0	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3	
April	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	2,4	0,6	1,8	1,3	
Mai	-	-	-	-	-	-	2,6	2,0	2,8	2,4	0,7	1,8	1,9	
Juni	-	-	-	-	-	-	.	.	2,9	2,4	0,7	.	2,0	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,4
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,0	6,8
2017 Q3	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,5	1,3	1,6
Q4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,4	1,4	1,4
2018 Q1	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,2	2,2	0,7	3,2
Q2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,2	.	.	.
2018 Febr.	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,8	54,5	52,3	2,7	2,1	3,0
März	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,2	0,7	3,2
April	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	0,2	-0,3	0,5
Mai	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,1	54,4	50,3	-0,5	-1,1	-0,1
Juni	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,1	.	.	.
Juli	.	55,9	.	.	.	54,3	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmontagsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 Dez.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 Jan.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
Febr.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
März	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
April	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
Juni	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04

Quelle: EZB.

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

### 2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 Dez.	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 Jan.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
Febr.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
März	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
April	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
Mai	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
Juni	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31

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	Verbraucher- nahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanz- sektor 7	Industrie 8	Techno- logie 9	Versor- gungsun- ternehmen 10	Telekom- munikation 11	Gesund- heits- wesen 12	13	14
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2017 Dez.	389,7	3 564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2 664,3	22 769,9
2018 Jan.	398,4	3 612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2 789,8	23 712,2
Febr.	380,6	3 426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2 705,2	21 991,7
März	375,9	3 374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2 702,8	21 395,5
April	383,3	3 457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2 653,6	21 868,8
Mai	392,3	3 537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2 701,5	22 590,1
Juni	383,4	3 442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2 754,4	22 562,9

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Zusam- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 Juni	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,91	1,90	1,89	2,22	1,87
Juli	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,92	1,89	1,90	2,22	1,88
Aug.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,01	1,91	1,94	2,21	1,91
Sept.	0,05	0,44	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89
Okt.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88
Nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
Dez.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,46	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018 Jan.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,86	1,91	1,90	2,14	1,84
Febr.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,86	4,72	5,70	6,19	2,36	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
März	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
April	0,04	0,45	0,34	0,61	6,11	16,84	4,92	5,72	6,17	2,36	1,63	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
Mai <sup>6)</sup>	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,88	4,83	5,88	6,39	2,38	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Zusammen- gesetzter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 Juni	0,04	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,36	1,74	1,72	1,71	1,27	1,43	1,56	1,76
Juli	0,04	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,38	1,75	1,75	1,76	1,23	1,34	1,67	1,74
Aug.	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75
Sept.	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73
Okt.	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73
Nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
Dez.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018 Jan.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
Febr.	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70
März	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
April	0,03	0,06	0,34	2,32	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
Mai <sup>6)</sup>	0,03	0,08	0,44	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,75	1,08	1,22	1,65	1,62

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2017 Dez.	1 240	519	155	.	70	438	57	305	139	51	.	30	55	29
2018 Jan.	1 272	532	155	.	77	447	61	403	194	40	.	41	91	36
Febr.	1 282	540	153	.	80	444	65	355	172	41	.	34	78	30
März	1 299	541	154	.	84	453	67	386	167	60	.	41	84	33
April	1 315	542	161	.	94	450	69	395	180	50	.	43	73	49
Mai	1 301	536	156	.	98	445	66	380	179	38	.	43	79	41
<b>Langfristig</b>														
2015	15 250	3 786	3 286	.	1 060	6 481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15 398	3 695	3 233	.	1 186	6 643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15 354	3 560	3 142	.	1 190	6 819	642	248	66	75	.	17	83	7
2017 Dez.	15 354	3 560	3 142	.	1 190	6 819	642	212	46	93	.	14	52	6
2018 Jan.	15 371	3 569	3 151	.	1 174	6 841	636	302	99	75	.	14	109	5
Febr.	15 376	3 566	3 146	.	1 171	6 864	629	215	57	52	.	12	88	7
März	15 439	3 580	3 148	.	1 183	6 904	624	256	68	60	.	24	96	7
April	15 442	3 578	3 163	.	1 192	6 886	624	232	61	67	.	14	85	4
Mai	15 529	3 589	3 188	.	1 205	6 927	621	196	49	48	.	17	80	3

Quelle: EZB.

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

### 2.7 Wachstumsraten und Bestände von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2015	16 518,8	4 303,1	3 432,4	.	1 122,0	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	985,3	5 244,9
2016	16 638,9	4 212,9	3 368,8	.	1 245,5	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 097,8	5 454,1
2017	16 593,6	4 079,1	3 297,3	.	1 260,1	7 257,3	699,8	7 954,8	612,5	1 263,0	6 079,3
2017 Dez.	16 593,6	4 079,1	3 297,3	.	1 260,1	7 257,3	699,8	7 954,8	612,5	1 263,0	6 079,3
2018 Jan.	16 643,5	4 101,7	3 306,1	.	1 251,0	7 287,7	697,1	8 204,1	665,6	1 333,1	6 205,4
Febr.	16 658,1	4 105,8	3 299,9	.	1 251,7	7 307,4	693,4	7 920,3	638,6	1 293,1	5 988,6
März	16 737,6	4 120,5	3 302,7	.	1 267,8	7 356,1	690,5	7 814,0	599,0	1 253,4	5 961,7
April	16 757,1	4 120,1	3 323,5	.	1 285,6	7 335,1	692,8	8 143,4	620,8	1 351,3	6 171,2
Mai	16 830,5	4 124,3	3 344,7	.	1 303,2	7 371,5	686,8	8 032,4	531,2	1 301,4	6 199,8
<b>Wachstumsraten</b>											
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2017 Dez.	1,3	-0,5	0,0	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 Jan.	1,2	-0,4	0,2	.	5,9	1,9	0,5	1,1	5,8	2,7	0,3
Febr.	1,4	-1,0	1,4	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4
März	1,5	-0,1	1,8	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4
April	1,5	0,4	0,8	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5
Mai	1,0	-0,1	0,0	.	6,0	1,5	-1,9	1,4	1,6	5,3	0,5

Quelle: EZB.



## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG <sup>2)</sup> 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	81,3	88,2	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,5	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,8	80,6	90,0	112,0	90,0
2017 Q3	98,6	93,2	93,8	87,6	81,4	91,5	114,5	91,8
Q4	98,6	93,2	93,5	87,4	81,0	91,3	115,0	92,0
2018 Q1	99,6	94,0	94,4	88,0	81,7	91,7	117,0	93,4
Q2	98,4	93,1	93,2	.	.	.	117,0	93,4
2018 Jan.	99,4	93,9	94,4	-	-	-	116,1	92,7
Febr.	99,6	93,9	94,4	-	-	-	117,3	93,6
März	99,7	94,2	94,4	-	-	-	117,7	93,9
April	99,5	93,9	94,3	-	-	-	117,9	94,0
Mai	98,1	92,8	92,7	-	-	-	116,6	93,1
Juni	97,9	92,7	92,4	-	-	-	116,7	93,1
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2018 Juni	-0,2	-0,2	-0,3	-	-	-	0,1	0,0
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2018 Juni	1,6	1,6	0,5	-	-	-	4,7	4,0

Quelle: EZB.

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

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

### 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 Q3	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
Q4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 Q1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
Q2	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
2018 Jan.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
Febr.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
März	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
April	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
Mai	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
Juni	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2018 Juni	0,3	-0,1	0,5	0,0	1,8	-0,8	0,4	0,2	0,5	-0,6	-1,8	-1,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2018 Juni	-1,2	-0,4	-1,9	0,2	4,7	3,2	2,2	0,2	2,0	5,4	6,3	4,0

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2017 Q2	24 750,0	25 174,2	-424,2	10 943,9	8 779,9	8 121,0	10 632,4	-46,0	5 048,5	5 761,9	682,7	13 843,7
Q3	24 511,8	24 961,5	-449,7	10 603,3	8 508,3	8 268,7	10 664,8	-57,1	5 022,0	5 788,3	674,8	13 742,3
Q4	24 655,4	24 897,1	-241,7	10 518,9	8 485,9	8 516,7	10 611,7	-51,7	5 001,8	5 799,5	669,7	13 566,5
2018 Q1	24 600,8	25 193,6	-592,8	10 392,4	8 520,4	8 491,5	10 660,8	-85,6	5 129,1	6 012,4	673,4	13 810,7
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2018 Q1	218,2	223,5	-5,3	92,2	75,6	75,3	94,6	-0,8	45,5	53,3	6,0	122,5
<b>Transaktionen</b>												
2017 Q2	215,4	136,3	79,1	31,3	14,7	173,3	148,4	0,5	11,8	-26,7	-1,4	-
Q3	69,2	-57,7	126,9	-153,1	-146,3	187,4	53,1	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
Q4	85,2	-67,8	153,0	36,3	-1,9	90,9	23,4	10,7	-54,6	-89,3	1,9	-
2018 Q1	474,8	322,4	152,5	95,2	-38,7	193,5	141,7	-4,2	178,8	219,4	11,6	-
2017 Dez.	-192,3	-271,3	78,9	-25,4	-35,0	6,4	-4,4	4,7	-176,3	-231,8	-1,6	-
2018 Jan.	347,0	330,3	16,7	42,6	1,4	102,5	84,1	0,2	199,3	244,8	2,3	-
Febr.	137,6	101,7	35,8	33,6	0,9	44,6	-3,7	-0,6	60,1	104,5	-0,1	-
März	-9,7	-109,6	99,9	18,9	-41,1	46,4	61,3	-3,8	-80,6	-129,8	9,4	-
April	93,1	100,7	-7,6	20,4	-13,0	17,9	-9,0	1,7	56,6	122,7	-3,6	-
Mai	128,4	143,3	-14,9	11,8	30,6	-7,7	-34,1	5,7	116,2	146,9	2,3	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2018 Mai	799,7	333,9	465,8	-14,4	-166,1	548,1	215,8	-2,3	254,0	284,3	14,2	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2018 Mai	7,1	3,0	4,1	-0,1	-1,5	4,9	1,9	0,0	2,3	2,5	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 <sup>1)</sup>			
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2015	10 526,9	10 052,8	5 742,4	2 172,4	2 107,8	1 015,4	638,9	447,9	30,2	474,1	4 862,5	4 388,4
2016	10 793,1	10 313,6	5 876,0	2 222,7	2 201,0	1 052,3	675,5	467,8	13,9	479,5	4 935,4	4 455,8
2017	11 174,0	10 654,4	6 059,8	2 276,2	2 291,5	1 116,3	712,6	457,4	26,8	519,7	5 287,4	4 767,8
2017 Q2	2 781,1	2 659,6	1 511,2	566,9	572,8	277,7	176,2	117,5	8,7	121,5	1 309,9	1 188,4
Q3	2 812,4	2 676,5	1 519,3	571,3	574,8	280,6	179,8	113,1	11,1	135,8	1 325,0	1 189,2
Q4	2 838,4	2 693,6	1 529,1	575,2	585,4	285,6	184,4	114,2	4,0	144,7	1 361,1	1 216,4
2018 Q1	2 859,0	2 720,1	1 543,7	577,8	591,2	291,2	183,2	115,4	7,4	138,9	1 357,0	1 218,1
<i>In % des BIP</i>												
2017	100,0	95,3	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,2	4,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2017 Q2	0,7	0,9	0,5	0,5	2,0	0,7	1,7	5,6	-	-	1,1	1,5
Q3	0,7	0,3	0,4	0,5	-0,1	0,4	1,9	-4,4	-	-	1,5	0,5
Q4	0,7	0,2	0,2	0,3	1,4	0,9	2,4	1,1	-	-	2,4	1,4
2018 Q1	0,4	0,7	0,5	0,1	0,3	1,3	-0,6	-0,4	-	-	-0,9	-0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,8	0,5	5,3	15,4	-	-	6,5	7,7
2016	1,8	2,2	2,0	1,8	3,7	2,6	5,6	3,6	-	-	3,0	4,0
2017	2,4	1,8	1,6	1,1	2,7	3,7	5,1	-3,0	-	-	5,2	4,0
2017 Q2	2,5	2,3	1,8	1,1	3,7	4,3	4,2	1,6	-	-	4,7	4,4
Q3	2,8	2,0	1,9	1,4	2,6	4,0	6,1	-5,6	-	-	5,9	4,2
Q4	2,8	1,4	1,4	1,3	2,8	4,1	7,5	-6,7	-	-	6,7	4,1
2018 Q1	2,5	2,0	1,6	1,3	3,6	3,3	5,5	1,7	-	-	4,1	3,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2017 Q2	0,7	0,8	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
Q3	0,7	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,5	-	-
Q4	0,7	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,5	-	-
2018 Q1	0,4	0,7	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	0,9	0,0	0,3	0,6	0,1	-0,2	-	-
2016	1,8	2,1	1,1	0,4	0,7	0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,3	-	-
2017	2,4	1,7	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1	0,0	0,7	-	-
2017 Q2	2,5	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3	-	-
Q3	2,8	1,9	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,2	0,1	0,9	-	-
Q4	2,8	1,4	0,8	0,3	0,6	0,4	0,5	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 Q1	2,5	1,9	0,8	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	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 (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2015	9 453,9	155,3	1 905,5	466,2	1 784,2	433,2	470,1	1 074,1	1 029,5	1 807,7	328,1	1 073,0
2016	9 681,2	152,3	1 939,0	485,1	1 827,5	450,4	460,6	1 100,6	1 073,9	1 855,5	336,3	1 112,0
2017	10 016,6	164,6	2 009,1	510,2	1 905,9	468,0	452,9	1 132,8	1 124,6	1 903,6	344,8	1 157,5
2017 Q2	2 493,1	41,0	498,5	126,9	475,7	116,2	113,1	282,3	279,5	474,0	85,8	288,0
Q3	2 521,8	41,3	507,3	128,8	479,5	118,2	113,6	284,7	283,5	478,1	86,8	290,6
Q4	2 544,7	41,7	515,4	130,9	483,2	118,9	113,3	286,2	286,5	481,4	87,2	293,7
2018 Q1	2 562,0	41,6	515,3	133,3	487,2	120,0	114,2	288,6	289,9	484,1	87,8	297,0
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2017	100,0	1,6	20,1	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2017 Q2	0,7	0,0	0,8	1,1	0,9	1,4	0,3	0,3	1,0	0,5	0,4	0,7
Q3	0,8	-0,2	1,7	0,5	0,5	1,7	-0,2	0,5	0,8	0,4	0,7	0,3
Q4	0,7	0,2	1,5	1,2	0,6	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 Q1	0,4	1,7	-0,7	0,7	0,8	1,8	-0,3	0,4	0,8	0,3	0,2	0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2015	1,9	3,0	3,7	0,6	2,0	3,5	-0,2	0,6	2,8	0,9	0,6	3,4
2016	1,7	-1,7	2,0	1,3	1,8	3,2	0,8	0,7	2,9	1,4	1,6	2,8
2017	2,4	0,8	3,0	2,9	3,1	4,7	-1,1	1,3	4,0	1,3	1,2	2,5
2017 Q2	2,4	0,5	3,0	3,3	3,5	5,2	-1,1	1,1	3,5	1,4	1,1	2,9
Q3	2,9	0,6	4,4	3,3	3,6	5,0	-1,2	1,5	4,3	1,5	1,5	2,5
Q4	2,9	1,7	4,1	4,2	3,4	4,4	-0,6	1,4	4,5	1,4	1,5	1,9
2018 Q1	2,6	1,7	3,3	3,6	2,9	5,4	-0,1	1,5	3,4	1,6	1,5	2,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2017 Q2	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 Q1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2015	1,9	0,1	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	-
2017 Q2	2,4	0,0	0,6	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	-
Q3	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,1	-
Q4	2,9	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	0,1	-
2018 Q1	2,6	0,0	0,7	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insge- samt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeit- nehmer	Selbst- ständige	Land- und Forst- wirtschaft, Fischerei	Verar- beitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energie- versorgung und Versor- gungs- wirtschaft	Baue- werke	Handel, Verkehr, Gastge- werbe/ Beher- bergung und Gas- tronomie	Informa- tion und Kommuni- kation	Finanz- und Versi- cherungs- dienst- leistungen	Grund- stücks- und Woh- nungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienst- leistungen	Öffentliche Verwaltung, Erzie- hung und Unterricht, Gesundheits- und Sozial- wesen	Kunst, Unter- haltung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,3	1,6	-0,4	0,9	2,7	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,2	0,6	-0,3	1,7	2,7	0,0	2,1	2,9	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,4	-0,1	1,2	1,6	1,7	3,2	-1,0	1,8	3,3	1,3	1,3
2017 Q2	1,6	2,0	-0,6	0,4	1,1	1,1	1,8	3,4	-0,9	1,8	3,2	1,2	1,5
Q3	1,7	2,1	-0,5	-0,8	1,4	1,8	1,8	3,0	-1,0	1,6	3,3	1,2	2,2
Q4	1,6	1,9	-0,5	-0,8	1,4	2,3	1,4	3,1	-1,4	1,9	3,3	1,2	0,9
2018 Q1	1,4	1,8	-0,9	-0,9	1,5	1,9	1,4	2,5	-0,8	2,2	3,1	1,1	0,4
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,5	19,5	4,3	15,3	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	80,9	19,1	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2015	1,1	1,4	-0,1	-0,4	0,5	0,5	1,0	2,6	-0,3	1,2	2,7	1,1	1,0
2016	1,4	1,7	0,0	-0,3	0,7	0,1	1,7	2,4	0,7	2,4	3,1	1,3	1,0
2017	1,3	1,8	-0,7	-1,1	1,1	1,5	1,4	3,0	-1,3	1,9	3,1	1,0	0,8
2017 Q2	1,4	1,9	-0,5	-1,1	1,2	1,2	1,7	3,5	-1,5	1,7	3,0	1,0	0,7
Q3	1,7	2,2	-0,4	-1,1	1,7	1,9	1,9	3,0	-0,9	1,5	3,4	1,1	1,7
Q4	1,7	2,2	-0,6	-0,8	2,0	3,2	1,4	3,0	-1,6	3,0	3,4	1,2	0,4
2018 Q1	1,3	1,8	-1,1	-1,4	1,5	2,0	1,2	2,1	-1,0	2,9	2,8	1,1	0,0
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2015	0,1	0,1	0,3	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,9	0,0	0,4	0,1	0,0	0,5
2016	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,2	-0,1	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,6
2017 Q2	-0,2	-0,1	0,1	-1,5	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,8
Q3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5
Q4	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	0,0	-0,1	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,6
2018 Q1	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

### 3 Konjunktorentwicklung

#### 3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio <sup>1)</sup>	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2015	160,717	4,6	17,465	10,9	5,6	14,302	9,8	3,163	22,3	9,260	10,7	8,206	11,1	1,5
2016	162,012	4,3	16,252	10,0	5,0	13,288	9,0	2,964	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,636	4,1	14,763	9,1	4,4	12,094	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,127	9,5	1,9
2017 Q2	162,353	4,2	14,866	9,1	4,5	12,143	8,2	2,723	19,2	7,692	8,8	7,174	9,5	1,9
Q3	163,319	4,0	14,607	9,0	4,2	11,966	8,0	2,642	18,5	7,578	8,6	7,029	9,3	1,9
Q4	163,108	3,9	14,221	8,7	4,2	11,663	7,8	2,558	17,9	7,329	8,4	6,892	9,1	2,0
2018 Q1	162,582	4,0	13,982	8,6	4,2	11,489	7,7	2,493	17,5	7,201	8,2	6,781	9,0	2,1
2017 Dez.	-	-	14,116	8,7	-	11,588	7,8	2,528	17,7	7,274	8,3	6,842	9,1	-
2018 Jan.	-	-	14,109	8,6	-	11,591	7,8	2,518	17,6	7,264	8,3	6,845	9,1	-
Febr.	-	-	13,971	8,6	-	11,461	7,7	2,510	17,6	7,214	8,2	6,756	9,0	-
März	-	-	13,866	8,5	-	11,415	7,7	2,451	17,3	7,124	8,1	6,741	8,9	-
April	-	-	13,781	8,4	-	11,355	7,6	2,427	17,1	7,068	8,1	6,714	8,9	-
Mai	-	-	13,656	8,4	-	11,266	7,5	2,390	16,8	6,990	8,0	6,666	8,8	-

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 % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,7	3,8	1,5	1,4	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 Q3	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,5	2,8	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5
Q4	4,1	4,7	5,4	6,0	2,1	-0,5	2,8	9,5	2,0	0,9	3,1	0,1	6,3
2018 Q1	3,1	3,4	3,1	4,3	2,4	0,9	2,6	6,5	1,6	1,5	1,9	0,0	5,3
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,2
2018 Jan.	3,6	5,9	5,1	8,5	3,2	-9,4	6,6	9,3	1,4	0,1	3,0	-1,2	6,4
Febr.	2,6	2,2	2,6	1,9	2,0	5,2	0,0	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8
März	3,2	2,4	1,7	2,9	2,0	8,9	0,9	4,6	1,7	2,5	1,0	0,6	4,8
April	1,7	2,0	0,8	4,0	1,1	-1,1	1,2	4,1	1,6	-0,4	3,4	0,4	2,7
Mai	2,4	2,8	2,3	3,9	2,0	-1,0	1,8	4,0	1,4	1,7	1,6	-0,3	2,8
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,9
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2018 Jan.	-0,6	0,2	-1,2	0,5	0,4	-6,0	-0,8	-1,9	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	0,4
Febr.	-0,8	-1,9	-0,8	-3,3	-1,1	7,1	-0,7	-0,6	0,3	1,0	-0,3	0,9	-0,7
März	0,5	0,5	-0,1	-0,6	1,6	0,7	-0,3	-0,8	0,6	0,8	0,1	-0,3	-0,1
April	-0,8	-0,2	-0,7	2,2	-1,4	-5,2	1,4	-0,6	-0,1	-1,4	1,6	-0,3	-1,9
Mai	1,3	1,4	1,6	0,7	2,2	0,5	0,3	1,4	0,0	1,1	-1,0	0,0	2,2
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 Q3	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
Q4	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 Q1	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
Q2	112,5	7,0	.	0,0	5,8	0,3	14,5	.	55,6	55,1	54,5	54,7
2018 Febr.	114,3	8,8	-	0,1	4,2	3,5	16,9	-	58,6	59,6	56,2	57,1
März	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
April	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
Mai	112,5	6,9	-	0,2	7,1	0,7	14,4	-	55,5	54,8	53,8	54,1
Juni	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,8	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
Juli	.	.	-	-0,6	.	.	.	-	55,1	54,2	54,4	54,3

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>1)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung		In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,4	93,7	1,5	2,0	1,4	3,4	1,8	33,2	7,1	134,4	4,4	9,3	2,3
2016	12,2	93,3	1,9	2,0	5,5	4,5	2,7	33,0	8,0	135,7	4,0	1,6	2,1
2017	12,0	93,6	1,4	2,1	7,2	5,2	5,5	33,5	7,7	133,2	3,7	7,0	2,2
2017 Q2	12,0	93,2	1,2	2,0	5,3	5,0	3,8	32,9	7,3	134,7	4,2	10,2	2,5
Q3	12,0	93,1	1,5	2,1	6,7	5,1	4,7	33,2	7,3	133,5	4,3	4,1	2,6
Q4	12,0	93,6	1,3	2,1	7,3	5,2	5,5	33,5	7,7	133,2	3,7	3,4	2,2
2018 Q1	.	.	.	.	.	.	5,8	.	7,8	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017 Q2	965,1	887,4	77,6	560,9	477,7	209,3	190,3	168,5	150,2	26,4	69,3	7,2	18,2
Q3	988,8	873,1	115,7	575,5	482,8	214,5	186,3	171,8	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
Q4	996,7	890,8	105,9	590,5	496,3	217,2	188,5	161,1	143,4	27,9	62,5	12,1	10,4
2018 Q1	985,5	874,4	111,1	579,7	489,2	213,5	186,1	164,0	139,5	28,3	59,6	9,1	6,4
2017 Dez.	337,7	303,4	34,3	201,2	167,6	73,3	62,9	53,1	52,0	10,0	20,9	6,3	5,3
2018 Jan.	328,1	291,9	36,3	197,1	166,5	71,1	61,6	50,8	44,7	9,2	19,1	3,0	1,9
Febr.	327,1	288,3	38,8	190,7	161,2	70,6	61,6	56,9	48,3	8,9	17,2	2,2	1,6
März	330,2	294,2	36,0	191,9	161,5	71,8	62,9	56,3	46,4	10,2	23,3	3,9	2,9
April	328,8	299,2	29,6	189,9	168,0	72,0	62,3	57,7	48,9	9,1	20,0	2,0	2,0
Mai	329,7	307,2	22,4	193,4	172,9	71,8	63,5	55,4	52,1	9,0	18,8	2,3	2,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2018 Mai	3 950,6	3 541,3	409,2	2 316,3	1 966,6	859,5	750,6	664,6	575,2	110,1	249,0	35,6	35,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2018 Mai	35,0	31,4	3,6	20,5	17,4	7,6	6,6	5,9	5,1	1,0	2,2	0,3	0,3

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2017 Q2	5,4	10,1	545,8	257,5	112,8	163,1	456,6	488,0	275,8	81,3	123,7	354,9	52,2
Q3	6,0	7,9	547,2	257,1	114,6	164,3	459,9	486,1	273,1	81,0	123,1	355,0	48,4
Q4	6,1	7,6	561,5	267,7	115,9	167,0	471,2	500,9	285,1	81,3	125,5	360,4	58,6
2018 Q1	2,3	1,8	561,4	270,7	113,2	167,9	470,6	502,8	290,3	81,0	123,2	356,6	65,0
2017 Dez.	0,8	2,7	191,8	91,0	40,5	56,9	161,5	169,0	97,4	26,6	41,5	120,7	21,4
2018 Jan.	9,1	6,2	190,2	92,5	38,1	56,6	158,8	170,7	98,6	27,6	41,7	120,7	23,1
Febr.	2,6	1,5	185,0	89,8	37,4	54,6	155,2	165,4	95,9	26,1	40,2	117,2	21,5
März	-3,3	-2,0	186,2	88,3	37,8	56,7	156,7	166,7	95,8	27,3	41,4	118,7	20,3
April	8,2	8,3	187,3	88,5	39,2	55,4	156,6	169,2	98,3	26,0	42,4	119,5	21,0
Mai	-0,9	0,7	187,6	.	.	.	156,6	170,7	.	.	.	120,5	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2017 Q2	1,5	2,5	122,4	121,2	121,8	125,6	122,1	112,7	112,7	113,4	114,0	116,3	104,6
Q3	3,8	3,4	123,8	121,9	124,9	128,1	124,0	114,4	114,1	115,7	114,1	117,8	100,3
Q4	4,4	4,0	126,3	125,5	125,6	130,2	126,8	114,8	114,7	113,3	115,7	118,3	106,0
2018 Q1	2,6	1,8	125,9	125,7	122,7	131,4	126,5	113,9	114,4	111,7	114,7	116,9	110,2
2017 Nov.	6,7	4,3	127,4	126,2	126,4	131,9	127,5	115,6	114,5	115,8	117,5	118,5	105,0
Dez.	-0,4	-0,2	128,7	127,4	130,1	132,5	129,7	113,8	115,0	106,9	114,3	117,2	111,3
2018 Jan.	8,6	5,0	127,5	128,5	123,2	132,5	127,7	114,4	115,3	112,2	114,5	117,2	114,1
Febr.	3,1	2,2	124,9	125,6	121,9	128,2	125,4	113,1	113,9	110,4	112,7	116,1	110,3
März	-2,5	-1,6	125,5	123,1	123,0	133,6	126,4	114,1	114,1	112,3	116,8	117,3	106,4
April	8,2	7,3	125,7	122,9	127,1	129,8	125,8	114,4	115,5	106,4	118,6	117,2	104,5

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.



## 4 Preise und Kosten

### 4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 Q3	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
Q4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,2	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 Q1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
Q2	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,6	0,8	0,7	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
2018 Jan.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,0	0,1	1,8	0,1	1,2	1,9
Febr.	102,0	1,1	1,0	1,0	1,3	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,3	0,1	1,0	1,8
März	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0
April	103,3	1,3	0,8	1,4	1,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
Mai	103,8	1,9	1,1	2,1	1,6	0,5	0,0	0,7	0,0	2,2	0,4	1,9	1,6
Juni	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungs- mieten
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2018)	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 Q3	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8
Q4	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 Q1	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
Q2	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3
2018 Jan.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2
Febr.	1,0	2,3	-0,9	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,2	1,7	1,1
März	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2
April	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2
Mai	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3
Juni	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3

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#page=21](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Wirtschaftsberichte/2016/2016_03_ezb_wb.pdf?__blob=publicationFile#page=21)).

## 4 Preise und Kosten

### 4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien <sup>2)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>2)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insge- samt Verarbei- tendes Gewerbe	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Zu- sammen	Vorleis- tungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,7	2,3
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	3,7	5,1
2017 Q2	100,3	3,3	3,0	2,4	3,5	0,8	2,3	3,4	0,2	6,1	2,0	3,5	4,2
Q3	100,5	2,4	2,7	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	1,9	3,7	5,7
Q4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,6	2,0	0,3	3,8	2,5	3,9	6,6
2018 Q1	102,5	1,8	1,7	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,2	2,3	4,0	.
2017 Dez.	102,0	2,2	2,1	1,9	2,9	0,9	1,4	1,7	0,4	3,0	-	-	-
2018 Jan.	102,4	1,6	2,0	1,8	2,8	0,9	1,0	1,3	0,4	1,1	-	-	-
Febr.	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,9	1,0	0,5	1,9	-	-	-
März	102,5	2,0	1,7	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,6	-	-	-
April	102,5	1,9	1,8	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,5	3,5	-	-	-
Mai	103,3	3,0	2,8	1,4	2,4	0,9	0,4	0,2	0,5	7,6	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,6	0,8	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,7	0,4	0,3	0,5	0,7	-1,5	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0
2017	107,9	1,1	1,5	1,5	1,3	1,4	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,2	17,5
2017 Q3	108,2	1,3	1,6	1,4	1,2	1,5	1,4	2,1	44,0	2,0	-7,4	12,3	2,7	-5,7	13,5
Q4	108,5	1,3	1,5	1,5	1,4	1,5	1,2	1,8	52,2	-2,5	-9,5	4,6	0,0	-5,2	6,3
2018 Q1	108,8	1,5	1,5	1,2	1,3	1,6	0,4	0,2	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	62,6	1,5	-6,7	9,6	1,0	-7,4	10,9
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-8,1	-16,1	-0,2	-6,3	-13,4	2,0
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0	-9,5	-14,6	-4,6	-7,7	-12,2	-2,6
März	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,8	-6,0	-8,8	-12,3	-4,8
April	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,3	0,1	-5,2	-11,1	1,5
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,8	-5,0	12,6	2,9	-6,3	13,8
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,0	-4,9	17,0	5,5	-4,8	18,0

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2014	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2017 Q3	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4
Q4	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1
2018 Q1	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9
Q2	9,7	6,8	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3
2018 Febr.	12,6	6,5	9,4	10,2	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9
März	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1
April	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8
Mai	9,3	7,3	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0
Juni	9,9	6,9	9,1	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2
Juli	.	.	.	.	.	66,9	58,2	55,7	52,7

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,3	1,6	2,0	0,7	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,6	1,4
2017	107,5	1,6	1,7	1,2	1,7	1,4	1,5
2017 Q2	111,2	1,8	2,2	0,8	1,9	1,7	1,5
Q3	104,2	1,6	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
Q4	114,0	1,4	1,5	0,8	1,6	0,9	1,5
2018 Q1	102,5	2,0	1,8	2,6	2,4	1,1	1,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (siehe [www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2015	104,8	0,5	-2,9	-1,4	0,7	0,8	0,8	0,7	2,7	1,6	1,4	1,7
2016	105,6	0,8	2,0	-0,1	0,0	1,2	-0,2	1,5	3,6	0,6	1,3	1,0
2017	106,4	0,8	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,2	1,2	4,5	1,7	1,5	1,6
2017 Q2	106,2	0,7	0,9	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	1,4	5,4	2,0	1,5	1,8
Q3	106,3	0,4	-0,2	-1,5	-0,5	0,1	0,3	1,0	4,0	1,6	1,3	1,4
Q4	106,6	0,6	-0,9	-0,9	0,0	-0,1	0,6	0,2	4,4	1,5	1,6	1,4
2018 Q1	107,1	0,9	-0,6	-0,1	0,2	0,6	-0,2	0,8	3,5	2,1	1,3	1,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2015	108,2	1,5	1,2	2,1	1,3	1,5	2,7	0,9	2,4	1,7	1,2	1,8
2016	109,5	1,2	0,5	1,3	1,6	1,3	0,3	2,4	2,1	0,6	1,3	1,8
2017	111,2	1,6	0,9	1,5	1,4	1,6	1,6	1,1	3,9	2,3	1,6	1,4
2017 Q2	110,9	1,5	1,1	1,4	1,7	1,3	1,6	1,3	4,7	2,3	1,6	1,4
Q3	111,4	1,6	1,3	1,5	1,0	1,9	2,3	0,7	3,8	2,6	1,5	0,8
Q4	112,2	1,8	1,6	1,7	1,9	1,8	1,8	1,0	4,0	2,6	1,8	1,9
2018 Q1	112,7	2,0	2,0	1,7	1,9	2,0	2,5	1,6	2,8	2,4	1,8	2,4
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2015	103,2	1,0	4,2	3,6	0,5	0,7	1,9	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,0
2016	103,7	0,4	-1,5	1,4	1,5	0,2	0,5	0,9	-1,4	0,0	0,0	0,8
2017	104,5	0,8	0,9	1,8	1,3	1,4	1,4	-0,1	-0,6	0,7	0,1	-0,2
2017 Q2	104,4	0,9	0,1	1,9	2,2	1,7	1,8	-0,2	-0,7	0,3	0,1	-0,4
Q3	104,8	1,1	1,5	3,0	1,5	1,8	1,9	-0,2	-0,2	1,0	0,2	-0,6
Q4	105,2	1,2	2,5	2,6	1,9	1,9	1,3	0,8	-0,5	1,1	0,1	0,5
2018 Q1	105,2	1,1	2,6	1,8	1,7	1,5	2,8	0,8	-0,7	0,3	0,4	1,1
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2015	110,0	1,4	1,4	1,7	0,7	1,6	1,7	0,9	1,7	1,4	1,3	1,6
2016	111,3	1,1	0,1	1,2	1,6	1,1	0,6	1,7	2,0	0,3	1,5	1,6
2017	113,2	1,7	0,9	1,5	1,3	1,8	1,6	1,4	3,7	2,3	1,8	1,8
2017 Q2	112,7	1,6	2,1	1,3	1,4	1,5	1,4	1,9	5,1	2,1	1,9	2,1
Q3	113,0	1,4	-0,1	1,1	0,4	1,7	1,9	0,7	3,7	2,3	1,7	1,0
Q4	113,8	1,5	0,8	1,0	1,1	1,6	1,7	1,1	2,6	2,3	1,7	2,1
2018 Q1	114,4	1,9	1,8	1,6	1,4	2,1	2,8	1,7	1,9	2,6	1,8	2,4
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2015	105,3	1,0	3,5	3,2	0,1	1,0	0,9	0,2	-0,7	0,1	-0,2	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,5	1,3	1,2	0,1	0,8	0,2	-1,7	-0,2	0,1	0,6
2017	106,9	1,1	1,9	1,9	1,4	1,8	1,6	0,2	-0,7	0,9	0,3	0,4
2017 Q2	106,5	1,1	1,6	1,8	2,1	1,8	1,7	0,4	-0,6	0,4	0,3	0,4
Q3	106,8	1,1	1,8	2,7	1,4	1,7	1,9	-0,3	-0,1	0,9	0,3	-0,1
Q4	107,3	1,1	2,5	2,1	1,0	1,9	1,3	1,1	-1,5	1,0	0,1	1,1
2018 Q1	107,5	1,2	3,1	1,7	1,6	1,7	3,2	0,9	-1,4	0,6	0,5	1,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte							
1	2	3	4	5	Bestände							
2015	1 037,7	5 575,8	6 613,5	1 444,1	2 159,7	3 603,8	10 217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10 852,4
2016	1 075,1	6 083,9	7 159,0	1 329,6	2 221,2	3 550,8	10 709,8	70,4	523,2	95,7	689,2	11 399,0
2017	1 112,0	6 636,6	7 748,7	1 194,4	2 261,2	3 455,5	11 204,2	75,7	509,4	75,7	660,8	11 865,0
2017 Q3	1 104,8	6 531,0	7 635,8	1 224,1	2 251,4	3 475,4	11 111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11 785,8
Q4	1 112,0	6 636,6	7 748,7	1 194,4	2 261,2	3 455,5	11 204,2	75,7	509,4	75,7	660,8	11 865,0
2018 Q1	1 113,4	6 736,4	7 849,8	1 171,5	2 265,9	3 437,4	11 287,2	71,6	505,7	74,6	652,0	11 939,1
Q2 <sup>(p)</sup>	1 133,3	6 899,5	8 032,9	1 183,5	2 269,6	3 453,1	11 486,0	74,0	505,1	68,7	647,7	12 133,7
2018 Jan.	1 114,5	6 679,0	7 793,4	1 198,0	2 263,9	3 461,9	11 255,3	74,7	514,5	61,6	650,9	11 906,2
Febr.	1 115,6	6 713,2	7 828,8	1 178,4	2 265,4	3 443,8	11 272,6	72,8	502,5	63,0	638,3	11 910,8
März	1 113,4	6 736,4	7 849,8	1 171,5	2 265,9	3 437,4	11 287,2	71,6	505,7	74,6	652,0	11 939,1
April	1 122,2	6 752,5	7 874,6	1 158,8	2 269,8	3 428,6	11 303,2	77,4	510,6	76,2	664,2	11 967,4
Mai	1 128,3	6 849,6	7 977,9	1 163,2	2 265,3	3 428,4	11 406,4	71,3	504,4	65,1	640,8	12 047,2
Juni <sup>(p)</sup>	1 133,3	6 899,5	8 032,9	1 183,5	2 269,6	3 453,1	11 486,0	74,0	505,1	68,7	647,7	12 133,7
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2
2016	37,5	541,7	579,2	-105,6	16,0	-89,5	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,5
2017	36,5	588,3	624,7	-112,1	36,3	-75,8	548,9	6,7	-13,7	-19,1	-26,1	522,8
2017 Q3	9,4	157,0	166,4	-32,9	10,8	-22,1	144,3	-1,1	16,8	3,1	18,9	163,1
Q4	7,2	109,0	116,2	-21,6	9,8	-11,7	104,5	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,6
2018 Q1	1,4	103,8	105,2	-21,2	6,0	-15,2	90,0	-3,9	-3,6	-0,1	-7,5	82,5
Q2 <sup>(p)</sup>	20,0	145,3	165,2	8,5	10,7	19,2	184,5	-0,9	-0,3	-7,8	-9,1	175,4
2018 Jan.	2,4	49,0	51,4	6,3	4,3	10,6	62,0	-0,6	5,1	-13,0	-8,5	53,5
Febr.	1,1	30,0	31,1	-21,1	1,1	-20,1	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
März	-2,2	24,8	22,7	-6,3	0,6	-5,7	17,0	-1,2	3,4	12,4	14,6	31,6
April	8,8	11,7	20,5	-13,4	4,9	-8,4	12,1	3,0	4,8	1,0	8,8	20,9
Mai	6,2	84,2	90,3	1,5	1,5	3,0	93,3	-6,6	-6,1	-12,0	-24,7	68,6
Juni <sup>(p)</sup>	5,0	49,4	54,4	20,3	4,3	24,7	79,0	2,7	0,9	3,2	6,8	85,9
Wachstumsraten												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,7	-3,8	4,6
2017 Q3	3,5	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-11,4	1,2	5,2
Q4	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,7	-3,8	4,6
2018 Q1	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
Q2 <sup>(p)</sup>	3,5	8,1	7,4	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,3	-1,6	-13,7	-2,4	4,4
2018 Jan.	3,1	9,8	8,8	-8,1	1,7	-1,9	5,3	-1,6	-1,0	-31,9	-5,1	4,6
Febr.	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,4	-5,4	4,3
März	2,4	8,4	7,5	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
April	2,8	7,7	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,1	5,3	-1,7	-4,3	-1,2	3,8
Mai	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,5	-2,9	-20,9	-5,1	4,0
Juni <sup>(p)</sup>	3,5	8,1	7,4	-5,4	1,7	-0,9	4,8	5,3	-1,6	-13,7	-2,4	4,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>		
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12
<b>Bestände</b>															
2015	1 953,2	1 503,9	323,6	117,4	8,3	5 750,7	3 060,7	695,0	1 992,3	2,7	957,9	226,6	365,5		
2016	2 082,3	1 617,4	296,2	160,3	8,4	6 052,3	3 400,9	644,8	2 004,7	1,9	989,1	198,2	383,2		
2017	2 244,3	1 788,0	287,1	159,8	9,5	6 301,7	3 697,5	561,5	2 042,0	0,6	1 009,7	202,2	409,9		
2017 Q3	2 219,9	1 770,4	286,0	158,3	5,3	6 255,9	3 633,7	583,6	2 036,6	2,0	977,1	201,0	419,2		
Q4	2 244,3	1 788,0	287,1	159,8	9,5	6 301,7	3 697,5	561,5	2 042,0	0,6	1 009,7	202,2	409,9		
2018 Q1	2 256,9	1 818,7	273,5	157,2	7,6	6 375,2	3 780,8	542,8	2 050,0	1,5	990,7	209,5	413,1		
Q2 <sup>(p)</sup>	2 297,1	1 854,9	278,8	156,5	6,9	6 461,4	3 868,9	535,9	2 055,5	1,0	1 023,8	220,6	423,6		
2018 Jan.	2 283,5	1 823,4	291,9	157,7	10,5	6 329,6	3 724,4	556,1	2 047,4	1,7	986,0	203,8	412,7		
Febr.	2 266,6	1 812,6	287,0	158,1	8,9	6 359,5	3 760,1	548,7	2 048,9	1,8	982,3	207,9	413,7		
März	2 256,9	1 818,7	273,5	157,2	7,6	6 375,2	3 780,8	542,8	2 050,0	1,5	990,7	209,5	413,1		
April	2 270,6	1 837,9	269,4	155,6	7,7	6 406,0	3 808,8	539,3	2 056,1	1,8	952,8	211,5	417,6		
Mai	2 295,9	1 863,2	269,9	156,2	6,7	6 432,5	3 842,7	536,6	2 051,9	1,3	985,0	217,8	418,1		
Juni <sup>(p)</sup>	2 297,1	1 854,9	278,8	156,5	6,9	6 461,4	3 868,9	535,9	2 055,5	1,0	1 023,8	220,6	423,6		
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>															
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6		
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8		
2017	179,8	181,7	-3,0	-0,1	1,1	254,0	303,7	-81,9	33,4	-1,3	52,5	5,9	26,9		
2017 Q3	34,8	41,7	-6,0	0,3	-1,1	65,9	75,1	-16,8	8,0	-0,3	12,2	4,8	16,1		
Q4	24,7	17,8	1,2	1,5	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	41,0	2,2	-8,9		
2018 Q1	15,5	32,7	-12,7	-2,7	-1,9	75,7	83,8	-18,4	9,5	0,9	-17,0	7,6	3,0		
Q2 <sup>(p)</sup>	33,0	32,0	2,5	-0,7	-0,7	83,7	79,8	-8,1	12,6	-0,5	25,9	10,8	10,2		
2018 Jan.	43,5	38,3	6,1	-2,1	1,1	30,8	27,9	-5,0	6,9	1,0	-19,6	1,5	2,8		
Febr.	-19,3	-12,4	-5,5	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-6,4	3,9	0,9		
März	-8,7	6,8	-13,3	-0,9	-1,3	16,1	21,0	-5,8	1,2	-0,3	9,0	2,1	-0,6		
April	11,7	17,8	-4,6	-1,6	0,1	30,0	26,5	-3,9	7,1	0,3	-41,6	1,8	4,5		
Mai	20,6	22,8	-1,7	0,6	-1,0	25,0	27,1	-3,5	1,8	-0,5	28,8	6,0	0,3		
Juni <sup>(p)</sup>	0,7	-8,6	8,8	0,3	0,2	28,8	26,2	-0,7	3,6	-0,3	38,8	2,9	5,4		
<b>Wachstumsraten</b>															
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8		
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2		
2017	8,7	11,3	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,5	3,0	7,0		
2017 Q3	8,1	12,2	-7,4	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9		
Q4	8,7	11,3	-1,0	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,5	3,0	7,0		
2018 Q1	5,3	8,0	-7,5	-0,1	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,3		
Q2 <sup>(p)</sup>	4,9	7,2	-5,2	-1,0	6,8	4,4	8,5	-10,9	1,8	-54,1	6,4	12,9	5,1		
2018 Jan.	8,5	10,8	-0,6	-0,4	48,4	4,1	8,6	-12,5	1,7	-37,1	7,3	4,9	5,4		
Febr.	6,7	9,0	-2,9	0,2	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7		
März	5,3	8,0	-7,5	-0,1	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,2	10,4	5,3		
April	5,6	8,4	-7,6	-0,5	13,4	4,1	8,3	-12,0	1,8	-40,6	1,4	7,2	5,0		
Mai	5,8	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,4	-11,7	1,7	-48,3	3,5	11,6	4,5		
Juni <sup>(p)</sup>	4,9	7,2	-5,2	-1,0	6,8	4,4	8,5	-10,9	1,8	-54,1	6,4	12,9	5,1		

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungs- und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
												Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2015	3 901,4	1 113,6	2 785,4	12 599,6	10 509,4	10 804,8	4 285,9	5 310,8	789,0	123,8	1 307,8	782,4
2016	4 393,7	1 083,4	3 297,1	12 877,3	10 707,9	10 978,8	4 310,2	5 448,9	836,1	112,7	1 385,4	784,0
2017	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 113,3	10 871,6	11 168,6	4 325,3	5 598,2	839,3	108,8	1 440,1	801,5
2017 Q3	4 548,3	1 050,5	3 483,6	13 048,9	10 816,0	11 103,5	4 302,2	5 556,2	845,6	111,9	1 439,0	794,0
Q4	4 631,1	1 032,5	3 584,7	13 113,3	10 871,6	11 168,6	4 325,3	5 598,2	839,3	108,8	1 440,1	801,5
2018 Q1	4 600,8	1 021,1	3 565,9	13 196,8	10 946,6	11 235,7	4 346,4	5 632,0	856,2	112,0	1 466,3	783,8
Q2 <sup>(p)</sup>	4 598,6	1 017,8	3 566,6	13 276,3	10 993,4	11 329,5	4 354,3	5 658,1	860,8	120,3	1 495,6	787,3
2018 Jan.	4 597,4	1 031,1	3 552,1	13 187,5	10 933,2	11 230,5	4 352,4	5 604,8	863,5	112,5	1 453,3	800,9
Febr.	4 598,8	1 023,2	3 561,3	13 188,8	10 936,6	11 225,4	4 349,2	5 615,1	858,5	113,8	1 459,5	792,7
März	4 600,8	1 021,1	3 565,9	13 196,8	10 946,6	11 235,7	4 346,4	5 632,0	856,2	112,0	1 466,3	783,8
April	4 593,8	1 021,0	3 558,9	13 252,0	10 963,9	11 257,4	4 358,5	5 644,5	843,1	117,9	1 484,3	803,7
Mai	4 576,6	1 023,3	3 539,0	13 299,9	11 008,1	11 302,0	4 384,0	5 649,2	854,4	120,6	1 490,5	801,3
Juni <sup>(p)</sup>	4 598,6	1 017,8	3 566,6	13 276,3	10 993,4	11 329,5	4 354,3	5 658,1	860,8	120,3	1 495,6	787,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-16,6	101,2	-22,2	-5,7	25,6	1,5
2016	488,3	-34,6	522,8	316,9	234,0	258,0	82,4	119,7	43,0	-11,1	78,8	4,1
2017	289,4	-43,1	331,8	361,2	272,2	315,3	84,0	173,0	18,7	-3,6	64,1	24,9
2017 Q3	88,6	-10,8	99,5	74,2	75,9	86,8	21,4	40,6	14,5	-0,7	2,3	-3,9
Q4	89,7	-16,0	105,6	87,8	75,1	92,2	35,3	48,2	-5,4	-3,0	5,9	6,9
2018 Q1	-39,6	-10,6	-28,9	115,6	102,4	97,2	39,5	39,3	20,4	3,3	28,7	-15,5
Q2 <sup>(p)</sup>	34,7	-3,8	38,1	85,2	52,7	104,3	13,4	33,2	-2,1	8,1	29,7	2,8
2018 Jan.	-29,9	-0,7	-29,4	83,8	70,8	69,1	32,3	7,8	27,0	3,7	14,7	-1,7
Febr.	2,5	-7,7	10,1	2,1	0,9	-3,4	-5,0	10,4	-5,8	1,3	6,5	-5,3
März	-12,2	-2,2	-9,5	29,7	30,7	31,5	12,1	21,1	-0,9	-1,7	7,4	-8,4
April	-5,2	-0,1	-5,1	45,0	12,5	16,4	11,8	12,0	-17,1	5,8	17,8	14,6
Mai	26,2	1,8	24,0	55,0	47,2	50,7	26,4	9,9	8,4	2,5	6,2	1,6
Juni <sup>(p)</sup>	13,7	-5,5	19,2	-14,7	-7,1	37,2	-24,8	11,4	6,6	-0,3	5,7	-13,4
<b>Wachstumsraten</b>												
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,4	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,0	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2017 Q3	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,5	2,0	5,6	2,6
Q4	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,3	-3,2	4,6	3,2
2018 Q1	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,2	-0,4	4,0	-0,1
Q2 <sup>(p)</sup>	3,9	-3,9	6,3	2,8	2,9	3,5	2,6	2,9	3,3	6,8	4,7	-1,2
2018 Jan.	5,4	-4,4	8,7	3,1	2,9	3,3	2,3	3,1	5,6	-1,2	4,7	2,3
Febr.	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,1	2,9	4,4	2,0	5,0	1,1
März	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,2	-0,4	4,0	-0,1
April	3,2	-4,1	5,5	2,9	2,7	3,0	2,4	3,0	2,7	3,7	5,2	1,9
Mai	3,4	-3,6	5,6	3,1	3,0	3,3	2,8	3,0	3,8	8,1	4,6	2,0
Juni <sup>(p)</sup>	3,9	-3,9	6,3	2,8	2,9	3,5	2,6	2,9	3,3	6,8	4,7	-1,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>					Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2015	4 285,9	4 268,5	1 041,5	760,8	2 483,6	5 310,8	5 643,8	595,9	3 949,4	765,5
2016	4 310,2	4 309,8	1 001,1	796,8	2 512,3	5 448,9	5 728,8	615,8	4 083,2	749,9
2017	4 325,3	4 364,9	977,2	820,4	2 527,7	5 598,2	5 865,9	653,4	4 214,3	730,4
2017 Q3	4 302,2	4 323,5	977,5	811,7	2 513,0	5 556,2	5 830,5	644,9	4 178,9	732,5
Q4	4 325,3	4 364,9	977,2	820,4	2 527,7	5 598,2	5 865,9	653,4	4 214,3	730,4
2018 Q1	4 346,4	4 383,6	1 002,1	820,1	2 524,2	5 632,0	5 905,4	663,1	4 242,0	726,8
Q2 <sup>(p)</sup>	4 354,3	4 422,0	985,2	827,2	2 542,0	5 658,1	5 938,6	669,2	4 273,9	715,0
2018 Jan.	4 352,4	4 387,3	996,6	826,3	2 529,5	5 604,8	5 880,8	659,4	4 215,7	729,7
Febr.	4 349,2	4 382,1	988,9	824,9	2 535,5	5 615,1	5 892,2	662,3	4 223,8	728,9
März	4 346,4	4 383,6	1 002,1	820,1	2 524,2	5 632,0	5 905,4	663,1	4 242,0	726,8
April	4 358,5	4 395,1	1 005,1	818,3	2 535,1	5 644,5	5 919,0	667,6	4 250,6	726,4
Mai	4 384,0	4 416,9	1 011,8	823,7	2 548,5	5 649,2	5 926,3	669,3	4 257,0	722,9
Juni <sup>(p)</sup>	4 354,3	4 422,0	985,2	827,2	2 542,0	5 658,1	5 938,6	669,2	4 273,9	715,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2015	-16,6	20,7	-62,4	31,8	14,0	101,2	79,3	22,7	80,2	-1,8
2016	82,4	99,6	-16,8	44,3	55,0	119,7	113,7	23,5	105,4	-9,3
2017	84,0	134,0	2,4	37,1	44,6	173,0	165,9	44,1	134,1	-5,2
2017 Q3	21,4	33,3	-5,9	16,9	10,4	40,6	36,0	10,9	33,3	-3,6
Q4	35,3	57,7	4,1	11,0	20,1	48,2	45,8	11,7	36,7	-0,2
2018 Q1	39,5	38,5	29,9	4,4	5,2	39,3	46,0	11,7	27,2	0,4
Q2 <sup>(p)</sup>	13,4	46,2	-17,0	10,6	19,9	33,2	41,3	10,1	30,7	-7,6
2018 Jan.	32,3	25,5	21,9	7,3	3,1	7,8	16,2	6,0	1,8	0,0
Febr.	-5,0	-4,1	-9,1	-1,6	5,7	10,4	12,3	3,1	7,5	-0,2
März	12,1	17,1	17,1	-1,3	-3,6	21,1	17,5	2,5	17,9	0,6
April	11,8	11,3	2,9	-1,9	10,9	12,0	13,2	4,4	8,4	-0,9
Mai	26,4	25,0	5,0	8,3	13,1	9,9	13,1	5,2	5,5	-0,8
Juni <sup>(p)</sup>	-24,8	9,9	-25,0	4,3	-4,1	11,4	15,1	0,5	16,8	-5,9
<b>Wachstumsraten</b>										
2015	-0,4	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,2
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	2,0	3,1	0,2	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2017 Q3	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
Q4	2,0	3,1	0,2	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2018 Q1	2,3	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
Q2 <sup>(p)</sup>	2,6	4,1	1,1	5,4	2,2	2,9	2,9	7,0	3,1	-1,5
2018 Jan.	2,3	3,5	1,2	5,4	1,8	3,1	2,9	7,4	3,1	-0,8
Febr.	2,1	3,2	0,5	5,2	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,7
März	2,3	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
April	2,4	3,3	3,3	3,7	1,6	3,0	2,9	7,4	2,9	-0,5
Mai	2,8	3,7	3,4	4,6	2,0	3,0	2,9	7,2	3,1	-0,7
Juni <sup>(p)</sup>	2,6	4,1	1,1	5,4	2,2	2,9	2,9	7,0	3,1	-1,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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



## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2015	284,7	6 999,2	2 119,4	80,0	2 255,8	2 543,9	1 350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6 956,8	2 090,9	70,9	2 146,7	2 648,4	1 136,9	262,2	205,9	121,6
2017	356,2	6 768,8	1 968,9	59,7	2 016,1	2 724,2	934,7	311,0	143,8	93,4
2017 Q3	365,3	6 730,6	2 007,3	61,5	2 015,9	2 645,8	1 022,3	262,2	140,6	85,4
Q4	356,2	6 768,8	1 968,9	59,7	2 016,1	2 724,2	934,7	311,0	143,8	93,4
2018 Q1	339,6	6 748,5	1 952,4	59,4	2 020,1	2 716,5	911,1	318,5	136,2	87,0
Q2 <sup>(p)</sup>	318,2	6 697,8	1 947,8	58,5	2 020,1	2 671,4	853,9	420,7	174,3	184,9
2018 Jan.	316,2	6 754,8	1 960,1	60,5	2 022,5	2 711,7	821,6	370,7	132,9	84,2
Febr.	346,9	6 741,3	1 958,4	59,8	2 016,1	2 707,0	841,1	370,3	124,3	81,8
März	339,6	6 748,5	1 952,4	59,4	2 020,1	2 716,5	911,1	318,5	136,2	87,0
April	349,7	6 767,0	1 956,1	59,3	2 019,2	2 732,5	881,0	357,3	147,1	153,6
Mai	329,3	6 750,1	1 951,0	58,9	2 029,8	2 710,5	859,1	391,1	177,5	187,9
Juni <sup>(p)</sup>	318,2	6 697,8	1 947,8	58,5	2 020,1	2 671,4	853,9	420,7	174,3	184,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-113,8	-69,6	-9,1	-110,4	75,3	-276,1	-76,6	12,8	-12,0
2017	45,8	-85,6	-84,6	-8,7	-72,2	79,8	-97,8	-69,8	-60,9	-27,6
2017 Q3	65,0	-24,5	-25,4	-2,9	-31,0	34,8	24,7	16,1	-13,6	-24,3
Q4	-9,1	-35,6	-17,7	-1,8	-10,7	-5,4	-75,6	-60,1	3,2	7,9
2018 Q1	-16,5	11,4	-16,1	-1,3	12,5	16,3	61,6	-60,3	-7,6	-6,4
Q2 <sup>(p)</sup>	-21,4	-45,6	-7,7	-1,0	-25,7	-11,3	-75,8	64,2	16,4	19,7
2018 Jan.	-39,8	15,4	-6,8	-0,6	20,1	2,7	-27,6	2,6	-10,8	-9,2
Febr.	30,6	-23,3	-3,7	-0,4	-16,3	-3,0	10,2	-9,9	-8,6	-2,4
März	-7,3	19,3	-5,5	-0,4	8,6	16,5	79,0	-52,9	11,9	5,2
April	10,1	6,0	2,9	-0,2	-9,9	13,1	-37,4	34,6	-10,8	-11,6
Mai	-20,4	-37,9	-7,4	-0,4	-6,1	-24,0	-51,6	-19,2	30,3	34,4
Juni <sup>(p)</sup>	-11,1	-13,7	-3,2	-0,4	-9,7	-0,4	13,3	48,8	-3,2	-3,1
<b>Wachstumsraten</b>										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,4	3,0	-	-	-29,7	-22,7
2017 Q3	22,1	-0,9	-4,1	-12,5	-3,5	4,2	-	-	-31,2	-33,4
Q4	14,4	-1,3	-4,1	-12,4	-3,4	3,0	-	-	-29,7	-22,7
2018 Q1	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-22,2
Q2 <sup>(p)</sup>	5,7	-1,4	-3,3	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
2018 Jan.	5,1	-0,9	-4,0	-12,4	-2,3	3,1	-	-	-24,6	-20,8
Febr.	16,9	-1,3	-3,7	-12,6	-2,7	2,0	-	-	-27,4	-21,6
März	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,6	2,4	-	-	-25,6	-22,2
April	7,3	-0,7	-3,6	-12,8	-1,7	2,7	-	-	-28,5	-27,3
Mai	5,9	-1,3	-3,6	-10,3	-2,4	1,5	-	-	-6,8	-11,5
Juni <sup>(p)</sup>	5,7	-1,4	-3,3	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 Q2	-1,2	.	.	.	.	0,9
Q3	-1,0	.	.	.	.	1,0
Q4	-0,9	.	.	.	.	1,1
2018 Q1	-0,7	.	.	.	.	1,2

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge				Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
2017 Q2	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,5	47,5	43,8	9,9	5,2	2,1	22,7	3,7
Q3	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7
Q4	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,7
2018 Q1	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,9	43,2	9,8	5,1	1,9	22,5	3,7

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Landes des Euroraums	Andere Währungen	
														MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 Q2	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	86,7	2,6	14,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	86,8	2,6	14,1	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
2017 Q2	-1,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,8
Q3	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2
Q4	-2,3	-1,1	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8
2018 Q1	-2,5	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-1,2	0,7

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

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

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

### 6.5 Staatliche Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst - Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Emission	Tilgung	
													Laufzeit von bis zu 1 Jahr
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 Q1	13,9	12,2	4,2	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
Q2	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
Q3	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
Q4	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 Jan.	12,7	11,1	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,2	0,4	1,2
Febr.	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
März	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
April	12,8	11,2	3,9	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
Mai	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
Juni	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9

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	
<b>Finanzierungssaldo</b>										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 Q2	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,1	-2,5	0,8	
Q3	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-2,9	-2,4	1,8	
Q4	-1,0	1,2	-0,3	-0,4	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2018 Q1	-1,0	1,4	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,6	-2,2	2,4	
<b>Verschuldung</b>										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 Q2	106,3	66,1	8,9	75,5	176,1	99,5	99,3	134,9	105,6	
Q3	107,2	65,2	8,9	72,9	177,4	98,5	98,3	134,2	102,5	
Q4	103,4	64,1	9,0	68,4	178,6	98,3	96,8	131,8	97,5	
2018 Q1	106,3	62,9	8,7	69,3	180,4	98,8	97,7	133,4	94,7	
<b>Finanzierungssaldo</b>										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 Q2	0,3	0,7	1,1	2,1	0,8	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
Q3	0,1	0,9	1,4	3,3	1,0	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,2
Q4	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,2	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2018 Q1	0,2	0,4	1,4	3,3	1,6	-0,5	-0,7	0,4	-1,0	-0,4
<b>Verschuldung</b>										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 Q2	39,9	41,7	23,4	55,0	58,9	81,4	131,7	79,8	51,7	61,8
Q3	38,2	39,4	23,4	53,4	57,2	80,2	130,5	78,5	51,3	60,6
Q4	40,1	39,7	23,0	50,7	57,1	78,3	125,7	73,6	50,9	61,3
2018 Q1	35,8	36,3	22,2	50,4	55,2	77,2	126,4	75,1	50,8	59,8

Quelle: Eurostat.

**© Europäische Zentralbank, 2018**

Postanschrift            60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon                    +49 69 1344 0  
Internet                   [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

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

ISSN                        2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer        QB-BP-18-005-DE-N (Online-Version)