



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2020



Inhalt

| | |
|--|-----------|
| Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen | 3 |
| Zusammenfassung | 3 |
| 1 Außenwirtschaftliches Umfeld | 7 |
| 2 Finanzielle Entwicklungen | 11 |
| 3 Konjunktorentwicklung | 14 |
| 4 Preise und Kosten | 19 |
| 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung | 22 |
| Kästen | 26 |
| 1 Erfassung der globalen wirtschaftlichen Unsicherheit – Auswirkungen auf die Investitionen und den Handel weltweit | 26 |
| 2 Inversion der Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten und Rezessionssignale an den Finanzmärkten | 32 |
| 3 Durchbrechung des „Ketteneffekts“ von Zöllen – Außenhandelszonen in Zeiten von Protektionismus | 37 |
| 4 Einbindung der nicht dem Euroraum angehörenden mittel- und osteuropäischen EU-Länder in globale Wertschöpfungsketten, Exportentwicklung und Synchronisierung der Konjunkturzyklen mit dem Euroraum | 42 |
| 5 Liquidität am Anleihemarkt und Effizienz am Swapmarkt: Welche Rolle spielt der Repomarkt? | 48 |
| 6 Umfragen zu den Geschäftsaussichten als Indikatoren für die realen Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet | 54 |
| Aufsätze | 57 |
| 1 Vermögen und Konsum der privaten Haushalte im Euro- Währungsgebiet | 57 |
| 2 Beurteilung der Bankkreditvergabe an Unternehmen im Euro- Währungsgebiet seit 2014 | 76 |
| Statistik | 94 |

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 |
| EL | 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 letzten EZB-Ratssitzung Anfang Dezember neu verfügbaren Daten stehen im Einklang mit dem Basisszenario des EZB-Rats eines anhaltenden, aber moderaten Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet. Vor allem die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe bremst weiterhin die Wachstumsdynamik im Euroraum. Indes wird die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets nach wie vor durch das anhaltende, wenn auch nachlassende Beschäftigungswachstum und steigende Löhne gestützt. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets, die von geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den Schwellenländern herrühren, sind nach wie vor abwärtsgerichtet, haben sich aber abgeschwächt, da die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Welthandel etwas nachlässt. Die Inflationsentwicklung bleibt zwar insgesamt verhalten, es gibt jedoch einige Hinweise darauf, dass die zugrunde liegende Inflation im Einklang mit den Erwartungen leicht ansteigt. Vor diesem Hintergrund hielt der EZB-Rat in seiner Sitzung am 23. Januar 2020 unverändert an seinem geldpolitischen Kurs fest. Die derzeitigen geldpolitischen Maßnahmen unterstützen in allen Wirtschaftssektoren günstige Finanzierungsbedingungen. So machen sich insbesondere die gelockerten Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte bei den Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen bemerkbar. Dies wird das Wachstum im Euroraum, den Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und damit die deutliche Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Ziel des EZB-Rats unterstützen.

Die Weltwirtschaft entwickelt sich nach wie vor moderat, jedoch zeichnet sich eine Stabilisierung ab. Insbesondere das globale verarbeitende Gewerbe festigte sich im Schlussquartal 2019, während der Dienstleistungssektor weitgehend stabil blieb. Der Welthandel bleibt inmitten Anzeichen einer Stabilisierung schwach. Das vorläufige Handelsabkommen zwischen China und den Vereinigten Staaten hat zu einem Nachlassen der Handelsspannungen geführt. Dies sollte dazu beitragen, Hemmnisse für das Handelswachstum zu beseitigen. In der näheren Zukunft dürfte sich der Inflationsdruck weltweit nach wie vor in Grenzen halten, während sich die Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur etwas abgeschwächt haben, aber immer noch überwiegen.

Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember 2019 verzeichneten die Finanzmärkte des Euroraums nur geringe Schwankungen. Angesichts der weiter nachlassenden Spannungen im Welthandel stützen der akkommodierende geldpolitische Kurs und die höhere Risikoneigung nach wie vor die Vermögenspreise. Die langfristigen risikofreien Zinssätze sind weitgehend unverändert geblieben, und die EONIA-Terminzinskurve hat sich geringfügig nach oben verschoben, was anhaltende Markterwartungen hinsichtlich eines unveränderten Einlagesatzes in den nächsten

Monaten signalisiert. Die Renditeabstände von Staatsanleihen sind in diesem Zeitraum weitgehend stabil geblieben. Angesichts niedrigerer Risikoprämien sind die Aktienkurse gestiegen, und die Renditeabstände von Unternehmensanleihen haben sich leicht verringert. An den Devisenmärkten hat der Euro in handelsgewichteter Rechnung geringfügig an Wert verloren.

Das reale BIP des Euroraums erhöhte sich im dritten Quartal 2019 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem das Wachstum im zweiten Quartal bei 0,2 % gelegen hatte. Dieser moderate Verlauf spiegelt die fortdauernde Schwäche des Welthandels in einem Umfeld andauernder globaler Unsicherheiten wider, die insbesondere das verarbeitende Gewerbe im Eurogebiet belastet und auch das Investitionswachstum gedämpft haben. Indes bleiben der Dienstleistungssektor und das Baugewebe trotz einer leichten Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte 2019 widerstandsfähiger. Die aktuellen Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse deuten auf eine gewisse Stabilisierung der Wachstumsdynamik im Eurogebiet hin, wobei sich die kurzfristigen Wachstumsraten ähnlich entwickeln dürften wie in den vorangegangenen Quartalen. Das Wachstum im Eurogebiet wird weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen, erneuten Beschäftigungszuwächsen bei steigenden Löhnen, dem leicht expansiven finanzpolitischen Kurs im Euroraum und dem anhaltenden, wenn auch etwas schwächeren, weltweiten Wirtschaftswachstum getragen.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet stieg im Dezember 2019 auf 1,3 % nach 1,0 % im Vormonat, was in erster Linie einem höheren Preisauftrieb bei Energie geschuldet war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte sich die Gesamtinflation in den nächsten Monaten um das derzeitige Niveau bewegen. Die Indikatoren der Inflationserwartungen liegen zwar nach wie vor auf einem niedrigen Niveau, sie haben sich aber zuletzt stabilisiert bzw. sind leicht angestiegen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich insgesamt nach wie vor verhalten entwickelt; es gibt jedoch weitere Hinweise darauf, dass sie sich im Einklang mit den bisherigen Erwartungen geringfügig erhöhen. Obwohl sich der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten verstärkt hat, verzögert die schwächere Wachstumsdynamik das Durchwirken auf die Inflation. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Wirtschaftswachstum und dem robusten Lohnzuwachs dürfte sich die Inflation auf mittlere Sicht erhöhen.

Was die monetären Entwicklungen betrifft, so lag das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 im November 2019 bei 5,6 % und ist damit seit August weitgehend unverändert geblieben. Gestützt wird das M3-Wachstum immer noch durch die Vergabe von Bankkrediten, wobei das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge leistete. Die Buchkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte verzeichnete weiterhin ein solides Wachstum. Dies war auf die anhaltende Unterstützung durch den akkommodierenden geldpolitischen Kurs der EZB zurückzuführen, der sich in sehr niedrigen Bankkreditzinsen widerspiegelt. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte blieb mit 3,5 % im November unverändert gegenüber Oktober, während die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an

nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 3,8 % im Oktober auf 3,4 % im November zurückging. Grund für diese Abschwächung dürfte eine verzögerte Reaktion auf die vorangegangene Konjunkturabkühlung sein. Die Kreditrichtlinien sowohl für Buchkredite an Unternehmen als auch für Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieben jedoch weitgehend unverändert, was auf nach wie vor günstige Kreditangebotsbedingungen schließen lässt. Der akkommodierende geldpolitische Kurs des EZB-Rats wird zur Wahrung der günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken beitragen und in allen Wirtschaftssektoren den Zugang insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln weiter unterstützen.

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

Auf Basis dieser Einschätzung beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu belassen. Er erwartet, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass sich die Inflationsaussichten während des Projektionszeitraums deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

Der EZB-Rat bekräftigte, dass er die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € fortsetzen wird. Er geht davon aus, dass er sie so lange fortsetzen wird, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der EZB-Leitzinsen erforderlich ist, und dass die Ankäufe beendet werden, kurz bevor der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt.

Der EZB-Rat beabsichtigt ferner, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

In Anbetracht der nach wie vor verhaltenen Inflationsaussichten unterstrich der EZB-Rat abermals die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum, um den Druck auf die zugrunde liegende Inflation und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu unterstützen. Die Forward Guidance des EZB-Rats wird sicherstellen, dass sich die Finanzierungsbedingungen im Einklang mit Änderungen der Inflationsaussichten entwickeln. In jedem Fall ist der EZB-Rat nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise ihrem Ziel annähert.

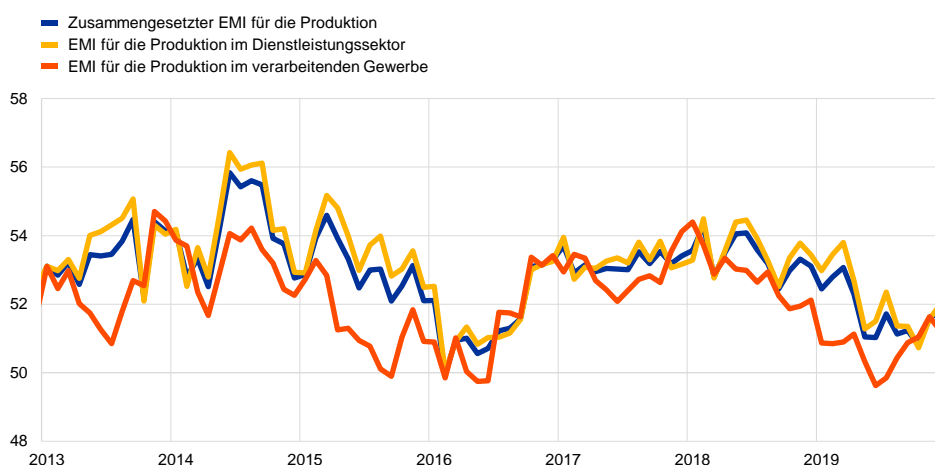
Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat, mit einer Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB zu beginnen, welche die quantitative Formulierung von Preisstabilität, das geldpolitische Instrumentarium, die wirtschaftliche und monetäre Analyse sowie die Kommunikationspolitik umfasst. Weitere Überlegungen, beispielsweise zur Finanzstabilität, Beschäftigung und ökologischen Nachhaltigkeit, sind ebenfalls Teil der Überprüfung. Sie soll bis Ende 2020 abgeschlossen sein und auf einer gründlichen Analyse sowie Offenheit basieren. Dementsprechend wird das Eurosystem die Zusammenarbeit mit allen Interessenträgern suchen.

Die Aussichten für die Weltwirtschaft (ohne Euro-Währungsgebiet) sind nach wie vor verhalten, weisen jedoch Anzeichen einer Stabilisierung auf. So stieg der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) im Dezember moderat an. Das verarbeitende Gewerbe erholte sich dabei im vierten Quartal besonders stark, was auf eine Festigung der globalen Aktivität in diesem Sektor schließen lässt. Seit Anfang 2018 hatte sich diese schrittweise verlangsamt. Der Dienstleistungssektor entwickelte sich indes anhaltend stabil und legte im Dezember weiter zu (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion (ohne Euroraum)

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

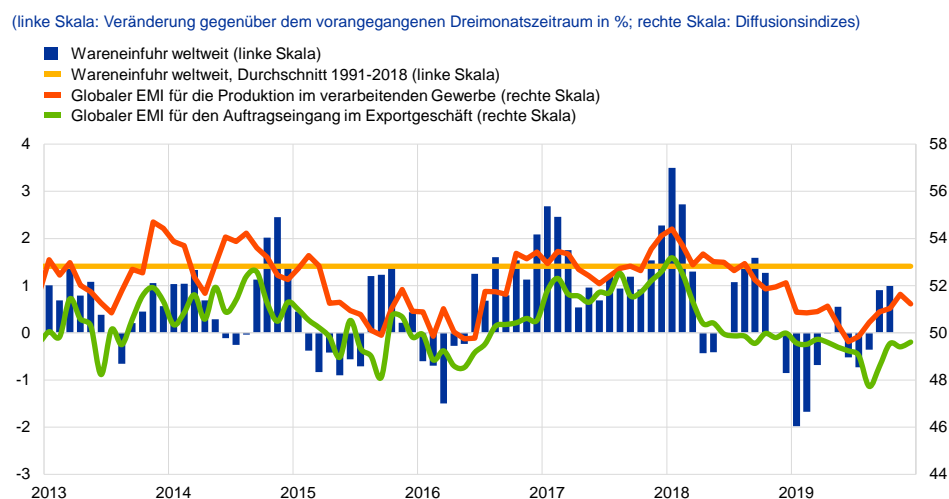
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2019.

Die Risiken für die globalen Konjunkturaussichten bleiben zwar erhöht, sie sind jedoch nicht mehr so stark abwärtsgerichtet. Das Teilhandelsabkommen zwischen den Vereinigten Staaten und China hat zu einem erfreulichen Rückgang der Handelsspannungen geführt. In der ersten Phase des Abkommens („Phase-1-Deal“) verpflichtet sich China, eine Vielzahl von Agrarprodukten sowie sonstigen Waren und Dienstleistungen der USA in beträchtlichem Umfang einzuführen. Dies könnte wiederum die chinesische Nachfrage nach Exporten der EU beeinträchtigen. Auch in Bereichen wie der Wechselkurspolitik, dem Schutz geistigen Eigentums oder dem Technologietransfer werden Änderungen angestrebt. Der US-Handelsbeauftragte erläuterte, dass bestimmte momentan geltende Zölle verringert würden. Dies betrifft beispielsweise die im September 2019 eingeführten Zölle, die auf die Hälfte reduziert werden sollen. Die für Dezember 2019 vorgesehenen Zollerhöhungen werden zudem auf unbestimmte Zeit ausgesetzt. China verzichtet seinerseits auf Zölle, die zeitgleich mit den ursprünglich für Dezember geplanten US-Zöllen in Kraft treten sollten. Damit sieht China auch weiterhin davon ab, Vergeltungszölle auf in den USA produzierte Kraftfahrzeuge und Kraftfahrzeugteile zu erheben.

Aufgrund der nachlassenden Handelsspannungen kam es zu einer weiteren Lockerung der Finanzierungsbedingungen. Die Finanzierungsbedingungen sind im historischen Vergleich nach wie vor sehr locker. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hängt diese Entwicklung teilweise mit den außergewöhnlichen Maßnahmen der Zentralbanken als Reaktion auf die Große Rezession in den Jahren 2007 bis 2009 und mit der relativ schwachen Weltwirtschaftsleistung der vergangenen Jahre zusammen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften sind die Finanzierungsbedingungen ebenfalls weiterhin akkommodierend. Allerdings wurden sie nicht im gleichen Ausmaß gelockert, was der derzeit breit angelegten Stärke des US-Dollar geschuldet war. Im laufenden Jahr werden die Finanzierungsbedingungen von verankerten Inflationserwartungen, den Gewinnerwartungen der Unternehmen in den USA und anderen führenden Volkswirtschaften sowie einer möglichen weiteren Abnahme der Handelsspannungen profitieren.

Der Welthandel weist nach wie vor eine schwache Dynamik auf, wenngleich sich eine Stabilisierung abzeichnet. Die weltweiten Wareneinfuhren stiegen im Oktober erneut moderat an, und der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft (ohne Euroraum) erholte sich im Dezember weiter. Im vierten Quartal insgesamt erhöhte sich der Index im Vergleich zum Vorquartal deutlich und näherte sich der Wachstumsschwelle an (siehe Abbildung 2). Der jüngste Rückgang der Handelsspannungen trägt zusätzlich dazu bei, Hindernisse im internationalen Handel abzubauen. Im Einklang mit diesem Ausblick lassen die hochfrequenten Handelsdaten insgesamt ein geringes, aber positives Wachstum des Welthandels erkennen.

Abbildung 2
Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit (ohne Euroraum)



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. Dezember 2019 (EMIs).

Die Inflationsraten stiegen im November weltweit weiter an. In den OECD-Mitgliedstaaten beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im November auf 1,8 %. Grund hierfür war unter anderem ein hoher Preisauftrieb bei den Nahrungsmitteln in einigen Schwellenländern wie China oder Indien. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet nahm die Inflation indessen nur geringfügig zu, und zwar von 2,0 % im Oktober auf 2,1 % im November. In der Vorausschau ist zu erwarten, dass sich der globale Inflationsdruck weiterhin in Grenzen halten wird. Das Lohnwachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist trotz einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten und zunehmender Kapazitätsengpässe nach wie vor moderat.

Die Ölmärkte entwickelten sich nach wie vor weitgehend stabil. Die Anfang Dezember getroffene Vereinbarung großer OPEC- und Nicht-OPEC-Produzenten (OPEC+), die Fördermengen weiter zu drosseln, wirkte sich nur zeitweise stützend auf die Ölnotierungen aus. Anfang Januar stiegen die Preise sprunghaft auf rund 70 USD je Barrel an, nachdem sich die Spannungen im Nahen Osten erhöht hatten. Als sich die Lage wieder beruhigt hatte, gaben die Ölpreise jedoch rasch wieder nach. Angesichts hoher Lagerbestände und der umfangreichen Schieferölproduktion in den Vereinigten Staaten wird erwartet, dass das reichhaltige Angebot an den Ölmärkten trotz des jüngsten Beschlusses der OPEC+ Bestand haben wird. Hierzu trägt auch die Tatsache bei, dass die weltweite Ölnachfrage laut den Projektionen der Internationalen Energieagentur im ersten Quartal 2020 sinken wird. Die Notierungen der gesamten sonstigen Rohstoffe zogen leicht an (+1,7 %), wobei sowohl die Preise für Metall (+1,2 %) als auch jene für Nahrungsmittel (+2,8 %) zulegten.

Das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten blieb auch im dritten Quartal 2019 moderat. Auf Jahresrate hochgerechnet belief sich das Wachstum des realen BIP auf 2,1 %. Ungeachtet der geringfügig besseren Konjunktorentwicklung im Vergleich zum zweiten Quartal, als ein Wachstum von 2,0 % verzeichnet worden war, schwächte sich die Aktivität ab. Grund hierfür waren eine schleppende Investitionstätigkeit, die nachlassenden Auswirkungen der Steuerreform aus dem Jahr 2018 und der vorangeschrittene Konjunkturzyklus. Die Risiken in Bezug auf die Aussichten haben sich zwar etwas verringert, es überwiegen jedoch noch immer die Abwärtsrisiken. So haben zwar die Handelsspannungen mit China abgenommen, doch stellt die jüngste Ankündigung von Boeing, die Produktion der 737 MAX im Januar bis auf Weiteres einzustellen, ein neues Risiko dar. Der Gesamteffekt auf die Wirtschaft war bislang moderat, da der Rückgang bei den Auslieferungen durch eine Zunahme der Lagerbestände ausgeglichen wurde. Mit Blick auf die nähere Zukunft wird jedoch damit gerechnet, dass sich die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe fortsetzen wird. Abgesehen von den Problemen bei Boeing wird die Konjunktur auch weiterhin von anhaltenden Unsicherheiten im Handel, dem gedämpften globalen Wachstum und der breit angelegten Aufwertung des US-Dollar in den vergangenen Jahren belastet.

In Japan hat die Regierung ein Konjunkturpaket aufgelegt, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Anfang Dezember kündigte die Regierung von Ministerpräsident Abe ein finanzpolitisches Maßnahmenpaket an, um den konjunkturellen Abwärtsrisiken zu begegnen, die aus dem schwachen außenwirtschaftlichen Umfeld und den jüngsten Naturkatastrophen erwachsen. Im Rahmen des Konjunkturprogramms sind Haushaltsausgaben in Höhe von 2,4 % des BIP vorgesehen. Damit ist das Programm eines der umfangreichsten im Zuge der Wirtschaftspolitik von Ministerpräsident Abe („Abenomics“) und wird zum Großteil in den Jahren 2020 und 2021 umgesetzt werden. Dabei ist zu beachten, dass die Auswirkungen des Programms auf die Wirtschaft teilweise ein Gegengewicht zu der jüngsten Mehrwertsteueranhebung bilden. Zudem ließ die schleppende Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe das Wachstum im Schlussquartal 2019 in den negativen Bereich sinken. Zu Jahresbeginn 2020 sollten jedoch wieder geringfügig positive Zuwachsraten verbucht werden, da der Effekt temporärer Faktoren nachlässt und das Konjunkturpaket wirksam wird. Die Verbraucherpreisinflation hat sich leicht beschleunigt. So erhöhte sich die jährliche Gesamtinflation im November auf 0,5 %. In der Vorausschau deuten das verhaltene Lohnwachstum und die Erwartung einer auf einem niedrigen Niveau verharrenden Teuerung auf eine schwache Reflationsdynamik in der Wirtschaft hin.

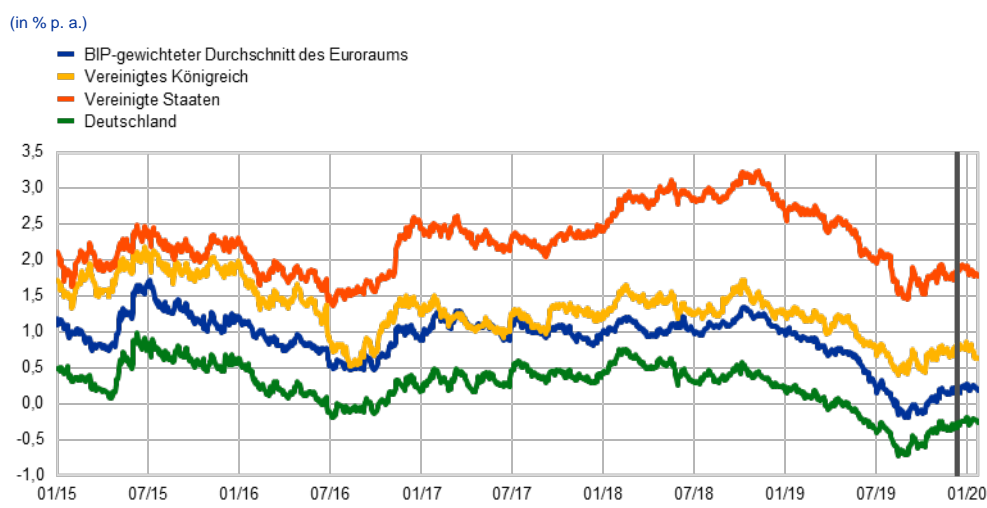
Im Vereinigten Königreich verlor die Konjunktur im vierten Quartal 2019 offenbar zunehmend an Schwung. Die Vertrauensindikatoren sind nach wie vor gedämpft und liegen deutlich unter ihren historischen Durchschnittswerten. Das Wahlergebnis vom Dezember mit einer komfortablen Mehrheit für Premierminister Johnson führte dazu, dass das kurzfristige Risiko eines unregelmäßigen Brexits Ende Januar gebannt war, da das Austrittsabkommen nunmehr in Kraft treten konnte. Allerdings muss das Vereinigte Königreich innerhalb einer knapp bemessenen Frist, nämlich bis Ende 2020, eine Einigung über die künftigen Beziehungen zur Europäischen Union erzielen. Aus diesem Grund bleibt die politische Unsicherheit hoch.

Mit dem vorläufigen Handelsabkommen zwischen den Vereinigten Staaten und China werden einige der Hemmnisse für die Wirtschaft und den Handel Chinas beseitigt. Die chinesische Wirtschaft weist Anzeichen einer Stabilisierung auf und sollte vom Phase-1-Deal mit den USA profitieren. Die Handelsvereinbarung kann das Wachstum weiter stützen, indem sie den Außenhandel fördert und die handelsbezogene Unsicherheit mindert. Unterdessen hat sich die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate im Dezember bei 4,5 % stabilisiert, liegt jedoch nach wie vor über der offiziellen Zielmarke. Die Inflationsrate blieb im Dezember erhöht, da der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln aufgrund des Ausbruchs der afrikanischen Schweinepest und deren Auswirkungen auf die Schweinepreise weiterhin hoch war. Die Preise für Schweinefleisch stiegen im Dezember gegenüber dem Vorjahr um 97 % nach 110 % im November. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag die VPI-Inflationsrate indes im Dezember unverändert bei 1,4 %.

2 Finanzielle Entwicklungen

Nach dem starken Rückgang im Jahr 2019 blieben die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Berichtszeitraum bei leichter Volatilität weitgehend unverändert. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldentitel aus dem Euroraum sank im Betrachtungszeitraum (12. Dezember 2019 bis 22. Januar 2020) um 1 Basispunkt auf 0,20 % (siehe Abbildung 3). Es war jedoch eine gewisse Volatilität zu verzeichnen: So ließen die Spannungen im Welthandel nach der Unterzeichnung eines Teilabkommens („Phase-1-Deal“) zwischen den Vereinigten Staaten und China nach, doch verschärfte sich die geopolitischen Spannungen zwischen den USA und Iran. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen unterdessen ebenfalls etwas zurück und lagen zuletzt bei 0,63 % bzw. 1,77 %.

Abbildung 3
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Tageswerte. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 22. Januar 2020.

Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet und dem risikofreien Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) blieben im Berichtszeitraum in allen Ländern weitgehend stabil. Nur in Spanien verringerte sich der Spread geringfügig. Der Spread spanischer zehnjähriger Staatsanleihen ging um 4 Basispunkte auf 48 Basispunkte zurück, nachdem nach achtmonatigem Stillstand eine neue Regierungskoalition in Spanien gebildet werden konnte. Insgesamt verkleinerte sich der BIP-gewichtete Spread für das Euro-Währungsgebiet um 1 Basispunkt auf 25 Basispunkte.

An den Aktienmärkten im Euroraum lagen die marktbreiten Indizes vor dem Hintergrund einer nachlassenden Handelsunsicherheit im Plus. Der seit Anfang 2019 zu beobachtende Trend setzte sich fort, und die Aktienkurse finanzieller und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet erhöhten sich im Berichtszeitraum um 0,2 % bzw. 3,3 %. Die positive Entwicklung der Aktiennotierungen

nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften wurde durch einen Rückgang der Aktienrisikoprämien unterstützt. Dieser dürfte zum Teil damit zusammenhängen, dass sich die Spannungen im Welthandel und die kurzfristigen Risiken rund um den Brexit etwas verringerten.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum waren im Berichtszeitraum leicht rückläufig. Die positive Risikostimmung spiegelte sich auch in niedrigeren Spreads von Unternehmensanleihen wider. Sowohl bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften als auch bei Anleihen des Finanzsektors verkleinerte sich der Abstand gegenüber dem risikofreien Zinssatz geringfügig und belief sich auf 55 bzw. 67 Basispunkte. Auch wenn die Renditeabstände von Unternehmensanleihen derzeit größer sind als die Anfang 2018 verzeichneten Tiefstände, liegen sie nach wie vor etwa 50 Basispunkte unter dem Niveau, das im März 2016 vor der Ankündigung und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) zu beobachten war.

Der EONIA (Euro Overnight Index Average) und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Betrachtungszeitraum im Schnitt bei -46 bzw. -55 Basispunkten.¹ Die Überschussliquidität verringerte sich um etwa 51 Mrd € auf rund 1 740 Mrd €. Dieser Rückgang spiegelt in erster Linie freiwillige Rückzahlungen im Rahmen der zweiten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) sowie, in geringerem Maße, einen Anstieg der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren wider.

Die Terminzinskurve des EONIA verlagerte sich im Berichtszeitraum geringfügig nach oben, da die Märkte nicht davon ausgehen, dass eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität unmittelbar bevorsteht.

Ende 2022 befindet sich die Kurve 10 Basispunkte über dem aktuellen Niveau des EONIA. Insgesamt liegt sie bei den Zeithorizonten bis 2025 nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen.

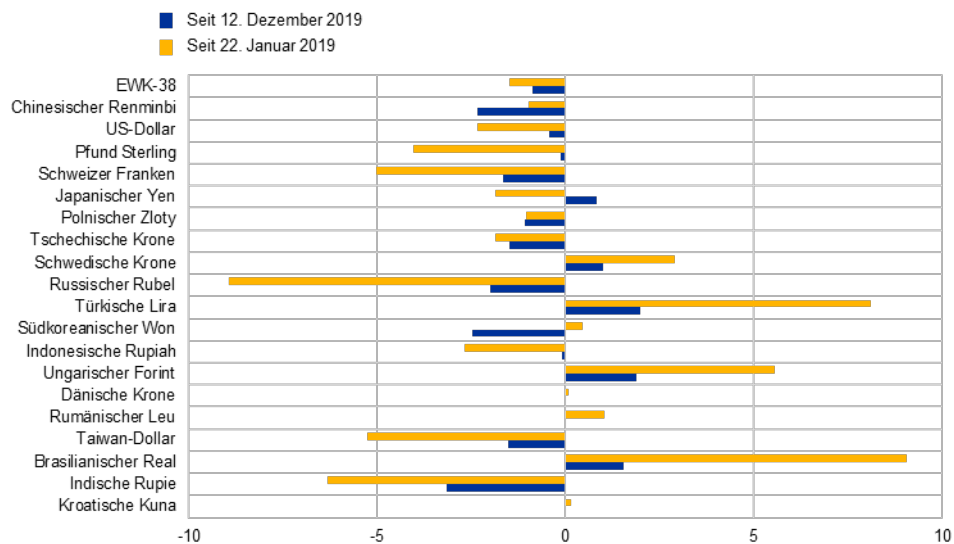
An den Devisenmärkten war zu beobachten, dass der Euro in handelsgewichteter Rechnung im Berichtszeitraum leicht abwertete (siehe Abbildung 4). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, sank um 0,9 %. Dies spiegelte in erster Linie eine Abwertung der Gemeinschaftswährung gegenüber dem chinesischen Renminbi (-2,4 %) und den Währungen anderer wichtiger Schwellenländer Asiens wider, denn die Stimmung der Investoren in Bezug auf Schwellenländer hellte sich angesichts der Aussicht auf ein Nachlassen der Spannungen im Welthandel auf. Auch in Relation zum Schweizer Franken verlor der Euro an Wert (-1,7 %). Gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling waren die Kursverluste mit -0,4 % bzw. -0,1 % etwas kleiner. Zum japanischen Yen wertete der Euro hingegen um 0,8 % auf.

¹ Die Methodik zur Berechnung des EONIA wurde am 2. Oktober 2019 umgestellt. Er wird nun ermittelt, indem zum €STR ein fester Zinsaufschlag von 8,5 Basispunkten addiert wird. Siehe EZB, [Der EONIA geht, der €STR kommt](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2019, November 2019.

Abbildung 4

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

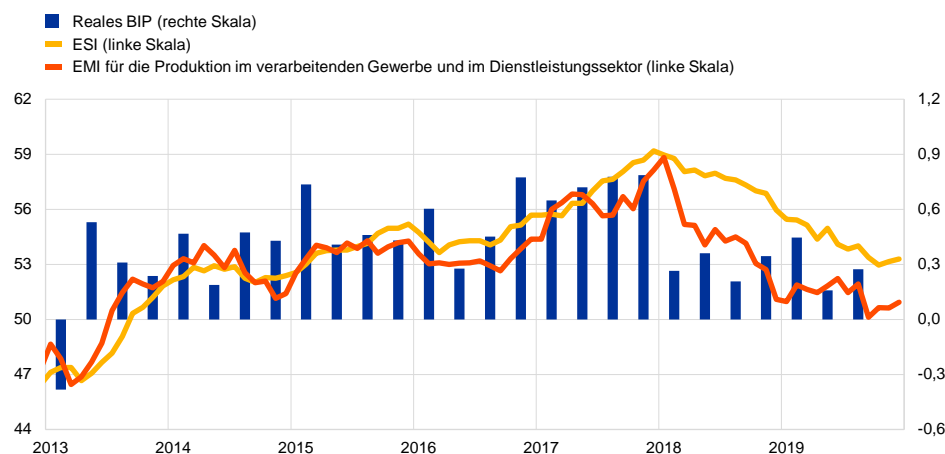
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 22. Januar 2020.

3 Konjunktorentwicklung

Das reale BIP im Euro-Währungsgebiet stieg im dritten Quartal 2019 weiter moderat an. Im Quartalsvergleich erhöhte sich die Wirtschaftsleistung im Euroraum im dritten Jahresviertel 2019 um 0,3 % nach einem Plus von 0,2 % im vorangegangenen Quartal (siehe Abbildung 5). Die Binnennachfrage leistete einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum. Auch von den Vorratsveränderungen gingen leicht negative Impulse aus, wohingegen der Außenbeitrag positiv ausfiel. Diese Wachstumsbeiträge standen jedoch im Zeichen volatiler Daten. Für das vierte Quartal 2019 lassen die Konjunkturindikatoren auf ein anhaltend positives, wenngleich moderates Wachstum schließen.

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-Berechnungen.

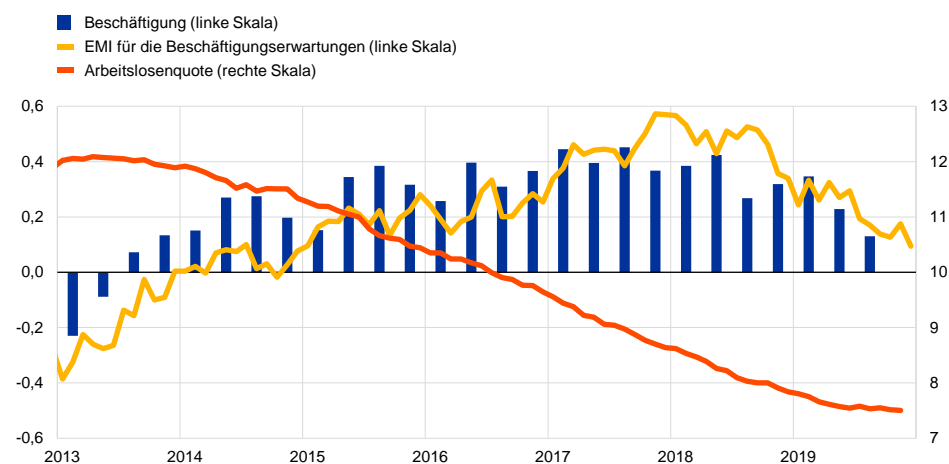
Anmerkung: Der ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019 (reales BIP) bzw. Dezember 2019 (ESI und EMI).

Die Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet entwickelten sich weiterhin robust, wobei das Beschäftigungswachstum etwas nachließ. Die Beschäftigung erhöhte sich im dritten Quartal 2019 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (nach 0,2 % im zweiten Vierteljahr), was mit der Abschwächung des Produktionswachstums im Einklang steht. Diese Entwicklung war länder- und sektorenübergreifend zu beobachten. Somit hat die Beschäftigung seit Mitte 2013 nunmehr 25 Quartale in Folge zugenommen, und die Zahl der Beschäftigten ist um rund 11,4 Millionen gestiegen. Die Stundenproduktivität erhöhte sich im dritten Quartal 2019 wie bereits im vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die Arbeitslosenquote im Euroraum belief sich im November 2019 auf 7,5 % und blieb damit seit Juni 2019 praktisch unverändert.

Mit Blick auf die Zukunft deuten die jüngsten Daten und Umfrageindikatoren nach wie vor auf ein positives, wenn auch schwächeres Beschäftigungswachstum hin. Die aus Umfragen abgeleiteten Konjunkturindikatoren sind zwar gegenüber den im Jahr 2018 verzeichneten Höchstständen gesunken. Sie lassen aber darauf schließen, dass sich das Beschäftigungswachstum auf kurze Sicht fortsetzen wird, wobei es vom Dienstleistungssektor getragen werden dürfte.

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

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



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 dritte Quartal 2019 (Beschäftigung), Dezember 2019 (EMI) bzw. November 2019 (Arbeitslosenquote).

Das steigende Beschäftigungs- und Einkommensniveau stützt weiterhin den privaten Verbrauch.

Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich im dritten Quartal 2019 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal und verzeichneten damit den stärksten Zuwachs seit dem dritten Jahresviertel 2017. Das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte blieb von der jüngsten konjunkturellen Abkühlung weitgehend unberührt. Die jährliche Wachstumsrate des real verfügbaren Bruttoeinkommens beschleunigte sich von 2,2 % im zweiten auf 2,3 % im dritten Quartal. Insgesamt profitierte das Arbeitseinkommen nach wie vor vom Beschäftigungswachstum. Darüber hinaus wirkten sich auch niedrigere direkte Steuern und Sozialversicherungsbeiträge, die die Folge von finanzpolitischen Maßnahmen in einer Reihe von Euro-Ländern waren, positiv auf die Kaufkraft der Privathaushalte aus. Die Sparquote stieg im dritten Quartal 2019 erneut an, da sich das Einkommen stärker erhöhte als der Konsum.

Auch in Zukunft dürfte der private Konsum das Wachstum im Euroraum weiter stützen.

Aus den jüngsten Daten zu den Einzelhandelsumsätzen und Pkw-Neuzulassungen geht hervor, dass der private Verbrauch im vierten Quartal 2019 nicht ganz so stark zugenommen hat wie im vorangegangenen Vierteljahr. Das Bild einer recht robusten Konsumdynamik wird indes durch andere Indikatoren gestützt. Das Verbrauchervertrauen, das seit Ende 2017 rückläufig war, hat sich stabilisiert und blieb im Jahresverlauf 2019 weitgehend konstant. Die aktuellen Umfrageergebnisse

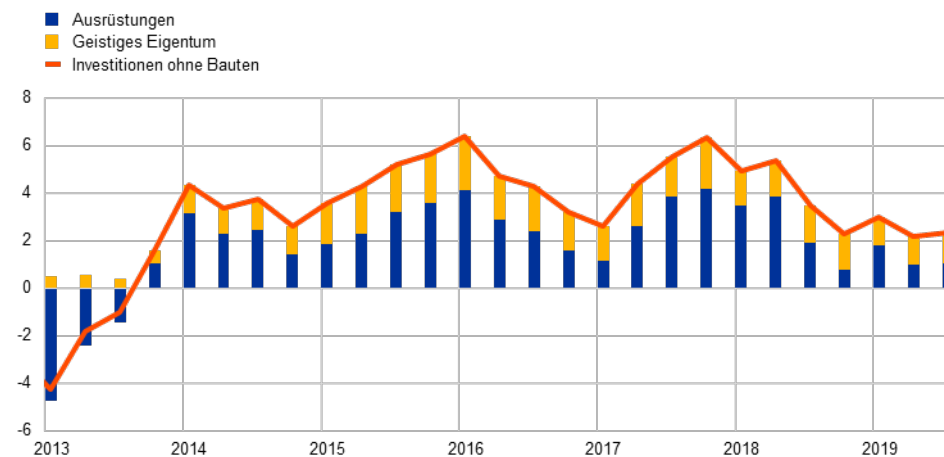
lassen ebenfalls auf ein fortgesetztes, wenn auch schwächeres Beschäftigungswachstum schließen, das sich anhaltend positiv auf das Einkommen der privaten Haushalte und damit auf den privaten Verbrauch auswirken sollte.

Die Unternehmensinvestitionen dürften sich angesichts einer nach wie vor erhöhten Unsicherheit und niedriger Gewinnmargen weiterhin verhalten entwickeln, aber von den günstigen Finanzierungsbedingungen getragen werden. Die jüngsten Ergebnisse der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet zeigen, dass die Investitionen ohne Bauten im dritten Quartal 2019 stark zurückgingen (-7,7 % im Quartalsvergleich), nachdem sie im zweiten Jahresviertel mit +10,3 % gegenüber dem Vorquartal noch einen kräftigen Zuwachs verzeichnet hatten. Ursächlich hierfür ist jedoch im Wesentlichen die Einbeziehung volatiler irischer Daten für die letzten Quartale. Unter Herausrechnung dieser Volatilität, die auf die Entwicklung der Investitionen in geistiges Eigentum zurückzuführen ist, deuten die aktuellen Daten auf eine eher moderate oder gar negative Investitionsdynamik im Euroraum hin. So hat sich beispielsweise das jährliche Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen seit 2018 allmählich abgeschwächt (siehe Abbildung 7). Was die Entwicklung in jüngerer Zeit betrifft, so lag die Investitionsgüterproduktion im Oktober und November 2019 im Schnitt 1,4 % unter ihrem Durchschnittswert vom Vorquartal, und das Vertrauen im Investitionsgütergewerbe hat sich im Zeitraum bis Dezember auf einem Niveau unterhalb des historischen Durchschnitts eingependelt. Die Gewinnmargen der Unternehmen sind zwar im dritten Quartal gestiegen, bleiben aber in Anbetracht der nach wie vor erhöhten Unsicherheit auf einem niedrigen Niveau. Darüber hinaus hat sich laut der Investitionsumfrage der Europäischen Investitionsbank vom November 2019 die Anzahl der EU-Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe, die in den kommenden zwölf Monaten weniger investieren wollen, erstmals seit vier Jahren wieder erhöht (siehe Kasten 6). Die schwächeren Investitionsaussichten spiegeln die weitverbreitete Erwartung einer Eintrübung des wirtschaftlichen, politischen und regulatorischen Umfelds für die nächsten zwölf Monate wider. Die Ende November durchgeführte halbjährliche Investitionsumfrage der Europäischen Kommission deutet für 2020 ebenfalls auf ein geringes Investitionswachstum in der Industrie des Eurogebiets hin. Positiv anzumerken ist dagegen, dass sich die günstigen Finanzierungsbedingungen weiterhin stimulierend auf die Unternehmensinvestitionen auswirken.

Abbildung 7

Aufschlüsselung der Investitionen ohne Bauten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Investitionen ohne Bauten werden in a) Ausrüstungen und b) geistiges Eigentum (ohne Nutztiere und Nutzpflanzen, die ein sehr geringes Gewicht haben) untergliedert. Die Abbildung zeigt aggregierte Daten für die vier größten Länder des Euroraums.

Die Wohnungsbauinvestitionen dürften sich auf kurze Sicht weiterhin verhalten entwickeln und dabei von der kräftigen Nachfrage und den günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt werden, während angebotsseitige Beschränkungen die Investitionen begrenzen.

Laut den jüngsten Ergebnissen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erhöhten sich die Bauinvestitionen und ihre Wohnungsbaukomponente im dritten Quartal 2019 deutlich (um 0,9 % bzw. 1,1 % gegenüber dem Vorquartal), nachdem sie im zweiten Vierteljahr leicht rückläufig gewesen waren (-0,3 % bzw. -0,1 % gegenüber dem Vorquartal). Konjunktur- und Umfrageindikatoren deuten ebenso wie die jüngsten Ergebnisse für die Bauproduktion und für Baugenehmigungen darauf hin, dass sich die moderate Wachstumsdynamik der Wohnungsbauinvestitionen im vierten Quartal 2019 wohl fortgesetzt hat. Vor allem dürfte die hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, die sich an den zunehmenden Investitionsvorhaben im Wohnungsbau und der starken Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten ablesen lässt, die Entwicklung im vierten Quartal gestützt haben. Aber auch auf der Angebotsseite zeichnen sich einige positive Signale ab, wie insbesondere aus dem Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Wohnungsbau hervorgeht.

Bei den Warenexporten in Länder außerhalb des Euroraums zeichnet sich eine gewisse Stabilisierung ab, während sich die Einfuhren und auch der Handel innerhalb des Eurogebiets im vierten Quartal 2019 erneut abschwächten.

Nach einem Rückgang im zweiten Vierteljahr waren die Ausfuhren im dritten Quartal 2019 wieder gestiegen. Vorläufige Daten für den Warenhandel bis November lassen auf eine Stabilisierung der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums schließen. Bisher haben sich diese sehr volatil entwickelt, was aller Wahrscheinlichkeit nach auf den Vorratsaufbau im Zusammenhang mit der Besorgnis hinsichtlich eines möglichen harten Brexits im Oktober 2019 zurückzuführen war. Die Daten zeigen ein recht robustes Wachstum der Exporte in die Vereinigten Staaten und eine sich

festigende Erholung der Ausfuhren in die Türkei und nach China. Die Exporte in die übrigen Länder Asiens entwickeln sich indes weiterhin verhalten. Die Warenexporte und -importe innerhalb des Euroraums sanken hingegen im Oktober und November, was der Schwäche der Industrieproduktion und -konjunktur im Euroraum zuzuschreiben war. Aus den zuletzt veröffentlichten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen lässt sich ein spürbarer Rückgang der Importe im dritten Quartal 2019 ablesen, der in erster Linie dem Dienstleistungsverkehr geschuldet war. Dieser verzeichnete nach einem Plus von 8,4 % im zweiten Jahresviertel einen deutlichen Rückgang um 5,1 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren jedoch hauptsächlich Daten aus Irland. Frühindikatoren weisen auf eine hinter dem Trend zurückbleibende Dynamik der Exporte in Drittländer hin. Während sich der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes auf 47,3 Punkte verbesserte (damit aber immer noch unterhalb der Wachstumsschwelle liegt), sank der von der Europäischen Kommission ermittelte Indikator zur Einschätzung der Auftragslage im Dezember erneut. Von den Seetransportindikatoren gehen indes positivere Signale aus.

Die aktuellen Daten und Umfrageergebnisse deuten auf ein anhaltend positives, aber moderates Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2019 hin.

Beeinträchtigt wird die Wirtschaftsleistung im Euroraum auch weiterhin durch den schwachen Welthandel und die länger anhaltende Unsicherheit. So lag etwa die Industrieproduktion unter dem Durchschnitt des dritten Quartals 2019, was auf einen weiteren vierteljährlichen Rückgang im Schlussquartal schließen lässt. Aus aktuellen Umfrageergebnissen geht hervor, dass der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im vierten Quartal unter ihrem jeweiligen Durchschnittswert vom dritten Jahresviertel lagen.

Das Wachstum im Euro-Währungsgebiet wird auch in Zukunft von den günstigen Finanzierungsbedingungen getragen werden. Zudem dürften weitere Beschäftigungszuwächse in Verbindung mit steigenden Löhnen, der leicht expansiven finanzpolitischen Kurs im Euroraum und die anhaltende, wenn auch etwas schwächere weltweite Konjunkturdynamik das Wachstum stützen. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Januar von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Oktober für die Jahre 2020 und 2021 nur geringfügig korrigiert wurden.

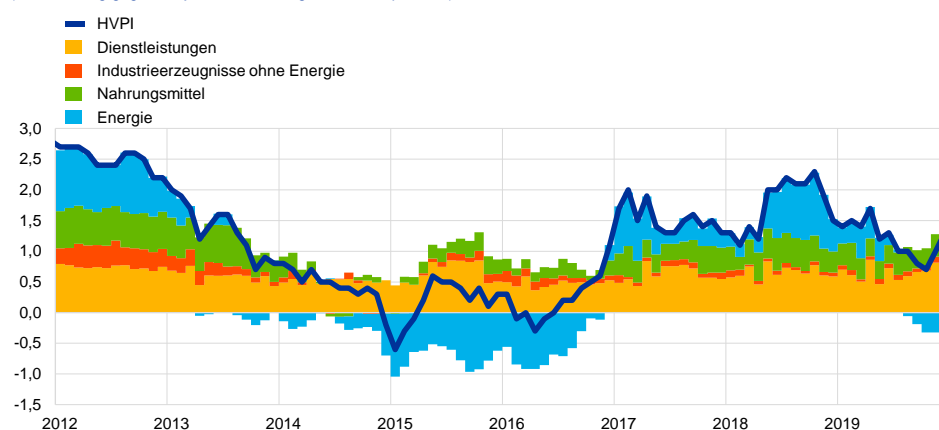
Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets, die mit geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenhängen, sind nach wie vor abwärtsgerichtet, haben sich aber etwas abgeschwächt, da die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Welthandel zum Teil nachlässt.

Die am HVPI gemessene Inflationsrate stieg im Dezember 2019 auf 1,3 % nach 1,0 % im Vormonat. Der Anstieg war auf höhere Preissteigerungsraten bei Energie und – in geringem Umfang – bei Nahrungsmitteln zurückzuführen, die einen leichten Inflationsrückgang bei den Dienstleistungen mehr als ausglich. Die Teuerungsrate für Energie zog wieder an, nachdem sie seit August 2019 negativ gewesen war, und kehrte im Dezember 2019 in den positiven Bereich zurück.

Abbildung 8

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 Dezember 2019. Die Wachstumsraten für 2015 sind aufgrund einer methodischen Änderung nach oben verzerrt (siehe EZB, [Neue Berechnungsmethode beim deutschen Preisindex für Pauschalreisen und deren Auswirkungen auf die HVPI-Inflationsraten](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019).

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich insgesamt nach wie vor verhalten entwickelt, es gibt jedoch weitere Hinweise darauf, dass sie sich im Einklang mit den bisherigen Erwartungen geringfügig erhöhen dürften.

Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel blieb im Dezember mit 1,3 % gegenüber November unverändert; im Oktober hatte sie bei 1,1 % gelegen. Ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung gerechnet lag die HVPI-Inflation im Dezember wie schon im November bei 1,2 %, nachdem sie sich im Oktober auf 1,1 % belaufen hatte. Signale anderer Maße der zugrunde liegenden Inflation, einschließlich der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (PCCI) und des Supercore-Indikators,² blieben weitgehend unverändert.

Der Preisdruck für im HVPI erfasste Industrieerzeugnisse ohne Energie blieb auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weitgehend stabil.

Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel lag im November 2019 bei 0,8 %. Damit war sie seit Juli 2019 unverändert und lag deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel war mit -0,1 % im

² Siehe auch EZB, Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 2 und EZB, Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) als Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 3, in: [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

November gegenüber dem Vormonat unverändert, verglichen mit 0,9 % im September. In den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette schwächte sich der Anstieg der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter weiter ab. Die entsprechende Rate ging von -1,0 % im Oktober auf -1,4 % im November zurück. Auch die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter war rückläufig und sank im selben Zeitraum von -0,6 % auf -0,9 %. Die globale Teuerung auf der Erzeugerebene (ohne Energie) nahm ebenfalls weiter ab und betrug im November 1,0 % nach 1,1 % im Oktober; damit lag sie unter ihrem langfristigen Durchschnitt.

Das Lohnwachstum entwickelte sich weiterhin robust. Im dritten Quartal 2019 blieb die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer mit 2,2 % gegenüber dem zweiten Jahresviertel unverändert (nach 2,3 % im ersten Quartal). Beeinflusst wurden die Daten für 2019 durch eine signifikante Abnahme der Sozialbeiträge der Arbeitgeber in Frankreich.³ Die jährliche Steigerungsrate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer ohne Sozialbeiträge lag im dritten Quartal bei 2,6 % nach 2,5 % im Vorquartal. Aus der Gesamtbetrachtung der verschiedenen Indikatoren ohne Berücksichtigung temporärer Faktoren geht hervor, dass das Lohnwachstum seit Mitte 2018 etwa auf dem Stand des historischen Durchschnitts oder leicht darüber liegt und sich damit weitgehend seitwärts entwickelt hat.

Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen sind wieder leicht gestiegen, während sich die umfragebasierten Inflationserwartungen nach wie vor auf dem im Jahresverlauf 2019 beobachteten relativ niedrigen Niveau bewegten. Infolge des leichten Anstiegs liegen die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen nun etwas deutlicher über den historischen Tiefständen vom Oktober 2019. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 22. Januar 2020 bei 1,31 % und damit etwa 4 Basispunkte über dem Stand von Mitte Dezember 2019 und 19 Basispunkte über dem Tiefstand vom Oktober 2019. Die marktbasierte Wahrscheinlichkeit einer Deflation verringerte sich leicht, nachdem sie sich 2019 fast durchweg erhöht hatte, und bleibt unter dem Stand, der vor Ankündigung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Jahr 2015 verzeichnet worden war. Zugleich deutet das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen weiterhin auf die Gefahr einer länger andauernden Phase niedriger Inflationsraten hin. Laut dem von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) (SPF) für das erste Quartal 2020 waren die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen mit 1,7 % unverändert. Zusammen mit den durchschnittlichen Punktprognosen für die jährliche HVPI-Inflation von 1,2 %, 1,4 % und 1,5 % für die Jahre 2020, 2021 und 2022 deutet dies für die Zukunft auf ein aufwärtsgerichtetes Profil hin. Die Ergebnisse für 2020 und 2021 sind dieselben wie in der vorangegangenen Umfragerunde; Erwartungen für 2022 wurden dort nicht erhoben.

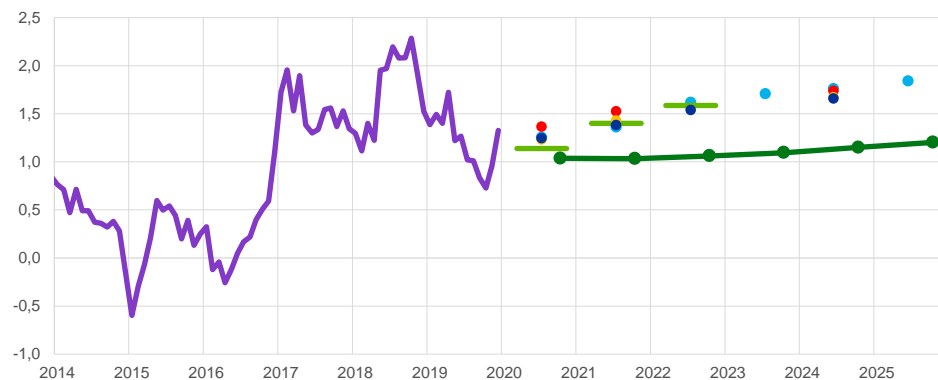
³ Siehe auch EZB, [Aktuelle Entwicklung der Sozialbeiträge und Mindestlöhne im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

Abbildung 9

Marktbasierte und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- SPF Q1 2020
- SPF Q4 2019
- SPF Q3 2019
- Consensus-Economics-Prognosen (17. Januar 2020)
- Marktbasierte Indikatoren der Inflationserwartungen (Januar 2020)
- Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet (Dezember 2019)
- HVPI



Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet (Dezember 2019) und Consensus Economics (17. Januar 2020).

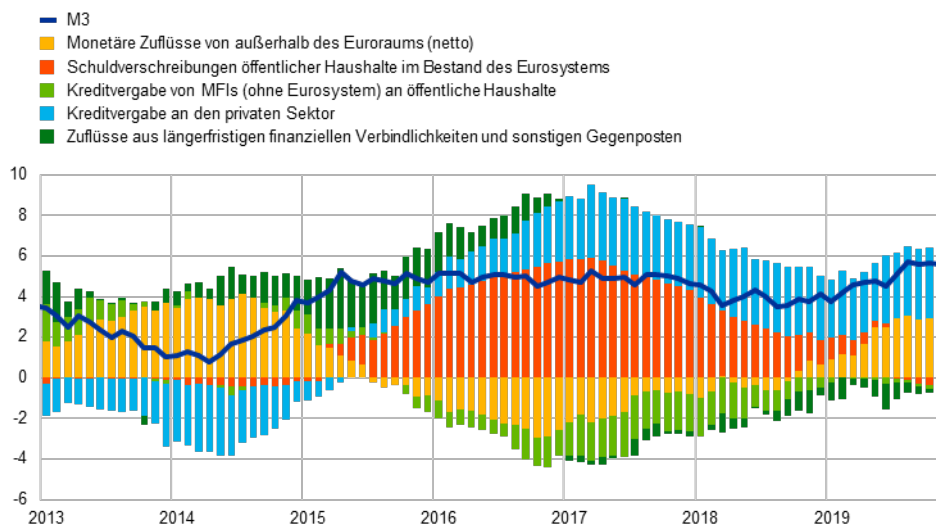
Anmerkung: Die SPF-Umfrage für das erste Quartal 2020 erstreckte sich auf den Zeitraum vom 7. bis zum 13. Januar 2020. Die aus Marktpreisen abgeleitete Kurve basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen beziehen sich auf den 22. Januar 2020.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 ist weiterhin robust. Die Jahreswachstumsrate von M3 belief sich im November 2019 auf 5,6 % und war damit seit August 2019 im Großen und Ganzen unverändert (siehe Abbildung 10). Das M3-Wachstum wurde nach wie vor durch die Vergabe von Bankkrediten an den privaten Sektor und die sehr geringen Opportunitätskosten für die Geldhaltung gestützt. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, trug nach wie vor am stärksten zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge bei. Die Jahreswachstumsrate von M1 lag im November 2019 bei 8,3 % und damit etwa 2 Prozentpunkte über ihrem Tiefstand vom Januar 2019. Bei Betrachtung der Komponenten dieser Geldmenge ist festzustellen, dass die jährliche Zunahme des Bargeldumschlags mit 5,0 % solide blieb, aber im historischen Vergleich nicht besonders hoch ausfiel. Dies deutet darauf hin, dass keine umfassende Substitution durch Bargeld stattgefunden hat.

Abbildung 10

M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

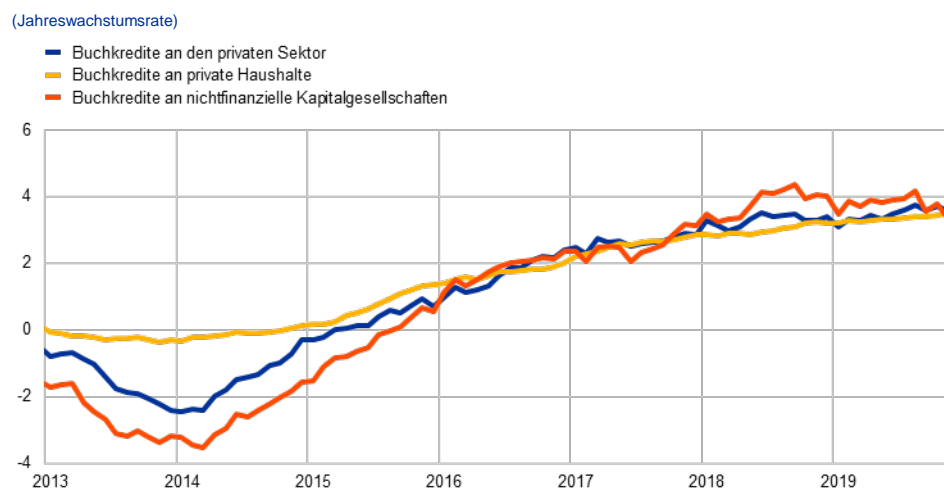
Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) nieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2019.

Wichtigste Triebfeder des Geldmengenwachstums war weiterhin die Kreditvergabe an den privaten Sektor, gefolgt von den externen monetären Zuflüssen. Im November veränderten sich die Beiträge der Kredite an den privaten Sektor und der externen monetären Zuflüsse kaum (siehe die blauen bzw. gelben Balkenabschnitte in Abbildung 10). Die Stützung des M3-Wachstums durch die externen monetären Zuflüsse, die seit Oktober 2018 zu beobachten ist, spiegelt das anhaltende Interesse ausländischer Anleger an Vermögenswerten des Euroraums wider, insbesondere an neu begebenen Staatspapieren. Die Einstellung der monatlichen Nettowertpapierankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) Ende 2018 hatte zur Folge, dass der von Staatspapieren

im Bestand des Eurosystems geleistete Beitrag zum M3-Wachstum Anfang 2019 zu schwinden begann (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 10). Die Wiederaufnahme des APP im November 2019 hat das M3-Wachstum bislang indes nur begrenzt beeinflusst. Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten wirkten sich weiterhin geringfügig negativ aus (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 10).

Die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor weist nach wie vor ein solides Wachstum auf. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor lag im November 2019 bei 3,6 %, verglichen mit 3,7 % im Oktober (siehe Abbildung 11). Diese Entwicklung war im Wesentlichen auf die rückläufige Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen, die von 3,8 % im Oktober auf 3,4 % im November sank. Das schwächere Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften steht im Einklang mit der seit 2018 zu beobachtenden Konjunkturabkühlung. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkreditvergabe an private Haushalte belief sich im November 2019 wie schon im Vormonat auf 3,5 %. Insgesamt wurde das Buchkreditwachstum weiterhin durch die historisch niedrigen Bankkreditzinsen und das insgesamt günstige Angebot an Bankdarlehen gestützt. Unterdessen wirkte sich die Konjunkturabschwächung dämpfend auf die Kreditnachfrage aus. Dies kommt auch in den Ergebnissen der jüngsten [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) zum Ausdruck.

Abbildung 11
Buchkredite an den privaten Sektor



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2019.

Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2020 zufolge blieben die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten und von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte weitgehend unverändert.⁴ Die

Konkurrenz durch andere Banken trug zu einer weiteren Lockerung der Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte bei. Bei den Unternehmenskrediten ging indes von der Risikoeinschätzung der Kreditinstitute hinsichtlich der Konjunkturaussichten ein verschärfender Effekt aus. Die Bedingungen für die Neukreditvergabe (d. h. die in den Kreditverträgen vereinbarten tatsächlichen Kreditbedingungen) blieben bei den Unternehmens- und den Wohnungsbaukrediten im Schlussquartal 2019 im Großen und Ganzen stabil. Die Kreditnachfrage der Unternehmen war erstmals seit dem vierten Quartal 2013 rückläufig, wofür die seit 2018 vorherrschende Konjunkturabschwächung verantwortlich war. Vom Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen gingen keine Impulse für die Kreditnachfrage mehr aus, während das allgemein niedrige Zinsniveau die Kreditnachfrage der Unternehmen und Privathaushalte weiterhin stützte. Die Banken im Euroraum gaben an, dass sich ihr Zugang zur Finanzierung über Schuldverschreibungen und zu Verbriefungen im vierten Quartal 2019 abermals verbessert habe. Zugleich wiesen sie auf den Ausbau ihrer Eigenkapitalposition hin. Dies geschah vor dem Hintergrund regulatorischer und aufsichtlicher Maßnahmen im zweiten Halbjahr 2019 und einer leichten Verschärfung der Richtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite aufgrund des Anteils an notleidenden Krediten. Ferner teilten die befragten Institute mit, dass sie beabsichtigten, die im Rahmen der GLRG III aufgenommene Liquidität überwiegend zur Kreditgewährung an den nichtfinanziellen privaten Sektor zu verwenden.

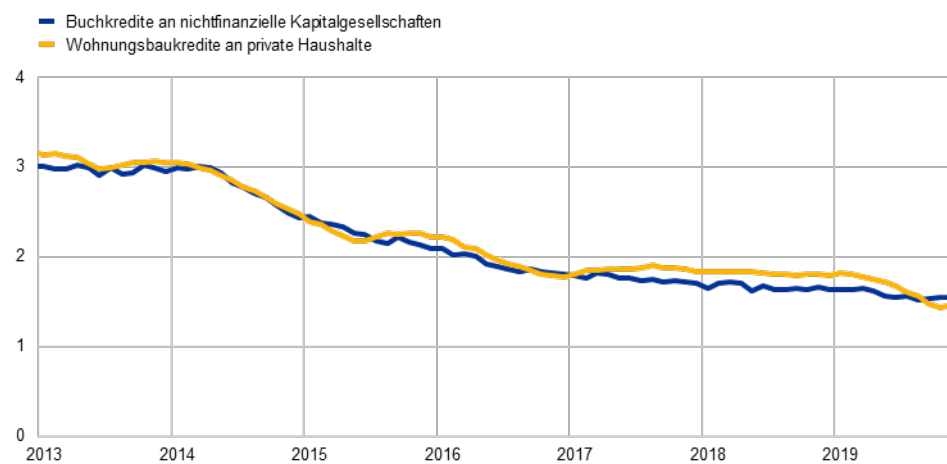
Die sehr günstigen Kreditzinsen wirkten sich weiterhin positiv auf das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet aus. Die Kreditzinsen lagen nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, nachdem sie in den vorangegangenen Monaten im Einklang mit den Referenzmarktzinssätzen zurückgegangen waren. Die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte blieben im November 2019 mit 1,55 % bzw. 1,47 % mehr oder weniger gleich (siehe Abbildung 12). Der Wettbewerbsdruck und die günstigeren Refinanzierungskosten der Banken wirkten sich dabei dämpfend aus. Seit der Bekanntgabe der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte insgesamt deutlich nachgegeben. In der Zeit von Mai 2014 bis November 2019 sanken sie um rund 140 bzw. 145 Basispunkte.

⁴ Im vierten Quartal 2019 blieben die Kreditrichtlinien (d. h. die internen Richtlinien oder Kriterien einer Bank für die Kreditgewährung) für Unternehmen und für private Haushalte weitgehend unverändert. (Der Anteil der Banken, die von einer Verschärfung berichteten, belief sich bei beiden Kreditarten per saldo auf 1 % gegenüber -2 % im dritten Quartal 2019).

Abbildung 12

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2019.

Kästen

1 Erfassung der globalen wirtschaftlichen Unsicherheit – Auswirkungen auf die Investitionen und den Handel weltweit

Alina Bobasu, André Geis, Lucia Quaglietti und Martino Ricci¹

Der vorliegende Kasten befasst sich mit der Frage, inwieweit sich die Unsicherheit auf die jüngste Verlangsamung der globalen Investitionen und des Welthandels ausgewirkt hat. Die Weltwirtschaft vollzog im vergangenen Jahr einen Übergang von einer robusten und synchron verlaufenden Expansion hin zu einer weit verbreiteten Abschwächung. Dabei verlangsamte sich das globale Wachstum aufgrund einer geringen Investitionstätigkeit, die im ersten Halbjahr 2019 auch ein wesentlicher Faktor für den starken Wachstumsrückgang im Welthandel war (siehe Abbildung A)². Zu der Abschwächung der internationalen Investitionen und des Welthandels kam es in einem Umfeld steigender Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China, einer nachlassenden chinesischen Nachfrage, (geo-)politischer Spannungen, des Brexits sowie idiosynkratischer Belastungen in mehreren Schwellenländern, wobei die zunehmende Unsicherheit die negativen Auswirkungen noch verstärkte. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten untersucht, inwieweit sich die Unsicherheit auf die jüngste Verlangsamung der globalen Investitionen und des Welthandels ausgewirkt hat.

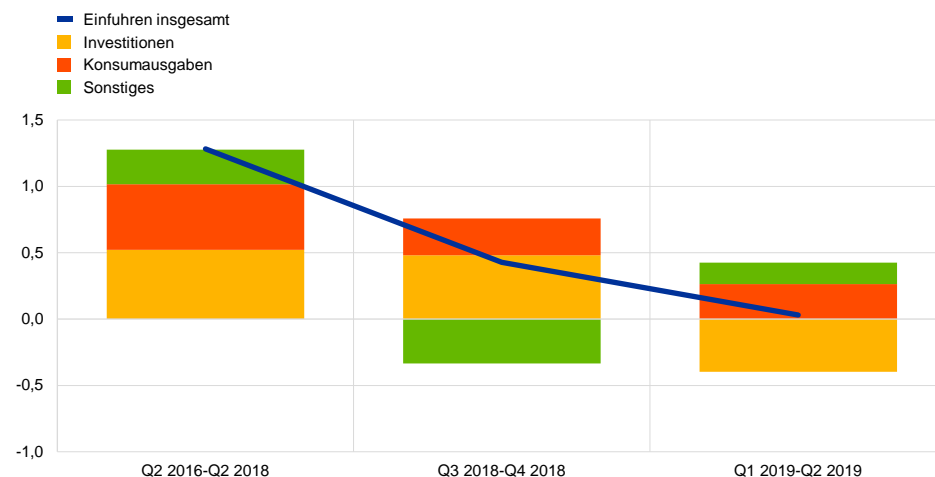
¹ Die Autorinnen und Autoren bedanken sich bei Simone Cigna und Ben Schumann für ihre wertvollen Beiträge.

² Siehe hierzu EZB, [Ursachen der Entkopplung von Weltwirtschaft und Welthandel](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019.

Abbildung A

Bestimmungsfaktoren der weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Aggregation von 18 Ländern, die zusammen etwa 75 % der Auslandsnachfrage des Euroraums ausmachen. Die jeweiligen Beiträge stammen aus den Fehlerkorrekturmodellen der einzelnen Länder. Die Modelle setzen das jeweilige Importvolumen in Relation zu den Komponenten der Inlandsnachfrage, den Rohstoffpreisen und den relativen Einfuhrpreisen. Im Einklang mit Bussière et al.³ werden die Messgrößen der um die Importintensität bereinigten Nachfrage durch Gewichtung der Komponenten der Inlandsnachfrage mit ihrem Importgehalt berechnet. Letzterer wurde aus globalen Input-Output-Tabellen abgeleitet. Um langfristige Faktoren wie Verschiebungen der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit oder Veränderungen des außenwirtschaftlichen Öffnungsgrads zu erfassen, fließen auch nichtlineare deterministische Trends in die langfristigen Beziehungen ein. Der langfristige Koeffizient der Elastizität der Einfuhren gegenüber der Inlandsnachfrage wird auf eins begrenzt.

Da sich Unsicherheit nicht direkt beobachten lässt, werden in der Regel Näherungsgrößen herangezogen.

Wirtschaftliche Unsicherheit kann auf unterschiedliche Faktoren zurückzuführen sein. Sie ist dadurch gekennzeichnet, dass die Akteure nicht in der Lage sind, die Gesamtheit der möglichen Zustände in Betracht zu ziehen oder deren Wahrscheinlichkeitsverteilung zu erfassen. Wenn gleich in der wissenschaftlichen Literatur durchaus Versuche unternommen wurden, das Konzept der Unsicherheit zu definieren (beispielsweise durch eine Abgrenzung von den Begriffen „Risiko“ und „Vertrauen“⁴), gibt es bislang noch keine einzelne, allgemein anerkannte Messgröße der Unsicherheit. Indessen wurden mehrere Näherungsgrößen vorgeschlagen, etwa Indikatoren auf Basis der Aktienmarktvolatilität, die Häufigkeit des Wortes „Unsicherheit“ in Zeitungsartikeln und Messgrößen auf Basis der Uneinigkeit unter professionellen Prognostikern.⁵

³ Bussière et al., Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 5, Nr. 3, 2013.

⁴ Ein Überblick findet sich in L. Stracca und L. Nowzohour, [More than a feeling: confidence, uncertainty and macroeconomic fluctuations](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2100, 2017.

⁵ Siehe N. Bloom, The impact of uncertainty shocks, *Econometrica*, Bd. 77, Nr. 3, 2009; S. Baker et al., Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 131, Nr. 4, 2016; Bachmann et al., Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 5, Nr. 2, 2013.

In diesem Kasten werden synthetische Messgrößen der zeitvariablen gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit vorgestellt.

Jurado et al. definieren wirtschaftliche Unsicherheit als bedingte Volatilität einer aus Sicht der Wirtschaftsakteure unvorhersehbaren Störung⁶. Dabei ist eine höhere Unsicherheit im Allgemeinen damit verbunden, dass künftige Wirtschaftsergebnisse immer schwerer prognostiziert werden können. Auf der Grundlage dieser Definition wurden im Rahmen der vorliegenden Untersuchung für 16 Handelspartner des Euroraums, die zusammen rund 70 % des weltweiten BIP (ohne Euroraum) erwirtschaften, Messgrößen der wirtschaftlichen Unsicherheit entwickelt. Diese wurden aus der zeitvariablen Volatilität der modellbasierten Prognosefehler einer großen Auswahl an makroökonomischen und finanzmarktbezogenen Zeitreihen abgeleitet.⁷ Durch Anwendung dieses Ansatzes auf eine breite Palette länderspezifischer Handelsindikatoren wurde zudem eine Messgröße der Unsicherheit im Welthandel bestimmt.⁸

Die Schätzergebnisse legen den Schluss nahe, dass sich die wirtschaftliche Unsicherheit im vergangenen Jahr weltweit nur allmählich erhöht hat, wohingegen die Unsicherheit im Welthandel wesentlich rascher gestiegen ist.

Die Unsicherheit in Bezug auf den Handel ist im letzten Jahr um etwa zwei Standardabweichungen und damit doppelt so stark gestiegen wie die wirtschaftliche Unsicherheit (siehe Abbildung B). Die verwendeten Messgrößen spiegeln die zurückliegenden politischen, geopolitischen und wirtschaftlichen Ereignisse, die allgemein mit hoher Unsicherheit verbunden waren, in angemessener Weise wider. Unter dessen ging die jüngste Verschärfung der Unsicherheit mit den diversen Zollankündigungen der Vereinigten Staaten und Chinas einher. So begann sich der Indikator der Handelsunsicherheit Mitte 2018 zu erhöhen, als die USA Zölle auf Stahl und Aluminium ankündigten. Im ersten Quartal 2019 schnellte er erneut nach oben, nachdem die Vereinigten Staaten die Zölle auf Einfuhren aus China im Umfang von 200 Mrd USD angehoben hatten. In allen Ländern der Stichprobe (außer der Schweiz) wurde seit Anfang 2018 ein Anstieg der Unsicherheit verzeichnet.

⁶ Siehe K. Jurado et al., Measuring Uncertainty, American Economic Review, Bd. 105, Nr. 3, 2015.

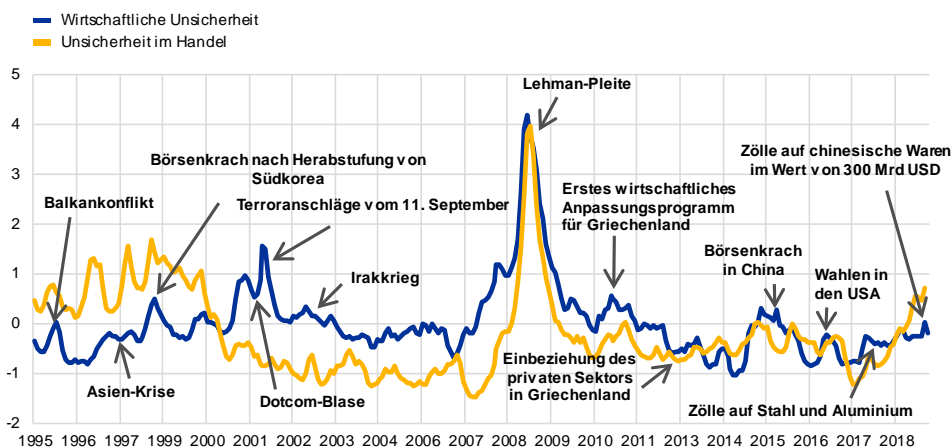
⁷ Konkret wird ein (monatliches) dynamisches Faktormodell herangezogen, um länderspezifische makroökonomische und finanzielle Variablen einen Monat im Voraus zu prognostizieren. Danach kommt ein stochastisches Volatilitätsmodell zum Einsatz, um die bedingte Volatilität des modellbasierten Prognosefehlers im Zeitverlauf zu ermitteln. Im Anschluss daran wird eine Hauptkomponente der einzelnen Zeitreihen extrahiert und eine Messgröße der wirtschaftlichen Unsicherheit für jedes Land erstellt. Durch Aggregation der mit dem BIP zu Kaufkraftparitäten gewichteten länderspezifischen Indikatoren wird schließlich ein Indikator der globalen Unsicherheit gebildet. In ähnlicher Weise wird aus einer umfangreichen Datenbank, die monatliche Handelsindikatoren auf Länderebene enthält, eine Messgröße der Unsicherheit im Welthandel abgeleitet.

⁸ Der Indikator für die Unsicherheit im Handel spiegelt die nicht prognostizierbare Komponente einer breiten Palette handelsbezogener Variablen wie der Ein- und Ausfuhren wider. Aus diesem Grund trägt er ganz unterschiedlichen Ursachen für die Unsicherheit im Handel Rechnung, beispielsweise der Unsicherheit über die Handelspolitik. Die Näherungsgröße wurde aufgrund der Tatsache gewählt, dass Gold als sicherer Vermögenswert gilt und deshalb die Unsicherheitsbezogene Komponente der Ereignisse besonders gut abbilden dürfte.

Abbildung B

Unsicherheit in der Weltwirtschaft und im Welthandel

(Standardabweichung vom Mittelwert)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Standardabweichungen vom Mittelwert werden für den Zeitraum von Januar 1998 bis August 2019 berechnet.

Nach der weltweiten Finanzkrise hat sich die politische Diskussion zunehmend auf die gesamtwirtschaftlichen Folgen einer erhöhten Unsicherheit konzentriert.

Eine neuere Untersuchung der EZB deutet darauf hin, dass sich die wachsende Unsicherheit während der weltweiten Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Eurogebiet negativ auf die Investitionen im Euroraum ausgewirkt hat.⁹ Häufig wird die Irreversibilität von Investitionen als Kanal genannt, über den die Unsicherheit mit der Realwirtschaft verbunden wird.¹⁰ Darüber hinaus können vom Zusammenspiel zwischen Unsicherheitsschocks und finanziellen Friktionen starke Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit ausgehen.¹¹ Die Verbraucher reagieren auf einen Anstieg der Unsicherheit möglicherweise auch dadurch, dass sie ihre vorsorglichen Ersparnisse aufstocken.¹²

Auch gegenwärtig scheint die wirtschaftliche Unsicherheit eine wesentliche Rolle zu spielen.

Eine Untersuchung des Kausalzusammenhangs zwischen Schwankungen der Unsicherheit und dem Produktionswachstum ist kein einfaches Unterfangen, da die Kausalität in beide Richtungen wirken kann: Eine höhere Unsicherheit beeinflusst die Wirtschaftstätigkeit, aber (negative) Produktionsschocks dürften auch die Unsicherheit ansteigen lassen. Um exogene Schocks von Unsicherheit zu unterscheiden, wird im vorliegenden Kasten die von Piffer und Podstawski¹³ vorgeschlagene Methodik herangezogen und ein strukturelles

⁹ Siehe Working Group on Econometric Modelling, [Business Investment in EU Countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 215, 2018.

¹⁰ Siehe N. Bloom, a. a. O.

¹¹ Siehe L. J. Christiano, R. Motto und M. Rostagno, Risk Shocks, *American Economic Review*, Bd. 104, 2014; S. Gilchrist, J. W. Sim und E. Zakrajšek, Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics, Working Paper des NBER, Nr. 20038, 2014.

¹² Siehe S. Basu und B. Bundick, Uncertainty Shocks in a Model of Effective Demand: Reply, Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 18-05, 2017.

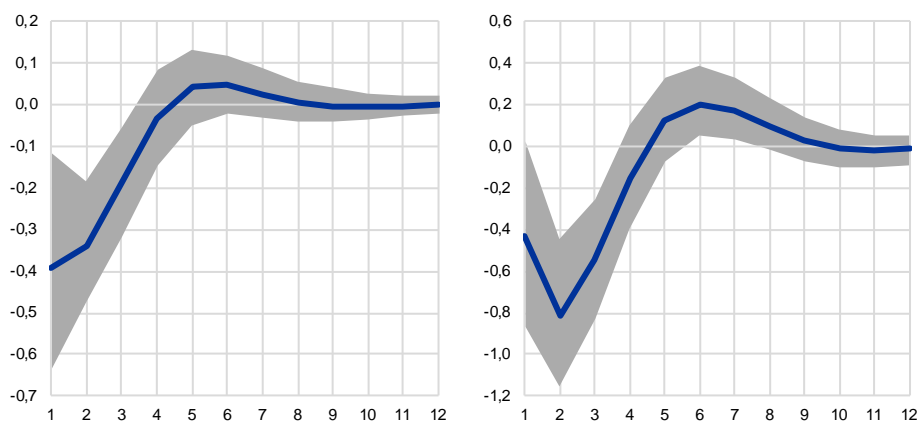
¹³ Siehe M. Piffer und M. Podstawski, Identifying uncertainty shocks using the price of gold, *The Economic Journal*, Bd. 128, 2018. Die von ihnen vorgeschlagene externe Variable (bis 2015 vorliegend) wurde um 20 zusätzliche Ereignisse in der Zeit vom zweiten Quartal 2015 bis zum zweiten Quartal 2019 erweitert, die potenziell Unsicherheit hervorrufen oder verringern, unerwartet eintreten und nicht von anderen gesamtwirtschaftlichen Schocks betroffen sind.

Vektorautoregressionsmodell mit externen Variablen (Proxy SVAR-Modell) geschätzt, in dem Goldpreisänderungen als Variable für die Unsicherheit verwendet werden.¹⁴ Die Ergebnisse dieser Analyse lassen den Schluss zu, dass Unsicherheitsschocks eine bedeutende Rolle spielen und in Bezug auf ihre Größe signifikant sind. Was die Wirkungsstärke betrifft, so führt ein Unsicherheitsschock von einer Standardabweichung zu einer Verringerung der Wachstumsrate bei den globalen Investitionen um etwa 0,4 Prozentpunkte und bei den weltweiten Einfuhren um 0,8 Prozentpunkte (siehe Abbildung C). Die Analyse deutet überdies darauf hin, dass das weltweite Investitions- und Handelswachstum im letzten Jahr durch Unsicherheit belastet wurde, auf die ein Drittel des Rückgangs der Investitionen bzw. 40 % des Rückgangs der globalen Importe zurückzuführen waren (siehe Abbildung D).

Abbildung C

Impuls-Antwort der weltweiten Investitionen (linke Skala) und der weltweiten Einfuhren (rechte Skala), ohne Euroraum, auf einen Unsicherheitsschock von einer Standardabweichung

(y-Achse: in Prozentpunkten; x-Achse: Quartale)



Quelle: EZB-Berechnungen.

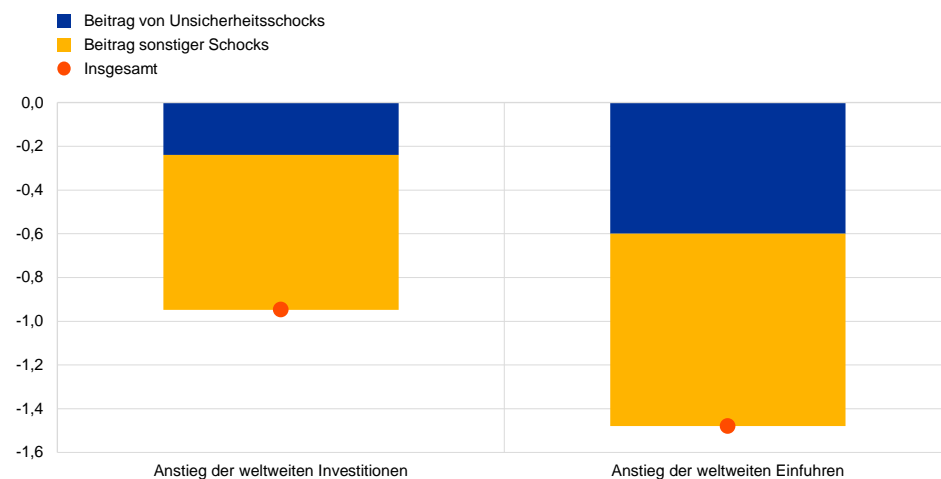
Anmerkung: Die Abbildung zeigt Impuls-Antwort-Funktionen, die aus einem SVAR-Modell gewonnen werden, in dem die im vorliegenden Kasten vorgestellte Messgröße der globalen wirtschaftlichen Unsicherheit, die globalen Investitionen, die weltweiten Einfuhren, eine aggregierte Messgröße der Zinssätze, die weltweite Teuerung nach dem VPI und ein globaler Aktienindex verwendet werden. Das Modell wird für den Zeitraum vom ersten Quartal 1996 bis zum zweiten Quartal 2019 geschätzt. Die globalen Aggregate der im VAR enthaltenen Variablen beziehen sich auf 16 Länder, auf die 75 % des weltweiten BIP gewichtet nach Kaufkraftparitäten entfallen. Die blauen Linien zeigen die punktweise dargestellten Mediane; die grau schattierten Bereiche stellen die 68%igen Konfidenzintervalle dar.

¹⁴ Unsicherheitsschocks werden mittels eines narrativen Ansatzes identifiziert. Konkret wird die (prozentuale) Veränderung des Goldpreises um jedes einzelne Ereignis herum berechnet. Danach werden alle Veränderungen zu einer monatlichen Zeitreihe aggregiert. Diese Proxy-Reihe korreliert mit Unsicherheitsschocks, aber nicht mit sonstigen allgemeinen makroökonomischen Störungen. Die Proxy-Variable wird anschließend in ein globales SVAR-Modell eingefügt, zusätzlich zu der geschätzten Messgröße der globalen wirtschaftlichen Unsicherheit, dem globalen BIP, den weltweiten Investitionen, einer aggregierten Messgröße der Zinssätze, der globalen Inflation und einem Aktienindex.

Abbildung D

Aufschlüsselung des Anstiegs der weltweiten Investitionen und des Wachstums der weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum)

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorquartal in %; Q2 2017 bis Q2 2018 und Q2 2018 bis Q2 2019; Abweichung vom Trend)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Zu einem Anstieg der weltwirtschaftlichen Aktivität kann auch eine sich abschwächende Unsicherheit beitragen, wie in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 erwartet wurde.

Angesichts der allmählich nachlassenden Belastungen, die auf die Weltwirtschaft einwirken, und der rückläufigen Unsicherheit wird auf mittlere Sicht ein moderates Anziehen der Weltwirtschaft und des Welthandels erwartet.¹⁵ Wachstumsfördernde Maßnahmen in zahlreichen Ländern dürften zusätzliche Erleichterungen mit sich bringen. Allerdings sind viele Ereignisse, die den Anstieg der Unsicherheit herbeigeführt haben, bei weitem noch nicht überwunden, sodass die Risiken für die globale Konjunktur als abwärtsgerichtet eingestuft werden. Die Unsicherheit könnte also die weltwirtschaftlichen Aussichten in den kommenden Quartalen weiterhin eintrüben.

¹⁵ Die jüngste Vereinbarung zwischen den Vereinigten Staaten und China zum „Phase-1-Handelsabkommen“ dürfte die Unsicherheit verringern und einige der auf der Weltwirtschaft und dem Welthandel lastenden Hemmnisse abbauen.

Inversion der Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten und Rezessionssignale an den Finanzmärkten

Johannes Gräß und Stephanie Titzck

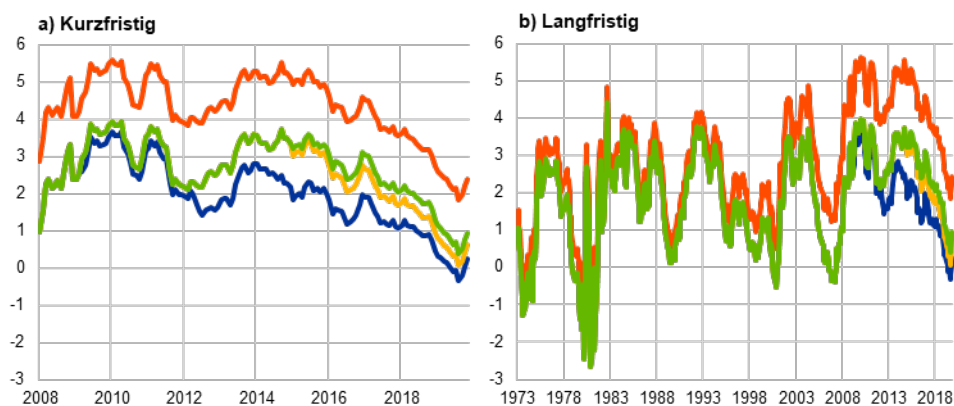
Die Mitte 2019 beobachtete Inversion der US-Zinsstrukturkurve rief verstärkte Sorgen hinsichtlich einer möglichen Rezession in den Vereinigten Staaten hervor. Die US-Zinsstrukturkurve wird häufig als Indikator für möglicherweise bevorstehende Rezessionen betrachtet: Eine Abflachung oder Inversion der Zinsstrukturkurve – d. h. ein negatives Zinsgefälle, bei dem die Zinssätze am langen Ende niedriger sind als am kurzen Ende – gilt allgemein als Anzeichen einer drohenden Rezession. Im Spätsommer 2019 nahm die Zinsstrukturkurve in den USA erstmals seit der weltweiten Finanzkrise einen inversen Verlauf an (siehe Abbildung A). Mithilfe von globalen Rezessionsanalysen lassen sich die Risiken für die Konjunkturaussichten beurteilen. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie wahrscheinlich der Eintritt einer Rezession in den Vereinigten Staaten ist. Dabei werden Entwicklungen berücksichtigt, die eine Verzerrung der aus der aktuellen Zinsstrukturkurve abgeleiteten Signale bewirkt haben.

Abbildung A

Bereinigung des Zinsgefälles – kurzfristige und langfristige Betrachtung

(in Prozentpunkten)

- Zinsgefälle
- Zinsgefälle, bereinigt um US-QE
- Zinsgefälle, bereinigt um QE insgesamt
- Zinsgefälle, bereinigt um QE insgesamt und sonstige Eigenbestände der Zentralbanken



Quellen: Federal Reserve System, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: QE (Quantitative Easing) steht für quantitative Lockerung. „Zinsgefälle“ ist definiert als die Renditedifferenz zwischen dreimonatigen und zehnjährigen US-Staatsanleihen. „Zinsgefälle, bereinigt um US-QE“ ist die Renditedifferenz zwischen dreimonatigen und zehnjährigen US-Staatsanleihen nach Bereinigung um den Effekt der quantitativen Lockerung der Federal Reserve auf die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen. „Zinsgefälle, bereinigt um QE insgesamt“ bezeichnet die Renditedifferenz zwischen dreimonatigen und zehnjährigen US-Staatsanleihen nach Bereinigung um den Effekt der Wertpapierankäufe der Federal Reserve und des Eurosystems auf die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen. Beim „Zinsgefälle, bereinigt um QE insgesamt und sonstige Eigenbestände der Zentralbanken“ erfolgt darüber hinaus eine Bereinigung um den Effekt der sonstigen von Zentralbanken gehaltenen Bestände auf die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2019.

In den gängigen auf Zinsstrukturkurven basierenden Modellen der Rezessionswahrscheinlichkeit bleiben Faktoren unberücksichtigt, die eine Verzerrung der aus der aktuellen Zinsstrukturkurve abgeleiteten Signale bewirken können.¹⁶ Bei Rezessionsmodellen, die auf Zinsstrukturkurven beruhen,

wird die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in der Regel mit einer Messgröße des Zinsgefälles – d. h. der Differenz zwischen den Renditen dreimonatiger und zehnjähriger US-Staatsanleihen – in Beziehung gesetzt. Das Zinsgefälle kann aber auch durch Faktoren beeinflusst werden, die die Laufzeitprämie der Renditen längerfristiger Anleihen weitgehend unabhängig vom nationalen Konjunkturausblick sinken lassen. Hierzu gehört der Renditerückgang bei den langfristigen US-Anleihen, der seit der weltweiten Finanzkrise aufgrund der Wertpapierankäufe des Federal Reserve System zu beobachten ist. Zwar hat die Federal Reserve ihre Anleiheankäufe vor geraumer Zeit eingestellt und war bis Sommer 2019 auch dabei, ihre Portfolios zurückzuführen, doch üben die aktuellen Anleihebestände in ihrer Bilanz nach wie vor Abwärtsdruck auf die Laufzeitprämien längerfristiger Anleihen aus. Außerdem wurden die Renditen langfristiger US-Anleihen in den vergangenen Jahren auch durch die Wertpapierankaufprogramme anderer Zentralbanken wie die der EZB komprimiert. Wertpapierankäufe ausländischer Zentralbanken beeinflussen die US-Renditen über den Portfolio-Rebalancing-Kanal der geldpolitischen Transmission auf internationaler Ebene. Darüber hinaus hat seit den frühen 2000er-Jahren auch die Akkumulation von US-Staatsanleihen durch ausländische Zentralbanken die Renditen längerfristiger US-Staatstitel gedämpft. Da die Nachfrage ausländischer Zentralbanken in der Regel nicht preiselastisch ist, kann es unabhängig vom Rezessionsrisiko der US-Wirtschaft zu einem Rückgang der Langfristrenditen kommen. Folglich können die Signale, die sich aus gängigen zinsstrukturbasierten Modellen der Rezessionswahrscheinlichkeit gewinnen lassen, verzerrt sein.

Nachfolgend werden alternative Modelle der Rezessionswahrscheinlichkeit vorgestellt, in denen mögliche Verzerrungen der aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Signale berücksichtigt werden. Dabei wird das Zinsgefälle um die Wirkung der Wertpapierankaufprogramme sowie des Aufbaus von Währungsreserven durch ausländische Zentralbanken bereinigt. Die so gewonnenen Messgrößen fließen dann in ein klassisches Logit-Regressionsmodell ein, mit dem die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA über einen Zeithorizont von einem Jahr geschätzt wird.¹⁷ Es wird ein Logit-Modell verwendet, um die Wahrscheinlichkeit eines binären Ereignisses – genauer gesagt des Eintritts einer Rezession in den Vereinigten Staaten – anhand einer Reihe erklärender Variablen zu ermitteln. Hierzu werden die folgenden Zinsgefälle-Varianten herangezogen:

¹⁶ Ähnlich argumentiert P. R. Lane in [The yield curve and monetary policy](#), Gastvortrag am Centre for Finance, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften des University College London, 25. November 2019.

¹⁷ Divergenzen zwischen den Märkten für Unternehmensanleihen und den Aktienmärkten wird durch Berücksichtigung der Zusatzprämie für Anleihen sowie des konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses Rechnung getragen.

Erstens wird eine Messgröße des Zinsgefälles konstruiert, bei der die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um die Auswirkung der von der Federal Reserve aufgelegten Programme zur quantitativen Lockerung (Quantitative Easing – QE) bereinigt wird. Dazu wird der Einfluss der drei großvolumigen

Kaufprogramme, des Programms zur Laufzeitverlängerung sowie der Reinvestitionen auf die Laufzeitprämie zehnjähriger US-Staatsanleihen geschätzt.¹⁸ Wird die zehnjährige Rendite um die Auswirkungen dieser quantitativen Lockerung bereinigt, ergibt sich eine erheblich größere Differenz zwischen den Renditen dreimonatiger und zehnjähriger US-Staatsanleihen (d. h. ein stärkeres Zinsgefälle). Dies ist insbesondere im Zeitraum von 2012 bis 2018 der Fall (siehe die gelbe Linie in Abbildung A). Das auf diese Art bereinigte Zinsgefälle vergrößerte sich mit zunehmender Ausweitung der Bilanz der Federal Reserve und erreichte im September 2014 kurz vor Ende der Nettoankäufe von Wertpapieren einen Spitzenwert von 124 Basispunkten. Von Oktober 2017 bis August 2019, als die Federal Reserve eine Normalisierung ihrer Bilanz anstrebte, verringerte sich die Differenz zwischen dem klassisch berechneten Zinsgefälle und der um die QE-Programme der USA bereinigten Größe zwar, blieb aber signifikant.

Zweitens wird eine Messgröße des Zinsgefälles erstellt, welche die Auswirkungen der von den Zentralbanken des Eurosystems getätigten Wertpapierkäufe auf die US-Renditen berücksichtigt (siehe die grüne Linie in Abbildung A).

Dazu wird der Korrelationskoeffizient der täglichen Veränderungen der Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen und zehnjähriger US-Staatsanleihen nach den Bekanntmachungen der EZB in Bezug auf das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) berechnet.¹⁹ Danach wird der Gesamteffekt der quantitativen Lockerung der EZB auf die US-Renditen ermittelt. Hierbei wird zunächst der Korrelationskoeffizient auf den geschätzten Effekt angewendet, den das APP des Eurosystems auf die Laufzeitprämie zehnjähriger Anleihen aus dem Euroraum hatte.^{20, 21} Abschließend wird das US-Zinsgefälle um die Spillover-Effekte der APP-Bekanntmachungen bereinigt, indem die Schätzungen zur Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen hinzuaddiert werden.

¹⁸ Die Schätzungen der Auswirkungen auf die US-Laufzeitprämie basieren auf J. Ihrig, E. Klee, C. Li, M. Wei und J. Kachovec, Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates, International Journal of Central Banking, Bd. 14(2), März 2018, S. 341-391.

¹⁹ Der Koeffizient beträgt 0,4. Dies bedeutet, dass eine Bekanntmachung der EZB zum APP, die einen Rückgang der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen um 10 Basispunkte bedingt, die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um 4 Basispunkte sinken lässt. Die Daten zu den APP-Bekanntmachungen der EZB basieren auf L. Dedola, G. Georgiadis, J. Gräßl und A. Mehl, [Does a big bazooka matter? Central bank balance-sheet policies and exchange rates](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2197, 2018.

²⁰ Die Schätzungen stammen aus F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. L. Vladu, [Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2293, 2019.

²¹ Dies steht in Einklang mit den Ergebnissen von Curcuru et al. (2018), die feststellen, dass die geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen der EZB einen erheblichen Abwärtseffekt auf die Laufzeitprämien in den USA haben. Siehe S. Curcuru, S. Kamin, C. Li und M. Rodriguez, International Spillovers of Monetary Policy: Conventional Policy vs. Quantitative Easing, International Finance Discussion Papers, Nr. 1234, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2018.

Drittens wird eine Messgröße des Zinsgefälles konstruiert, die auch die Auswirkungen der als Währungsreserven gehaltenen US-Staatsanleihen berücksichtigt (siehe rote Linie in Abbildung A). Wenn die im Ausland von Zentralbanken als Eigenbestände gehaltenen US-Staatsanleihen um 10 Prozentpunkte des ausstehenden Gesamtvolumens zunehmen, so bewirkt dies nach Schätzungen der EZB einen Rückgang der Laufzeitprämie von US-Staatsanleihen um 55 Basispunkte.²² Mithilfe von Daten zum Anteil der weltweit von Zentralbanken gehaltenen Eigenbestände am Gesamtbetrag der ausstehenden US-Staatsschuldtitel lässt sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen um diesen Effekt korrigieren. Aus Abbildung A geht hervor, dass das auf diese Art bereinigte Zinsgefälle Anfang der 2000er-Jahre merklich von der Standardmessgröße abzuweichen begann, als China und andere aufstrebende Volkswirtschaften anfangen, vermehrt US-Dollar-Reserven aufzubauen. Seit 2008 liegt dieser Indikator im Durchschnitt rund 165 Basispunkte über der lediglich um die quantitative Lockerung bereinigten Messgröße.

Ein Modell, das auf dem Standardindikator des Zinsgefälles basiert, könnte die gegenwärtige Rezessionswahrscheinlichkeit höher einschätzen als Modelle, die auch den Einfluss der Wertpapierankaufprogramme berücksichtigen.

Gemessen anhand der Standardmessgröße des Zinsgefälles lag die Wahrscheinlichkeit eines Rezessionseintritts innerhalb eines Jahres im August 2019, als die Inversion der Zinsstrukturkurve ihren höchsten Punkt erreichte, bei 37 % (siehe Abbildung B). Wird das Zinsgefälle anhand der hier vorgeschlagenen Modelle bereinigt, ergeben sich hingegen weitaus niedrigere Rezessionswahrscheinlichkeiten. Das Modell, in dem das Zinsgefälle um die QE-Programme der Federal Reserve korrigiert wird, liefert eine Wahrscheinlichkeit von 28 %.²³ Erfolgt darüber hinaus eine Einbeziehung der Auswirkungen des APP auf das US-Zinsgefälle, verringert sich die Wahrscheinlichkeit einer Rezession weiter auf 21 %. Wird das US-Zinsgefälle dann noch um die Auswirkungen der Eigenbestände ausländischer Zentralbanken angepasst, sinkt die Rezessionswahrscheinlichkeit auf nur noch 12 %.²⁴

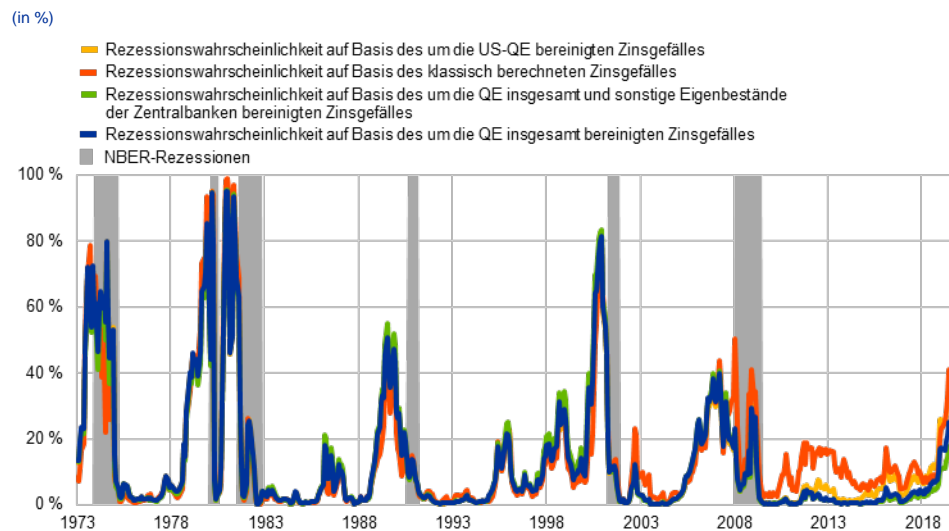
²² Die Schätzungen basieren auf J. Gräß, T. Kostka und D. Quint, [Quantifying the 'exorbitant privilege' – potential benefits from a stronger international role of the euro](#), in: EZB, The international role of the euro, Juni 2019.

²³ Anhand gängiger Messgrößen zur Einschätzung der Fähigkeit zur Vorhersage von Rezessionen lässt sich feststellen, dass das Modell, in dem eine Bereinigung um die quantitative Lockerung insgesamt erfolgt, hier die höchste Prognosegüte aufweist.

²⁴ Swanson und Williams (2014) zeigen, dass in dieser Zeit vor allem die Zinssätze in den kurzfristigeren Laufzeitbereichen nicht auf gesamtwirtschaftliche Meldungen reagierten. Deshalb wird der Zeitraum, in dem der Zielkorridor des Zinssatzes für Tagesgeld („Federal Funds Rate“) der bei 0 % bis 0,25 % lag, in der Schätzung nicht berücksichtigt. Siehe E. T. Swanson und J. C. Williams, Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest Rates, Working Paper des NBER, Nr. 20486, 2014.

Abbildung B

Rezessionswahrscheinlichkeiten auf Basis der verschiedenen Messgrößen des Zinsgefälles



Quellen: Federal Reserve System, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grau schattierten Bereiche markieren vom National Bureau of Economic Research (NBER) identifizierte Rezessionen. Erläuterungen zu den einzelnen Messgrößen des Zinsgefälles finden sich in den Anmerkungen zu Abbildung A.

Insgesamt ergeben Modelle, die berücksichtigen, dass die Laufzeitprämie der Renditen längerfristiger Anleihen – und somit das Zinsgefälle – durch Faktoren gedrückt werden kann, die weitgehend unabhängig vom nationalen Konjunkturausblick sind, eine niedrigere Wahrscheinlichkeit für das Eintreten einer Rezession in den Vereinigten Staaten als Modelle mit klassisch berechnetem Zinsgefälle. Im August 2019 erreichte die Rezessionswahrscheinlichkeit bei allen Modellen ihren Höchstwert. Dabei fiel die Wahrscheinlichkeit, dass innerhalb eines Jahres in den Vereinigten Staaten eine Rezession eintritt, bei den bereinigten Modellen 9 bis 25 Basispunkte niedriger aus als beim Standardmodell. Das Modell, das in Bezug auf die statistischen Eigenschaften am besten abschneidet – d. h. das Modell, das die quantitative Lockerung sowohl in den USA als auch im Euroraum einbezieht, – ergibt eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 28 %. Seit August 2019 hat sich die Rezessionswahrscheinlichkeit in allen Modellen verringert. Dies ist vor dem Hintergrund einer Ausweitung des Zinsgefälles zu sehen, die in erster Linie auf steigende Renditen langfristiger Staatsanleihen zurückzuführen war. Im Ergebnis deutet dies darauf hin, dass sich die Aussichten für die Vereinigten Staaten etwas günstiger darstellen, als es die Marktcommentare im Sommer 2019 nahelegten.

3 Durchbrechung des „Ketteneffekts“ von Zöllen – Außenhandelszonen in Zeiten von Protektionismus

Virginia di Nino, Simone Cigna und Srdan Tatomir

In Außenhandelszonen, auch FTZs (Foreign Trade Zones) genannt, können importierte Waren ohne Eingreifen der Zollbehörden be- und verarbeitet und wieder ausgeführt werden. Der vorliegende Kasten befasst sich mit den Vorteilen von Außenhandelszonen. Es wird untersucht, wie sie in den Vereinigten Staaten²⁵, China²⁶ und der Europäischen Union²⁷ genutzt werden und ob sich mit ihrer Hilfe die Zollerhöhungen abfedern lassen, die aus den neuen Handelsrestriktionen resultieren.²⁸

FTZs waren ursprünglich dafür konzipiert, die Wirtschaftsentwicklung und die Beschäftigung durch Förderung des internationalen Handels anzukurbeln. In FTZs sind die Lohnveredelung und Güter, die wieder ausgeführt werden, von Einfuhrzöllen befreit. Weitere Vorteile sind geringere Abwicklungsgebühren und ein Aufschub bei der Erhebung von Zöllen. Außenhandelszonen bringen jedoch auch gewisse Nachteile mit sich. So kann es vorkommen, dass bestehende Unternehmen einfach ihren Sitz in eine Außenhandelszone im selben Land verlagern, um von niedrigeren Zöllen und Steuern zu profitieren. Hierdurch können die Steuereinnahmen des Staates sinken, ohne dass sich die Beschäftigung und die Wirtschaftsleistung deutlich verbessern.²⁹ Angesichts der genannten Vor- und Nachteile hängt der Nutzen, den eine FTZ einem Land bringt, stark vom jeweiligen Kontext ab. In vielen Staaten hat die Zahl der FTZs in den vergangenen zwei Jahrzehnten zugenommen, da die Regierungen bestrebt sind, auf ihren Staatsgebieten eine globale Produktion zu fördern.

Durch FTZs kann der „Ketteneffekt“ von Zöllen insofern durchbrochen werden, als Teile und Komponenten (d. h. Vorleistungsgüter) entweder bei einer Wiederausfuhr zollfrei sind oder zu Präferenzzöllen importiert werden können. In den Vereinigten Staaten sind die Zollsätze auf Vorleistungsgüter höher als auf Endprodukte („Zollinversion“). Vorerzeugnisse, die über eine FTZ eingeführt wurden, können jedoch von Zollzahlungen ausgenommen werden, oder es wird der für Endprodukte geltende niedrigere Zollsatz erhoben. Außerdem gilt die Wertschöpfung in FTZs als im Inland generiert und unterliegt damit nicht der US-Besteuerung ausländischer Importe. Statt Zölle auf jede importierte Vorleistung zu entrichten, die in die Produktion des Endprodukts einfließt, können Unternehmen zur

²⁵ Ein vollständiges Verzeichnis der FTZs in den Vereinigten Staaten kann unter [List of Foreign-Trade Zones by State](#) abgerufen werden.

²⁶ Eine Liste von FTZs in China findet sich in: [China: China Introduces New Free Trade Zones and Improved Practices](#), International Tax Review, 15. Oktober 2019.

²⁷ Für ein vollständiges Verzeichnis der FTZs in der EU siehe: [Free zones which are in operation in the customs territory of the Union, as communicated by the Member States to the Commission](#), 20. Dezember 2019.

²⁸ Laut dem ehemaligen US-Handelsunterhändler Matt Gold gewinnen FTZs in einer durch zunehmende Handelshemmnisse geprägten Welt an Bedeutung; siehe den Artikel [Trump Erects Trade Barriers, and 'Foreign Trade Zones' Take Them Down](#), Governing: The Future of States and Localities, 6. März 2018.

²⁹ Eine kurze Übersicht über die Vor- und Nachteile von FTZs findet sich in [Special economic zones – Not so special](#), The Economist, 4. April 2015.

Unterbrechung dieser „Kette“ von Zöllen FTZs nutzen, indem sie lediglich den geltenden Zollsatz auf den im Endprodukt enthaltenen ausländischen Wertschöpfungsanteil bezahlen. Alternativ können sie FTZs nutzen, um Waren umzuwandeln und weiterzuverarbeiten, und sie dann wieder ausführen, ohne US-Einfuhrzölle zu entrichten. Die größten Kosteneinsparungen aus FTZs ergeben sich für Produkte, die in globalen Wertschöpfungsketten hergestellt wurden. Diese passieren nämlich üblicherweise wiederholt Grenzen und wären ansonsten bei jedem Grenzübertritt zollpflichtig. Gäbe es keine Außenhandelszonen, würden sich die Zölle für diese Produkte anhäufen, da die Zollsätze auf den Bruttowert des Produkts und nicht auf die Wertschöpfung jeder Stufe erhoben würden. Der US-amerikanischen National Association of Foreign-Trade Zones (NAFTZ) zufolge ist etwa die Hälfte der Kosten, die ein Unternehmen durch einen Sitz in einer Außenhandelszone einspart, darauf zurückzuführen, dass eine Zollinversion vermieden werden kann.³⁰

In den Vereinigten Staaten wird ein erheblicher Anteil der Gesamteinfuhren über Außenhandelszonen abgewickelt (rund 38 % im Jahr 2018). Einen „foreign status“ und eine bevorzugte Behandlung erhalten jedoch nur 14 % der Gesamteinfuhren.³¹ Rund die Hälfte der Importe mit „foreign status“ wird schließlich in die USA eingeführt und dort konsumiert, während der Rest weiterverarbeitet und wieder ausgeführt wird. 2018 waren 440 000 Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in den Vereinigten Staaten in FTZs beschäftigt. Neben Erdöl, das in den USA aus historischen Gründen durch FTZs geleitet wird, besteht der Großteil der Einfuhren, die über Außenhandelszonen in die Vereinigten Staaten importiert werden, aus elektronischen Erzeugnissen, Maschinen und Transportmitteln mit globalen Produktionsnetzwerken.³² Ausländische Automobilhersteller nutzen die Zollinversion aus, indem sie sich in FTZs niederlassen.³³

Auch in China wird ein beträchtlicher und wachsender Teil des Gesamthandels über FTZs abgewickelt. Bislang findet in chinesischen FTZs keine Befreiung von Importzöllen statt. Es gab jedoch schon entsprechende Überlegungen, und die jetzige Situation könnte sich mit dem kontinuierlichen Ausbau von FTZs ändern. In China existieren derzeit zwölf große FTZs. In diesen Zonen sind 4 % der Erwerbspersonen des Landes beschäftigt. Die dort abgewickelten Waren machen rund 17 % der Gesamteinfuhren Chinas aus. Wie in den Vereinigten Staaten sind etwa die Hälfte dieser Güter für den inländischen Konsum und die andere Hälfte für die Wiederausfuhr bestimmt. Elektronische Erzeugnisse und Maschinen, die über FTZs importiert werden, stellen 20 % der Einfuhren der jeweiligen Sektoren dar (siehe Abbildung A). Bei den Transportmitteln beläuft sich dieser Wert auf 25 % der Importe dieses Sektors. Unternehmen mit Sitz in einer Außenhandelszone (ebenso wie in

³⁰ Siehe NAFTAZ, [The US Foreign-Trade Zones Program: Economic Benefits to American Communities](#), Februar 2019.

³¹ Weitere Informationen zur Definition von Waren mit „domestic origin/duty paid“ und „foreign status“ finden sich im [Glossary of FTZ terms](#) des US-amerikanischen Foreign-Trade Zones Board.

³² Zwei Drittel aller über FTZs getätigten Einfuhren in die Vereinigten Staaten entfallen auf Ölimporte. Raffinerien haben ihren Sitz in FTZs, um das historische Einfuhrverbot für Rohöl aus den 1930er-Jahren zu umgehen. Damals waren die USA noch Nettoexporteure von Öl.

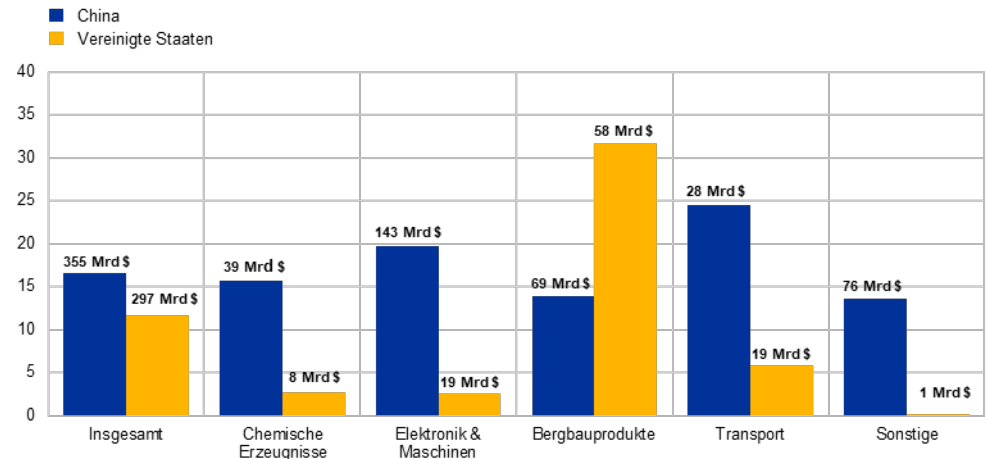
³³ Siehe S. Tiefenbrun, U.S. Foreign Trade Zones of the United States, Free-Trade Zones of the World, and their Impact on the Economy, *Journal of International Business and Law*, Bd. 12(2), 2013.

anderen Sonderwirtschaftszonen) profitieren auch von lockereren Kapitalverkehrskontrollen und von Steuervorteilen.

Abbildung A

Chinesische und US-amerikanische Einfuhren über FTZs im Jahr 2018

(Anteil der Einfuhren mit „foreign status“ an den Gesamteinfuhren der jeweiligen Sektoren)



Quellen: United States Census Bureau, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

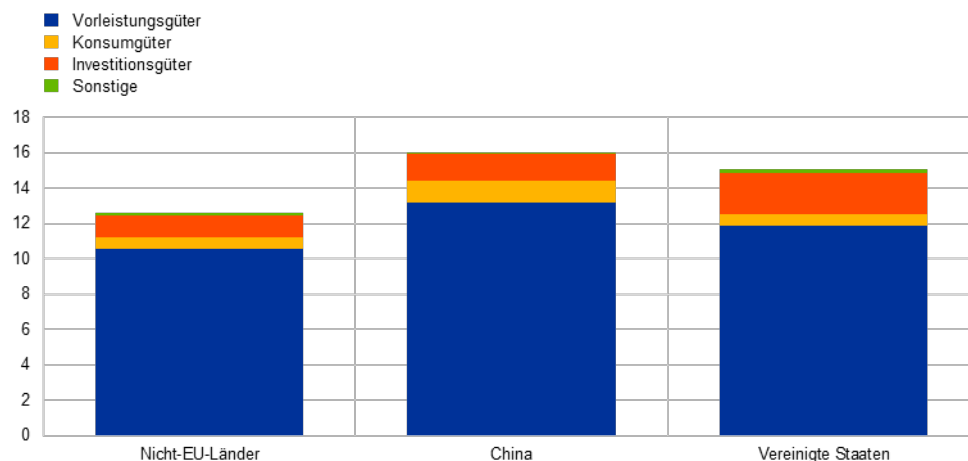
In der EU sind Einfuhren, die über Außenhandelszonen erfolgen, nicht von Zöllen befreit, da Außenhandelszonen hier in erster Linie eine reibungslose Zollabwicklung gewährleisten sollen; stattdessen wird ein ähnlicher Effekt durch Zollaussetzungen erreicht.³⁴ Dieses 2013 eingeführte Verfahren garantiert allen Unternehmen, die in der EU tätig sind, gleiche Wettbewerbsbedingungen, unabhängig davon, in welchem Land sie ihren Sitz haben. Der Anteil der Einfuhren in den Euroraum, für die Zollaussetzungen gewährt werden, ist vergleichbar mit den Einfuhren über FTZs in anderen Regionen: Für 12 % der Importe des Eurogebiets gelten Zollaussetzungen, während in China 17 % und in den Vereinigten Staaten 14 % der Importe über FTZs erfolgen. Im Einklang mit dem ursprünglichen Ziel der FTZs finden Zollaussetzungen im Wesentlichen auf Vorleistungsgüter Anwendung. Investitionsgüter profitieren weniger stark davon, und der Anteil der Konsumgüter an den Einfuhren, für die eine Zollaussetzung gilt, ist vernachlässigbar (siehe Abbildung B). Da der Zweck von Zollaussetzungen letztendlich jedoch darin besteht, die inländische Produktion und regionale Wertschöpfungsketten zu fördern, können sie nur für Waren gewährt werden, die nicht in der EU hergestellt wurden. So haben weder Kraftfahrzeuge noch Kfz-Teile jemals auf der Liste der Zollaussetzungen gestanden.

³⁴ Der Grundgedanke hinter diesem Ansatz ist, dass eine Befreiung von Einfuhrzöllen durch die Nutzung von FTZs dazu führen würde, dass Unternehmen mit Sitz in einer solchen Zone einen ungerechtfertigten Wettbewerbsvorteil gegenüber Firmen hätten, die ihren Sitz andernorts in der EU haben.

Abbildung B

Einfuhren in den Euroraum, für die 2018 Zollaussetzungen galten

(Anteil an den Gesamteinfuhren nach Produktart)



Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Liste der Zollaussetzungen wird zweimal jährlich überarbeitet. Zollaussetzungen können für bis zu fünf Jahre gewährt werden.

FTZs können die Auswirkungen des Handelskonflikts zwischen den USA und China abfedern; dabei kommt es auf die relative Höhe der Zölle für Vorleistungsgüter im Vergleich zu denen der Endprodukte an.³⁵ Steigen die Zölle auf Vorleistungsgüter im Verhältnis zu denen auf Endprodukte, so vergrößert sich in den Vereinigten Staaten der Anreiz, diese über Außenhandelszonen einzuführen und damit von einer Befreiung von Einfuhrzöllen zu profitieren. Im anhaltenden Handelskonflikt zwischen China und den Vereinigten Staaten waren rund 90 % der chinesischen Vorleistungsgüter von einer Anhebung der US-Zölle betroffen.³⁶ Protektionistische Maßnahmen führten zu einem Anstieg des bilateralen Zollsatzes um 14,2 Prozentpunkte. Der durchschnittliche US-Zoll auf Vorleistungsgüter aus China ist doppelt so stark erhöht worden (um 6 Prozentpunkte) wie die Zölle auf Konsumgüter (um 3 Prozentpunkte). Der Handelsstreit hat somit die Zollinversion weiter verstärkt und den Anreiz erhöht, Einfuhren über FTZs zu tätigen. Die Nutzung von FTZs könnte den bilateralen effektiven Zollsatz zwischen den USA und China um bis zu 0,7 Prozentpunkte verringert haben. Unter der Annahme, dass alle importierten chinesischen Vorleistungen über FTZs in die Vereinigten Staaten

³⁵ Siehe J. M. Siroën und A. Yücer, Trade Performance of Free Trade Zones, Document de travail/Working paper der Université Paris-Dauphine, Nr. DT/2014-09, 2014.

³⁶ Protektionistische Maßnahmen gegen chinesische Importe erhöhten die bilateralen effektiven Zölle um 16,3 Prozentpunkte. Nach der Ankündigung eines Teilabkommens im Dezember 2019, das im Februar 2020 in Kraft treten wird, und der anschließenden Entspannung der Lage beschränkte sich die Erhöhung der effektiven Zollsätze auf 14,2 Prozentpunkte.

eingeführt würden, könnte sich sogar ein um bis zu 4,5 Prozentpunkte niedrigerer effektiver bilateraler Zollsatz ergeben.³⁷

³⁷ Die Vorleistungen, die über FTZs für die Produktion in den Vereinigten Staaten eingeführt wurden, beliefen sich 2018 auf insgesamt 130 Mrd USD. Unter der Annahme, dass der Anteil der chinesischen Vorleistungen, die über FTZs in die USA eingeführt und für die Produktion verwendet werden, genauso hoch ist wie der Anteil der importierten chinesischen Vorleistungsgüter an den Gesamteinfuhren von Vorleistungen in die Vereinigten Staaten, könnte sich der dämpfende Effekt der FTZs auf bis zu 0,7 Prozentpunkte belaufen. Wird zudem unterstellt, dass sämtliche eingeführten chinesischen Vorleistungsgüter (149 Mrd USD im Jahr 2017) über FTZs umgeleitet werden, so könnte dies die Auswirkungen auf den bilateralen effektiven Zollsatz um ein Drittel reduzieren. Dessen Anstieg beliefen sich dann nur noch auf 9,8 Prozentpunkte statt 14,2 Prozentpunkte. Da Daten über die Zusammensetzung des Handels von US-amerikanischen FTZs begrenzt sind, werden Annahmen bezüglich des Anteils von importierten chinesischen Vorleistungen gemacht, die in diesen Zonen weiterverarbeitet werden. Es wird außerdem unterstellt, dass sämtliche ausländischen Vorleistungen, die in FTZs zu Produktionszwecken eingeführt werden, dem US-Binnenmarkt für den Endverbrauch zugeführt, also nicht wiederausgeführt werden. Ferner wird angenommen, dass sämtliche aus China importierten Vorleistungsgüter durch eine Zollerhöhung um 25 Prozentpunkte betroffen sind, während bei Konsumgütern nur eine Zollerhöhung um 7,5 Prozentpunkte unterstellt wird. Diese Annahmen sind insofern angemessen, als 83 % der Gesamteinfuhren chinesischer Vorleistungsgüter in die Vereinigten Staaten von der Anhebung der Zollsätze um 25 Prozentpunkte betroffen waren. Bei den Konsumgütern unterlagen unterdessen fast 70 % der gesamten aus China in die USA eingeführten Waren Zollerhöhungen von maximal 7,5 Prozentpunkten.

4 Einbindung der nicht dem Euroraum angehörenden mittel- und osteuropäischen EU-Länder in globale Wertschöpfungsketten, Exportentwicklung und Synchronisierung der Konjunkturzyklen mit dem Euroraum

Francesco Chiacchio und Andrejs Semjonovs

Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung in den sechs nicht dem Euroraum angehörenden mittel- und osteuropäischen EU-Staaten (Bulgarien, Tschechische Republik, Kroatien, Ungarn, Polen und Rumänien) im Hinblick auf die Handelsverflechtungen und die Synchronisierung der Konjunkturzyklen mit dem Eurogebiet beleuchtet. Zudem wird die potenzielle Anfälligkeit der Exportdynamik dieser Länder gegenüber Veränderungen der außenwirtschaftlichen Bedingungen untersucht. In den zurückliegenden Jahrzehnten haben die Unternehmen vor dem Hintergrund der rasch voranschreitenden wirtschaftlichen Globalisierung und einer verstärkten Handelsintegration ihre Produktionsprozesse entflochten und den Bezug ihrer Vorleistungen über verschiedene Länder hinweg gestreut. Insbesondere gilt dies für die sechs hier betrachteten Länder, die sowohl auf globaler als auch auf regionaler Ebene zunehmend in grenzüberschreitende Wertschöpfungsketten eingebunden sind. Konkret war der Zugang zum europäischen Binnenmarkt mit dem Wegfall von Handelsbarrieren, geringeren Transportkosten und EU-weit einheitlichen Standards verbunden. Dies stellte für die Unternehmen einen maßgeblichen Anreiz dafür dar, ihre Produktions- und Montagevorgänge zu fragmentieren, um von den jeweiligen lokalen Produktionsbedingungen zu profitieren.

Die sechs Länder zeichnen sich durch intensive Handelsbeziehungen und eine enge Verflechtung mit dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen EU aus. In den letzten 20 Jahren waren mehr als 55 % aller Exporte der sechs Staaten für den Euroraum bestimmt (siehe Abbildung A). Bis 2014 waren rund 45 % der Bruttoausfuhren dieser Länder in das Eurogebiet Teil internationaler Wertschöpfungsketten, d. h., sie enthielten entweder ausländische Wertschöpfung oder inländische Wertschöpfung für die Ausfuhren anderer Länder. Hinzu kommt, dass die sechs Staaten in den Wertschöpfungsketten des Euroraums im Schnitt eine nachgelagerte Position einnehmen³⁸ (siehe Abbildung B). Dies lässt darauf schließen, dass sich die Region im Allgemeinen auf Verarbeitungs- und Montagetätigkeiten spezialisiert hat und ihre Exportaktivitäten insgesamt daher durch einen relativ geringen inländischen

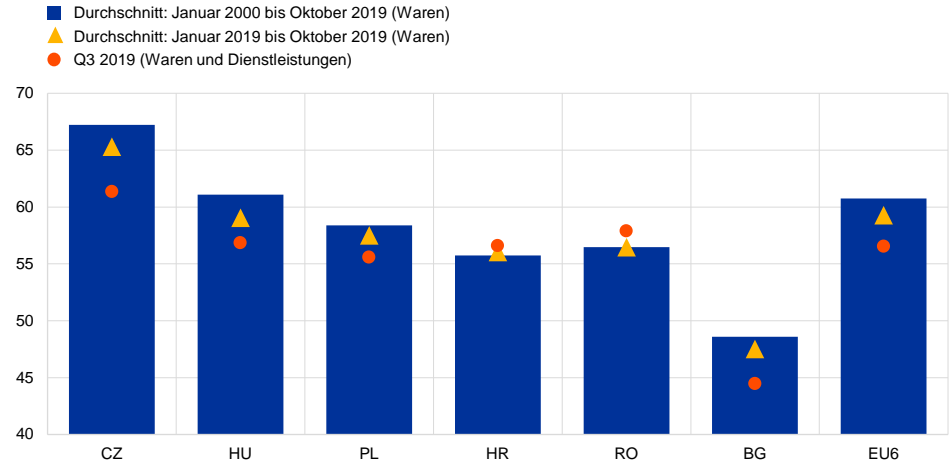
³⁸ Die Position in globalen Wertschöpfungsketten spiegelt den relativen Anteil zweier Komponenten der Bruttoexporte wider: a) die in den Ausfuhren anderer Länder enthaltene inländische Wertschöpfung (vorgelagerte Beteiligung an der Wertschöpfungskette) und b) die in den eigenen Ausfuhren enthaltene ausländische Wertschöpfung (nachgelagerte Beteiligung). Ein Land befindet sich auf einer nachgelagerten Stufe der Wertschöpfungskette, wenn – bezogen auf die Wertschöpfung – die ausländischen Vorleistungen bei der Produktion seiner Exportgüter höher sind als die Vorleistungen, die das Land für die Herstellung der Exportgüter anderer Länder zur Verfügung stellt. Siehe hierzu auch Z. Wang, S.-J. Wei und K. Zhu, Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels, Working Paper des NBER, Nr. 19677, 2013.

Wertschöpfungsgehalt und eine intensivere Nutzung ausländischer Vorleistungsgüter gekennzeichnet sind.

Abbildung A

Anteil der Exporte der sechs Länder in den Euroraum

(in % der Gesamtexporte)



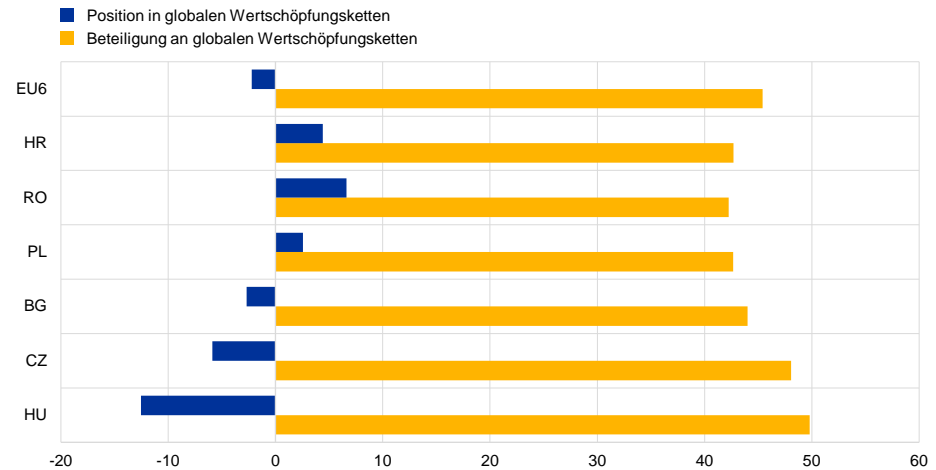
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: „EU6“ bezeichnet die Gesamtheit der sechs betrachteten Länder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019 (Warenexporte) bzw. das dritte Quartal 2019 (Waren- und Dienstleistungsexporte).

Abbildung B

Beteiligung an und Position in globalen Wertschöpfungsketten bei Exporten der sechs Länder in den Euroraum im Jahr 2014

(Position: Index; Beteiligung: in % der gesamten Bruttoexporte)



Quellen: Eurostat, World Input-Output Tables (Veröffentlichung 2016), Wang et al. (2013) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „EU6“ bezeichnet die Gesamtheit der sechs betrachteten Länder. Der Index für die Position in globalen Wertschöpfungsketten ist definiert als $100 \cdot (\ln(1+sDV) - \ln(1+sFV))$, wobei sDV für den Anteil der in den gesamten Bruttoausfuhren enthaltenen inländischen Wertschöpfung und sFV für den Anteil der in den gesamten Bruttoausfuhren enthaltenen ausländischen Wertschöpfung stehen. Im rein hypothetischen Fall einer inländischen (ausländischen) Wertschöpfung von 100 % wäre der maximale (minimale) Indexwert für die Position demzufolge 69 (-69). Je höher der Anteil der ausländischen Wertschöpfung, desto niedriger ist der Index für die Position in der Wertschöpfungskette; ein negativer Wert bedeutet eine nachgelagerte Position (wie im Fall der EU6), ein positiver Wert eine vorgelagerte Position (wie im Fall von Kroatien, Rumänien und Polen). Angaben zur Position in und Beteiligung an globalen Wertschöpfungsketten sind nur bis 2014 verfügbar und entsprechen möglicherweise nicht der jeweils aktuellen Position bzw. Beteiligung.

Die sechs Länder haben sich sukzessive den internationalen Märkten geöffnet, und ihr Handel über globale Wertschöpfungsketten, an denen zum Großteil Partnerländer aus dem Euroraum beteiligt sind, nimmt deutlich stärker zu, als dies im Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets der Fall ist. Der hohe Offenheitsgrad, der es den sechs Volkswirtschaften ermöglichte, inländische Produktionsstrukturen wirksam einzusetzen und umfangreiche Vorteile aus der Handelsintegration zu ziehen, hat auch deren Anfälligkeit gegenüber konjunkturellen Entwicklungen und branchenspezifischen Schocks erhöht. So haben insbesondere die engeren Verflechtungen mit anderen europäischen Volkswirtschaften und der übrigen Welt zu höheren Handelselastizitäten und einer stärkeren Spezialisierung in bestimmten Sektoren geführt.³⁹ Darüber hinaus betrifft der Handel über Wertschöpfungsketten in erster Linie langlebige Investitionsgüter, die bekanntermaßen sensibler auf konjunkturelle Entwicklungen reagieren.⁴⁰

Die sechs Volkswirtschaften sind inzwischen ein integraler Bestandteil der europäischen Produktionsnetzwerke, und die Nettoexporte stellen einen wichtigen Faktor für die Synchronisierung der Konjunkturzyklen mit dem Euro-Währungsgebiet dar. Der Prozess der Synchronisierung kann durch einen Ausbau des Handels, insbesondere mit Vorleistungen, unterstützt werden, etwa durch eine größere Vielfalt an gehandelten Produkten.⁴¹ Eine hohe Beteiligung an regionalen Produktionsketten im Euroraum scheint ein wichtiger Katalysator für die Synchronisierung der Konjunkturzyklen mit dem Eurogebiet zu sein. Wie aus Abbildung C hervorgeht, ist im Durchschnitt der sechs Länder für den Zeitraum von 2000 bis 2014 festzustellen, dass eine stärkere Einbindung in globale Wertschöpfungsketten bei Ausfuhren in den Euroraum (y-Achse) mit höheren Korrelationskoeffizienten (x-Achse) einhergeht, und zwar sowohl in Bezug auf die Wirtschaftsleistung (rote Punkte) als auch die Exporte (blaue Punkte) des Eurogebiets. Der Synchronisierungsgrad ist vor allem in Ungarn und der Tschechischen Republik im historischen Vergleich sehr hoch.

³⁹ Siehe M. Draghi, [Welcome remarks](#), Rede anlässlich der achten EZB-Konferenz zu mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern, Frankfurt am Main, 12. Juni 2019.

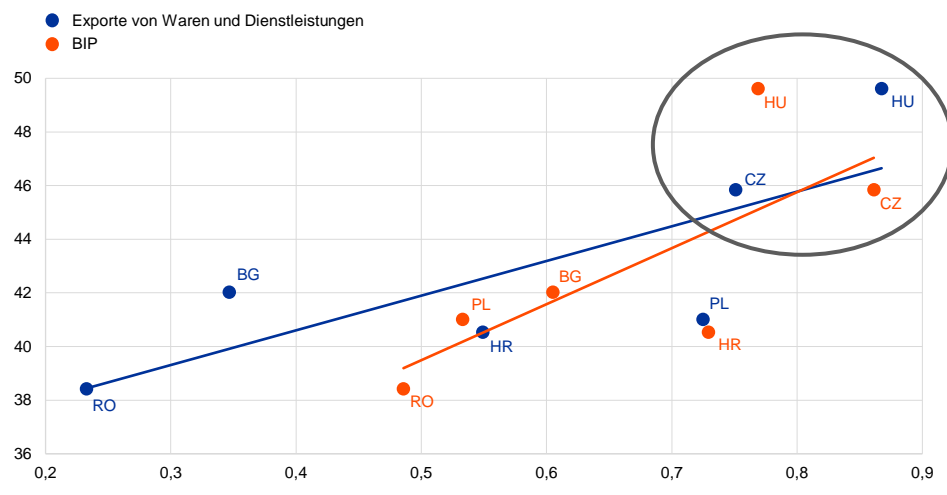
⁴⁰ Siehe V. Gunnella, M. Fidora und M. Schmitz, [Auswirkungen globaler Wertschöpfungsketten auf die makroökonomische Analyse des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 8/2017, EZB, Dezember 2017.

⁴¹ Siehe beispielsweise R. Duval, N. Li, R. Saraf und D. Seneviratne, Value-added trade and business cycle synchronization, *Journal of International Economics*, Bd. 99, 2016, S. 251-262; W. Liao und A. M. Santacreu, The trade comovement puzzle and the margins of international trade, *Journal of International Economics*, Bd. 96(2), 2015, S. 266-288.

Abbildung C

Handelsintegration und Synchronisierung der Konjunkturzyklen der sechs Länder mit dem Euroraum

(y-Achse: prozentualer Anteil der gesamten Bruttoexporte in den Euroraum, die Teil globaler Wertschöpfungsketten waren;
x-Achse: Synchronisierung mit dem BIP- und Exportwachstum im Euroraum, Korrelationskoeffizient; 2000-2014)



Quellen: Eurostat, World Input-Output Tables, Wang et al. (2013) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht den Zusammenhang zwischen dem durchschnittlichen Anteil der Ausfuhren in den Euroraum, die Teil globaler Wertschöpfungsketten eingebunden (y-Achse), und den Korrelationen des jährlichen Wachstums der Waren- und Dienstleistungsexporte bzw. des BIP im Zeitraum von 2000 bis 2014. So waren zum Beispiel fast 50 % der Bruttoexporte Ungarns in den Euroraum in globale Wertschöpfungsketten eingebunden (y-Achse). Zugleich wiesen das ungarische BIP- und Exportwachstum einen engen Gleichlauf mit dem BIP- und Exportwachstum des Euroraums auf (x-Achse, Korrelationskoeffizienten nahe am Höchstwert von 1). Eine positive Steigung der roten/blauen Linie deutet darauf hin, dass im Durchschnitt der sechs Länder ein höherer Anteil der an globalen Wertschöpfungsketten beteiligten Exporte in den Euroraum mit einer höheren Korrelation mit dem BIP- bzw. Exportwachstum des Euroraums einhergeht. Betrachtet wird hier nur der Zeitraum 2000-2014, da für die Zeit nach 2014 keine Daten zu den globalen Wertschöpfungsketten verfügbar sind.

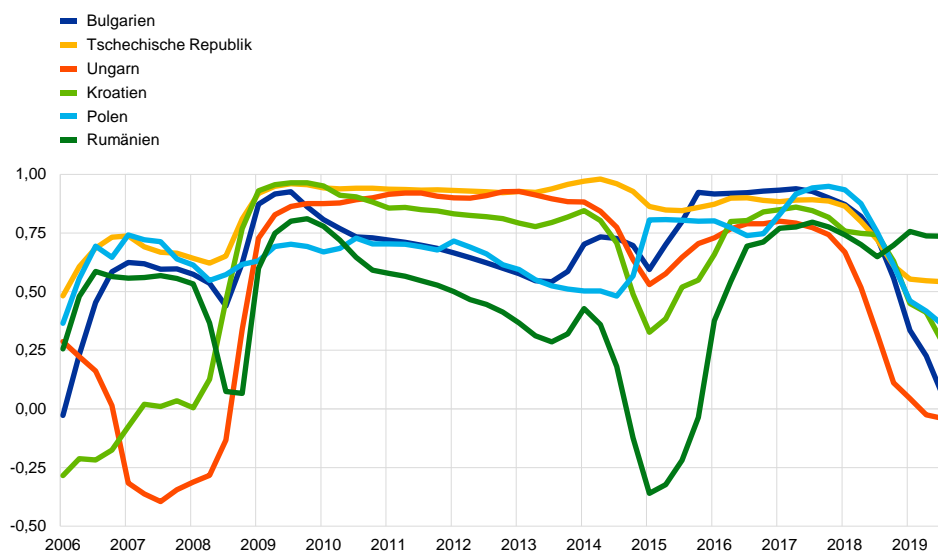
In den vergangenen Jahren haben sich die Konjunkturzyklen der sechs Länder jedoch etwas von der Wirtschaftsentwicklung im Euroraum abgekoppelt (siehe Abbildung D). Dies kann an lokalen Faktoren wie zum Beispiel der robusten Inlandsnachfrage liegen, die – in praktisch allen sechs Volkswirtschaften – von einem kräftigen Lohnwachstum und einem Anstieg der verfügbaren Einkommen gestützt wurde. Außerdem dürfte die Wirtschaft in den sechs Ländern aufgrund eines Aufholprozesses schneller wachsen als im Eurogebiet. Dieser unterschiedliche Wachstumstrend deutet darauf hin, dass der Konjunkturverlauf in den betrachteten Ländern im Allgemeinen wohl nicht exakt dem Verlaufsmuster im Euroraum entspricht. Die auf kurze Sicht zunehmenden Abweichungen könnten sich zum Teil auch durch die Nachwirkungen vorangegangener ausländischer Direktinvestitionen in die Industrie sowie die anhaltende Verlegung von Produktionsstätten aus anderen EU-Mitgliedstaaten in die sechs Länder erklären lassen. Für Ungarn wird dies in den Inflationsberichten der Magyar Nemzeti Bank vom September und Dezember näher erläutert.⁴²

⁴² Zugleich rechnet die Magyar Nemzeti Bank damit, dass sich der Abschwung in der deutschen Automobilindustrie über die Realwirtschaft auf mittlere Sicht auch negativ auf die ungarische Wirtschaft auswirken wird (siehe Magyar Nemzeti Bank, Inflation Report, September 2019).

Abbildung D

Synchronisierung der Konjunkturzyklen der sechs Länder mit dem Konjunkturverlauf im Euroraum

(rollierende Fünfjahreskorrelation zwischen den Jahreswachstumsraten des BIP in den sechs Ländern und im Euroraum insgesamt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt, inwieweit sich die Konjunkturentwicklung zwischen den sechs Ländern und dem Euroraum synchronisiert hat. So wie zum Beispiel das BIP-Wachstum der Tschechischen Republik in den zehn Jahren bis 2018 einen engen Gleichlauf mit dem BIP-Wachstum des Eurogebiets auf. Dies lässt sich daran ablesen, dass die entsprechenden Korrelationskoeffizienten nahe dem Höchstwert von 1 liegen. In jüngerer Zeit hat sich die Korrelation indes wieder abgeschwächt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019.

Bei der Erklärung der Korrelation zwischen den Ausfuhren des Euroraums und der sechs Länder spielen Art und Endverwendung der Exporte eine wichtige Rolle.

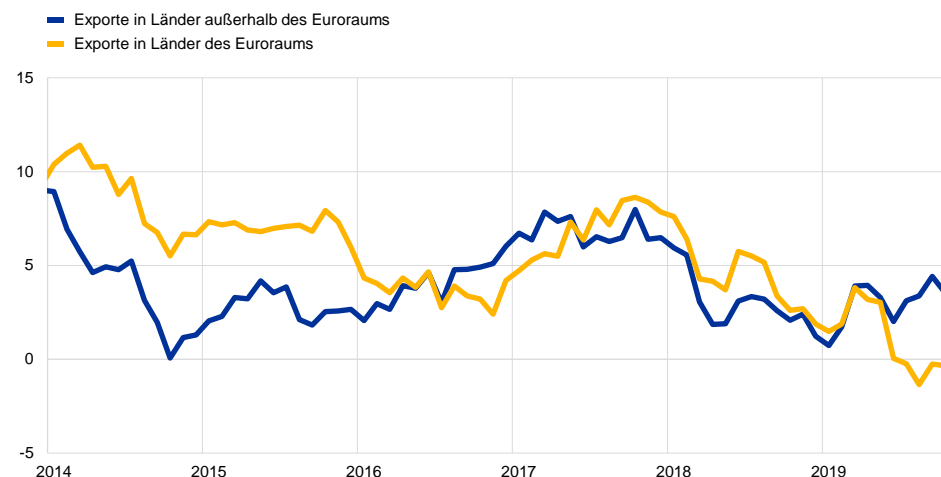
So war zum Beispiel für das zuletzt schwächere Exportwachstum in Rumänien weitgehend die Automobilbranche verantwortlich, auf die rund ein Drittel der Warenausfuhren nach Deutschland entfällt. Zu dieser Verlangsamung trug im Besonderen der Teilssektor Kraftfahrzeugteile und -zubehör bei, der stark in grenzüberschreitende Lieferketten eingebunden ist und von der Auslandsnachfrage anderer Länder abhängt. Im Gegensatz dazu wird ein Großteil der bulgarischen Ausfuhren nach Deutschland nicht reexportiert, sondern dient dem Endverbrauch. Da die Konjunkturabkühlung in Deutschland hauptsächlich von exportorientierten Industriezweigen ausgeht, hat sie auf die bulgarischen Ausfuhren eher geringere Auswirkungen.

Bislang haben sich die anhaltende Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe, unter anderem in der deutschen Automobilindustrie, sowie die sich zuspitzenden Handelskonflikte nur zum Teil in den sechs Volkswirtschaften niedergeschlagen.

Negative Übertragungseffekte werden durch diverse Faktoren abgefedert, etwa durch die dynamische Binnenkonjunktur, die Güterzusammensetzung der Exporte und die Robustheit der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets (siehe Abbildung E). Angesichts des hohen Offenheitsgrads im Außenhandel und der engen Wirtschaftsbeziehungen zum Eurogebiet könnte der Gesamteffekt, insbesondere mit Blick auf das Exportgeschäft, mittelfristig dennoch beträchtlich sein.

Abbildung E Warenexporte der sechs Länder insgesamt

(Jahreswachstumsraten in %; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019.

Durch Reformen zugunsten eines ausgewogeneren Wachstumspfad ließe sich die potenzielle Anfälligkeit der sechs Länder gegenüber Veränderungen des außenwirtschaftlichen Umfelds vermindern. Eine Erhöhung der Kapitalintensität und eine stärkere Ausrichtung auf inländische Innovationen werden zu einer Festigung der aus der Handelsintegration resultierenden Vorteile beitragen und langfristig eine kontinuierliche Angleichung sicherstellen.⁴³ Entscheidend für einen dauerhaften wirtschaftlichen Erfolg dieser Länder sind daher inländische Institutionen und Führungsstrukturen von hoher Qualität. Ein Schritt in diese Richtung wären strukturpolitische Maßnahmen, die etwa Investitionen in Humankapital und verstärkte Anstrengungen zur Korruptionsbekämpfung fördern.⁴⁴

⁴³ Siehe M. Draghi, [Welcome remarks](#), a. a. O.

⁴⁴ Siehe C. Lagarde, [Strengthening the Economic Engine: Prosperity and Resilience of CESEE Economies in a Changing Trade Landscape](#), Grundsatzrede anlässlich der achten EZB-Konferenz zu mittel-, ost- und südosteuropäischen Ländern, Frankfurt am Main, 12. Juni 2019.

5 Liquidität am Anleihemarkt und Effizienz am Swapmarkt: Welche Rolle spielt der Repomarkt?

Jan Philipp Fritsche, Michael Grill und Claudia Lambert

Im vorliegenden Kasten wird die Relevanz der Repomärkte für die Anleihe- und Swapmärkte untersucht und damit ein Beitrag zur Diskussion über die Rolle der Repomärkte im Finanzsystem insgesamt geleistet. Unter einem Repogeschäft (auch „Rückkaufvereinbarung“ oder „Pensionsgeschäft“) versteht man den Verkauf eines Wertpapiers mit gleichzeitiger Vereinbarung des Rückkaufs zu einem späteren Termin. Typischerweise greifen Marktteilnehmer auf Repogeschäfte zurück, um mithilfe von Anleihen, die als Sicherheiten gestellt werden, Finanzmittel aufzunehmen. Repogeschäfte können aber auch dazu dienen, bestimmte Wertpapiere gegen Barsicherheiten zu beschaffen. Die Repomärkte spielen eine wichtige Rolle für Kapital- und Wertpapierströme im Finanzsystem und versorgen auf diese Weise andere Märkte mit Liquidität.⁴⁵ Ein gut funktionierender Repomarkt unterstützt die Durchführung der Geldpolitik, da er die Wirkung der Zinsbeschlüsse über das Finanzsystem verbreitet. Andererseits können Turbulenzen am Repomarkt auf andere Märkte übergreifen und Spannungen am Finanzmarkt verstärken. Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, welche Folgen Störungen am Repomarkt für die Anleihemärkte und den Zinsswapmarkt haben können. Angesichts der Bedeutung dieser Märkte innerhalb des Finanzsystems ist es sowohl aus Sicht der Finanzstabilität als auch der Geldpolitik wichtig, dass sie angemessen funktionieren und eine mögliche Beeinträchtigung durch Turbulenzen am Repomarkt im Blick behalten wird.⁴⁶

Die Analyse liefert empirische Belege dafür, dass die Liquidität am Repomarkt ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Liquidität am Anleihemarkt und die Arbitragemöglichkeiten an den Swapmärkten ist. Die Liquidität am Repomarkt spielt eine wesentliche Rolle für die Förderung der Liquidität von Anleihen, die bei Repogeschäften als Sicherheiten gestellt werden. Diese wichtige Schnittstelle zwischen Finanzierungs- und Marktliquidität wird seit dem wegweisenden Beitrag

⁴⁵ Siehe Committee on the Global Financial System, [Repo market functioning](#), CGFS Papers, Nr. 59, 2017.

⁴⁶ Die Liquidität am Anleihemarkt spielt eine wichtige Rolle für die Durchführung der Geldpolitik und die Stabilität des Finanzsystems. Es ist von wesentlicher Bedeutung, die Liquiditätsbedingungen am Anleihemarkt und die Bestimmungsfaktoren für den Einfluss von Marktstress auf die Liquiditätsbedingungen zu überwachen. Siehe Committee on the Global Financial System, [Fixed income market liquidity](#), CGFS Papers, Nr. 55, 2016. Swaps stellen gemessen am Nennwert der ausstehenden Kontrakte den größten Derivatemarkt dar und sind insbesondere bei der Absicherung gegen Zinsrisiken von großer Relevanz. Zur Bedeutung dieses Marktes siehe beispielsweise S. Dalla Fontana, M. Holz auf der Heide, L. Pelizzon und M. Scheicher, *The anatomy of the euro area interest rate swap market*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2242, 2019.

von Brunnermeier und Pedersen in der Fachwelt diskutiert.⁴⁷ Die Repomärkte sind auch für die Bepreisung und Absicherung von Zinsswaps von großer Bedeutung.⁴⁸

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich ein plötzlicher Rückgang der Repomarktliquidität am Quartalsende auf die Liquidität an den Anleihemärkten und die Arbitrage an den Swapmärkten auswirkt.

Die Liquidität am Repomarkt geht im Allgemeinen am Quartals- und am Jahresende zurück. Grund dafür ist vor allem die „Bilanzkosmetik“ der Banken: Diese nehmen Bilanzanpassungen vor, um bestimmte regulatorische Kennzahlen zu verbessern, die sie am Quartals- oder Jahresende melden und offenlegen müssen.⁴⁹ Da Repogeschäfte üblicherweise eine sehr kurze Laufzeit haben (ein bis fünf Tage), werden sie oftmals genutzt, um die Bankbilanzen über eine Reduzierung des Verschuldungsgrads zum Quartals- und Jahresende kurzfristig anzupassen. Dies wirkt sich insofern auf die Repomärkte aus, als das Transaktionsvolumen abnimmt.⁵⁰

Die Ergebnisse der ersten Untersuchung zeigen, dass bei einem plötzlichen Liquiditätsrückgang an den Repomärkten auch die Liquidität am Anleihemarkt (gemessen an der Geld-Brief-Spanne) deutlich sinkt.

Die Geld-Brief-Spanne ist die Differenz zwischen dem Geldkurs und dem Briefkurs eines Wertpapiers. Sie ist eine Messgröße der Transaktionskosten und tendenziell umso niedriger, je liquider ein Wertpapier ist. Abbildung A zeigt, dass sich die Geld-Brief-Spanne bei Anleihen, die sehr häufig als Sicherheiten am Repomarkt gestellt werden und somit im Allgemeinen von der Finanzierungsliquidität am Repomarkt profitieren („Versuchsgruppe“), an den letzten Handelstagen 2018 (als die Liquidität am Repomarkt erheblich zurückging), deutlich ausweitete. Anleihen, die sehr selten als Sicherheiten genutzt werden und deshalb nicht von der Finanzierungsliquidität am Repomarkt profitieren („Kontrollgruppe“), waren nicht betroffen, und ihre Geld-Brief-Spanne blieb unverändert.⁵¹ Diese Ergebnisse lassen sich anhand eines Schätzmodells

⁴⁷ Einer der frühesten Forschungsbeiträge zu diesem Thema ist: M. K. Brunnermeier und L. H. Pedersen, [Market Liquidity and Funding Liquidity](#), *The Review of Financial Studies*, Bd. 22, Nr. 6, 2009, S. 2201-2238; eine deutlichere Verbindung zwischen Repomärkten und der Geld-Brief-Spanne von Anleihen wird aufgezeigt in: Y. Huh und S. Infante, [Bond Market Intermediation and the Role of Repo](#), *Finance and Economics Discussion Series*, 2017-003, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 2017.

⁴⁸ Siehe beispielsweise International Capital Market Association, [What is the role of repo in the financial markets](#), 2019.

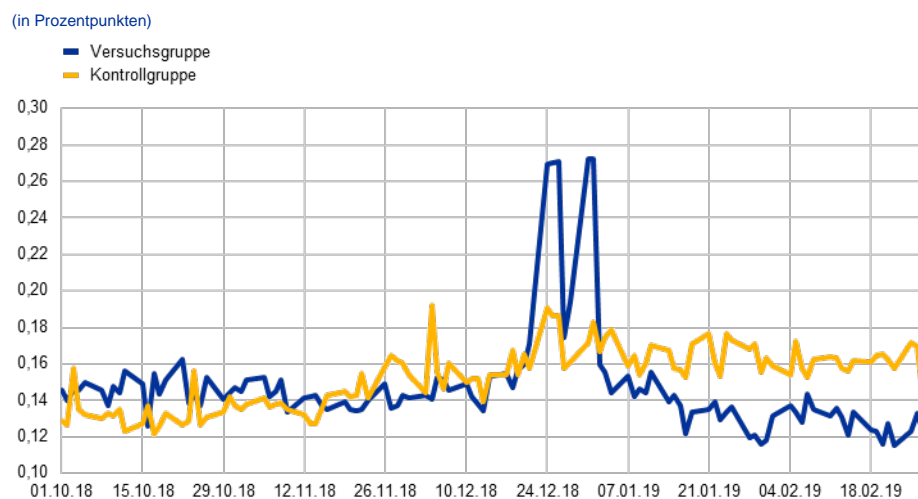
⁴⁹ Beispielsweise basieren die Meldung und Offenlegung der Basel-III-Leverage-Ratio am Quartalsende und die Berechnungen der Score-Werte der Banken im Rahmenwerk der global systemrelevanten Banken (G-SIBs) am Jahresende auf Momentaufnahmen der Bilanzen an einem einzigen Tag. Dies liefert den Banken Anreize, zu diesen Stichtagen Bilanzverbesserungen vorzunehmen. Siehe Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, [Statement on leverage ratio window-dressing behaviour](#), Oktober 2018; M. Behn, G. Mangiante, L. Parisi und M. Wedow, [Behind the scenes of the beauty contest: window dressing and the G-SIB framework](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2298, 2019.

⁵⁰ Siehe beispielsweise M. Grill, J. Jakovicka, C. Lambert, P. Nicoloso, L. Steininger und M. Wedow, [Recent developments in euro area repo markets, regulatory reforms and their impact on repo market functioning](#), *Financial Stability Review*, EZB, November 2017.

⁵¹ Die Versuchs- und die Kontrollgruppe werden mithilfe von Einzeltransaktionsdaten zu Repogeschäften zusammengestellt. Dabei werden Angaben zu den 50 größten Banken im Euroraum aus der Datenbank der EZB-Geldmarktstatistik herangezogen. Für jedes Quartal werden die 500 Anleihen, die am Repomarkt am häufigsten als Sicherheiten gestellt werden, als Versuchsgruppe ausgewählt. Für diese Gruppe von Anleihen ist der Repomarkt eine wichtige Quelle von Finanzierungsliquidität. Die Kontrollgruppe umfasst Anleihen, die so selten als Sicherheiten verwendet werden, dass sie nicht von der am Repomarkt bereitgestellten Finanzierungsliquidität profitieren. Die Datensätze enthalten sowohl General-Collateral- als auch Special-Collateral-Repogeschäfte. Es werden alle Transaktionen berücksichtigt, bei denen eine internationale Wertpapier-Identifikationsnummer (ISIN) für die Sicherheit gemeldet wird (was ganz überwiegend der Fall ist).

bestätigen. Das Modell misst die Differenz zwischen dem Anstieg der Geld-Brief-Spanne in der Versuchs- und in der Kontrollgruppe.⁵² In Tabelle A sind die Regressionsergebnisse für die fünf betrachteten Quartale dargestellt. Der Anstieg der Geld-Brief-Spanne ist in der Versuchsgruppe in allen Fällen zum Quartalsende deutlich höher; am Jahresende verstärkt sich dieser Effekt sogar noch.⁵³

Abbildung A
Geld-Brief-Spanne der Versuchsgruppe und der Kontrollgruppe am Jahresende 2018



Quellen: EZB (Daten aus der Geldmarktstatistik) und Thomson Reuters.

Anmerkung: Auf der y-Achse ist die Spanne zwischen dem Geldkurs und dem Briefkurs dargestellt. Die Spanne wird für jedes Wertpapier berechnet; anschließend wird für die Versuchsgruppe und die Kontrollgruppe jeweils ein Durchschnitt gebildet.

⁵² Anhand der oben definierten Versuchs- und Kontrollgruppe wird ein Differenz-von-Differenzen-Schätzverfahren angewendet, das vom sogenannten Propensity Score Matching abhängt. Zwar gibt es strukturelle Unterschiede in der Liquidität der Anleihen in den beiden Gruppen, doch sind diese strukturellen Faktoren im Zeitverlauf konstant, und beim Differenz-von-Differenzen-Ansatz können zeitinvariante Faktoren berücksichtigt werden. Durch das Matching-Verfahren wird sichergestellt, dass sich die beiden Gruppen von Anleihen vor dem Quartalsende gleichen und dass die Ergebnisse keine systematischen Unterschiede zwischen ihnen widerspiegeln. Die Zuordnung der Anleihen erfolgt anhand der Hauptmerkmale, die die Liquidität bestimmen. Dazu zählen beispielsweise die Restlaufzeit, die modifizierte Duration, die Rendite, der Marktwert und der Spread gegenüber einer Benchmark-Staatsanleihe. Das Differenz-von-Differenzen-Modell umfasst außerdem zeitfixe und anleihefixe Effekte.

⁵³ Diese Ergebnisse decken sich mit jenen in: B. Munyan, [Regulatory Arbitrage in Repo Markets](#), Office of Financial Research Working Paper Series, Nr. 15-22, 2015. Dort wird für US-Anleihen staatlicher Emittenten (Agency-Anleihen) ein ähnlicher Effekt auf die Geld-Brief-Spanne festgestellt.

Tabelle A

Auswirkungen eines Liquiditätsrückgangs am Repomarkt auf die Geld-Brief-Spanne je Quartal

(in Basispunkten)

| | Q4 2017 | Q1 2018 | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Relative Veränderung der Geld-Brief-Spanne | 15,3*** | 16,2*** | 28,8*** | -0,87 | 78,3*** |
| Korrigiertes R² | 0,02 | 0,02 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt das Ergebnis einer Differenz-von-Differenzen-Regression auf die Geld-Brief-Spanne. Der geschätzte Koeffizient misst die Differenz zwischen dem Anstieg der Geld-Brief-Spanne in der Versuchsgruppe und dem entsprechenden Anstieg in der Kontrollgruppe.

*** bezeichnet die Signifikanz auf dem Niveau von 1 %.

Die zweite Untersuchung befasst sich damit, wie eine Liquiditätsverringerung am Repomarkt die Arbitragemöglichkeiten an den Swapmärkten beeinflusst. In

Schaubild A werden die Verflechtungen der Märkte in einer Transaktion dargestellt, in der mit einer Arbitragestrategie ein negativer Swapsread ausgenutzt wird.⁵⁴ Der Marktteilnehmer kauft zunächst eine Anleihe am Anleihemarkt, die mit Liquidität vom Repomarkt finanziert ist.⁵⁵ Dann schließt er ein Swapgeschäft ab und zahlt einen festen Zinssatz. Hat die Anleihe beispielsweise eine Rendite von 1 %, kann der Marktteilnehmer im Rahmen eines Swapgeschäfts die Verpflichtung eingehen, einen festen Zinssatz von 0,9 % zu zahlen, und die Differenz von 0,1 Prozentpunkten einbehalten⁵⁶ (sodass der negative Swapsread letztlich keinen Bestand mehr haben dürfte). Diese Art der Arbitrage ist jedoch nur dann wirtschaftlich sinnvoll, wenn die Marktteilnehmer auf gut funktionierende Repo- und Anleihemärkte vertrauen können.

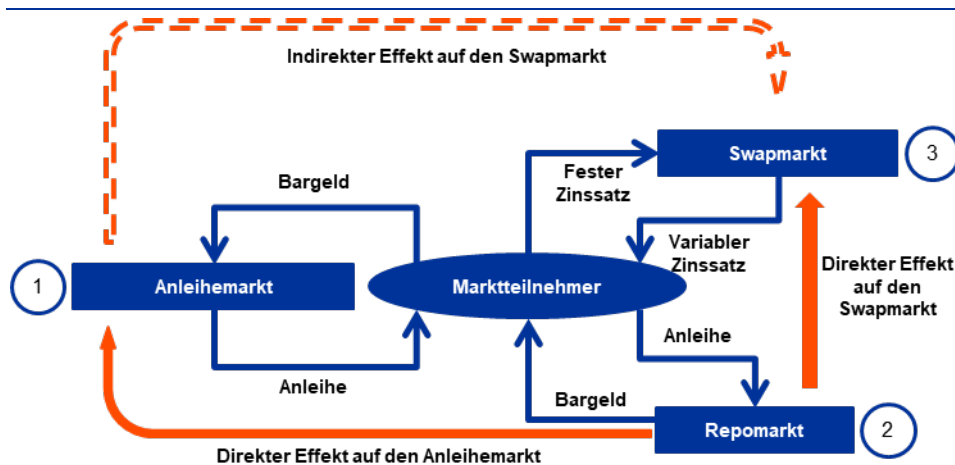
⁵⁴ Der Swapsread ist die Differenz zwischen dem festen Zinssatz eines Zinsswaps und der Rendite der zugrunde liegenden Anleihe.

⁵⁵ Die Anleihe kann als Sicherheit in einem Repogeschäft hinterlegt werden.

⁵⁶ Unter Ausschluss des Kontrahentenrisikos, des Ausfallrisikos, der Hedging-Kosten und der Transaktionskosten.

Schaubild A

Stilisierte Darstellung eines Arbitragegeschäfts bei negativen Swapsreads⁵⁷



Quelle: EZB.

Anmerkung: In dem Schaubild werden Arbitragegeschäfte dargestellt, bei denen ein Marktteilnehmer zunächst eine Anleihe am Anleihemarkt kauft und die Transaktion anschließend am Repomarkt refinanziert. Der Marktteilnehmer schließt dann ein Swappeschäft ab, d. h., er tauscht eine feste gegen eine variable Zinsverpflichtung ein.

Der Theorie zufolge führen Friktionen an den Repomärkten zu einer Verkleinerung des Swapsreads. Neueste Untersuchungen deuten darauf hin, dass sich die Arbitragemöglichkeiten an den Swapmärkten verringern, wenn die Liquidität am Repomarkt zum Quartalsende plötzlich zurückgeht.⁵⁸

Der Repomarkt kann direkte oder indirekte Auswirkungen auf die Swaphändler haben. Direkte Auswirkungen können die Händler spüren, wenn sie den Repomarkt zur Finanzierung einer Anleihetransaktion nutzen. Indirekte Effekte ergeben sich, wenn sich die Liquidität am Anleihemarkt infolge von Liquiditätsveränderungen am Repomarkt ändert. Im Folgenden werden der über den Anleihemarkt wirkende Effekt auf den Swapmarkt als indirekter Effekt und die vom Repomarkt ausgehenden Wirkungen auf den Anleihemarkt als direkter Effekt bezeichnet.

Die empirische Analyse zeigt, dass ein Liquiditätsrückgang am Repo- und am Anleihemarkt zu einer erheblichen Verringerung der Swapsreads führt, selbst wenn diese bereits im negativen Bereich liegen. Anhand eines Schätzmodells lässt sich darlegen, dass der Swapsread bei der Versuchsgruppe über den direkten Effekt um bis zu 13 Basispunkte gegenüber der Kontrollgruppe sinkt (siehe Tabelle B). Der indirekte Effekt fällt am Ende mancher Quartale stärker aus. Dies zeigt, dass ein Liquiditätsrückgang am Repo- oder am Anleihemarkt die Effizienz am Swapmarkt beeinträchtigt.

⁵⁷ Ein detaillierteres Schaubild findet sich in: N. Boyarchenko, P. Gupta, N. Steele und J. Yen, [Negative Swap Spreads](#), Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Bd. 24, Nr. 2, Oktober 2018.

⁵⁸ Siehe U. Jermann, [Negative Swap Spreads and Limited Arbitrage](#), The Review of Financial Studies, Bd. 33, Nr. 1, 2020. Darin wird ein Modell vorgestellt, das Friktionen für das Halten von Anleihen und für Repo-Finanzierungen berücksichtigt und dem zufolge ein Rückgang der Liquidität an den Repomärkten zum Quartalsende die Arbitragemöglichkeiten an den Zinsswapmärkten reduziert und eine Verkleinerung des Swapsreads – sogar in den negativen Bereich – möglich macht (siehe auch die dort enthaltenen Verweise). Siehe auch N. Boyarchenko et al., a. a. O. Dort wird im Einzelnen untersucht, wie stark sich die Swapsreads verringern müssten, bis sich ein Anleiheswappeschäft mit dem Ziel, negative Swapsreads durch Arbitrage abzubauen, lohnen würde.

Tabelle B**Direkter und indirekter Effekt von Liquiditätsengpässen am Repomarkt auf den Swapsread je Quartal**

(in Basispunkten)

| | Q4 2017 | Q1 2018 | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 |
|-----------------------------------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| Direkter Effekt | -0,954** | -9,294*** | 1,864* | 2,500*** | -12,79*** |
| Indirekter Effekt | 0,0690 | -13,36** | -8,525** | -17,35*** | -28,30*** |
| Korrigiertes R² | 0,26 | 0,25 | 0,19 | 0,14 | 0,12 |

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Tabelle zeigt das Ergebnis einer Differenz-von-Differenzen-Regression auf die Swapsreads. Der direkte Effekt ist die Auswirkung von Liquiditätsengpässen am Repomarkt auf den Swapsread ohne Berücksichtigung der Reaktion des Anleihemarkts. Der indirekte Effekt ist die Reaktion der Swapsreads der Versuchsgruppe auf die Geld-Brief-Spannen am Anleihemarkt bei abnehmender Liquidität am Repomarkt. Den Koeffizienten zufolge gehen die Swapsreads insbesondere dann zurück, wenn es schwierig ist, eine Anleihe am Anleihemarkt zu erwerben und am Repomarkt zu refinanzieren.

Kontrollgrößen: Restlaufzeit, modifizierte Duration, Marktwert und Spread gegenüber einer Benchmark-Staatsanleihe. Die Regression berücksichtigt auch zeit- und anleihefixe Effekte.

*, ** und *** bezeichnen die Signifikanz auf dem Niveau von 10 %, 5 % und 1 %.

Alles in allem liefert die Analyse Belege zu den Verflechtungen des

Repomarkts mit dem Anleihe- und dem Swapmarkt. Störungen am Repomarkt können auf andere Märkte übergreifen, indem sie die Volatilität der Geld-Brief-Spannen an den Anleihemärkten erhöhen und die Arbitragemöglichkeiten an den Swapmärkten begrenzen. Aus Sicht der Finanzstabilität ist es daher wichtig, die Widerstandsfähigkeit und Tragfähigkeit der Repomärkte sicherzustellen, um plötzlichen Verwerfungen und der Verstärkung von Spannungen an wichtigen Märkten wie dem Anleihe- und dem Swapmarkt entgegenzuwirken. Die Möglichkeit, dass Turbulenzen am Repomarkt auf andere Märkte übergreifen, ist auch für die Geldpolitik von Bedeutung, da Zinsvolatilität den Transmissionsmechanismus beeinträchtigen kann. Schlussendlich verdeutlichen die Analyseergebnisse die Notwendigkeit, die jüngsten Empfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht umzusetzen, mit denen Anreize zur Bilanzverschönerung verringert werden sollen, indem Quartalsdurchschnitte für die Meldung und Offenlegung der Leverage Ratio herangezogen werden.⁵⁹

⁵⁹ Siehe Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, [Revisions to leverage ratio disclosure requirements](#), Juni 2019.

6 Umfragen zu den Geschäftsaussichten als Indikatoren für die realen Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet

Eduardo Maqui

Aus Investitionsumfragen gewonnene Indikatoren können dabei helfen, die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet zu beurteilen. Der von IHS Markit erstellte Global Business Outlook Survey zu den Geschäftsaussichten wird dreimal im Jahr durchgeführt, und zwar im Februar, Juni und Oktober. Somit liefert diese Erhebung aktuellere Angaben als andere verfügbare Investitionsumfragen. Laut IHS Markit werden die Fragebögen an eine repräsentative Auswahl von Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor versandt. Die Unternehmen werden sorgfältig ausgewählt, um die Wirtschaftsstruktur des Landes mit Blick auf die Beiträge der einzelnen Sektoren zum BIP, die regionale Verteilung und die Unternehmensgröße widerzuspiegeln. Außerdem ermöglicht die harmonisierte Methodik der Umfrage einen direkten Vergleich der Erwartungen der Unternehmen in den einzelnen Ländern des Euro-raums. Dies ist vor allem für die Beobachtung der laufenden Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und die Beurteilung wirtschaftspolitischer Maßnahmen hilfreich.

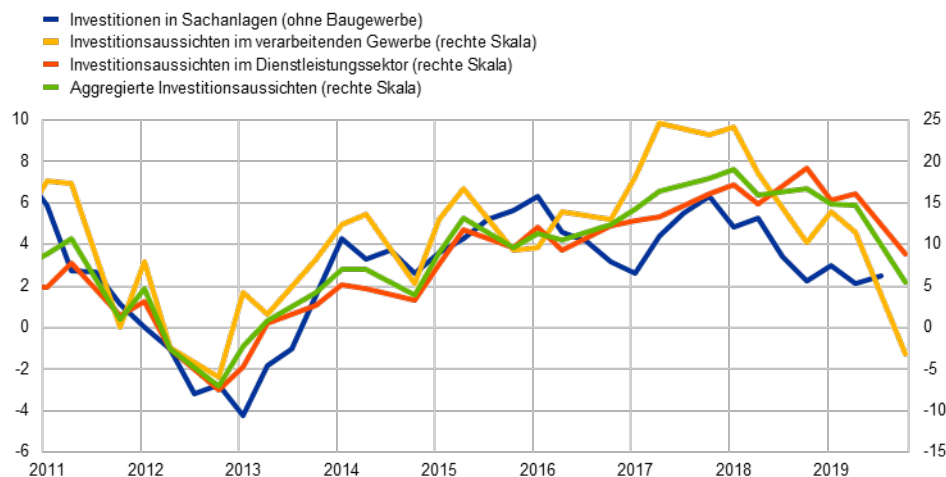
Die Investitionsaussichten für das verarbeitende Gewerbe haben sich seit Mitte 2018 verschlechtert, was vor dem Hintergrund der gestiegenen globalen Unsicherheit und sektorspezifischen Herausforderungen auf verhaltene Unternehmensinvestitionen schließen lässt (siehe Abbildung A). In den vergangenen Jahren wiesen die Indikatoren zu den Investitionsaussichten der Unternehmen sektorale Unterschiede auf. So ging ein steiler Abwärtstrend im verarbeitenden Gewerbe mit einem verzögerten einer verzögerten und geringeren Eintrübung der Investitionsaussichten für den Dienstleistungssektor einher. Laut aktuellem Investitionsbericht und aktueller Investitionsumfrage der Europäischen Investitionsbank (EIB) wird die Investitionstätigkeit durch die wachsende Unsicherheit beeinträchtigt, die im Zusammenhang mit geopolitischen Ereignissen wie dem Brexit und der weiteren Verschärfung der Handelsspannungen besteht.⁶⁰ Außerdem scheint sich dem Bericht zufolge auch das politische und regulatorische Umfeld negativ auf die Investitionsaussichten auszuwirken. Auch die Unsicherheit in Bezug auf die spezifischen Herausforderungen einzelner Sektoren, z. B. der Automobilindustrie, dürfte die Investitionstätigkeit dämpfen.

⁶⁰ Siehe EIB, [EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation](#), und [EIB Investment Survey 2019](#).

Abbildung A

Investitionsaussichten in den einzelnen Sektoren und reale Unternehmensinvestitionen im Euroraum

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



Quellen: IHS Markit, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Investitionen in Sachanlagen (ohne Baugewerbe) handelt es sich um aggregierte Daten zu den vier größten Ländern des Euroraums (Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien). Im historischen Durchschnitt machen sie rund 75 % der gesamten Unternehmensinvestitionen aller 19 Länder im Euroraum aus. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019 (reale Unternehmensinvestitionen in Sachanlagen (ohne Baugewerbe)) bzw. Oktober 2019 (Investitionsaussichten). Der Nettosaldo bei den Indikatoren für die Investitionsaussichten ist die Differenz zwischen dem Anteil der befragten Unternehmen, die in den kommenden zwölf Monaten eine Verbesserung erwarten, und dem Anteil, die mit einer Verschlechterung rechnen. Der Wert kann zwischen -100 und 100 liegen. Ein Wert über null weist somit auf einen positiven Ausblick der Unternehmen hinsichtlich ihrer Investitionstätigkeit in den nächsten zwölf Monaten hin, während ein Wert unter null bedeutet, dass sie insgesamt mit einer Verschlechterung rechnen. Ein Wert von null signalisiert neutrale Aussichten.

Die vorliegenden Erwartungen der Unternehmen vom Oktober 2019 deuten darauf hin, dass sich die Investitionsaussichten im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums in nächster Zeit verschlechtern werden.

Der Indikator für die aggregierten Investitionsaussichten verringerte sich im Oktober deutlich, wenngleich er immer noch im positiven Bereich lag. Ursächlich hierfür waren ein Rückgang der Investitionserwartungen im verarbeitenden Gewerbe, die sich erstmals seit 2012 wieder ins Negative kehrten, und ein nicht unerheblicher Rückgang der Investitionserwartungen im Dienstleistungssektor. Dies steht im Einklang mit der jüngsten Evidenz aus der Investitionsumfrage der Europäischen Kommission, die halbjährlich in der Industrie durchgeführt wird. Darin wurden die Erwartungen zum jährlichen Investitionswachstum im verarbeitenden Gewerbe des Eurogebiets für das Jahr 2019 deutlich nach unten korrigiert (von 4 % im April 2019 auf -2 % im November 2019).⁶¹ Den Umfrageergebnissen zufolge dürfte die Investitionstätigkeit in den meisten Industriezweigen verhalten ausfallen. Verantwortlich für die Abwärtskorrektur bei den Investitionsabsichten im Jahr 2019 war eine Revision bei den großen Industrieunternehmen. Zudem hat sich laut der Investitionsumfrage 2019 der EIB erstmals seit vier Jahren die Anzahl der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe erhöht, die beabsichtigten, im Jahr 2019 weniger zu investieren.⁶²

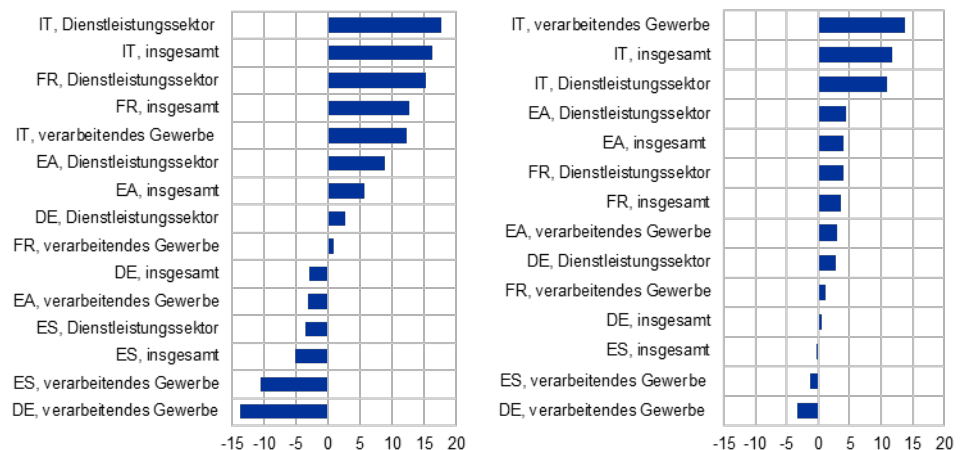
⁶¹ Siehe die [Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission](#) (nur auf Englisch verfügbar).

⁶² Siehe EIB, [EIB Investment Report 2019/2020: accelerating Europe's transformation](#).

Die nationalen und sektoralen Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass das verarbeitende Gewerbe in Deutschland maßgeblich zu den schlechteren Aussichten für die Investitionsausgaben beigetragen hat. Aus den aktuellen Ergebnissen des Global Business Outlook Survey vom Oktober 2019 geht hervor, dass es zwischen den Ländern wie auch den Sektoren Unterschiede gibt. Während die Investitionsaussichten in Frankreich und Italien nach wie vor positiv ausfallen, scheinen sie sich in Deutschland und Spanien deutlich verschlechtert zu haben. Insgesamt dürften die Unternehmensinvestitionen im Euroraum weiterhin vom Dienstleistungssektor getragen werden, der den Rückgang der Investitionstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe zum Teil ausgleichen dürfte (siehe Abbildung B, linke Grafik). Auch im Bereich Forschung und Entwicklung sind die Investitionsaussichten unterschiedlich (siehe Abbildung B, rechte Grafik). Allerdings sind die Umfrageindikatoren in den jüngsten Erhebungswellen auf breiter Front gesunken, d. h. sowohl in den einzelnen Ländern als auch in den verschiedenen Sektoren, sodass die jüngsten Daten insgesamt einen eher verhaltenen Ausblick nahelegen. Für 2020 lässt die in der Industrie durchgeführte Investitionsumfrage der Europäischen Kommission darauf schließen, dass sich die Investitionsaussichten im Euroraum gegenüber 2019 leicht verbessern werden und der entsprechende Indikator ganz allmählich wieder in den positiven Bereich zurückkehren wird.

Abbildung B
Unternehmensaussichten für Investitionsausgaben und Investitionen in Forschung und Entwicklung in den einzelnen Ländern und Sektoren

(linke Grafik: Unternehmensaussichten für Investitionsausgaben; rechte Grafik: Investitionen in Forschung und Entwicklung; Nettosaldo)



Quellen: IHS Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für den Dienstleistungssektor in Spanien liegen keine Daten vor. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019.

Aufsätze

1 Vermögen und Konsum der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet

Gabe de Bondt, Arne Gieseck und Mika Tujala

1 Einleitung

Unter dem Vermögen der privaten Haushalte versteht man die Differenz zwischen dem Wert ihrer Aktiva und ihrer Passiva; es ist einer der wichtigsten Bestimmungsfaktoren des privaten Konsums. Ein Vermögensanstieg kann sich auf kurze Sicht auf die privaten Konsumausgaben auswirken, da sich die Haushalte dadurch reicher fühlen und zuversichtlicher in die Zukunft blicken dürften. Das Vermögen der Privathaushalte ist zudem ein wichtiger Bestimmungsfaktor längerfristiger Konsumententscheidungen und des Wachstums. In Verbindung mit dem zukünftig erwarteten Arbeitseinkommen gibt es Aufschluss über die Höhe der Mittel, die den Privathaushalten im Leben zur Verfügung stehen. Da der private Verbrauch bei Weitem am stärksten zur Konjunkturentwicklung insgesamt beiträgt, kann sich das Vermögen der privaten Haushalte erheblich auf die Wirtschaftslage und letztlich auch auf die Inflationsaussichten auswirken. Umgekehrt kann die Geldpolitik auch Einfluss auf die Vermögensentwicklung nehmen, und zwar nicht nur über ihre Wirkung auf die Vermögenspreise, sondern auch über Transmissionskanäle. Daher ist es wichtig, bei der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses die Höhe und Entwicklung des Vermögens im Blick zu haben.

Es gibt inzwischen zahlreiche theoretische und empirische Untersuchungen dazu, wie sich das Vermögen der Privathaushalte auf deren Konsumverhalten auswirkt. Es existiert eine umfassende Fachliteratur zu den Vermögenseffekten in den Vereinigten Staaten und anderen Ländern, die eine große Bandbreite geschätzter Elastizitäten des privaten Verbrauchs in Bezug auf das Vermögen hervorgebracht hat.¹ In diesem Aufsatz geht es in erster Linie um die Auswirkungen des Vermögens der privaten Haushalte auf die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet insgesamt und in den vier größten Euro-Ländern. Als Grundlage dienen hauptsächlich die Daten zu den Sektorkonten, da diese die nichtfinanziellen und finanziellen Transaktionen sowie die Bilanzen der institutionellen Sektoren im Eurogebiet und in dessen Mitgliedstaaten genau und konsistent abbilden.

¹ Ein Überblick über die Literatur in Bezug auf die USA findet sich in D. Cooper und K. Dynan, *Wealth effects and macroeconomic dynamics*, *Journal of Economic Surveys*, Bd. 30(1), 2016, S. 34-55.

Der vorliegende Aufsatz beleuchtet die Vermögenseffekte auf aggregierter Ebene, d. h., es werden nicht die einzelnen Haushalte, sondern der Sektor als Ganzes betrachtet. Neben den oben genannten gesamtwirtschaftlichen Kanälen, bei denen es darum geht, wie die Vermögensentwicklung des gesamten Haushaltssektors dessen Konsumverhalten beeinflusst, können sich auch Veränderungen der Vermögensverteilung auf der Mikroebene und der Ebene der einzelnen Privathaushalte auf die Gesamtwirtschaft auswirken. Fließen Vermögenszuwächse etwa vornehmlich reichen Haushalten zu, verstärkt dies die Ungleichheit, und der Effekt auf die Gesamtwirtschaft wäre möglicherweise eher begrenzt, da vermögende Haushalte tendenziell eine geringere marginale Konsumneigung aufweisen und ihre Ausgaben deshalb nicht unbedingt signifikant erhöhen.

In Abschnitt 2 wird beschrieben, wie sich das Vermögen der privaten Haushalte auf Basis der Sektorkonten seit 1999 entwickelt hat. Dabei wird auch kurz darauf eingegangen, wie das Vermögen laut der jüngsten Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) im Jahr 2014 über die einzelnen Haushalte hinweg verteilt war. Abschnitt 3 enthält Schätzungen zu den Vermögenseffekten und ihrer Bedeutung in den vergangenen Jahren. In Abschnitt 4 wird mit Blick auf die Implikationen für die Geldpolitik ein Fazit gezogen.

2 Entwicklung des Vermögens der privaten Haushalte

Die Sektorkonten bieten einen umfassenden Rahmen für die Analyse der Vermögensentwicklung der privaten Haushalte. Die finanziellen Sektorkonten enthalten eine umfassende Darstellung der finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten, der finanziellen Transaktionen und der sonstigen Mittelströme innerhalb einer Volkswirtschaft, aufgeschlüsselt nach institutionellen Sektoren und Finanzinstrumenten. In den nichtfinanziellen Sektorkonten sind unter anderem Daten zu Einkommen, Konsum, Sparen, Investitionen und Sachvermögen ausgewiesen.²

Die privaten Haushalte verfügen über Sach- und Geldvermögen. Zum Sachvermögen zählen vor allem Wohnbauten der privaten Haushalte und der zugehörige Grund und Boden, aber auch Vermögenswerte von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die ebenfalls dem Sektor der privaten Haushalte angehören.³ Sachvermögen kann wichtige zusätzliche Ressourcen generieren, etwa durch Verkauf oder Refinanzierung oder als Einkommen, beispielsweise über die Vermietung von Wohnimmobilien. Selbstgenutztes Wohneigentum wirkt sich

² Ein Überblick über die Datenverfügbarkeit findet sich in der Verordnung (EU) Nr. 549/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Union (ABl. L 174 vom 26.6.2013, S. 1) sowie in der Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 25. Juli 2013 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung (Neufassung) (EZB/2013/24) (ABl. L 2 vom 7.1.2014, S. 34). Siehe auch Eurostat, Europäische Kommission, [Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen – ESVG 2010](#), 2013.

³ Um die einzelnen Länder besser miteinander vergleichen zu können, wird in diesem Abschnitt nur ein Teilbereich des Sachvermögens – das Wohnimmobilienvermögen – betrachtet, da für andere Unterkategorien nicht in jedem Fall nationale Daten verfügbar sind. Demzufolge wird das Vermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit hier nicht berücksichtigt.

grundsätzlich auch auf den Konsum aus, da Eigentümer keine Miete zahlen müssen und somit mehr Geld für andere Ausgaben zur Verfügung haben. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird dies berücksichtigt, indem Mieten als Konsum von Dienstleistungen verbucht werden und den Eigentümern von selbstgenutztem Wohneigentum Konsum- und Einkommensströme in gleicher Höhe unterstellt werden. Zu beachten ist dabei jedoch, dass Vermieter von steigenden Immobilienpreisen profitieren, wohingegen aktuelle und künftige Mieter im Nachteil sind. Allerdings halten sich Mieter und Vermieter insgesamt die Waage, d. h., im Schnitt sind die Einwohner eines Landes zugleich Eigentümer der von ihnen bewohnten Immobilien, sodass sich aus dieser Perspektive kein gesamtwirtschaftlicher Immobilienvermögenseffekt ergibt.⁴ Das Geldvermögen umfasst Forderungen wie Einlagen, Anleihen, Anteilsrechte und Investmentfondsanteile. Sie sind eine wichtige Quelle von Zahlungsströmen, etwa durch den Verkauf solcher Vermögenswerte oder über Kapitalerträge (z. B. Zinsen und Dividenden). Ansprüche aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen werden in den Sektorkonten hingegen nur dann zum Geldvermögen der privaten Haushalte gezählt, wenn sie sich auf die erwerbsbezogene Alterssicherung mit Kapitaldeckung beziehen. Sozialversicherungsrenten, bei denen es sich primär um Renten aus umlagefinanzierten Systemen handelt und auf die in fast allen Euro-Ländern der Großteil des geschätzten Gesamtbestands an Rentenanwartschaften entfällt, werden nicht dem Vermögen der privaten Haushalte zugerechnet.⁵

Das Vermögen der privaten Haushalte entspricht in der Regel ihrem in den Sektorkonten ausgewiesenen „Reinvermögen“, also dem Gesamtvermögen abzüglich des Werts der gesamten ausstehenden Verbindlichkeiten. Verändert sich der Vermögensbestand in einem bestimmten Zeitraum, so ist dies auf drei Faktoren zurückzuführen: einen Nettoerwerb von Aktiva, Bewertungsänderungen und sonstige Volumenänderungen. Der Nettoerwerb von Sachvermögen bildet in erster Linie den Kauf von (um Abschreibungen bereinigten) Wohnbauten ab und entspricht den Wohnungsbauinvestitionen (netto). Beim Nettoerwerb von Geldvermögen handelt es sich um Nettoinvestitionen in finanzielle Vermögenswerte. Bewertungsänderungen ergeben sich zumeist aus der Entwicklung der Immobilienpreise (beim Sachvermögen) und der Aktienkurse.⁶

⁴ Dies ist dann der Fall, wenn Gebietsfremde als Eigentümer und Vermieter von Wohnimmobilien im jeweiligen Land eine nur begrenzte Rolle spielen.

⁵ Siehe Eurostat, [Accrued-to-date pension entitlements in social insurance](#). Siehe auch EZB, Rentenanwartschaften privater Haushalte in den Ländern des Euroraums, Kasten 2, in: [Sozialausgaben im Vergleich der Länder des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019.

⁶ Sonstige Volumenänderungen können sich ergeben aus a) dem nicht transaktionsbedingten Entstehen bzw. Wegfallen von Forderungen und Verbindlichkeiten, b) Veränderungen der Forderungen und Verbindlichkeiten aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die nicht wirtschaftlicher Natur sind, sowie c) statistische Neuordnungen und Umstrukturierungen. Bei den Bewertungsänderungen kann auch die Entwicklung der Vermögenspreise (ohne Immobilienpreise und Aktienkurse) von Bedeutung sein.

Das Reinvermögen der Privathaushalte im Euroraum ist rund sieben Mal so hoch wie deren jährlich verfügbares Einkommen und demnach von großer Bedeutung für die wirtschaftliche Lage dieses Sektors. Abbildung 1 zeigt, dass

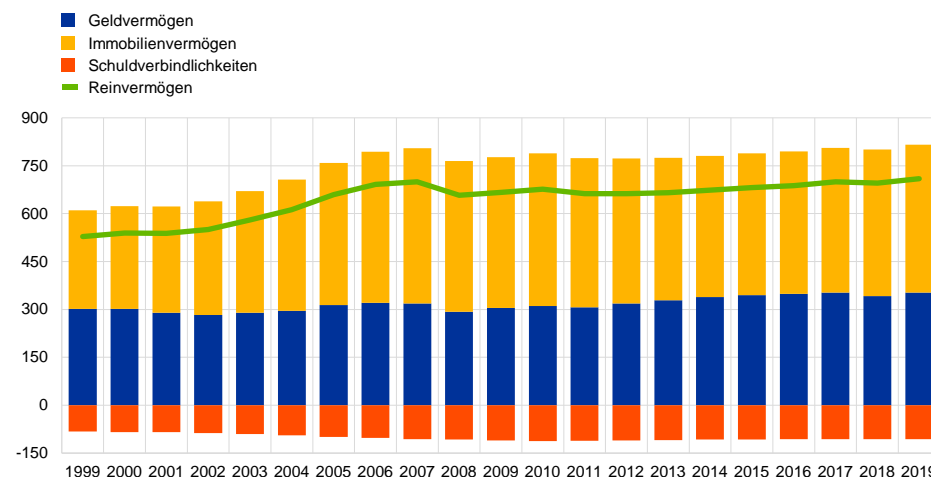
das Reinvermögen der privaten Haushalte von etwa 550 % des verfügbaren Einkommens im Jahr 2002 auf rund 700 % im Jahr 2007 anstieg. In den Jahren 2000-2001 war es weitgehend unverändert geblieben, da die geplatzte Dotcom-Blase und die Terrorangriffe vom September 2001 das Wachstum des Geldvermögens erheblich gedämpft hatten. Die Zunahme des Reinvermögens von 2002 bis 2007 spiegelte in erster Linie die kräftige Dynamik und den raschen Preisanstieg an den Wohnimmobilienmärkten einiger Länder wider. Dies führte wiederum zu einem stark wachsenden Immobilienvermögen, das zum Teil durch höhere Schulden finanziert wurde.⁷ Als schließlich die weltweite Finanzkrise ausbrach und die Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Vermögenspreise und der Verschuldung des privaten Sektors zunahmen, verringerte sich das Reinvermögen der privaten Haushalte gemessen am verfügbaren Einkommen deutlich. Von Mitte 2008 bis Anfang 2009 schmolz das Reinvermögen der privaten Haushalte um 1,7 Billionen € ab. Ursächlich hierfür war ein Rückgang sowohl des Geld- als auch des Immobilienvermögens. Nachdem sich die Konjunktur gefestigt und die Vermögenspreise erholt hatten, stieg das Reinvermögen 2009-2010 wieder leicht an. Im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise schrumpfte es von Mitte 2011 bis Anfang 2013 erneut, und zwar um etwa 0,5 Billionen €. Seit 2013 hat das Reinvermögen der privaten Haushalte stetig zugenommen und belief sich Mitte 2019 auf 710 % des verfügbaren Einkommens. Gestützt wurde diese Entwicklung durch eine weitere Lockerung der Geldpolitik und die daraus resultierende Lockerung der Finanzierungsbedingungen. In Verbindung mit der Belebung der Weltkonjunktur führte dies zu einer verbesserten Wirtschaftslage im Euroraum, höheren Vermögenspreisen und einem Anstieg des Immobilien- und Geldvermögens.

⁷ Siehe Z. Hofmeister und R. van der Helm, [Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 23, 2017.

Abbildung 1

Reinvermögen, Forderungen nach Komponenten und Schulverbindlichkeiten der privaten Haushalte im Euroraum

(Bestände; in % des nominalen verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: Eurostat, EZB, EZB-Schätzungen und EZB-Berechnungen.

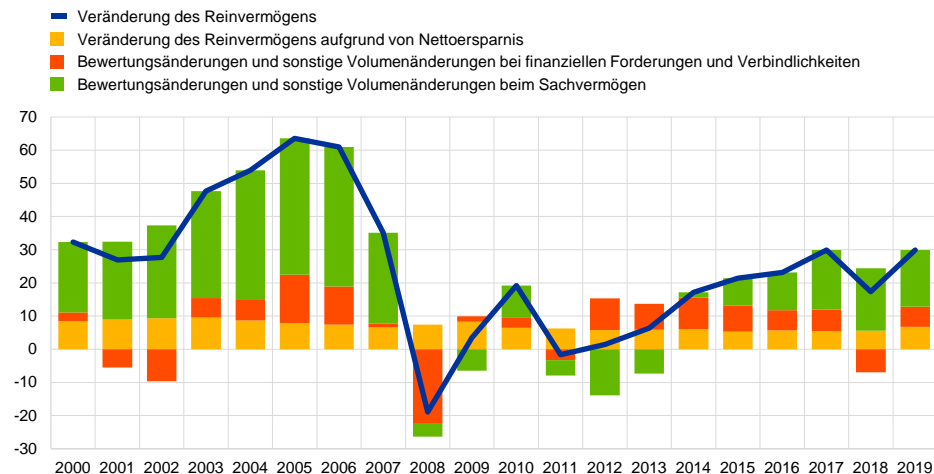
Anmerkung: Das Reinvermögen der privaten Haushalte ist definiert als die Summe aus Immobilien- und Geldvermögen abzüglich der Schulverbindlichkeiten. Zum Immobilienvermögen zählen Wohnbauten und der zugehörige Grund und Boden. Die Schulverbindlichkeiten sind definiert als Gesamtverbindlichkeiten abzüglich begebener Anteilsrechte und bestehen hauptsächlich aus Bankkrediten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

Veränderungen des Reinvermögens der privaten Haushalte im Eurogebiet sind primär auf Bewertungsgewinne und -verluste beim Immobilienbestand zurückzuführen. Abbildung 2 veranschaulicht, dass diese Veränderungen während der Boomphasen an den Wohnimmobilienmärkten mehrerer Länder (2002 bis 2007 und 2017 bis Mitte 2019) besonders stark ins Gewicht fielen. Auch Gewinne und Verluste beim Geldvermögen der privaten Haushalte haben sich mitunter merklich auf die Entwicklung ihres Reinvermögens ausgewirkt. Dies war insbesondere der Fall, als die Dotcom-Blase in den Jahren 2001-2002 platzte, im Gefolge der Terroranschläge im September 2001 sowie nach Ausbruch der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2008. Der Beitrag der Nettoersparnis zum Wachstum des Reinvermögens blieb indessen von 2000 bis Mitte 2019 recht konstant. Aus Abbildung 3 geht hervor, dass die Bewertungsgewinne und -verluste beim Immobilien- und Geldvermögensbestand der privaten Haushalte sehr eng mit der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise (0,96) und der Aktienkurse (0,92) korrelieren. Zudem sind die Wohnimmobilienpreise weniger volatil als die Aktienkurse, und die beiden Preiszyklen können erheblich voneinander abweichen.

Abbildung 2

Veränderungen des Reinvermögens der privaten Haushalte im Euroraum

(jährliche Ströme; in % des nominalen verfügbaren Bruttoeinkommens)



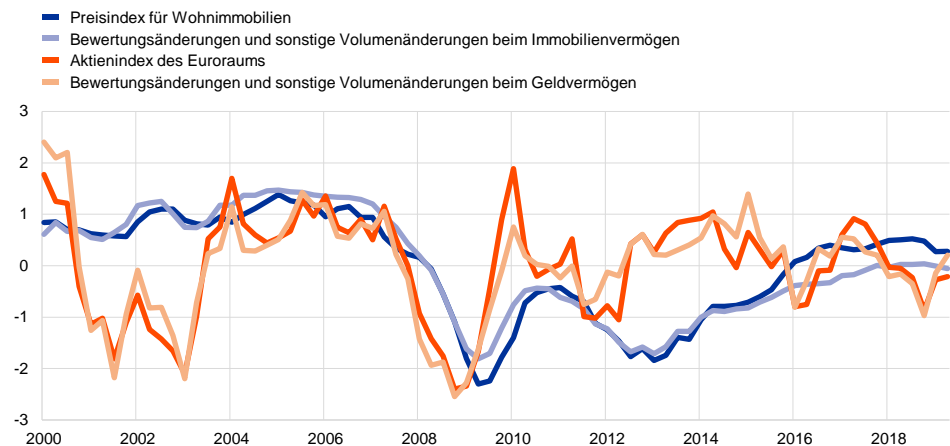
Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Veränderung des Reinvermögens aufgrund von Nettoersparnis umfasst die Nettoersparnis, empfangene Nettovermögenstransfers und die Differenz zwischen nichtfinanziellen und finanziellen Sektorkonten. Bewertungsänderungen und sonstige Volumenänderungen bei finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten betreffen in erster Linie Bewertungsgewinne und -verluste bei Aktien und sonstigen Anteilsrechten. Bewertungsänderungen und sonstige Volumenänderungen bei Sachvermögen umfassen hauptsächlich Bewertungsgewinne und -verluste bei Immobilien (einschließlich Grund und Boden). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

Abbildung 3

Bewertungsänderungen beim Sach- und Geldvermögen der privaten Haushalte und Entwicklung der Vermögenspreise im Euroraum

(standardisierte Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, EZB, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

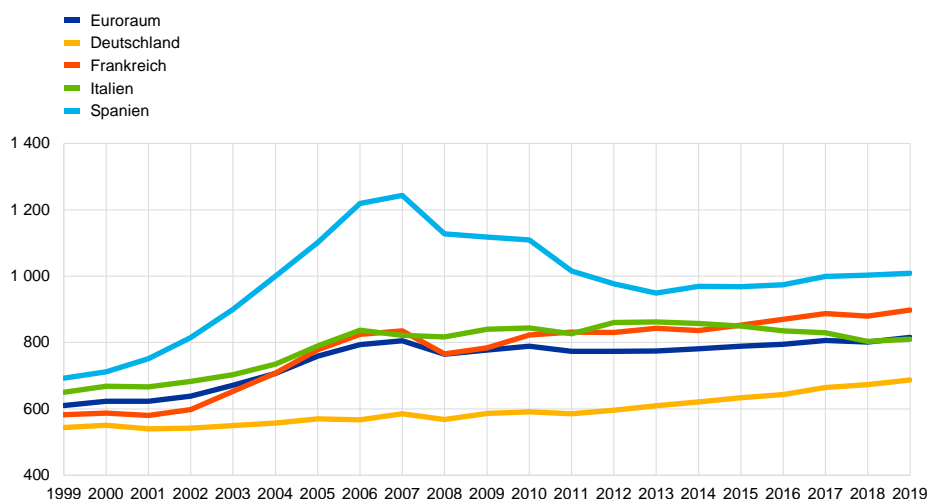
Anmerkung: Die standardisierte Veränderung gegen Vorjahr in % wurde berechnet, indem die Abweichung der Veränderung gegen Vorjahr in % von ihrem Mittelwert durch ihre Standardabweichung dividiert wurde. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

Hinter den aggregierten Angaben zum Vermögen der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet verbergen sich deutliche Unterschiede hinsichtlich der Höhe und Dynamik des Vermögens in den einzelnen Ländern. Abbildung 4 zeigt, dass das Gesamtvermögen der privaten Haushalte in Spanien gemessen an deren verfügbarem Einkommen seit der Einführung des Euro wesentlich höher ist als in anderen großen Volkswirtschaften des Euroraums und im Zeitraum von 2000 bis

2007 vor dem Hintergrund des Immobilien- und Kreditbooms auch spürbar rascher zunahm als in den anderen Ländern. Im Zuge der anschließenden Krise und des notwendigen Verschuldungsabbaus im Bankensektor und im nichtfinanziellen Privatsektor sank der Vermögensbestand von 2008 bis 2013 wieder deutlich. Der Rückgang des Vermögens in Relation zum Einkommen in Spanien wurde in diesem Zeitraum indes durch eine erhebliche Verringerung des verfügbaren Einkommens gebremst. In Deutschland ist der prozentuale Anteil des Gesamtvermögens der privaten Haushalte am Einkommen nach wie vor weitaus geringer als in anderen großen Mitgliedstaaten. Allerdings hat der Vermögensbestand der deutschen Privathaushalte in den vergangenen Jahren deutlich rascher zugenommen als in anderen Ländern, was der robusten Dynamik am Wohnimmobilienmarkt geschuldet war.⁸

Abbildung 4
Gesamtvermögen der privaten Haushalte in den größten Ländern des Euroraums

(Bestände; in % des nominalen verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: Eurostat, Banco de España, EZB-Schätzungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Gesamtvermögen der privaten Haushalte ist definiert als die Summe aus Immobilien- und Geldvermögen. Zum Immobilienvermögen zählen Wohnbauten und der zugehörige Grund und Boden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

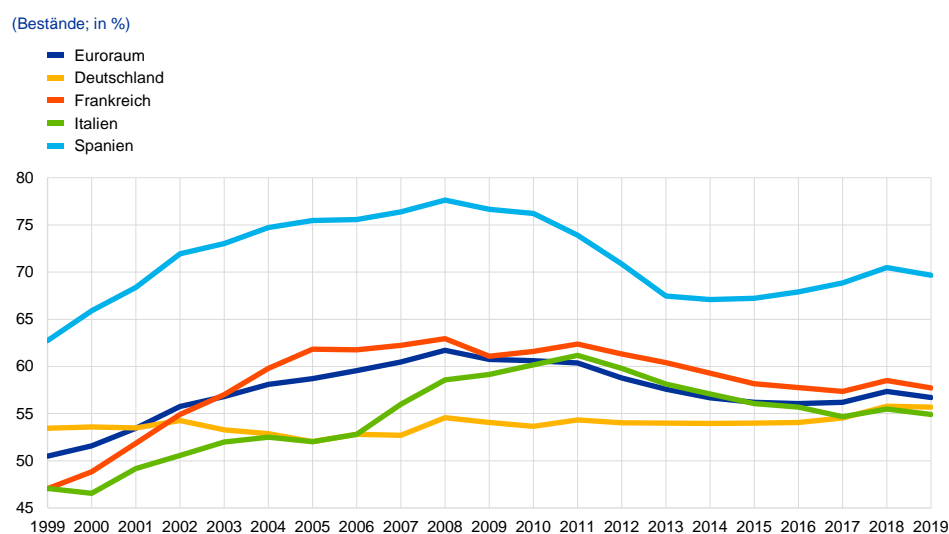
Das Vermögen der privaten Haushalte setzt sich in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich zusammen. Aus Abbildung 5 wird ersichtlich, dass der Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermögen der Privathaushalte im Eurogebiet von etwa 50 % im Jahr 1999 auf rund 62 % im Jahr 2008 anstieg. Gestützt wurde diese Entwicklung durch eine kräftige Dynamik am Wohnungsmarkt und hohe Immobilienpreissteigerungen in einer Reihe von Ländern. Danach verringerte sich der entsprechende Anteil bis 2016 und erhöhte sich anschließend wieder geringfügig, um sich in der Nähe des durchschnittlichen Vorkrisenniveaus einzupendeln. Dabei fiel der Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermögen in Spanien während des gesamten Zeitraums deutlich höher aus als in anderen großen Ländern des Euroraums. In Deutschland war er hingegen die meiste Zeit wesentlich niedriger. Die von Land zu Land unterschiedlichen Anteile sind auf mehrere Faktoren zurückzuführen.

⁸ Ein weitgehend ähnliches Bild ergibt sich aus einem Vergleich des Reinvermögens der privaten Haushalte in den größten Euro-Ländern.

Hierzu zählen unter anderem die Wohneigentumsquote, die Einstellung zu Risiken und Krediten, die Rolle des Staates und von Gebietsfremden als Eigentümer und Vermieter von Wohnimmobilien, die Zusammensetzung des Geldvermögens sowie die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise und Aktienkurse. So ist insbesondere die Wohneigentumsquote in Deutschland vergleichsweise niedrig.⁹ Zusammen mit der unterschiedlichen Wirtschaftsleistung und Einkommensentwicklung sowie möglichen Messproblemen erklären diese Faktoren weitgehend die länderspezifischen Abweichungen in der Höhe und Entwicklung des Vermögens der privaten Haushalte.

Abbildung 5

Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermögen der privaten Haushalte in den größten Ländern des Euroraums



Quellen: Eurostat, Banco de España, EZB-Schätzungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Gesamtvermögen der privaten Haushalte ist definiert als die Summe aus Immobilien- und Geldvermögen. Zum Immobilienvermögen zählen Wohnbauten und der zugehörige Grund und Boden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

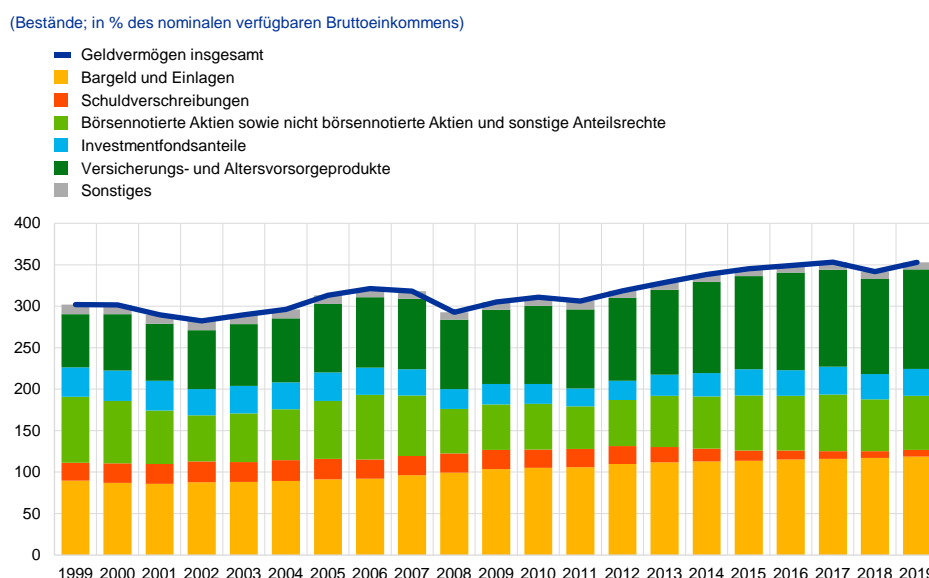
Beim Geldvermögen der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet handelt es sich überwiegend um liquide Mittel sowie Vermögen aus Altersvorsorge und Lebensversicherungen. Mitte 2019 entfielen auf das Geldvermögen rund 43 % des Gesamtvermögens der Privathaushalte im Euroraum insgesamt. Wie jedoch indirekt aus Abbildung 5 hervorgeht, war dieser Anteil seit 1999 in Deutschland über weite Strecken wesentlich höher und in Spanien erheblich niedriger als im Eurogebiet insgesamt. Auf aggregierter Ebene des Euroraums besteht das Geldvermögen der privaten Haushalte seit 1999 größtenteils aus Bargeld und Einlagen sowie aus Altersvorsorge- und Lebensversicherungsprodukten (siehe Abbildung 6). Diese beiden Kategorien machten Mitte 2019 jeweils annähernd 34 % des gesamten Geldvermögens der Privathaushalte aus und liegen weiterhin deutlich über ihrem vor Ausbruch der weltweiten Finanzkrise verzeichneten Niveau.¹⁰ Bargeld und Einlagen sind liquider und weniger risikobehaftet als die meisten anderen Finanzinstrumente,

⁹ Nähere Informationen zu den unterschiedlichen Wohneigentumsquoten in europäischen Ländern finden sich in: EZB, [The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave](#), Statistics Paper Series, Nr. 18, 2016.

¹⁰ Siehe EZB, [Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet nach institutionellen Sektoren: Zweites Quartal 2019](#), Pressemitteilung vom 29. Oktober 2019.

während es sich bei den Altersvorsorge- und Lebensversicherungsprodukten häufig um Vertragssparen handelt. Auf börsennotierte Aktien sowie nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte, Investmentfondsanteile und Schuldverschreibungen entfielen Mitte 2019 rund 19 %, 9 % bzw. 2 % des gesamten Geldvermögens der privaten Haushalte.¹¹ Damit liegen die Anteile dieser risikoreicheren Instrumente immer noch unter ihrem Vorkrisenniveau, wenngleich sie sich aufgrund der in den letzten Jahren deutlich gestiegenen Aktien- und Anleihekurse allmählich von ihrem Tiefstand Ende 2011 erholen (davon ausgenommen sind die Schuldverschreibungen). In Kasten 1 wird die Entwicklung der Wertpapierbestände der Privathaushalte im Euro-Währungsgebiet und in den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums, aufgeschlüsselt nach Emittentensektoren, erörtert.¹²

Abbildung 6
Geldvermögen der privaten Haushalte im Euroraum nach Finanzinstrumenten



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Posten „Sonstiges“ umfasst Ausleihungen privater Haushalte an alle institutionellen Sektoren sowie sonstige Forderungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

¹¹ Nahezu 80 % des direkten Bestands der Privathaushalte an Aktien und sonstigen Anteilsrechten setzen sich aus nicht börsennotierten Aktien und sonstigen Anteilsrechten zusammen.

¹² Angaben zu den von privaten Haushalten im Euroraum direkt gehaltenen Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien sowie den indirekten Beteiligungen über Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen sind – aufgeschlüsselt nach Emittentensektoren – auf der [Website der EZB](#) abrufbar (nur auf Englisch verfügbar). Siehe auch EZB, [Die Rolle der nichtmonetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet bei der Finanzintermediation](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

Kasten 1

Wertpapierbestände der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet und in den vier größten Euro-Ländern

Janina Engel und Pierre Sola

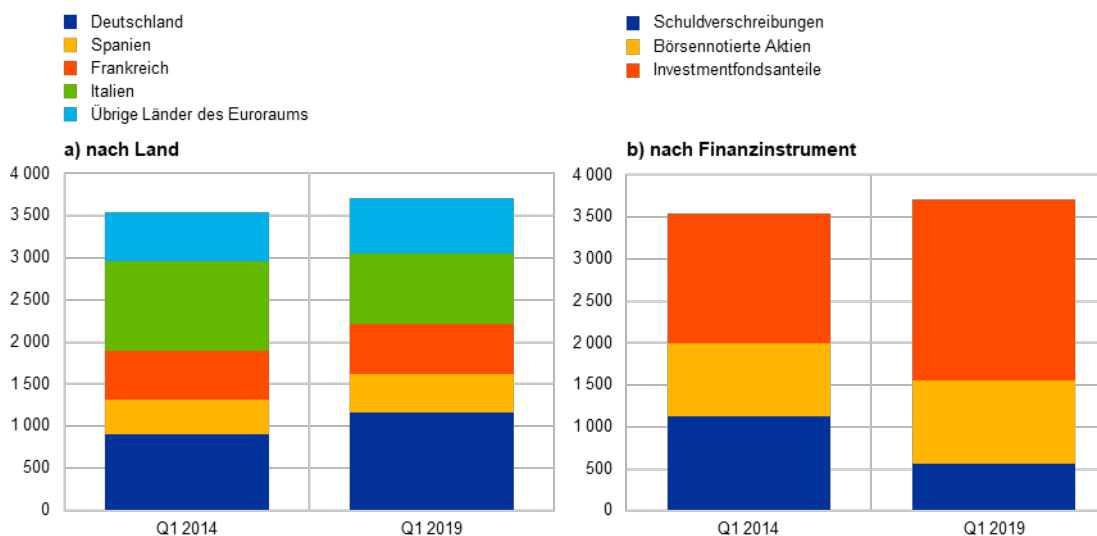
Das Eurosystem erhebt und erstellt detaillierte Statistiken zu den handelbarsten Vermögenswerten, die von privaten Haushalten (und anderen institutionellen Sektoren) gehalten werden, d. h. zu Schuldverschreibungen, börsennotierten Aktien und Investmentfondsanteilen.¹³

Vom ersten Quartal 2014 bis zum ersten Quartal 2019 sind die Bestände dieser Wertpapiere bei privaten Haushalten im Euroraum insgesamt leicht gestiegen, und zwar von 3 539 Mrd € auf 3 707 Mrd €. Zurückzuführen war der Anstieg in erster Linie auf die Entwicklung in Deutschland, wo die Bestände der privaten Haushalte um 246 Mrd € zunahmen. In Italien hingegen kam es zu einem Rückgang um 223 Mrd €, während sich die Veränderungen in den anderen Euro-Ländern eher in Grenzen hielten.

Abbildung A

Wertpapierbestände der privaten Haushalte im Euroraum nach Ländern und Finanzinstrumenten

(Bestände in Mrd €)



Quellen: EZB und NZBen.

Bei allen Finanzinstrumenten und den meisten Ländern ist zu beobachten, dass die Mehrheit der gehaltenen Wertpapiere von Ansässigen des gleichen Landes begeben wurde, was auf einen Home Bias schließen lässt (siehe Tabelle A). Unter den größten Euro-Ländern scheint die Präferenz für heimische börsennotierte Aktien in Frankreich und Spanien tendenziell am stärksten

¹³ In der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für den Euroraum werden vierteljährlich Schuldner-Gläubiger-Tabellen veröffentlicht, die die von jedem Sektor (also auch den privaten Haushalten) gehaltenen Wertpapiere nach Emittentensektoren aufgeschlüsselt aufzeigen. Die nationalen Finanzierungsrechnungen geben weiteren Aufschluss über die emittierenden Sektoren der einzelnen Länder. Sie zeigen unter anderem, wie stark der Home Bias der Anleger ist, d. h. deren Präferenz, in heimische Wertpapiere zu investieren. Zudem liefert die Statistik über Wertpapierbestände, die ebenfalls vierteljährlich zur Verfügung steht, zusätzliche Informationen zum Land und zum Sektor der Wertpapieremittenten, in denen auch Emittenten außerhalb des Euroraums berücksichtigt werden. Diese Daten sind seit Anfang 2014 verfügbar und finden sich auf der Website der EZB im Statistical Data Warehouse unter [Sektorkonten](#) und [Statistiken über Wertpapierbestände](#) (jeweils nur auf Englisch verfügbar).

ausgeprägt zu sein. In Italien ist sie nicht ganz so stark. Dort gibt es eine deutliche Präferenz für inländische Schuldverschreibungen. So wurden 75 % der Bestände an Schuldverschreibungen in Italien von Gebietsansässigen begeben (verglichen mit 83 % im ersten Quartal 2014). Auch andere große Länder des Euroraums weisen einen hohen Anteil inländischer Bestände auf, allerdings in geringerem Maße.

Tabelle A

Anteil der von Ansässigen eines Landes emittierten und von den privaten Haushalten dieses Landes gehaltenen Wertpapiere im ersten Quartal 2019

| | Deutschland | Frankreich | Italien | Spanien |
|-----------------------|-------------|------------|---------|---------|
| Schuldverschreibungen | 66 % | 53 % | 75 % | 64 % |
| Börsennotierte Aktien | 64 % | 84 % | 54 % | 85 % |

Quellen: NZBen.

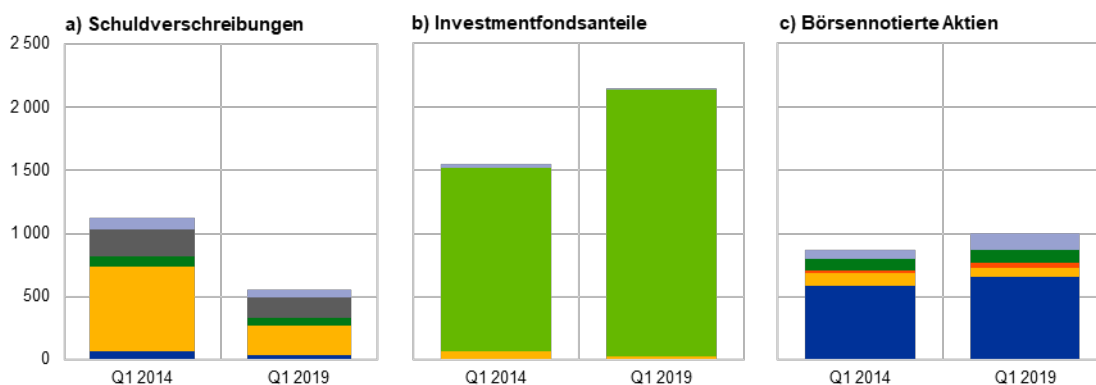
Der Wert der von privaten Haushalten im Euroraum gehaltenen Schuldverschreibungen sank vom ersten Quartal 2014 bis zum ersten Quartal 2019 deutlich. Zurückzuführen war dies vornehmlich auf Nettoveräußerungen durch die privaten Haushalte (weniger auf Preisänderungen) in einem Zeitraum, der von umfangreichen Ankäufen von Schuldverschreibungen durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) geprägt war. Vor allem italienische Privathaushalte veräußerten ihre Schuldverschreibungen. Ihre Bestände gingen deutlich zurück, wenngleich sie immer noch viel höher waren als in anderen Euro-Ländern. Emittiert wurden diese Papiere in erster Linie von MFIs und vom italienischen Staat. Der insgesamt beobachtete Rückgang der Bestände an Schuldverschreibungen, die außerhalb des Eurogebiets begeben wurden, spiegelte hauptsächlich einen Rückgang der Bestände von Schuldverschreibungen aus dem Vereinigten Königreich um per saldo 22 Mrd € wider.

Abbildung B

Wertpapierbestände der privaten Haushalte im Euroraum nach Emittentensektoren im ersten Quartal 2014 und im ersten Quartal 2019

(Bestände in Mrd €)

- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- MFIs einschließlich Geldmarktfonds
- Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)
- Versicherungsgesellschaften
- Pensionseinrichtungen
- Sonstige Finanzinstitute
- Staat
- Emittenten außerhalb des Euroraums



Quellen: EZB und NZBen.

Parallel zum Abbau der Schuldverschreibungen erwarben die privaten Haushalte im Euroraum über den betrachteten Fünfjahreszeitraum auf Nettobasis Investmentfondsanteile im Wert von 402 Mrd €. Da deren Preise ebenfalls deutlich anstiegen, weiteten sich die Portfolios von Investmentfondsanteilen im Bestand privater Haushalte um insgesamt 598 Mrd € aus. Diese Zunahme war vor allem auf deutsche, spanische und italienische Privathaushalte zurückzuführen. Französische Privathaushalte bauten ihre Bestände indes leicht ab. Die Bestände der von Gebietsfremden begebenen Investmentfondsanteile fielen mit 12 Mrd € im ersten Quartal 2019 sehr gering aus.

Der Wert der von privaten Haushalten im Euroraum gehaltenen börsennotierten Aktien erhöhte sich vom ersten Quartal 2014 bis zum ersten Quartal 2019. Allerdings war diese Entwicklung auf einen Kursanstieg in diesem Zeitraum zurückzuführen (tatsächlich war ein Nettoabsatz börsennotierter Aktien zu verzeichnen), in erster Linie bei den von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Aktien. Gleichzeitig verringerten sich die Bestände der von MFIs emittierten Aktien in diesem Zeitraum geringfügig, was sowohl Kursrückgängen als auch Verkäufen durch die privaten Haushalte im Euroraum zuzuschreiben war. Die Bestände börsennotierter Aktien, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden, verdoppelten sich nahezu. Ursächlich hierfür waren sowohl Nettokäufe als auch Kurssteigerungen. Besonders auffällig war dabei eine Zunahme der Bestände der von Ansässigen in den Vereinigten Staaten und in der Schweiz begebenen Papiere um zusammengekommen mehr als 40 Mrd €.

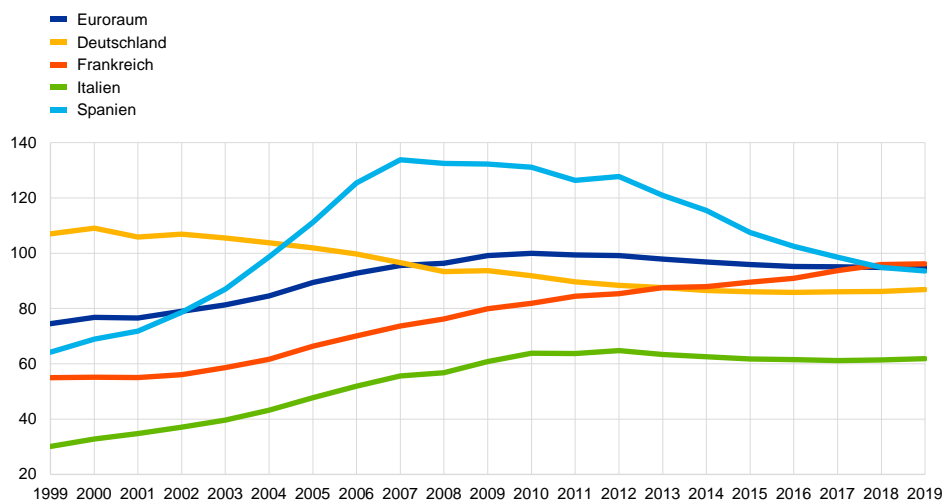
Hinter den aggregierten Angaben zum Schuldenstand der privaten Haushalte im Euroraum verbergen sich auch deutliche Unterschiede hinsichtlich der Höhe und Dynamik der Verschuldung in den einzelnen Ländern. Abbildung 7 zeigt, dass die Verschuldung der Privathaushalte im Euro-Währungsgebiet von 2002 bis 2010 vor dem Hintergrund des Immobilien- und Kreditbooms insgesamt stark zunahm; dies gilt in besonderem Maße für Spanien. Danach sank der Schuldenstand im Verhältnis zum Einkommen allmählich, bevor er sich Mitte 2019 annähernd auf dem Niveau von Ende 2007 stabilisierte. In Spanien ist die Verschuldung der privaten Haushalte gegenüber ihrem Höchststand deutlich zurückgegangen und liegt nun leicht unterhalb des Werts für das Eurogebiet. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch hohe Nettotilgungen und Schuldenabschreibungen. In Frankreich hat sich die Verschuldung im Verhältnis zum Einkommen in den vergangenen Jahren aufgrund des Booms am Hypothekenmarkt weiter leicht erhöht. In Deutschland war der Schuldenstand der Haushalte bis 2016 kontinuierlich rückläufig und stieg danach geringfügig an, da die Kreditaufnahme stärker zunahm als das Einkommen. In Italien blieb die Verschuldung der Privathaushalte relativ zum Einkommen in den letzten Jahren stabil auf moderatem Niveau.¹⁴

¹⁴ Nähere Informationen zur Bilanzstruktur der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet finden sich in: EZB, *Die Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Unternehmen und privater Haushalte im Euroraum*, Kasten 4, Jahresbericht 2017.

Abbildung 7

Verschuldung der privaten Haushalte in den größten Ländern des Euroraums

(Bestände; in % des nominalen verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Verschuldung ist definiert als die Summe der von allen institutionellen Sektoren gewährten Kredite an private Haushalte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

Hinter den aggregierten Angaben zum Vermögen der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet verbergen sich auch Unterschiede zwischen den einzelnen Haushalten.

Wenngleich keine vierteljährlichen Daten auf Ebene der privaten Haushalte verfügbar sind, liefert die alle drei Jahre durchgeführte [Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum \(HFCS\)](#) eine Momentaufnahme der Vermögensverteilung.¹⁵ Die jüngsten Ergebnisse der Haushaltsbefragung (für 2014) zeigen, dass die Portfoliozusammensetzung der privaten Haushalte recht heterogen ist. Eine wesentliche Dimension der Heterogenität ist die Einkommensverteilung. Wie in [Abbildung 8](#) veranschaulicht, bestehen die Portfolios der Privathaushalte im oberen Bereich der Einkommensverteilung zu einem großen Teil aus Betriebsvermögen und Geldvermögen wie etwa Aktien und Investmentfondsanteilen. Dagegen halten die privaten Haushalte im niedrigen und mittleren Einkommensbereich ihr Vermögen hauptsächlich in Form von Wohnimmobilien und Einlagen. Sofern Einkommensunterschiede mit einem divergierenden Konsumverhalten einhergehen, könnten sich aus der Heterogenität der Portfoliozusammensetzung Implikationen für die aggregierten Vermögenseffekte auf den Konsum ergeben.¹⁶

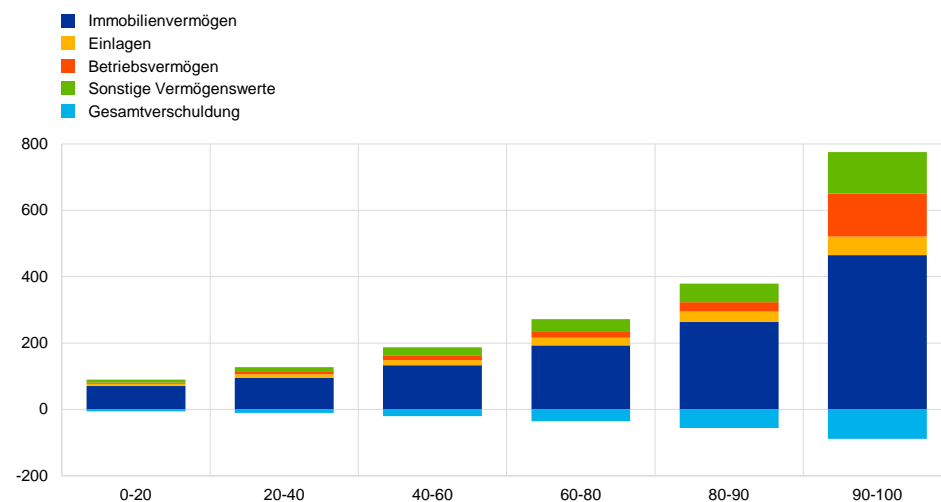
¹⁵ Die Befragung erhebt Daten zu Aktiva, Passiva, Einkommen und Konsum privater Haushalte. Siehe Household Finance and Consumption Network, [The Household Finance and Consumption Survey: results from the second wave](#), Statistical Paper Series der EZB, Nr. 18, 2016; D. Domanski, M. Scatigna und A. Zabai, [Vermögensungleichheit und Geldpolitik](#), BIZ-Quartalsbericht, März 2016.

¹⁶ Siehe beispielsweise J. Y. Campbell und J. F. Cocco, How do house prices affect consumption? Evidence from micro data, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 54(3), 2007, S. 591-621; A. Mian, K. Rao und A. Sufi, Household balance sheets, consumption, and the economic slump, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 128(4), 2013, S. 1687-1726.

Abbildung 8

Vermögen und Verschuldung der privaten Haushalte im Euroraum nach Einkommensquintilen

(x-Achse: Quintile und Dezile; y-Achse: in Tsd €)



Quelle: Household Finance and Consumption Survey, Ergebnisse der zweiten Erhebungswelle.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den durchschnittlichen Wert des Vermögens und der Verschuldung je Privathaushalt über fünf Einkommensquintile. Das oberste Quintil ist weiter in zwei Dezile unterteilt. Das Immobilienvermögen setzt sich aus dem Hauptwohnsitz und sonstigen Immobilien der privaten Haushalte zusammen. Zum sonstigen Vermögen der Privathaushalte zählen der Wert der Fahrzeuge, der privaten Altersvorsorge und Lebensversicherungen, Anteilsrechte, Wertsachen, Anleihen, verwalteten Konten und Geldschulden gegenüber den Haushalten.

3 Vermögenseffekte auf den Konsum

Das Vermögen kann sich über verschiedene Kanäle auf die privaten Konsumausgaben auswirken; diese Kanäle betreffen in der Regel entweder das Finanz- und das Sachvermögen oder das Immobilienvermögen. Als Basis der Analyse dient üblicherweise eine Lebenszyklusperspektive. Aus diesem Blickwinkel heraus werden die Konsumausgaben durch die Ressourcen bestimmt, die dem Verbraucher über den Lebenszyklus zur Verfügung stehen. Diese Ressourcenausstattung setzt sich aus dem Humanvermögen, das in der Regel durch das Arbeitseinkommen abgebildet wird, dem Sachvermögen (z. B. Immobilienvermögen) und dem Geldvermögen (Bargeld, Anleihen und Anteilsrechte) zusammen. Der private Verbrauch hängt somit sowohl von den aktuellen als auch von den erwarteten zukünftigen Zahlungsströmen ab. Eine verbesserte Ressourcenausstattung der Verbraucher, einschließlich des vermögensrelevanten Lebenseinkommens, sollte einen höheren Konsum zur Folge haben. Maßgeblich für die (erwarteten) Zahlungsströme der Privathaushalte sind ferner a) das Vermögenseinkommen, b) die den Verbrauchern zur Verfügung stehenden Sicherheiten bei Kreditaufnahme

und c) das Vertrauen.¹⁷ Zins- und Dividenderträge, die den Haushalten aus ihrem Vermögen erwachsen, können für Ausgaben genutzt werden. Untersuchungen dazu, wie sich der Wert der Sicherheiten auswirkt, beziehen sich weitgehend auf das Wohneigentum, wobei die zusätzliche Beleihung von Immobilien (Mortgage Equity Withdrawal) eine wichtige Rolle spielt. Im Euro-Währungsgebiet ist diese Art der Immobilienbeleihung im Vergleich zum Vereinigten Königreich und zu den Vereinigten Staaten von recht geringer Bedeutung. Das Vertrauen kann relevant sein, da die Verbraucher bei einem Anstieg (oder einer höheren Bewertung) ihres Vermögens möglicherweise zuversichtlicher sind und daher weniger sparen und mehr konsumieren. So können beispielsweise Kurssteigerungen am Aktienmarkt die Verbraucher mit Blick auf die weitere Konjunktorentwicklung optimistischer stimmen und sie so zu höheren Ausgaben veranlassen.

Der Einfluss des Vermögens auf die privaten Konsumausgaben ist über die einzelnen Vermögenskomponenten hinweg sehr unterschiedlich und hängt entscheidend von bestimmten Schlüsselmerkmalen ab. Ein wichtiger Unterschied zwischen Immobilien- und Geldvermögen liegt in der Bedeutung von Wohnimmobilien für den Konsum. Durch höhere Wohnimmobilienpreise steigt auch der relative Preis der Nutzung von Wohnimmobilien. Maßgebliche Faktoren sind außerdem, welche Präferenzen die privaten Haushalte hinsichtlich der verschiedenen Vermögenskomponenten und der Verschuldung haben, wie leicht sich bestimmte Vermögenskomponenten in liquide Vermögenswerte umwandeln lassen und ob Bewertungsänderungen als dauerhaft oder vorübergehend empfunden werden. So könnte beispielsweise die Bereitschaft der Privathaushalte, bei höheren Wohnimmobilienpreisen ihre Eigenheime zu veräußern, geringer sein als deren Neigung, bei steigenden Börsenkursen Aktien abzustoßen. Grund hierfür könnten unter anderem die im Vergleich zu Aktien höheren Transaktionskosten bei Wohneigentum, aber auch individuelle Präferenzen sein. In diesem Zusammenhang spielt auch das institutionelle Umfeld eine Rolle. In Ländern mit komplexeren Hypothekenprodukten (z. B. Umkehrhypotheken oder hypothekarisch gesicherten Darlehen) ist das Sachvermögen leichter liquidierbar als bestimmte Arten von Geldvermögen (wie etwa Versicherungsprodukte).

¹⁷ Für empirische Evidenz zu a) siehe G. de Bondt, A. Gieseck, P. Herrero und Z. Zekaite, [Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2343, 2019. Für empirische Evidenz zu b) siehe ifo Institut für Wirtschaftsforschung, [Institutional Features of Mortgage Markets across Countries](#), CESifo DICE Report, Bd. 6(3), 2008, S. 70-71; M. E. A. Haffner, R. Ong und G. A. Wood, [Mortgage equity withdrawal and institutional settings: an exploratory analysis of six countries](#), International Journal of Housing Policy, Bd. 15(3), 2015, S. 235-259; D. Haurin und S. Moulton, [International perspectives on homeownership and home equity extraction by senior households](#), Journal of European Real Estate Research, Bd. 10(3), 2017, S. 245-276. Für empirische Evidenz zu c) siehe L. Karnizova und H. Khan, [The stock market and the consumer confidence channel: evidence from Canada](#), Empirical Economics, Bd. 49(2), 2015, S. 551-573. Empirische Evidenz für Europa findet sich in: W. J. Jansen und N. J. Nahuis, [The stock market and consumer confidence: European evidence](#), Economics Letters, Bd. 79(1), 2003, S. 89-98.

Die Richtung der Vermögenseffekte auf der Makroebene ist jedoch nicht immer eindeutig, weil die verschiedenen Vermögenskomponenten von den Verbrauchern in der Regel nicht zu gleichen Teilen gehalten werden. Dies gilt insbesondere für Vermögenseffekte bei Wohnimmobilien. Wie bereits zu Beginn von Abschnitt 2 dargelegt, bedeuten Preissteigerungen bei Wohneigentum nicht unbedingt einen Vermögenszuwachs für das Land insgesamt. Ebenso ließe sich anführen, dass fundamentale Veränderungen der Wohnimmobilienpreise – wie bei anderen Vermögenspreisen – nur eine Vermögensumverteilung zwischen Immobilieneigentümern und Nichteigentümern darstellen. Gesamtwirtschaftlich betrachtet ergibt sich aus einer Veränderung der Wohnimmobilienpreise, die auf einen veränderten Fundamentalwert zurückzuführen ist, kein reiner Immobilienvermögenseffekt. Allerdings kann es in Phasen, in denen die privaten Haushalte übermäßig optimistisch oder pessimistisch sind und die preisliche Veränderung bei Wohneigentum eine veränderte Spekulationsblasenkomponente der Wohnungspreise widerspiegelt, tatsächlich zu einem immobilienpreisbedingten Vermögenseffekt kommen.¹⁸ Höhere Preise für Wohnimmobilien können indes zu Umverteilungseffekten führen, wenn die Wohnungseigentümer (Vermieter) ihr Vermögen in unterschiedlichem Maße zu Konsumzwecken nutzen als die Nichteigentümer (Mieter). Darüber hinaus bieten höhere Wohnimmobilienpreise bessere Möglichkeiten für eine zusätzliche Beleihung von Immobilien. Dadurch kann der private Verbrauch zwar kurzfristig angekurbelt werden, langfristig jedoch wird er gedämpft, da die gestiegenen Schulden bedient werden müssen. In Kasten 2 werden die in der Fachliteratur festgestellten Vermögenseffekte für den Euroraum und die größten Euro-Länder beleuchtet.

Kasten 2

Schätzungen zu Vermögenseffekten für das Euro-Währungsgebiet und die größten Euro-Länder

Gabe de Bondt und Arne Gieseck

Vermögenseffekte werden häufig als marginale Konsumneigung aus dem Vermögen (gemessen in Cent je Euro des Vermögens) dargestellt. Es handelt sich dabei um den Anteil einer aggregierten Vermögenserhöhung, der für den Konsum ausgegeben wird. Je nach Vermögensniveau kann die marginale Konsumneigung aus dem Vermögen variieren. In Mikrostudien fällt sie bei vermögengeren Privathaushalten in der Regel geringer aus. Auf Makroebene – die im Fokus dieses Aufsatzes steht – weist die empirische Literatur eine große Bandbreite der marginalen Konsumneigung aus dem Vermögen aus. Tabelle A bietet einen Überblick über die empirischen Schätzungen für den Euroraum und die vier größten Euro-Länder.

¹⁸ Weiterführende Literatur zum Argument eines gesamtwirtschaftlichen Nulleffekts des Immobilienvermögens findet sich in: W. R. White, Measured wealth, real wealth and the illusion of saving, Rede anlässlich der Konferenz des Irving Fisher Committee zum Thema „Measuring the financial position of the household sector“, Basel, 30.-31. August 2006; zur Unterscheidung zwischen Veränderungen des Fundamentalwerts und des Blasenwerts von Wohnimmobilienpreisen siehe W. H. Buiter, [Housing Wealth Isn't Wealth](#), Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, Bd. 4, Nr. 2010-22, 2010. Eine ähnliche Differenzierung ist auch bei Aktienkursen von Belang; empirische Evidenz hierzu findet sich in: G. de Bondt, Equity wealth effects: fundamental or bubble-driven?, Applied Economics Letters, Bd. 18(7-9), 2011, S. 601-605.

Laut den Erkenntnissen in der Literatur fallen die langfristigen Immobilienvermögenseffekte im Eurogebiet durchweg niedriger aus als die Geldvermögenseffekte, die signifikant positiv sind. Die geschätzte langfristige marginale Konsumneigung aus Immobilienvermögen im Euroraum liegt verschiedenen Studien zufolge zwischen -1 und +2 Cent je Euro, wobei sie nicht immer signifikant vom Wert null abweicht (siehe den oberen Teil von Tabelle A). Im Gegensatz dazu ist die langfristige marginale Konsumneigung aus dem Geldvermögen den Ergebnissen zufolge immer signifikant positiv und liegt zwischen 1 und 7 Cent je Euro (siehe den unteren Teil von Tabelle A). Der Median und der Durchschnittswert für die langfristigen Immobilienvermögenseffekte liegen im Euroraum fast bei null, für die langfristigen Geldvermögenseffekte bei 1 bis 4 Cent je Euro. Trotz der niedrigen geschätzten Werte für die marginale Konsumneigung aus dem Vermögen können die Beiträge des Vermögens zum Konsumwachstum in Zeiten großer Vermögenspreisschwankungen erheblich sein.

An den aggregierten Vermögenseffekten für das Euro-Währungsgebiet lassen sich die markanten Unterschiede, die zwischen den vier größten Euro-Ländern bestehen, nicht erkennen. Spanien weist eine kontinuierlich positiv geschätzte langfristige marginale Konsumneigung aus dem Immobilienvermögen auf. Gleiches gilt bezogen auf das Geldvermögen für Frankreich und Spanien. Für die vier größten Länder des Euroraums weisen die empirischen Schätzungen zur langfristigen marginalen Konsumneigung aus dem Immobilien- und dem Geldvermögen eine große Bandbreite auf. Diese reicht beim Immobilienvermögen von -7 bis +8 Cent je Euro (siehe den oberen Teil von Tabelle A) und beim Geldvermögen von -3 bis +15 Cent je Euro (siehe den unteren Teil von Tabelle A). Spanien ist die einzige große Volkswirtschaft im Euroraum, für die durchweg positive Immobilienvermögenseffekte geschätzt wurden. Bezogen auf das Geldvermögen wurde für Frankreich und Spanien eine durchweg positive langfristige marginale Konsumneigung ermittelt. Bei den Ergebnissen im Median fällt die marginale Konsumneigung aus dem Immobilienvermögen angesichts der großen Bandbreite der Schätzungen in Spanien mit 3 bis 4 Cent je Euro vergleichsweise hoch und in Deutschland und Italien mit 1 Cent je Euro relativ niedrig aus. In Spanien ließen sich mit einer marginalen Konsumneigung von 4 Cent je Euro auch starke langfristige Geldvermögenseffekte feststellen. In Deutschland fiel der Wert mit 1 Cent je Euro gering aus.

Tabelle A

Überblick über die geschätzte langfristige Konsumneigung aus dem Vermögen im Euroraum und in den größten Euro-Ländern in verschiedenen Studien

(in Cent je Euro)

| Studie | Euroraum | | Deutschland | | Frankreich | | Italien | | Spanien | |
|---------------------------------|----------|---------|-------------|---------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | Minimum | Maximum | Minimum | Maximum | Minimum | Maximum | Minimum | Maximum | Minimum | Maximum |
| Immobilienvermögen | | | | | | | | | | |
| Catte et al. (2004) | | | | | | | 1 | 1 | 2 | 2 |
| Bassanetti und Zollino (2008) | | | | | | | 2 | 2 | | |
| Skudelny (2009) | 1 | 1 | | | | | | | | |
| Slacalek (2009) | -1 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | -1 | -1 | 6 | 6 |
| Sousa (2009) | 0 | 0 | | | | | | | | |
| Chauvin und Damette (2010) | | | | | 1 | 4 | | | | |
| Kerdrain (2011) | 0 | 2 | | | | | | | | |
| De Bonis und Silvestrini (2012) | | | -1 | -1 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Barrell et al. (2015) | | | | | | | 0 | 1 | | |
| Winkler (2016) | | | 4 | 4 | | | | | | |
| Guerrieri und Mendicino (2018) | | | -7 | -4 | 3 | 3 | 6 | 7 | 4 | 8 |
| de Bondt et al. (2019a) | 0 | 0 | | | | | | | | |
| de Bondt et al. (2019b) | 0 | 0 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Median | 0 | 1 | -1 | 1 | 1 | 2 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| Durchschnitt | 0 | 1 | -1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 3 | 3 |
| Geldvermögen | | | | | | | | | | |
| Bertaut (2002) | | | | | 3 | 3 | | | | |
| Byrne und Davis (2003) | | | 2 | 2 | 3 | 3 | 1 | 2 | | |
| Catte et al. (2004) | | | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| Bassanetti und Zollino (2008) | | | | | | | 4 | 6 | | |
| Skudelny (2009) | 2 | 4 | | | | | | | | |
| Slacalek (2009) | 1 | 4 | 14 | 14 | 3 | 3 | 10 | 10 | 5 | 5 |
| Sousa (2009) | 1 | 2 | | | | | | | | |
| Chauvin und Damette (2010) | | | | | 4 | 12 | | | | |
| Kerdrain (2011) | 5 | 7 | | | | | | | | |
| De Bonis und Silvestrini (2012) | | | 0 | 0 | 3 | 3 | -1 | -1 | 3 | 3 |
| Barrell et al. (2015) | | | | | | | 2 | 3 | | |
| Guerrieri und Mendicino (2018) | | | -3 | -3 | 4 | 4 | 6 | 6 | 10 | 15 |
| de Bondt et al. (2019a) | 1 | 1 | | | | | | | | |
| de Bondt et al. (2019b) | 1 | 1 | -1 | 1 | 1 | 2 | 0 | 1 | 2 | 5 |
| Median | 1 | 3 | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 3 | 5 |
| Durchschnitt | 2 | 3 | 2 | 3 | 3 | 4 | 3 | 4 | 4 | 6 |

Quelle: G. de Bondt, A. Gieseck, P. Herrero und Z. Zekaite, [Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2343, 2019.

4 Schlussbemerkungen

Für die Durchführung der Geldpolitik ist es wichtig, die Vermögensentwicklung der privaten Haushalte zu beobachten und ihre Auswirkungen auf die Konjunktur zu verstehen. Der Vermögensbestand der Privathaushalte im Euro-Währungsgebiet ist aktuell rund sieben Mal so hoch wie deren jährlich verfügbares Einkommen. Vermögensänderungen ergeben sich im Wesentlichen aus Kapitalerträgen und weniger aus der Nettoersparnis. Die Geldpolitik kann somit die Vermögensentwicklung beeinflussen – vor allem über die Preise für Vermögenswerte. Das Vermögen der privaten Haushalte kann im Zeitverlauf sowohl spürbar abnehmen (wie im Gefolge der weltweiten Finanzkrise) als auch deutlich zunehmen (wie im Vorfeld der globalen Finanzkrise und in den vergangenen Jahren) und dürfte daher zeitweilig einen erheblichen Beitrag zu Konjunkturschwankungen leisten. Darüber hinaus kann es sich darauf auswirken, welcher geldpolitische Kurs für angemessen erachtet wird. Den hier vorgestellten empirischen Analysen und Schätzungen zufolge sind die Sach- und Geldvermögenseffekte breit gefächert und die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euroraums beträchtlich. Hinzu kommt, dass Vermögenseffekte und die relative Bedeutung des Sach- und des Geldvermögens im Zeitverlauf variieren.

Angesichts des breiten Spektrums an und des Zusammenspiels zwischen den Kanälen, über die das Vermögen der privaten Haushalte Einfluss auf deren Konsumverhalten nehmen kann, müssen die Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Geldpolitik aus mehreren Perspektiven beurteilt werden.

Neben Vermögenseffekten im Zusammenhang mit dem Lebenseinkommen dürften für die privaten Konsumausgaben auch andere Kanäle eine Rolle spielen, die das Vermögenseinkommen, die Sicherheiten und das Vertrauen betreffen. Darüber hinaus ist die Richtung der Vermögenseffekte auf der Makroebene nicht immer eindeutig, weil die verschiedenen Vermögenskomponenten von den Verbrauchern in der Regel nicht zu gleichen Teilen gehalten werden. Einige Privathaushalte profitieren von steigenden Preisen für Wohneigentum, anderen hingegen erwachsen daraus Nachteile. Angesichts der eher geringen Bedeutung der zusätzlichen Beleihung von Immobilien im Euroraum ist es nicht verwunderlich, dass die langfristigen Immobilienvermögenseffekte in einigen Euro-Ländern den Schätzungen zufolge nahezu gleich null sind. Ganz allgemein betrachtet könnten sich die im vorliegenden Aufsatz beleuchteten Vermögenseffekte auf den Haushaltssektor insgesamt von jenen auf der Mikro- oder Einzelhaushaltsebene unterscheiden. Abschließend lässt sich festhalten, dass die Schaffung einer Kapitalmarktunion im Euro-Währungsgebiet nicht nur den Unternehmen helfen würde, ihre Finanzierungsquellen zu diversifizieren und ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks aus dem Bankensystem zu verbessern, sondern auch den privaten Haushalten mehr Anlagemöglichkeiten bieten würde und den Vermögensaufbau erleichtern könnte.

2 Beurteilung der Bankkreditvergabe an Unternehmen im Euro-Währungsgebiet seit 2014

Ramón Adalid, Matteo Falagiarda und Alberto Musso¹

1 Einleitung

Bankkredite sind für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet die wichtigste externe Finanzierungsquelle, weshalb sie auch für die Transmission der Geldpolitik und ganz allgemein für die Stützung des Wirtschaftswachstums von großer Bedeutung sind. Obwohl die bankunabhängige Finanzierung im vergangenen Jahrzehnt an Relevanz gewonnen hat, spielt die Kreditgewährung durch Banken nach wie vor eine zentrale Rolle bei der Finanzierung von Unternehmen im Euroraum. So machten Bankkredite 2018 rund 45 % der gesamten Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet aus. Im Jahr 2007 belief sich dieser Anteil noch auf rund 60 %.² In diesem Zeitraum waren die Kreditmärkte unterschiedlichen Stressfaktoren ausgesetzt. Der Bankensektor und seine Intermediationsfunktion wurden dabei besonders stark in Mitleidenschaft gezogen. Aus diesem Grund ist es aus Zentralbanksicht umso wesentlicher, die Kreditvergabe der Banken sorgfältig zu analysieren.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Erholung der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beurteilt, die im Euroraum seit 2014 zu beobachten ist.³ Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf zwei Aspekten.

Erstens wird gezeigt, dass nach den Bilanzanpassungen der Jahre 2008 bis 2013 das Wachstum der Unternehmensinvestitionen durch bessere Kreditangebotsbedingungen der Banken gefördert wurde. Das umfassendere Kreditangebot ergänzte somit die höhere Kreditnachfrage, die wiederum eine Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und der Unternehmensbilanzen sowie eine gestiegene Ertragskraft der Unternehmen widerspiegelte. Allerdings ist die Beziehung zwischen den Unternehmensinvestitionen und der Bankkreditvergabe an Unternehmen **nicht in allen großen Euro-Ländern gleich stark**. Dies hängt zum Teil mit dem variierenden Einsatz alternativer Finanzierungsquellen und der unterschiedlichen Notwendigkeit des Schuldenabbaus zusammen.

Zweitens liefert der Aufsatz Belege dafür, dass die Erholung der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften durch die geldpolitischen

¹ Datenmaterial von Filippo Claps und Franziska Fischer.

² Weitere Einzelheiten zu den Faktoren, die diesem Trend zugrunde liegen, finden sich in: EZB, [Die Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Unternehmen und privater Haushalte im Euroraum](#), Kasten 4, Jahresbericht 2017.

³ Eine Analyse der Entwicklung von Bankkrediten vor dem Jahr 2014 findet sich in: EZB, [Erweiterung der Modelle zur Beurteilung der Geldmengen- und Kreditentwicklung](#), Monatsbericht Februar 2014; EZB, [Geldmengen- und Kreditwachstum nach Wirtschafts- und Finanzkrisen aus einer historischen globalen Perspektive](#), Monatsbericht Februar 2012; EZB, [Jüngste Entwicklung der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor](#), Monatsbericht Januar 2011.

Maßnahmen der EZB unterstützt wurde. Dazu werden unter anderem quantitative modellgestützte Schätzungen und Ergebnisse aus Umfragen vorgelegt. Die Analyse wird durch eine zukunftsgerichtete Beurteilung ergänzt, die darauf hindeutet, dass die neue Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) dazu beitragen wird, die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechtzuerhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter zu unterstützen.

2 Erholung der Bankkreditvergabe an Unternehmen

Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen im Euroraum hat sich weitgehend analog zur Wirtschaftstätigkeit seit 2014 sukzessive erholt, jedoch liegt ihr Wachstum weiterhin unter dem Vorkrisenniveau. Das jährliche Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, das Anfang 2014 einen Tiefstand erreicht hatte, kehrte 2015 wieder in den positiven Bereich zurück und erhöhte sich danach schrittweise weiter, bis es im September 2018 mit 4,3 % einen Höchststand erreichte. In den vergangenen Quartalen hat es sich bei etwa 3,5 % bis 4 % stabilisiert. Darin spiegelt sich die Verlangsamung der realwirtschaftlichen Aktivität im Verlauf des Jahres 2018 wider.⁴ Insgesamt fiel die Erholung der Bankkreditvergabe an Firmen seit 2014 recht moderat aus. Trotz der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, die insbesondere seit den 2014 von der EZB verabschiedeten geldpolitischen Sondermaßnahmen vorherrschen, liegen die aktuellen Zuwachsraten deutlich unter ihrem Niveau von vor der Krise.⁵ Ergebnisse eines bayesianischen vektorautoregressiven Modells (VAR-Modell) deuten darauf hin, dass der seit 2014 verzeichnete Verlauf der Erholung unter Berücksichtigung vergangener Gesetzmäßigkeiten des Konjunkturzyklus weitgehend im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen steht (siehe Abbildung 1). Er liegt jedoch tendenziell am unteren Rand des geschätzten Konfidenzbands. Diese Beurteilung beruht auf einem Vergleich zwischen dem tatsächlichen Kreditwachstum und einem Kreditwachstum, das zu erwarten gewesen wäre, wenn man die beobachteten wichtigsten makroökonomischen Variablen in der Erholungsphase als gegeben unterstellt und annimmt, dass sich der Zusammenhang zwischen den Bankkrediten und der Wirtschaftstätigkeit in den letzten 20 Jahren nicht fundamental geändert hat.

⁴ Das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften folgt dem Konjunkturzyklus üblicherweise mit einer zeitlichen Verzögerung von rund drei bis vier Quartalen. Weitere Einzelheiten zu den zyklischen Eigenschaften von Bankkrediten finden sich in: M. Darracq Pariès, A.-C. Drahonsky, M. Falagiarda und A. Musso, Macroeconomic analysis of bank lending for monetary policy purposes, Occasional Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

⁵ Wie in Abbildung 12 in Abschnitt 5 des vorliegenden Wirtschaftsberichts dargestellt, sind die Kosten für die Kreditaufnahme bei Banken für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit 2014 beträchtlich gesunken und haben in den letzten Quartalen einen Tiefstand erreicht.

Abbildung 1

Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (tatsächlicher Verlauf und bedingte Prognose) und reales BIP

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Bei dem in den Simulationen verwendeten Modell handelt es sich um ein bayesianisches VAR-Modell, das in Niveaus vom ersten Quartal 1995 bis zum ersten Quartal 2014 geschätzt wurde und vierteljährliche Daten für sechs real- und finanzwirtschaftliche Variablen für den Euroraum enthält: das reale BIP, den BIP-Deflator, Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, den Kurzfristzins, die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und den Zinssatz für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Der graue Bereich enthält das 16. und 84. Perzentil der Prognose, bei der die tatsächliche Entwicklung des realen BIP und des BIP-Deflators vom zweiten Quartal 2014 bis zum zweiten Quartal 2019 zugrunde gelegt wird. Weitere Einzelheiten zu diesem Modellansatz finden sich in: D. Giannone, M. Lenza und G. E. Primiceri, Prior Selection for Vector Autoregressions, *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 97, Ausgabe 2, Mai 2015, S. 436-451; C. Altavilla, D. Giannone und M. Lenza, The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements, *International Journal of Central Banking*, Bd. 12, Nr. 3, September 2016. Monatliche Werte des Wachstums des realen BIP werden unter Verwendung einer kubischen Spline-Funktion aus vierteljährlichen Daten interpoliert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2019 (Kredite) bzw. das dritte Quartal 2019 (reales BIP).

Das seit 2014 insgesamt moderate Tempo der Erholung der Bankkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist in erster Linie auf den Prozess des Verschuldungsabbaus nach der Krise und auf die zunehmende Bedeutung alternativer Finanzierungsquellen zurückzuführen. Die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB stützten die Kreditgewährung der Banken an Unternehmen zwar massiv (siehe Abschnitt 4 im vorliegenden Aufsatz), seit 2014 wirkten sich aber mindestens drei Faktoren auch hemmend aus. Hierbei spielten eine Reihe von Nachfragefaktoren eine Rolle. Erstens spiegelte die Dynamik des Kreditwachstums in der Erholungsphase die im Vergleich zu den Vorkrisenwerten etwas schwächere Konjunktur wider (siehe Abbildung 1).⁶ Zweitens belastete der Prozess umfangreicher Bilanzanpassungen, der sich nach der Krise auf die Kreditnehmer auswirkte (siehe Abbildung 2), die Nachfrage nach Bankkrediten in einigen Ländern stärker als in anderen. Die Mittelaufnahme bei Banken war hauptsächlich in jenen Sektoren niedriger, deren Verschuldung in der Boomphase vor der Krise am meisten zugenommen hatte (z. B. im Baugewerbe).⁷ Im Zusammenhang mit dem dringend erforderlichen Schuldenabbau wurde die Nachfrage nach Bankdarlehen in den vergangenen Jahren auch durch das reichliche Vorhandensein von Eigenmitteln gedämpft, welches sich am deutlichen Anstieg der einbehaltenen Gewinne und der

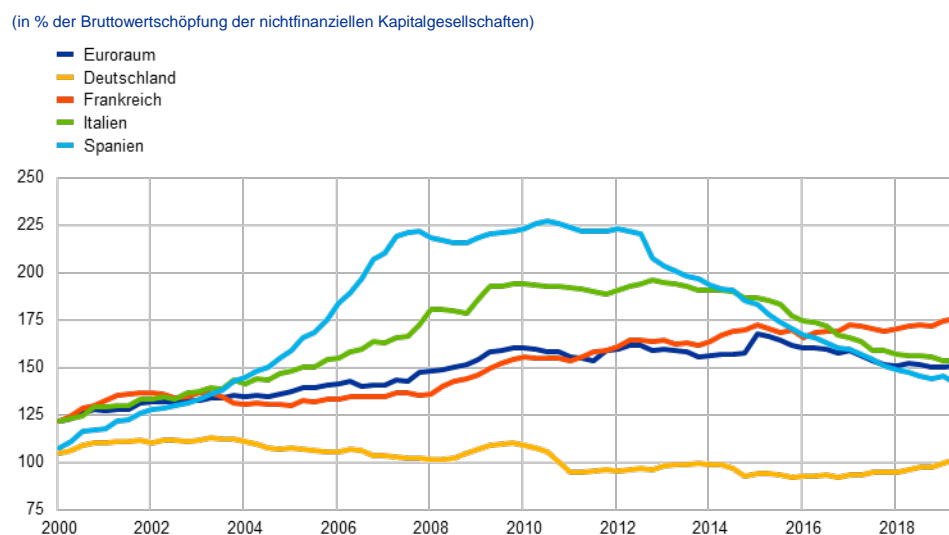
⁶ Die Jahreswachstumsrate des realen BIP lag von 1999 bis 2007 bei durchschnittlich 2,3 % und von 2014 bis 2019 bei durchschnittlich 1,9 %.

⁷ Weitere Einzelheiten zur jüngsten Entwicklung der Kreditvergabe in den verschiedenen Sektoren finden sich in: M. Darracq Pariès, A.-C. Drahon, M. Falagiarda und A. Musso, a. a. O.

liquiden Vermögenswerte nach der Finanzkrise ablesen lässt.⁸ Drittens haben Unternehmen ihren Finanzierungsbedarf seit der Krise vermehrt durch alternative Außenfinanzierungsquellen gedeckt, und zwar hauptsächlich durch die Begebung von Unternehmensanleihen. Unternehmensanleihen haben im Euroraum, insbesondere für große Unternehmen, als Finanzierungsquelle an Gewicht gewonnen (siehe Abbildung 3): Von 2009 bis 2010 und von 2012 bis 2014 wurden sie aufgrund der deutlich gesunkenen relativen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung (siehe Abbildung 4) und des eingeschränkten Kreditangebots der Banken als Ersatz für Bankkredite genutzt. Später dienten sie als Ergänzung zur Finanzierung über Bankkredite, insbesondere nachdem die EZB 2016 ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) eingeführt hatte.

Eine abschließende Beurteilung der Faktoren, die für das langsame Vorschreiten der Erholung der Bankkreditvergabe an Unternehmen verantwortlich sind, erfordert eine sorgfältige Analyse der Einflussgrößen auf das Kreditangebot. Aufgrund der Endogenität sowohl der Kreditvergabe als auch der Wirtschaftstätigkeit könnte beispielsweise geschlussfolgert werden, dass Letztere durch die fehlende Bankfinanzierung gebremst wurde. Ebenso könnte das Ausweichen auf andere Finanzierungsquellen darauf zurückzuführen gewesen sein, dass Bedenken bezüglich des Zugangs zu Bankkrediten bestanden. Es wäre damit ein Indiz für angebotsseitige Beschränkungen. Der folgende Abschnitt gibt einige Anhaltspunkte, die dabei helfen, zwischen diesen konkurrierenden Interpretationen zu unterscheiden.

Abbildung 2
Konsolidierte Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums



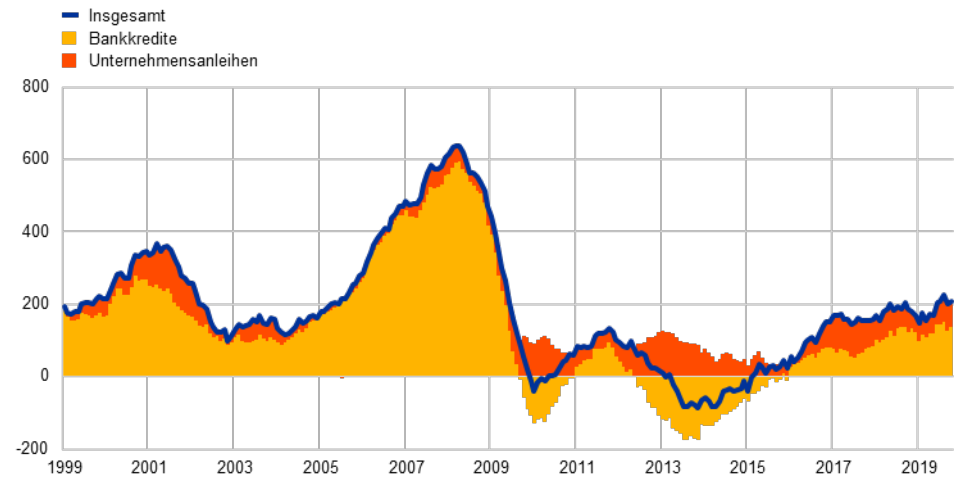
Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

⁸ Siehe auch EZB, [Financial Stability Review](#), Mai 2019.

Abbildung 3

Entwicklung der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und der Emission von Unternehmensanleihen

(jährliche Ströme; in Mrd €)



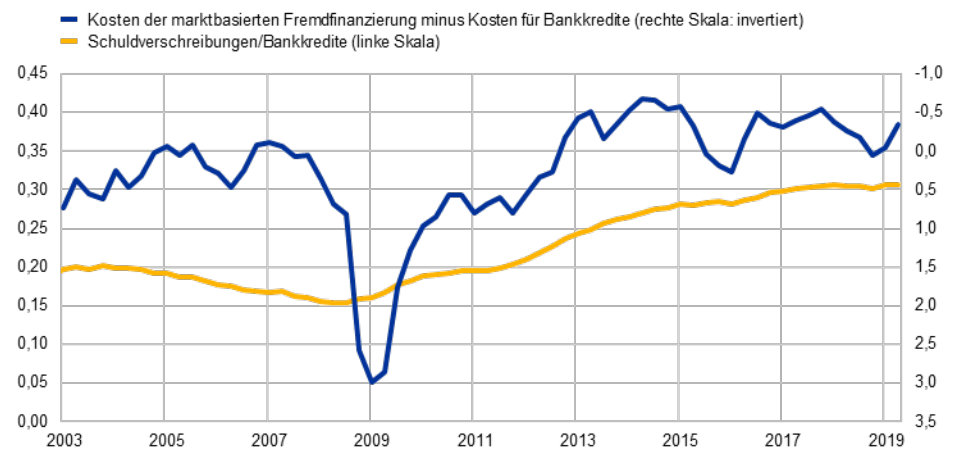
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019.

Abbildung 4

Verhältnis Emission von Schuldverschreibungen/Bankkredite und relative Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung

(linke Skala: Verhältnis auf Basis der fiktiven Bestände; rechte Skala: in Prozentpunkten)



Quellen: Merrill Lynch, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

3 Unterstützung der Wirtschaftstätigkeit

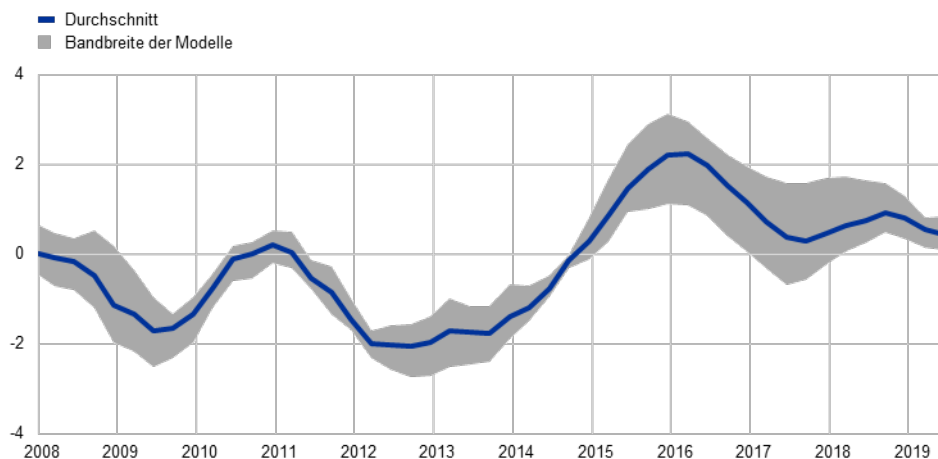
Die Kreditangebotsbedingungen haben die Unternehmensinvestitionen gestützt.

Eine Reihe von Modellen belegt, dass das Kreditangebot (d. h. die Verfügbarkeit von Bankkrediten) die Unternehmensinvestitionen seit Beginn der konjunkturellen Erholungsphase 2014 begünstigt hat. In der vorausgegangenen Abschwungphase war das Wachstum der Unternehmensinvestitionen hingegen durch die Kreditangebotsbedingungen gedämpft worden. Den Analysen zufolge leistete das Kreditangebot im bisherigen Verlauf der Erholungsphase, die 2014 begann, im Durchschnitt einen Beitrag von rund 1 Prozentpunkt zum Wachstum der Unternehmensinvestitionen (siehe Abbildung 5). Umfragen unter Kreditgebern wie auch Kreditnehmern bestätigen diese Einschätzung. Laut den Ergebnissen der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft, die über die Kreditnachfrage sowie die Kreditrichtlinien der Banken Auskunft gibt, ist seit Anfang 2014 eine beispiellos lange Phase der Lockerung der Kreditbedingungen zu beobachten.⁹ Wie in Abschnitt 4 des vorliegenden Aufsatzes erörtert wird, wurde die Lockerung der angebotsseitigen Bedingungen maßgeblich durch die Umsetzung einer Reihe geldpolitischer Sondermaßnahmen der EZB begünstigt. Ein ähnliches Bild ergibt sich aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), der eine sehr umfangreiche Stichprobe von Unternehmen aus dem Euroraum zugrunde liegt. Dies zeigt, dass sich die Verfügbarkeit von Bankdarlehen im Verlauf der Erholungsphase erheblich verbessert hat.¹⁰

Abbildung 5

Geschätzte Auswirkung von Kreditangebotsfaktoren auf das Wachstum der Unternehmensinvestitionen

(Beiträge in Prozentpunkten zur Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

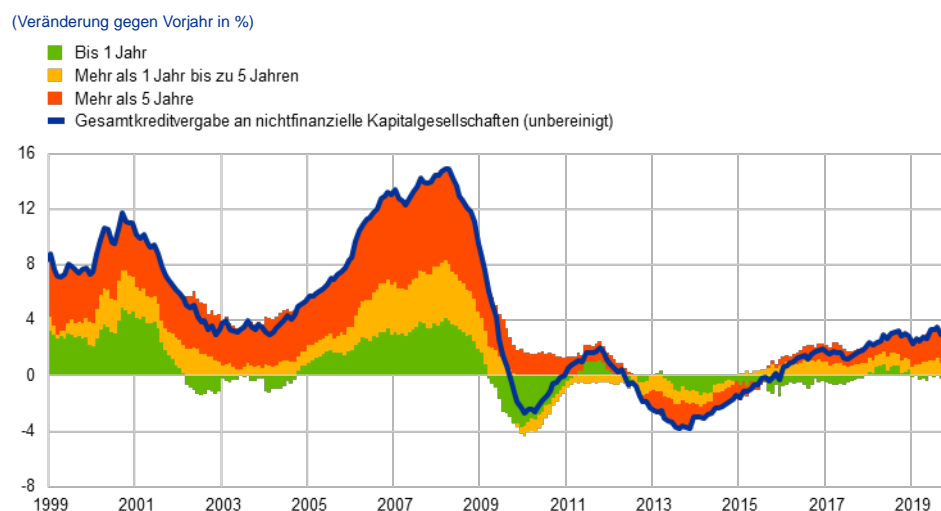
Anmerkung: Geschätzte Beiträge von Kreditangebotsfaktoren zur Jahreswachstumsrate der Unternehmensinvestitionen, berechnet anhand einer Reihe von Modellen, darunter ein VAR-Modell mit zeitvariablen Parametern, stochastischer Volatilität und Vorzeichenrestriktionen (siehe L. Gambetti und A. Musso, Loan supply shocks and the business cycle, *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 32, Ausgabe 4, Juni/Juli 2017), ein bayesianisches VAR-Modell mit Vorzeichenrestriktionen sowie ein Proxy-SVAR-Modell (siehe C. Altavilla, M. Darracq Pariès und G. Nicoletti, Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, *Journal of Banking & Finance*, Bd. 109, 2019). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

⁹ Siehe P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell und S. Scopel, [The euro area bank lending survey](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 179, 2016; L. Burlon, M. Dimou, A.-C. Drahonsky und P. Köhler-Ulbrich, [Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, EZB, Dezember 2019.

¹⁰ Siehe auch Abbildung 15 in EZB, [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area](#), November 2019.

Triebfeder für die Erholung der Unternehmenskredite seit 2014 waren die längerfristigen Darlehen, die in der Regel mit Anlage- und Finanzinvestitionen zusammenhängen. Für die Zunahme der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in der Erholungsphase sind größtenteils längerfristige Kredite verantwortlich, die sich dynamischer entwickelten als kurzfristige Ausleihungen (siehe Abbildung 6). Dies steht in klarem Gegensatz zur Boomphase vor der Krise, in der mehr als ein Viertel der gesamten Unternehmenskreditvergabe auf kurzfristige Kredite entfiel. Die Verlagerung zugunsten von Darlehen mit längerer Laufzeit wurde durch die in erheblichem Maße der Geldpolitik der EZB geschuldete Abflachung und Abwärtsverschiebung der Zinsstrukturkurve begünstigt, die die Nachfrage nach langfristigen festverzinslichen Krediten förderte.¹¹ Langfristige Kredite tragen auf zwei Arten zum Wirtschaftswachstum bei. Erstens verringern sie den Prolongations- und Cashflow-Druck auf die Unternehmen. Zweitens, und wichtiger noch: Unternehmen haben tendenziell eine Präferenz dafür, die Laufzeiten ihrer Aktiva und Passiva anzugleichen. Ein großes Angebot an langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten macht es ihnen somit leichter, langfristige Projekte in Angriff zu nehmen. In dieser Hinsicht steht das solide Wachstum der Anlageinvestitionen in den vergangenen Jahren mit der zunehmenden Bedeutung langfristiger Bankkredite im Einklang. Die Gewährung langfristiger Kredite hat auch strukturelle Finanzgeschäfte wie Fusionen und Übernahmen begünstigt, deren Umfang zur jüngsten Dynamik der Konsortialkredite beigetragen hat.¹²

Abbildung 6
Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nach Laufzeit



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Aufgliederung nach Fälligkeit auf Basis nicht bereinigter Kreditdaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2019.

¹¹ Die Zinssätze für kurzfristige Bankkredite (mit einer Zinsbindung von bis zu einem Jahr) sind von Januar 2014 bis September 2019 um etwa 140 Basispunkte gesunken und die Zinssätze für langfristige Kredite (mit einer Zinsbindung von mehr als einem Jahr) um etwa 180 Basispunkte.

¹² Weitere Einzelheiten zur jüngsten Entwicklung der Konsortialkredite finden sich in: M. Darracq Pariès, A.-C. Drahonsky, M. Falagiarda und A. Musso, a. a. O.

Die Umfrageergebnisse bestätigen die Bedeutung der Unternehmensinvestitionen für die Nachfrage nach Bankdarlehen.

Aus der Umfrage zum Kreditgeschäft geht hervor, dass die Nachfrage der im Euroraum ansässigen Unternehmen nach Bankkrediten seit 2014 durch den Finanzierungsbedarf der Firmen für Anlageinvestitionen gefördert wird.¹³ Daneben haben in dieser Zeit auch Fusions- und Übernahmeaktivitäten zur Nachfrage beigetragen. Die Ergebnisse der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln bestätigen, dass die Firmen in der Erholungsphase die weiterhin in erster Linie über Bankkredite aufgenommenen Mittel vor allem für Anlageinvestitionen nutzten.¹⁴

Die Beziehung zwischen Unternehmensinvestitionen und der Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen ist jedoch von Land zu Land unterschiedlich ausgeprägt.

Die Unternehmensinvestitionen haben in den großen Euro-Ländern seit 2014 in ähnlichem Maße zugenommen (siehe Abbildung 7, Grafik a).¹⁵ Mit zunehmender Reife der Erholung im gesamten Euroraum begann das Wachstum der Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften jedoch in den großen Ländern mehr und mehr zu divergieren. In Deutschland und Frankreich sind die Wachstumsraten stetig gestiegen, während sie sich in Italien und Spanien seit 2016 nahe oder unter der Nullmarke bewegt haben (siehe Abbildung 7, Grafik b). In Deutschland und Frankreich hat sich die Kreditgewährung der Banken an Unternehmen im Einklang mit den Unternehmensinvestitionen entwickelt.¹⁶ Demgegenüber ist vor allem in Spanien, aber auch in Italien eine erhebliche Lücke erkennbar. Die Erholung der Unternehmenskreditvergabe in Deutschland und Frankreich wurde zudem durch dynamische Immobiliensektoren und die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Fusions- und Übernahmeaktivitäten gestützt. In Deutschland ist die Unternehmensverschuldung außerdem nach wie vor sehr niedrig, sodass die Firmen ihre Inanspruchnahme von Außenfinanzierungsmitteln problemlos ausweiten können. Die Lücke zwischen den Unternehmensinvestitionen und der Bankkreditvergabe in Italien und Spanien hängt vor allem damit zusammen, dass die Unternehmen ihre Verschuldung in den vergangenen Jahren massiv zurückführten (wobei der Abbau in Spanien besonders deutlich ausfiel) und alternative Finanzierungsquellen nutzten. Es besteht tatsächlich ein Zusammenhang zwischen der Akkumulation einbehaltener Gewinne (siehe Abbildung 8) – und der daraus resultierenden Verfügbarkeit interner Finanzmittel – und dem Zwang zum Verschuldungsabbau, der die Kreditnachfrage in beiden Ländern weiterhin dämpft – insbesondere bei den Unternehmen aus dem Immobilien- und Baugewerbe. Vor allem diese beiden Sektoren haben das Gesamtkreditwachstum in Spanien und Italien in der jüngsten Erholungsphase stark gebremst.¹⁷ Anders als in früheren Erholungsphasen haben spanische und italienische Unternehmen überdies verstärkt Schuldverschreibungen

¹³ Siehe P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell und S. Scopel, a. a. O.; L. Burlon, M. Dimou, A.-C. Drahonsky und P. Köhler-Ulbrich, a. a. O.

¹⁴ Siehe auch Abbildung 13 in EZB, [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area](#), November 2019.

¹⁵ Bei den Unternehmensinvestitionen handelt es sich um private Investitionen ohne Wohnungsbauinvestitionen.

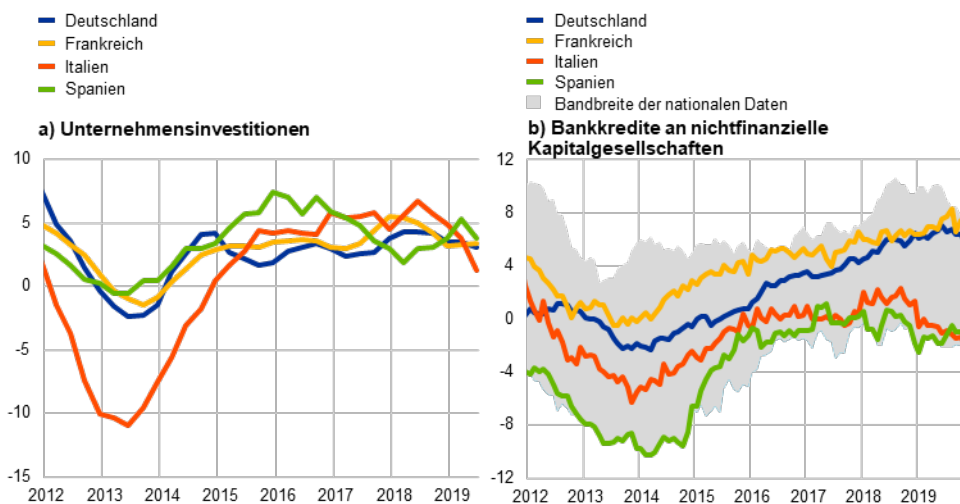
¹⁶ In Deutschland ging die Erholung der Bankkreditvergabe mit einer zunehmenden Bedeutung der Kreditgewährung an Firmen in anderen Euro-Ländern einher.

¹⁷ Weitere Informationen hierzu finden sich in: M. Darracq Pariès, A.-C. Drahonsky, M. Falagiarda und A. Musso, a. a. O.

begeben (siehe Abbildung 9). Außerdem kam es im Bankensektor beider Länder in den letzten Jahren zu massiven Bilanzanpassungen, welche die Intermediationsfähigkeit der Banken eingeschränkt haben.¹⁸ In Italien ist der Bestand notleidender Kredite trotz einer allmählichen Verbesserung seit 2014 nach wie vor besonders hoch, was die Fähigkeit der Banken zur Kreditvergabe beeinträchtigt.

Abbildung 7
Unternehmensinvestitionen und Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Grafik a: Veränderung gegen Vorjahr in %, gleitender Vierquartalsdurchschnitt; Grafik b: Veränderung gegen Vorjahr in %)



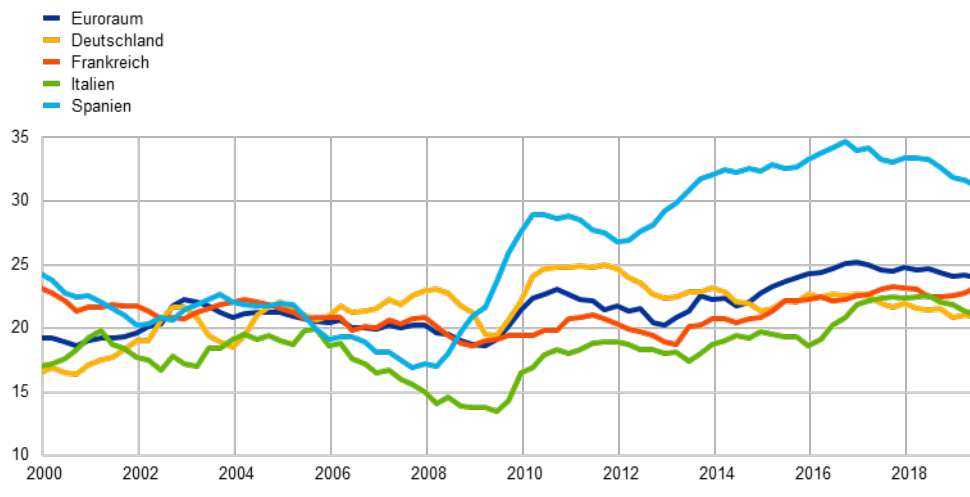
Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Bei den Unternehmensinvestitionen handelt es sich um private Investitionen ohne Wohnungsbauinvestitionen. Die Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019 (Unternehmensinvestitionen) bzw. November 2019 (Bankkredite).

¹⁸ Weitere Einzelheiten zur jüngsten Entwicklung der Bankbilanzen finden sich in: C. Altavilla, D. Andreeva, M. Boucinha und S. Holton, [Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 222, 2019.

Abbildung 8

Einbehaltene Gewinne in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % der Bruttowertschöpfung)



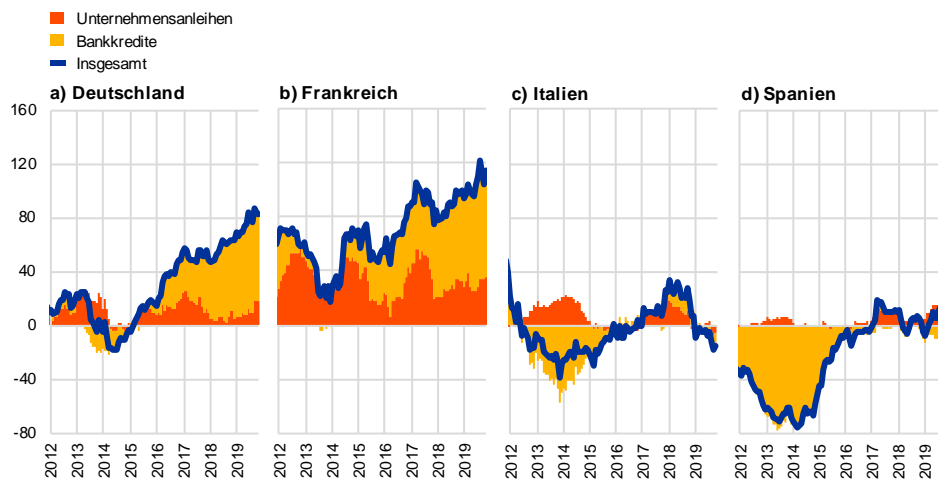
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

Abbildung 9

Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Emission von Unternehmensanleihen in ausgewählten Ländern des Euroraums

(jährliche Ströme; in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019.

4 Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen

Die Kreditmärkte haben von den verschiedenen sich gegenseitig ergänzenden geldpolitischen Maßnahmen profitiert, die die EZB seit 2014 verfolgt. Die EZB hat seit dem Sommer 2014 eine Reihe geldpolitischer Sondermaßnahmen ergriffen. Hierzu gehört die Einführung gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), die Absenkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität in den negativen Bereich sowie die Ausweitung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) auf unterschiedliche Investment-Grade-Wertpapiere des privaten und öffentlichen Sektors. Untermuert werden diese Maßnahmen durch die Forward Guidance zu den Leitzinsen der EZB sowie zuletzt auch durch den Wiederanlagerhorizont des APP-Portfolios und die Wiederaufnahme des APP. Die Maßnahmen der EZB haben die Konjunktur des Euroraums über verschiedene Transmissionskanäle stimuliert und einen bedeutenden Aufwärtseffekt sowohl auf das reale BIP als auch auf die HVPI-Inflation gehabt.¹⁹ Die Übertragung auf die Wirtschaft erfolgte teilweise über die Kreditmärkte; dies geschah unter anderem über den direkten Weitergabekanal und den Bankkreditkanal.²⁰ Insgesamt haben die geldpolitischen Sondermaßnahmen sowohl die Nachfrage nach Unternehmenskrediten als auch das Angebot daran gestützt, indem sie die gesamtwirtschaftlichen Aussichten verbessert und dazu beigetragen haben, bankseitigen Beschränkungen entgegenzuwirken. Diese Einschätzung wird durch Analysen auf Basis von makroökonomischen Modellen, Umfrageergebnisse sowie empirische Studien anhand von Mikrodaten untermauert.

Modellgestützte Schätzungen auf Makroebene lassen darauf schließen, dass die geldpolitischen Sondermaßnahmen erheblich zur Erholung der Bankkreditvergabe an Unternehmen beigetragen haben. Simulationen auf Basis alternativer makroökonomischer Modelle deuten darauf hin, dass sich das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ohne die Sondermaßnahmen der EZB langsamer erholt hätte.²¹ So hat sich das Wachstum der Unternehmenskredite von rund -1 % Anfang 2015 auf etwa 4 % Ende 2018 beschleunigt. Den modellbasierten Schätzungen zufolge hätte es sich bis Ende 2018 jedoch im Durchschnitt nur auf knapp 2 % erhöht, wenn die EZB ihre geldpolitischen Sondermaßnahmen nicht ergriffen hätte (siehe Abbildung 10). Die Sondermaßnahmen trugen also von Anfang 2015 bis Ende 2018 schätzungsweise rund 2 Prozentpunkte zum jährlichen

¹⁹ Ein Überblick über die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der seit 2014 von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen findet sich in: M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint-Guilhem und J. Yiangou, [A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2346, 2019.

²⁰ Eine Erörterung der wichtigsten Transmissionskanäle des Maßnahmenpakets des Jahres 2014 zur Stimulierung der Kreditvergabe sowie des APP ab 2015 findet sich in: EZB, [Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB](#), Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

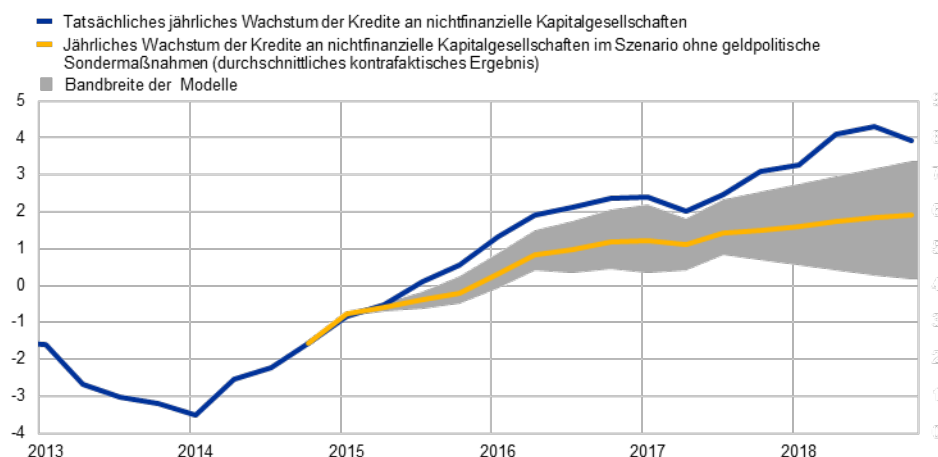
²¹ Diese Simulationen beruhen auf einem dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell) für den Euroraum, einem VAR-Modell mit zeitvariablen Parametern und stochastischer Volatilität für den Euroraum und einem bayesianischen vektorautoregressiven Mehrländermodell für die Euro-Länder. Die Simulationen anhand des DSGE-Modells basieren auf M. Darracq Pariès und M. Kühl, [The optimal conduct of central bank asset purchases](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1973, 2016. Die Schätzungen auf Grundlage des VAR-Modells mit zeitvariablen Parametern und stochastischer Volatilität beruhen auf L. Gambetti und A. Musso, [The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme \(APP\)](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2075, 2017. Die Schätzungen anhand des bayesianischen vektorautoregressiven Mehrländermodells basieren auf C. Altavilla, D. Giannone und M. Lenza, [The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements](#), *International Journal of Central Banking*, Bd. 12, Nr. 3, September 2016. Weitere Einzelheiten zu den verwendeten Modellen finden sich in: M. Darracq Pariès, A.-C. Drahonksy, M. Falagiarda und A. Musso, a. a. O.

Wachstum der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bei. Dabei wirkten sie sich sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite aus.

Abbildung 10

Geschätzte Auswirkung der geldpolitischen Sondermaßnahmen auf das Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Simulationen beruhen auf einem dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell), einem VAR-Modell mit zeitvariablen Parametern und stochastischer Volatilität sowie einem bayesianischen vektorautoregressiven Mehrländermodell für die Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den verwendeten Modellen finden sich in: M. Darracq Parias, A.-C. Drahonsky, M. Falagiarda und A. Musso, a. a. O. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2018.

Umfrageergebnisse stützen die Auffassung, dass sich die Maßnahmen der EZB spürbar auf die Kreditvergabebedingungen der Banken ausgewirkt haben.

Indikatoren, die aus der Umfrage zum Kreditgeschäft gewonnen werden können, liefern qualitative Belege zur Bedeutung der geldpolitischen Sondermaßnahmen. Seit 2015 enthält die Befragung eine Reihe von Zusatzfragen, aus deren Antworten sich ein synthetisches Bild davon ableiten lässt, wie die Banken den Effekt der jüngsten Sondermaßnahmen (darunter die GLRGs, die Absenkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität in den negativen Bereich sowie das APP) auf ihre Finanzlage und ihre Kreditvergabeentscheidungen einschätzen. Die Antworten auf diese Fragen deuten darauf hin, dass die Maßnahmen einen günstigen Einfluss auf die Liquidität der Banken sowie auf ihre Finanzierungsbedingungen am Markt hatten. Außerdem lassen sie den Schluss zu, dass die Sondermaßnahmen der EZB unter dem Strich zu einer spürbaren Lockerung der tatsächlichen Kreditbedingungen beitrugen, sich aber weniger stark auf die Kreditrichtlinien auswirkten.²²

²² Weitere Einzelheiten finden sich in: L. Burlon, M. Dimou, A.-C. Drahonsky und P. Köhler-Ulbrich, a. a. O.

Studien auf Basis von granularen Bank- und Einzelunternehmensdaten deuten darauf hin, dass sich die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB über verschiedene Kanäle auf die Kreditmärkte ausgewirkt haben. In Bezug auf die GLRGs gibt es Belege dafür, dass die ersten beiden GLRG-Reihen im Zusammenspiel mit den anderen seit Juni 2014 eingeführten Maßnahmen die Weitergabe der niedrigeren Leitzinsen an den Unternehmenssektor im Euroraum in Form von verbesserten Kreditbedingungen effektiv unterstützt haben. Zudem scheinen die GLRGs ein höheres Intermediationsvolumen in den weniger anfälligen Euro-Ländern und eine Abschwächung der Kreditkontraktion in den anfälligen Ländern begünstigt zu haben.²³ Was die dritte Reihe dieser Geschäfte betrifft, so wird in Kasten 1 des vorliegenden Aufsatzes genauer auf die Modalitäten der GLRG III und die Entwicklung der Refinanzierungsbedingungen der Banken nach der Ankündigung dieser neuen GLRG-Reihe eingegangen.

Die Einführung eines negativen Einlagesatzes Mitte 2014 ließ die Opportunitätskosten der Banken für das Halten von Überschussliquidität ansteigen und bot damit einen zusätzlichen Anreiz, Darlehen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auszureichen. So hat sich der negative Einlagesatz als effektives Pendant zum APP erwiesen, da er die Haltung von Überschussreserven, die durch das umfangreiche Ankaufprogramm der EZB entstanden sind, verteuert hat. Dadurch ist es für die Banken attraktiver geworden, ihre Portfolios zugunsten von anderen Aktiva, insbesondere Krediten, umzuschichten, wodurch die Kreditvergabe angekurbelt wurde.²⁴ Zwar war dieser Effekt auf breiter Front zu beobachten, doch verteilte er sich nicht gleichmäßig über alle Banken. Es gibt Hinweise darauf, dass er bei Universalbanken und Banken mit höheren Beständen an Staatsanleihen stärker ausgeprägt war.

Kasten 1

Die neue Reihe vierteljährlicher gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte: Auswirkungen auf die Finanzierungskosten und die Transmission

Francesca Barbiero und Lorenzo Burlon

Im September 2019 begann eine neue Reihe vierteljährlicher gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III). Sie enthält Anreize für Banken, die günstigen Bedingungen für Kredite an die Realwirtschaft aufrechtzuerhalten. Ähnlich wie bei den GLRG II werden Banken, die entsprechende anrechenbare Kredite an Unternehmen und private Haushalte vergeben, dabei

²³ Siehe auch EZB, [Überblick über die Inanspruchnahme der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und deren Einfluss auf die Bankenintermediation](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017. Zur Wirkung auf die Kreditzinsen siehe EZB, [Transmission geldpolitischer Sondermaßnahmen auf MFI-Zinssätze im Kreditgeschäft](#), Wirtschaftsbericht 1/2017, Februar 2017 sowie EZB, [Auswirkungen der Sondermaßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen: Bestandsaufnahme der jüngsten Erkenntnisse](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

²⁴ Eine ausführlichere Analyse findet sich in: C. Altavilla, D. Andreeva, M. Boucinha und S. Holton, a. a. O.; C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton und S. Ongena, [Credit supply and demand in unconventional times](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2202, 2018; S. Demiralp, J. Eisenschmidt und T. Vlassopoulos, [Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2283, 2019.

durch niedrigere Zinssätze belohnt.²⁵ Der Zinssatz entspricht maximal der Höhe des Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs). Für Geschäftspartner, deren anrechenbare Nettokreditvergabe im Zeitraum von Ende März 2019 bis Ende März 2021 ihre entsprechende Referenzgröße überschreitet, gilt ein verringerter Zinssatz; die Untergrenze bildet dabei der Einlagesatz (derzeit -50 Basispunkte).²⁶ Das Anreizsystem wird im Wesentlichen durch zwei Parameter definiert: erstens durch die Breite und Position der Bandbreite der angewendeten Zinssätze und zweitens durch den Betrag, um den die Kreditvergabe die Referenzgröße überschreiten muss, um den niedrigstmöglichen Zinssatz gewährt zu bekommen (siehe Abbildung A). Was die Zinssätze betrifft, so hätte ein höherer Maximalzinssatz eine Teilnahme an den Geschäften unattraktiv gemacht. Die Mittelaufnahme wäre gering gewesen, und die Refinanzierungsbedingungen der Banken hätten sich auf breiterer Front unangemessen verschärft. Der niedrigstmögliche Zinssatz musste indes so gewählt werden, dass die gewünschte Akkommodierung erreicht werden konnte. Gleichzeitig galt es aber zu verhindern, dass die Banken die Finanzierung über die Emission von Schuldverschreibungen an den privaten Märkten ganz und gar einstellen. Was die Kreditvergabebeanforderungen angeht, so gibt die Vergabegrenze vor, ab welcher Höhe die anrechenbare Kreditvergabe als ausreichend angesehen wird. Dass die Vergabegrenze eher niedrig angesetzt wurde, soll verhindern, dass Intermediäre ein Beuteverhalten entwickeln, das ein hohes Kreditengagement und übermäßiges Risikoverhalten nach sich ziehen könnte. Diese wesentlichen Parameter werden ergänzt durch zusätzliche Merkmale, die mit zum Erfolg der GLRG III beitragen. Um zu verhindern, dass die Banken die aufgenommenen Beträge für unerwünschte Zwecke verwenden (z. B. zum Kauf von Vermögenswerten statt zur Gewährung anrechenbarer Kredite), wurde die zusätzliche Mittelaufnahme außerdem durch Kreditlimits begrenzt, die die bereits im Rahmen der GLRG II aufgenommenen Mittel berücksichtigen. Außerdem sind die GLRG III durch ihre indexierte Preisgestaltung an die Preise alternativer und vergleichbarer Finanzierungsinstrumente gebunden. So besteht für die Banken auch mit dem Voranschreiten der GLRG III weiter ein Anreiz, sich durch die Emission von Schuldtiteln an den privaten Märkten Finanzmittel zu beschaffen.

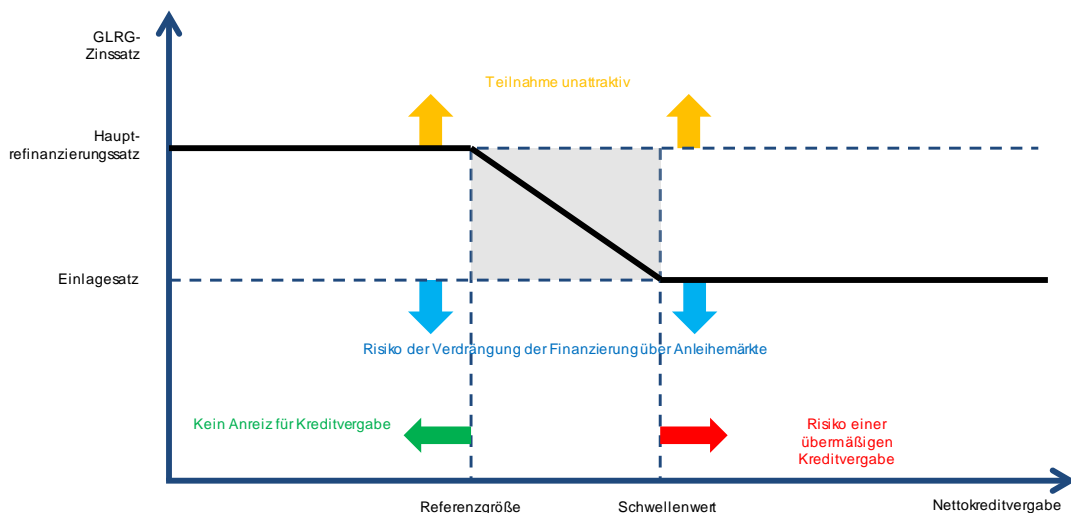
²⁵ Als „anrechenbar“ gelten im Zusammenhang mit den GLRG III wie bereits bei den vorherigen GLRG-Reihen Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte).

²⁶ Die Referenzgröße für die Nettokreditvergabe ist die anrechenbare Nettokreditvergabe (Bruttokreditvergabe in Form von anrechenbaren Krediten ohne Rückzahlung von ausstehenden Beträgen anrechenbarer Kredite), die ein Teilnehmer in der Zeit vom 1. April 2019 bis zum 31. März 2021 überschreiten muss, um eine Zinsermäßigung auf seine Mittelaufnahme im Rahmen der GLRG III gewährt zu bekommen. Die Referenzgröße für Banken, die im Zwölfmonatszeitraum bis Ende März 2019 eine positive anrechenbare Nettokreditvergabe aufwiesen, liegt bei null. Für Banken, die eine negative anrechenbare Nettokreditvergabe aufwiesen, entspricht die Referenzgröße der in diesem Zeitraum anrechenbaren Nettokreditvergabe. Durch diese Unterteilung werden potenzielle Fehlanreize vermieden, die die Bemühungen der Teilnehmer um einen Verschuldungsabbau gefährden könnten. Die höchstmögliche Zinsermäßigung wird Geschäftspartnern gewährt, wenn ihr Gesamtbestand an anrechenbaren Krediten zum 31. März 2019 mindestens 2,5 % über der Referenzgröße lag.

Abbildung A

Überblick über das GLRG-III-Anreizsystem

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht den für die GLRG III geltenden Zinssatz. Der Hauptrefinanzierungssatz und der Einlagesatz beziehen sich auf die Durchschnittswerte während der Laufzeit des jeweiligen Geschäfts. Der graue Bereich markiert die Region im Parameterraum, die mit den Zielen und Einschränkungen des Programms vereinbar ist.

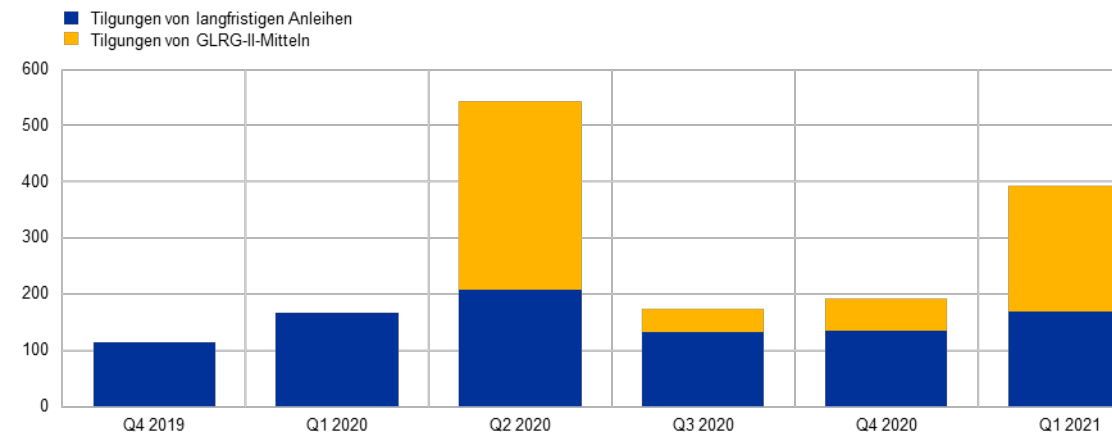
Die Ankündigung der GLRG III im März 2019 gab den Märkten Sicherheit über den Fortbestand einer Möglichkeit zur längerfristigen Refinanzierung und reduzierte den Refinanzierungsdruck der Banken. Die neuen Geschäfte trugen dazu bei, „Engpasseffekte“ abzuwenden, die an den Finanzierungsmärkten der Banken aufzutreten drohten, da die Banken gleichzeitig auslaufende GLRG-II-Mittel und große Bestände an fällig werdenden Anleihen ersetzen mussten (siehe Abbildung B). Ein solcher Engpass hätte die Spreads für Bankanleihen in die Höhe getrieben und sich auf die Finanzierungskosten nicht nur für die GLRG-II-Teilnehmer, sondern auch für andere Banken ausgewirkt. In der Tat melden die Banken in der Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft seit der Bekanntmachung des neuen Programms per saldo eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen an den Märkten, vor allem für Schuldverschreibungen.²⁷ Wengleich diese Veränderung zum Teil die Umkehr der Ausweitung der Kreditspreads nach einer Phase der Risikoaversion Ende 2018 widerspiegelt, trat sie gleichwohl trotz der Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und des Anstiegs der Unsicherheit im Jahr 2019 auf. Diese hätten normalerweise eine Verschlechterung des Zugangs der Banken zu Finanzmitteln nach sich gezogen.

²⁷ Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2019](#), Oktober 2019.

Abbildung B

Refinanzierungsbedarf der Banken im Euroraum für getilgte GLRG-II-Mittel und Anleihen

(in Mrd €)



Quellen: EZB und zentralisierte Wertpapierdatenbank (CSDB).

Anmerkung: „Tilgungen von langfristigen Anleihen“ umfasst Anleihen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr. Die entsprechenden Daten stammen aus der CSDB-Statistik (Stand: Oktober 2019). Nicht in dieser Berechnung enthalten sind Hybridanleihen, Zertifikate und Genussscheine. „Tilgungen von GLRG-II-Mitteln“ bezieht sich auf die ausstehenden GLRG-II-Volumen (Stand: September 2019). Die vier Geschäfte der GLRG-II-Reihe werden im Juni 2020, September 2020, Dezember 2020 und März 2021 fällig.

Im September 2019 beschloss der EZB-Rat vor dem Hintergrund einer länger als ursprünglich andauernden Konjunkturabschwächung im Euro-Währungsgebiet die Preisgestaltung und die Laufzeit der GLRG III anzupassen.²⁸ Die im September 2019 verabschiedeten Änderungen werden die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechterhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter unterstützen.²⁹ Die Transmission der zusätzlichen Akkommodation wird über eine allgemeine Komprimierung der Finanzierungskosten der Banken und eine höhere Aufnahme von GLRG-III-Mitteln erwartet. Eine unmittelbare Reduzierung der Finanzierungskosten ergibt sich für Banken, die ihre Finanzierung von den teureren Möglichkeiten der Finanzierung über Anleihen weg verlagern. Gleichzeitig wird das insgesamt niedrigere Angebot an Wertpapieren, das durch den geringeren Finanzierungsbedarf der Banken entsteht, zusätzlichen Druck auf die verbleibenden Anleiherenditen ausüben. Dadurch wird es über den Bankkreditkanal zu einem Rückgang der Kreditzinsen und einem Anstieg der Kreditgewährung kommen, wie die Erfahrung mit den früheren GLRG-Reihen zeigt.³⁰ Anhand unterschiedlicher Modelle auf Basis von Euroraum-Daten lässt sich berechnen, dass die aktuellen Erwartungen der Marktteilnehmer für die Mittelaufnahme in den GLRG III, die sich laut Umfragen auf 300 Mrd € bis 560 Mrd € belaufen, einer Verringerung der Finanzierungskosten um rund 15 Basispunkte entsprechen. Dies dürfte wiederum zu einem Rückgang der Kreditzinsen um bis zu 15 Basispunkte und einem positiven Beitrag zum jährlichen Kreditwachstum von fast 0,4 Prozentpunkten führen (siehe Abbildung C).

²⁸ Der Aufschlag von zehn Basispunkten auf den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz wurde abgeschafft und die Laufzeit von zwei auf drei Jahre verlängert.

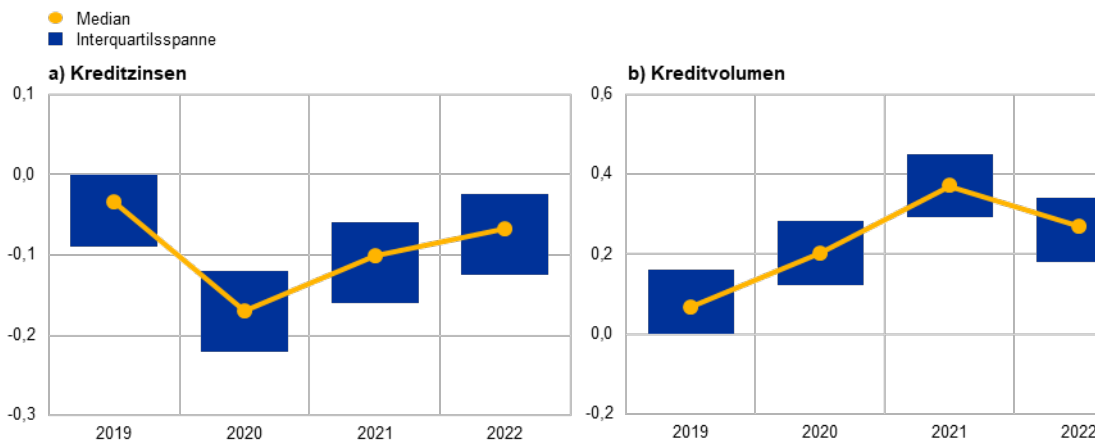
²⁹ Siehe J. Schumacher und I. Van Robays, [Das im September 2019 beschlossene Paket geldpolitischer Maßnahmen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2019, EZB, September 2019.

³⁰ Siehe EZB, [Überblick über die Inanspruchnahme der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und deren Einfluss auf die Bankenintermediation](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017; C. Altavilla, D. Andreeva, M. Boucinha und S. Holton, a. a. O.

Abbildung C

Auswirkungen der Aufnahme von GLRG-III-Mitteln auf die von den Marktteilnehmern erwarteten Kreditzinsen und Kreditvolumen

(Grafik a: in Prozentpunkten p. a.; Grafik b: Beitrag zur Jahreswachstumsrate in Prozentpunkten)



Quellen: Bloomberg-Umfrage (Oktober 2019), EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Es wird davon ausgegangen, dass die marginalen Finanzierungskosten aufgrund einer teilweisen Substitution und geringerer Anleiheemissionen sinken. Die Schätzungen beruhen auf einer Reihe von Modellen; diese werden unter anderem beschrieben in: C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through, *Journal of Monetary Economics*, 2019; S. Holton und C. Rodriguez D'Acri, Interest rate pass-through since the euro area crisis, *Journal of Banking & Finance*, Bd. 96, Ausgabe C, 2018, S. 277-291; M. Benetton und D. Fantino, Competition and the pass-through of unconventional monetary policy: evidence from TLTROs, Working Papers der Banca d'Italia, Nr. 1187, 2018; U. Albertazzi, C. Altavilla, M. Boucinha und M. Di Maggio, The incentive channel of monetary policy: quasi-experimental evidence from liquidity operations, mimeo, 2019. Die dem Median zugrunde liegende Mittelaufnahme in der GLRG-III-Reihe entspricht der mittleren Erwartung der Marktteilnehmer gemäß der Bloomberg-Umfrage. Die blauen Bereiche markieren die Interquartilsspanne der modellbasierten Ergebnisse für die erwartete mittlere Aufnahme.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde die Erholung der Bankkreditvergabe an Unternehmen im Euro-Währungsgebiet beurteilt, die seit 2014 zu beobachten ist. Die vorgestellten Erkenntnisse zeigen, dass das Kreditwachstum während der Erholungsphase unter dem Vorkrisenniveau geblieben ist. Zwar wurde die Erholung durch sehr günstige Finanzierungsbedingungen unterstützt, doch verlief sie in gedämpftem Tempo. Dies war in erster Linie auf den Prozess des Verschuldungsabbaus nach der Krise, die zunehmende Bedeutung alternativer Finanzierungsquellen und die im Vorkrisenvergleich etwas schwächere konjunkturelle Lage zurückzuführen.

Gefördert wurde das Kreditwachstum und somit die Ausweitung der Unternehmensinvestitionen durch verbesserte Kreditangebotsbedingungen.

Der positive Einfluss der Kreditangebotsfaktoren hat die Wirkung der allmählichen Normalisierung der Kreditnachfrage verstärkt, die eine Verbesserung der makroökonomischen Aussichten und der Unternehmensbilanzen widerspiegelt. Die Beziehung zwischen Unternehmensinvestitionen und der Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen ist jedoch von Land zu Land unterschiedlich ausgeprägt. Die Heterogenität erklärt sich zum Teil durch die unterschiedliche Relevanz alternativer Finanzierungsquellen in den einzelnen Ländern, die unterschiedliche Notwendigkeit des Schuldenabbaus sowie länderspezifische makroökonomische Entwicklungen.

Es gibt zahlreiche Belege dafür, dass die Erholung der Unternehmenskreditvergabe erheblich schwächer ausgefallen wäre, hätte es die Maßnahmen, die die EZB ab Sommer 2014 ergriffen hat, nicht gegeben. Modellgestützte Schätzungen auf Makroebene, Ergebnisse aus Umfragen und Studien auf der Grundlage granularer Bank- und Unternehmensdaten deuten allesamt darauf hin, dass die Erholung der Vergabe von Unternehmenskrediten zu einem erheblichen Teil den Sondermaßnahmen der EZB zu verdanken ist. Eine zukunftsgerichtete Beurteilung legt den Schluss nahe, dass die GLRG III dazu beitragen werden, die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechtzuerhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter zu unterstützen.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

| | BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %) | | | | | | VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %) | | | | | | | |
|-----------|--|--------------------|------------------------|-------|-------|-------------------------|---|---------------------------------|--------------------|-------------------------------|-------|-------|--|--|
| | G 20 | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich | Japan | China | Nachrichtlich: Euroraum | OECD-Länder | | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich (HVPI) | Japan | China | Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI) | |
| | | | | | | | Insgesamt | Ohne Energie und Nahrungsmittel | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2017 | 3,9 | 2,4 | 1,9 | 2,2 | 6,8 | 2,5 | 2,3 | 1,9 | 2,1 | 2,7 | 0,5 | 1,6 | 1,5 | |
| 2018 | 3,7 | 2,9 | 1,3 | 0,3 | 6,6 | 1,9 | 2,6 | 2,1 | 2,4 | 2,5 | 1,0 | 2,1 | 1,8 | |
| 2019 | . | . | . | . | . | . | . | . | 1,8 | 1,8 | . | . | 1,2 | |
| 2018 Q4 | 0,7 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 1,5 | 0,3 | 2,8 | 2,3 | 2,2 | 2,3 | 0,8 | 2,2 | 1,9 | |
| 2019 Q1 | 0,8 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 1,4 | 0,4 | 2,2 | 2,2 | 1,6 | 1,9 | 0,3 | 1,8 | 1,4 | |
| Q2 | 0,7 | 0,5 | -0,2 | 0,5 | 1,6 | 0,2 | 2,3 | 2,2 | 1,8 | 2,0 | 0,8 | 2,6 | 1,4 | |
| Q3 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 1,5 | 0,3 | 1,9 | 2,2 | 1,8 | 1,8 | 0,3 | 2,9 | 1,0 | |
| 2019 Juli | - | - | - | - | - | - | 2,1 | 2,3 | 1,8 | 2,1 | 0,5 | 2,8 | 1,0 | |
| Aug. | - | - | - | - | - | - | 1,9 | 2,3 | 1,7 | 1,7 | 0,3 | 2,8 | 1,0 | |
| Sept. | - | - | - | - | - | - | 1,6 | 2,1 | 1,7 | 1,7 | 0,2 | 3,0 | 0,8 | |
| Okt. | - | - | - | - | - | - | 1,6 | 2,0 | 1,8 | 1,5 | 0,2 | 3,8 | 0,7 | |
| Nov. | - | - | - | - | - | - | 1,8 | 2,1 | 2,1 | 1,5 | 0,5 | 4,5 | 1,0 | |
| Dez. | - | - | - | - | - | - | . | . | 2,3 | 1,3 | . | . | 1,3 | |

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

| | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt) | | | | | | | | | Wareneinfuhr ¹⁾ | | |
|-----------|--|--------------------|------------------------|-------|-------|-------------------------|---|------------------|-------------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------|
| | Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex | | | | | | Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾ | | | Global | Industrieländer | Schwellenländer |
| | Global ²⁾ | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich | Japan | China | Nachrichtlich: Euroraum | Verarbeitendes Gewerbe | Dienstleistungen | Auftrags-eingänge im Exportgeschäft | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2017 | 53,2 | 54,3 | 54,7 | 52,5 | 51,8 | 56,4 | 53,8 | 53,8 | 52,8 | 5,8 | 3,1 | 7,6 |
| 2018 | 53,4 | 55,0 | 53,3 | 52,1 | 52,3 | 54,6 | 53,1 | 53,8 | 50,9 | 4,4 | 3,1 | 5,2 |
| 2019 | 51,7 | 52,5 | 50,2 | 50,5 | 51,8 | 51,3 | 50,3 | 52,2 | 48,7 | . | . | . |
| 2019 Q1 | 52,8 | 54,8 | 50,6 | 50,6 | 51,5 | 51,5 | 50,9 | 53,4 | 49,6 | -0,7 | 0,0 | -1,1 |
| Q2 | 51,5 | 51,8 | 50,5 | 50,8 | 51,6 | 51,8 | 50,4 | 51,8 | 49,4 | -0,5 | -1,3 | 0,0 |
| Q3 | 51,4 | 51,4 | 50,1 | 51,3 | 51,4 | 51,2 | 50,4 | 51,7 | 48,4 | 0,9 | 1,6 | 0,4 |
| Q4 | 51,4 | 51,9 | 49,5 | 49,2 | 52,6 | 50,7 | 51,3 | 51,4 | 49,5 | . | . | . |
| 2019 Juli | 51,7 | 52,6 | 50,7 | 50,6 | 50,9 | 51,5 | 49,8 | 52,3 | 49,0 | -0,7 | 0,3 | -1,4 |
| Aug. | 51,1 | 50,7 | 50,2 | 51,9 | 51,6 | 51,9 | 50,4 | 51,4 | 47,7 | -0,4 | 0,2 | -0,7 |
| Sept. | 51,2 | 51,0 | 49,3 | 51,5 | 51,9 | 50,1 | 50,9 | 51,4 | 48,6 | 0,9 | 1,6 | 0,4 |
| Okt. | 50,8 | 50,9 | 50,0 | 49,1 | 52,0 | 50,6 | 51,0 | 50,7 | 49,5 | 1,0 | 0,4 | 1,3 |
| Nov. | 51,6 | 52,0 | 49,3 | 49,8 | 53,2 | 50,6 | 51,6 | 51,6 | 49,4 | . | . | . |
| Dez. | 51,8 | 52,7 | 49,3 | 48,6 | 52,6 | 50,9 | 51,2 | 52,0 | 49,6 | . | . | . |

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

| | Euroraum ¹⁾ | | | | | | Vereinigte Staaten | Japan |
|-----------|---|-------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------|------------------------|
| | Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾ | Tagesgeld (EONIA) | Einmonatsgeld (EURIBOR) | Dreimonatsgeld (EURIBOR) | Sechsmonatsgeld (EURIBOR) | Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) | Dreimonatsgeld (LIBOR) | Dreimonatsgeld (LIBOR) |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 2017 | - | -0,35 | -0,37 | -0,33 | -0,26 | -0,15 | 1,26 | -0,02 |
| 2018 | -0,45 | -0,36 | -0,37 | -0,32 | -0,27 | -0,17 | 2,31 | -0,05 |
| 2019 | -0,48 | -0,39 | -0,40 | -0,36 | -0,30 | -0,22 | 2,33 | -0,08 |
| 2019 Juni | -0,45 | -0,36 | -0,38 | -0,33 | -0,28 | -0,19 | 2,40 | -0,07 |
| Juli | -0,45 | -0,37 | -0,40 | -0,36 | -0,35 | -0,28 | 2,29 | -0,07 |
| Aug. | -0,45 | -0,36 | -0,41 | -0,41 | -0,40 | -0,36 | 2,16 | -0,10 |
| Sept. | -0,49 | -0,40 | -0,45 | -0,42 | -0,39 | -0,34 | 2,13 | -0,09 |
| Okt. | -0,55 | -0,46 | -0,46 | -0,41 | -0,36 | -0,30 | 1,98 | -0,11 |
| Nov. | -0,54 | -0,45 | -0,45 | -0,40 | -0,34 | -0,27 | 1,90 | -0,10 |
| Dez. | -0,54 | -0,46 | -0,45 | -0,39 | -0,34 | -0,26 | 1,91 | -0,06 |

Quelle: EZB.

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

2) Der €STR (Euro Short-Term Rate) wurde erstmals am 2. Oktober 2019 veröffentlicht und spiegelte an diesem Tag die Handelstätigkeit am 1. Oktober 2019 wider. Angaben zu vorangegangenen Zeiträumen beziehen sich auf den Pre-€STR. Dieser wurde lediglich zu Informationszwecken veröffentlicht und war nicht als Benchmark oder Referenzsatz für Markttransaktionen gedacht.

2.2 Zinsstrukturkurven

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

| | Kassazinssätze | | | | | Spreads | | | Momentane (implizite) Terminzinssätze | | | |
|-----------|----------------------------|--------|---------|---------|----------|----------------------------|--------------------|------------------------|---------------------------------------|---------|---------|----------|
| | Euroraum ^{1), 2)} | | | | | Euroraum ^{1), 2)} | Vereinigte Staaten | Vereinigtes Königreich | Euroraum ^{1), 2)} | | | |
| | 3 Monate | 1 Jahr | 2 Jahre | 5 Jahre | 10 Jahre | 10 Jahre - 1 Jahr | 10 Jahre - 1 Jahr | 10 Jahre - 1 Jahr | 1 Jahr | 2 Jahre | 5 Jahre | 10 Jahre |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 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 |
| 2018 | -0,80 | -0,75 | -0,66 | -0,26 | 0,32 | 1,07 | 0,08 | 0,51 | -0,67 | -0,45 | 0,44 | 1,17 |
| 2019 | -0,68 | -0,66 | -0,62 | -0,45 | -0,14 | 0,52 | 0,34 | 0,24 | -0,62 | -0,52 | -0,13 | 0,41 |
| 2019 Juni | -0,60 | -0,69 | -0,75 | -0,64 | -0,26 | 0,43 | 0,07 | 0,14 | -0,78 | -0,79 | -0,29 | 0,44 |
| Juli | -0,67 | -0,74 | -0,79 | -0,72 | -0,39 | 0,35 | 0,02 | 0,09 | -0,82 | -0,84 | -0,45 | 0,25 |
| Aug. | -0,84 | -0,88 | -0,93 | -0,92 | -0,65 | 0,23 | -0,27 | 0,03 | -0,94 | -1,00 | -0,73 | -0,12 |
| Sept. | -0,70 | -0,76 | -0,81 | -0,77 | -0,52 | 0,24 | -0,10 | 0,03 | -0,83 | -0,86 | -0,58 | -0,02 |
| Okt. | -0,67 | -0,69 | -0,69 | -0,62 | -0,36 | 0,32 | 0,17 | -0,01 | -0,70 | -0,69 | -0,41 | 0,14 |
| Nov. | -0,61 | -0,63 | -0,65 | -0,57 | -0,30 | 0,34 | 0,18 | 0,04 | -0,66 | -0,65 | -0,33 | 0,23 |
| Dez. | -0,68 | -0,66 | -0,62 | -0,45 | -0,14 | 0,52 | 0,34 | 0,24 | -0,62 | -0,52 | -0,13 | 0,41 |

Quelle: EZB.

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

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

2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

| | Dow Jones Euro STOXX | | | | | | | | | | | | Vereinigte Staaten | Japan |
|-----------|----------------------|---------------|---------------|---------------------------------|-------------|------------------|--------------|-----------|-------------|------------------------|-------------------|------------------|-----------------------|------------|
| | Benchmark | | Hauptbranchen | | | | | | | | | | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
| | Gesamtindex | Euro STOXX 50 | Grundstoffe | Verbrauchsnahe Dienstleistungen | Konsumgüter | Erdöl und Erdgas | Finanzsektor | Industrie | Technologie | Versorgungsunternehmen | Telekommunikation | Gesundheitswesen | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 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 |
| 2018 | 375,5 | 3 386,6 | 766,3 | 264,9 | 697,3 | 336,0 | 173,1 | 629,5 | 502,5 | 278,8 | 292,9 | 800,5 | 2 746,2 | 22 310,7 |
| 2019 | 373,6 | 3 435,2 | 731,7 | 270,8 | 721,5 | 324,4 | 155,8 | 650,9 | 528,2 | 322,0 | 294,2 | 772,7 | 2 913,4 | 21 697,2 |
| 2019 Juni | 369,7 | 3 406,0 | 722,6 | 264,9 | 728,5 | 323,2 | 152,0 | 652,3 | 517,5 | 323,9 | 296,6 | 734,0 | 2 890,2 | 21 060,2 |
| Juli | 380,0 | 3 507,8 | 739,6 | 271,8 | 752,7 | 329,3 | 155,8 | 666,2 | 548,2 | 326,4 | 292,2 | 769,2 | 2 996,1 | 21 593,7 |
| Aug. | 363,6 | 3 355,3 | 704,2 | 262,0 | 722,8 | 303,0 | 144,1 | 639,4 | 523,4 | 325,7 | 281,9 | 778,9 | 2 897,5 | 20 629,7 |
| Sept. | 379,7 | 3 514,5 | 738,2 | 271,3 | 751,1 | 319,7 | 151,8 | 669,4 | 545,0 | 338,5 | 294,7 | 804,3 | 2 982,2 | 21 585,5 |
| Okt. | 382,8 | 3 551,2 | 748,2 | 273,3 | 742,2 | 316,6 | 157,0 | 671,1 | 556,8 | 341,4 | 306,7 | 791,7 | 2 977,7 | 22 197,5 |
| Nov. | 398,4 | 3 693,1 | 794,5 | 283,0 | 761,3 | 328,8 | 163,6 | 711,6 | 585,2 | 339,4 | 304,8 | 837,7 | 3 104,9 | 23 278,1 |
| Dez. | 400,9 | 3 715,3 | 799,3 | 290,0 | 755,9 | 322,8 | 165,1 | 716,0 | 598,5 | 341,8 | 295,3 | 862,5 | 3 176,7 | 23 660,4 |

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

| | Einlagen | | | | 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 | | | | | | |
|---------------------|-------------------|--|------|---------------------------------|---|--|---------------------------------|------|---|---|------------------------------|---|-----------------------|---|--|--|--|
| | Täglich fällig | Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten | | Mit vereinbarter Laufzeit | | | Mit anfänglicher Zinsbindung | | Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾ | | Mit anfänglicher Zinsbindung | | | | Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾ | Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten | |
| | | 1 | 2 | 3 | | | 4 | 5 | | | 6 | 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 |
| 2018 Dez. | 0,03 | 0,44 | 0,30 | 0,78 | 5,87 | 16,68 | 4,92 | 5,47 | 5,99 | 2,27 | 1,61 | 1,80 | 1,91 | 1,84 | 2,11 | 1,80 | |
| 2019 Jan. | 0,03 | 0,43 | 0,33 | 0,74 | 5,92 | 16,63 | 5,32 | 5,82 | 6,33 | 2,36 | 1,61 | 1,81 | 1,89 | 1,86 | 2,09 | 1,82 | |
| Febr. | 0,03 | 0,43 | 0,32 | 0,70 | 5,97 | 16,61 | 5,28 | 5,71 | 6,27 | 2,41 | 1,59 | 1,84 | 1,87 | 1,84 | 2,09 | 1,80 | |
| März | 0,03 | 0,41 | 0,30 | 0,76 | 5,90 | 16,65 | 5,41 | 5,61 | 6,18 | 2,36 | 1,60 | 1,80 | 1,83 | 1,81 | 2,06 | 1,78 | |
| April | 0,03 | 0,41 | 0,32 | 0,75 | 5,88 | 16,66 | 5,56 | 5,63 | 6,19 | 2,36 | 1,60 | 1,77 | 1,77 | 1,77 | 2,02 | 1,75 | |
| Mai | 0,03 | 0,44 | 0,31 | 0,79 | 5,81 | 16,67 | 5,61 | 5,76 | 6,34 | 2,33 | 1,58 | 1,79 | 1,73 | 1,74 | 1,99 | 1,72 | |
| Juni | 0,03 | 0,44 | 0,32 | 0,82 | 5,81 | 16,63 | 5,42 | 5,67 | 6,25 | 2,31 | 1,56 | 1,73 | 1,67 | 1,65 | 1,95 | 1,67 | |
| Juli | 0,03 | 0,43 | 0,31 | 0,80 | 5,75 | 16,58 | 5,74 | 5,74 | 6,31 | 2,34 | 1,56 | 1,71 | 1,59 | 1,57 | 1,90 | 1,61 | |
| Aug. | 0,03 | 0,43 | 0,28 | 0,78 | 5,75 | 16,60 | 6,15 | 5,76 | 6,35 | 2,25 | 1,52 | 1,68 | 1,53 | 1,50 | 1,84 | 1,56 | |
| Sept. | 0,03 | 0,43 | 0,27 | 0,78 | 5,82 | 16,61 | 5,65 | 5,62 | 6,17 | 2,22 | 1,47 | 1,63 | 1,49 | 1,43 | 1,77 | 1,48 | |
| Okt. | 0,03 | 0,42 | 0,24 | 0,83 | 5,70 | 16,63 | 5,89 | 5,55 | 6,19 | 2,26 | 1,45 | 1,59 | 1,44 | 1,39 | 1,74 | 1,44 | |
| Nov. ^(p) | 0,03 | 0,42 | 0,23 | 0,74 | 5,63 | 16,64 | 5,35 | 5,53 | 6,25 | 2,21 | 1,43 | 1,59 | 1,61 | 1,48 | 1,80 | 1,47 | |

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

| | Einlagen | | | Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite | Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung) | | | | | | | | | Gewichteter 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 € | | | |
| | | 1 | 2 | | 3 | 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 | |
| 2018 Dez. | 0,03 | 0,07 | 0,53 | 2,18 | 2,20 | 2,29 | 2,25 | 1,60 | 1,59 | 1,67 | 1,21 | 1,39 | 1,59 | 1,63 |
| 2019 Jan. | 0,03 | 0,05 | 0,54 | 2,22 | 2,15 | 2,40 | 2,32 | 1,67 | 1,62 | 1,72 | 1,13 | 1,30 | 1,61 | 1,63 |
| Febr. | 0,03 | 0,03 | 0,52 | 2,21 | 2,15 | 2,41 | 2,33 | 1,65 | 1,64 | 1,69 | 1,13 | 1,39 | 1,56 | 1,64 |
| März | 0,03 | 0,07 | 0,62 | 2,17 | 2,17 | 2,38 | 2,30 | 1,66 | 1,58 | 1,68 | 1,19 | 1,36 | 1,57 | 1,65 |
| April | 0,03 | 0,06 | 0,54 | 2,19 | 2,19 | 2,36 | 2,26 | 1,67 | 1,60 | 1,64 | 1,16 | 1,33 | 1,44 | 1,62 |
| Mai | 0,03 | 0,04 | 0,46 | 2,15 | 2,18 | 2,38 | 2,29 | 1,66 | 1,59 | 1,63 | 1,09 | 1,17 | 1,50 | 1,57 |
| Juni | 0,03 | 0,03 | 0,56 | 2,17 | 2,13 | 2,33 | 2,25 | 1,63 | 1,55 | 1,56 | 1,09 | 1,28 | 1,39 | 1,55 |
| Juli | 0,03 | 0,04 | 0,57 | 2,11 | 2,07 | 2,50 | 2,20 | 1,66 | 1,57 | 1,54 | 1,16 | 1,32 | 1,39 | 1,56 |
| Aug. | 0,03 | -0,04 | 0,54 | 2,08 | 2,07 | 2,36 | 2,19 | 1,64 | 1,59 | 1,53 | 1,06 | 1,32 | 1,40 | 1,52 |
| Sept. | 0,03 | -0,05 | 0,88 | 2,16 | 2,03 | 2,25 | 2,15 | 1,61 | 1,51 | 1,44 | 1,10 | 1,26 | 1,29 | 1,54 |
| Okt. | 0,02 | -0,03 | 0,44 | 2,08 | 2,01 | 2,41 | 2,11 | 1,61 | 1,54 | 1,40 | 1,14 | 1,40 | 1,27 | 1,56 |
| Nov. ^(p) | 0,02 | -0,02 | 0,40 | 2,06 | 2,02 | 2,36 | 2,13 | 1,59 | 1,56 | 1,41 | 1,13 | 1,34 | 1,26 | 1,55 |

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

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

| | EWK-19 | | | | | | EWK-38 | |
|-----------|--|------------------|------------------|---------------------------|---------------------|---------------------|--------------|------------------|
| | Nominal 1 | Real VPI 2 | Real EPI 3 | Real BIP-Deflator 4 | Real LSK/VG 5 | Real LSK/GW 6 | Nominal 7 | Real VPI 8 |
| 2017 | 96,6 | 91,4 | 91,9 | 86,2 | 79,9 | 90,3 | 112,0 | 90,0 |
| 2018 | 98,9 | 93,4 | 93,4 | 87,5 | 80,3 | 91,3 | 117,9 | 93,8 |
| 2019 | 97,3 | 91,2 | 91,7 | . | . | . | 116,7 | 91,5 |
| 2019 Q1 | 97,4 | 91,7 | 92,1 | 86,0 | 79,2 | 89,2 | 116,7 | 92,1 |
| Q2 | 97,3 | 91,4 | 91,7 | 85,9 | 78,6 | 88,9 | 116,8 | 91,8 |
| Q3 | 97,7 | 91,4 | 91,8 | 86,2 | 79,7 | 89,1 | 116,9 | 91,5 |
| Q4 | 97,0 | 90,4 | 91,3 | . | . | . | 116,2 | 90,5 |
| 2019 Juli | 97,5 | 91,3 | 91,7 | - | - | - | 116,5 | 91,3 |
| Aug. | 98,1 | 91,9 | 92,1 | - | - | - | 117,6 | 92,0 |
| Sept. | 97,4 | 91,1 | 91,7 | - | - | - | 116,7 | 91,2 |
| Okt. | 97,4 | 90,9 | 91,7 | - | - | - | 116,6 | 91,0 |
| Nov. | 96,7 | 90,2 | 91,1 | - | - | - | 116,0 | 90,3 |
| Dez. | 96,7 | 90,2 | 91,1 | - | - | - | 116,0 | 90,3 |
| | <i>Veränderung gegen Vormonat in %</i> | | | | | | | |
| 2019 Dez. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | - | - | 0,0 | 0,0 |
| | <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | |
| 2019 Dez. | -1,7 | -2,8 | -1,9 | - | - | - | -1,7 | -3,3 |

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

| | Chinesischer Renminbi ¥uan 1 | Kroatische Kuna 2 | Tschechische Krone 3 | Dänische Krone 4 | Ungarischer Forint 5 | Japanischer Yen 6 | Polnischer Zloty 7 | Pfund Sterling 8 | Rumänischer Leu 9 | Schwedische Krone 10 | Schweizer Franken 11 | US-Dollar 12 |
|-----------|--|-------------------------|----------------------------|------------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------------|------------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------|
| 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 |
| 2018 | 7,808 | 7,418 | 25,647 | 7,453 | 318,890 | 130,396 | 4,261 | 0,885 | 4,6540 | 10,258 | 1,155 | 1,181 |
| 2019 | 7,735 | 7,418 | 25,670 | 7,466 | 325,297 | 122,006 | 4,298 | 0,878 | 4,7453 | 10,589 | 1,112 | 1,119 |
| 2019 Q1 | 7,663 | 7,422 | 25,683 | 7,464 | 317,907 | 125,083 | 4,302 | 0,873 | 4,7358 | 10,419 | 1,132 | 1,136 |
| Q2 | 7,672 | 7,418 | 25,686 | 7,467 | 322,973 | 123,471 | 4,282 | 0,875 | 4,7480 | 10,619 | 1,126 | 1,124 |
| Q3 | 7,800 | 7,394 | 25,734 | 7,463 | 328,099 | 119,323 | 4,318 | 0,902 | 4,7314 | 10,662 | 1,096 | 1,112 |
| Q4 | 7,801 | 7,439 | 25,577 | 7,471 | 331,933 | 120,323 | 4,287 | 0,861 | 4,7666 | 10,652 | 1,096 | 1,107 |
| 2019 Juli | 7,715 | 7,390 | 25,548 | 7,466 | 325,269 | 121,406 | 4,260 | 0,899 | 4,7286 | 10,560 | 1,108 | 1,122 |
| Aug. | 7,858 | 7,390 | 25,802 | 7,460 | 326,906 | 118,179 | 4,347 | 0,916 | 4,7280 | 10,736 | 1,089 | 1,113 |
| Sept. | 7,832 | 7,401 | 25,868 | 7,463 | 332,448 | 118,242 | 4,353 | 0,891 | 4,7381 | 10,697 | 1,090 | 1,100 |
| Okt. | 7,845 | 7,436 | 25,689 | 7,469 | 331,462 | 119,511 | 4,301 | 0,875 | 4,7538 | 10,802 | 1,098 | 1,105 |
| Nov. | 7,757 | 7,440 | 25,531 | 7,472 | 333,617 | 120,338 | 4,285 | 0,858 | 4,7698 | 10,650 | 1,098 | 1,105 |
| Dez. | 7,797 | 7,442 | 25,497 | 7,472 | 330,706 | 121,241 | 4,273 | 0,847 | 4,7779 | 10,483 | 1,093 | 1,111 |
| | <i>Veränderung gegen Vormonat in %</i> | | | | | | | | | | | |
| 2019 Dez. | 0,5 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | -0,9 | 0,8 | -0,3 | -1,2 | 0,2 | -1,6 | -0,5 | 0,6 |
| | <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | | | | | |
| 2019 Dez. | -0,5 | 0,5 | -1,3 | 0,1 | 2,5 | -5,2 | -0,4 | -5,6 | 2,7 | 2,0 | -3,3 | -2,4 |

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

| | Insgesamt ¹⁾ | | | Direktinvestitionen | | Wertpapieranlagen | | Finanz- derivate (netto) | Übriger Kapitalverkehr | | Währungs- reserven | Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung |
|---|-------------------------|----------|--------|---------------------|---------|-------------------|----------|--------------------------------|------------------------|---------|-----------------------|---|
| | Aktiva | Passiva | Saldo | Aktiva | Passiva | Aktiva | Passiva | | Aktiva | Passiva | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Bestände (Auslandsvermögensstatus) | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Q4 | 25 405,3 | 25 871,5 | -466,1 | 10 895,0 | 8 975,7 | 8 475,1 | 10 542,1 | -87,9 | 5 404,0 | 6 353,6 | 719,1 | 14 209,5 |
| 2019 Q1 | 26 666,3 | 26 969,6 | -303,3 | 11 184,9 | 9 113,4 | 9 126,6 | 11 318,5 | -91,5 | 5 705,2 | 6 537,6 | 741,1 | 14 674,3 |
| Q2 | 26 804,9 | 27 085,3 | -280,4 | 11 037,1 | 9 054,3 | 9 226,8 | 11 461,7 | -75,4 | 5 845,6 | 6 569,3 | 770,8 | 14 770,8 |
| Q3 | 27 834,1 | 27 960,6 | -126,5 | 11 405,6 | 9 344,7 | 9 612,9 | 11 906,0 | -89,0 | 6 077,6 | 6 709,9 | 827,0 | 15 089,2 |
| Bestände in % des BIP | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Q3 | 235,6 | 236,7 | -1,1 | 96,6 | 79,1 | 81,4 | 100,8 | -0,8 | 51,5 | 56,8 | 7,0 | 127,7 |
| Transaktionen | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Q4 | -408,4 | -471,6 | 63,1 | -303,9 | -195,0 | -28,6 | -158,9 | 29,6 | -111,4 | -117,6 | 5,8 | - |
| 2019 Q1 | 353,3 | 292,4 | 60,9 | 92,0 | 31,5 | 58,2 | 141,4 | 3,0 | 197,2 | 119,6 | 2,9 | - |
| Q2 | 187,0 | 170,8 | 16,2 | -90,3 | 12,8 | 51,2 | 78,7 | 34,1 | 189,3 | 79,4 | 2,7 | - |
| Q3 | 442,2 | 337,4 | 104,8 | 162,5 | 150,6 | 146,7 | 153,0 | 3,2 | 128,1 | 33,8 | 1,7 | - |
| 2019 Juni | -75,1 | -108,6 | 33,5 | -123,9 | -82,5 | 59,5 | 34,9 | 9,0 | -17,5 | -61,0 | -2,3 | - |
| Juli | 351,5 | 320,1 | 31,4 | 135,3 | 138,7 | 52,5 | 69,4 | 11,1 | 145,5 | 112,1 | 7,1 | - |
| Aug. | 17,3 | -21,8 | 39,1 | -47,9 | -63,0 | 37,2 | 17,2 | -2,3 | 29,6 | 24,0 | 0,7 | - |
| Sept. | 73,4 | 39,1 | 34,3 | 75,1 | 75,0 | 57,0 | 66,4 | -5,6 | -46,9 | -102,3 | -6,2 | - |
| Okt. | 17,4 | -44,2 | 61,5 | -9,0 | -76,5 | 44,0 | 6,8 | 3,6 | -22,3 | 25,5 | 1,0 | - |
| Nov. | 21,4 | -19,7 | 41,1 | 4,9 | 31,6 | 28,7 | 16,3 | -2,0 | -8,0 | -67,7 | -2,3 | - |
| Über 12 Monate kumulierte Transaktionen | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Nov. | 589,4 | 262,6 | 326,7 | -83,7 | -7,5 | 332,9 | 274,1 | 43,7 | 287,2 | -4,0 | 9,2 | - |
| Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP | | | | | | | | | | | | |
| 2019 Nov. | 5,0 | 2,2 | 2,8 | -0,7 | -0,1 | 2,8 | 2,3 | 0,4 | 2,4 | 0,0 | 0,1 | - |

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

| | Bruttoinlandsprodukt (BIP) | | | | | | | | | | | |
|--|----------------------------|------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|------------------------------------|-----------------------|--|---------------|----------------------------|-----------------------|---------|
| | Ins- gesamt | Inländische Verwendung | | | | | | | | Außenbeitrag ¹⁾ | | |
| | | Zusam- men | Private Konsum- ausgaben | Konsum- ausgaben des Staates | Bruttoanlageinvestitionen | | | Vorrats- verände- rungen ²⁾ | Zusam- men | Exporte ¹⁾ | Importe ¹⁾ | |
| | | | | | Bau- investi- tionen | Ausrüstungs- investi- tionen | Geistiges Eigentum | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| <i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 10 817,0 | 10 339,5 | 5 858,7 | 2 235,3 | 2 193,0 | 1 038,2 | 675,1 | 473,5 | 52,5 | 477,5 | 4 928,9 | 4 451,4 |
| 2017 | 11 201,0 | 10 707,6 | 6 037,0 | 2 296,7 | 2 304,3 | 1 101,6 | 707,0 | 489,2 | 69,6 | 493,4 | 5 297,9 | 4 804,5 |
| 2018 | 11 561,2 | 11 060,9 | 6 207,5 | 2 363,9 | 2 405,9 | 1 175,2 | 742,2 | 481,7 | 83,6 | 500,3 | 5 547,4 | 5 047,0 |
| 2018 Q4 | 2 922,9 | 2 805,9 | 1 567,4 | 597,7 | 619,4 | 302,7 | 189,0 | 126,1 | 21,3 | 117,0 | 1 410,9 | 1 293,9 |
| 2019 Q1 | 2 945,4 | 2 815,3 | 1 574,6 | 601,9 | 626,7 | 311,0 | 190,5 | 123,5 | 12,0 | 130,1 | 1 421,6 | 1 291,5 |
| Q2 | 2 966,3 | 2 865,1 | 1 589,0 | 608,5 | 657,6 | 309,9 | 191,4 | 154,6 | 10,0 | 101,2 | 1 426,6 | 1 325,4 |
| Q3 | 2 982,7 | 2 849,3 | 1 597,5 | 612,3 | 639,4 | 316,3 | 191,7 | 129,5 | 0,2 | 133,4 | 1 435,7 | 1 302,3 |
| <i>In % des BIP</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2018 | 100,0 | 95,7 | 53,7 | 20,4 | 20,8 | 10,2 | 6,4 | 4,2 | 0,7 | 4,3 | - | - |
| <i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i> | | | | | | | | | | | | |
| <i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Q4 | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 1,6 | 1,3 | 0,4 | 4,3 | - | - | 0,9 | 1,1 |
| 2019 Q1 | 0,4 | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 1,5 | 0,4 | -2,7 | - | - | 0,9 | 0,2 |
| Q2 | 0,2 | 1,4 | 0,2 | 0,5 | 5,2 | -0,3 | 1,0 | 25,2 | - | - | 0,1 | 2,7 |
| Q3 | 0,3 | -0,6 | 0,5 | 0,4 | -3,8 | 0,9 | -0,8 | -16,8 | - | - | 0,7 | -1,2 |
| <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,9 | 2,4 | 2,0 | 1,9 | 4,0 | 2,7 | 5,8 | 4,5 | - | - | 2,9 | 4,1 |
| 2017 | 2,5 | 2,2 | 1,7 | 1,3 | 3,5 | 3,6 | 4,0 | 2,4 | - | - | 5,5 | 5,0 |
| 2018 | 1,9 | 1,6 | 1,4 | 1,1 | 2,3 | 3,4 | 4,3 | -2,8 | - | - | 3,3 | 2,7 |
| 2018 Q4 | 1,2 | 1,8 | 1,1 | 1,1 | 4,1 | 3,4 | 2,4 | 8,7 | - | - | 1,7 | 3,1 |
| 2019 Q1 | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 1,4 | 4,1 | 4,8 | 3,2 | 3,5 | - | - | 3,1 | 3,6 |
| Q2 | 1,2 | 2,5 | 1,2 | 1,5 | 8,3 | 3,1 | 3,1 | 29,4 | - | - | 2,2 | 5,3 |
| Q3 | 1,2 | 1,3 | 1,5 | 1,8 | 3,2 | 3,5 | 1,0 | 5,8 | - | - | 2,7 | 2,9 |
| <i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Q4 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | -0,2 | 0,0 | - | - |
| 2019 Q1 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,3 | 0,3 | - | - |
| Q2 | 0,2 | 1,3 | 0,1 | 0,1 | 1,1 | 0,0 | 0,1 | 1,1 | 0,0 | -1,1 | - | - |
| Q3 | 0,3 | -0,6 | 0,3 | 0,1 | -0,8 | 0,1 | -0,1 | -0,9 | -0,1 | 0,9 | - | - |
| <i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,9 | 2,3 | 1,1 | 0,4 | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | -0,4 | - | - |
| 2017 | 2,5 | 2,1 | 0,9 | 0,3 | 0,7 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | - | - |
| 2018 | 1,9 | 1,5 | 0,7 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,4 | - | - |
| 2018 Q4 | 1,2 | 1,7 | 0,6 | 0,2 | 0,8 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 0,0 | -0,5 | - | - |
| 2019 Q1 | 1,4 | 1,5 | 0,6 | 0,3 | 0,8 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | -0,3 | -0,1 | - | - |
| Q2 | 1,2 | 2,4 | 0,6 | 0,3 | 1,7 | 0,3 | 0,2 | 1,2 | -0,3 | -1,2 | - | - |
| Q3 | 1,2 | 1,2 | 0,8 | 0,4 | 0,7 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | -0,6 | 0,0 | - | - |

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> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 9 703,7 | 161,1 | 1 931,6 | 479,2 | 1 834,9 | 444,3 | 473,7 | 1 106,3 | 1 084,7 | 1 847,2 | 340,6 | 1 113,3 |
| 2017 | 10 040,0 | 176,2 | 1 991,7 | 502,2 | 1 909,8 | 468,8 | 465,8 | 1 133,7 | 1 143,7 | 1 897,4 | 350,6 | 1 160,9 |
| 2018 | 10 356,3 | 177,7 | 2 041,5 | 537,2 | 1 968,4 | 488,5 | 469,8 | 1 168,0 | 1 195,2 | 1 954,7 | 355,3 | 1 205,0 |
| 2018 Q4 | 2 619,0 | 44,6 | 512,5 | 138,7 | 497,3 | 124,6 | 118,6 | 295,0 | 304,0 | 494,3 | 89,4 | 303,9 |
| 2019 Q1 | 2 639,0 | 45,0 | 514,6 | 142,5 | 502,3 | 125,8 | 117,9 | 297,9 | 305,6 | 497,4 | 90,1 | 306,4 |
| Q2 | 2 658,5 | 45,2 | 513,4 | 144,1 | 506,0 | 127,9 | 118,9 | 300,2 | 309,0 | 502,6 | 91,2 | 308,8 |
| Q3 | 2 669,0 | 44,9 | 512,0 | 146,2 | 509,1 | 128,4 | 119,5 | 302,0 | 310,7 | 504,9 | 91,2 | 312,8 |
| <i>In % der Wertschöpfung</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2018 | 100,0 | 1,7 | 19,7 | 5,2 | 19,0 | 4,7 | 4,5 | 11,3 | 11,5 | 18,9 | 3,4 | - |
| <i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i> | | | | | | | | | | | | |
| <i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Q4 | 0,3 | 0,7 | -0,4 | 1,3 | 0,5 | 0,5 | -0,3 | 0,3 | 1,0 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| 2019 Q1 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 1,5 | 1,0 | 1,5 | 0,6 | 0,5 | -0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,4 |
| Q2 | 0,1 | -1,0 | -0,5 | -0,1 | 0,1 | 1,2 | 0,9 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,5 |
| Q3 | 0,2 | 0,1 | -0,4 | 0,6 | 0,3 | 1,1 | 0,4 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,7 |
| <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,8 | -2,0 | 2,9 | 1,9 | 1,9 | 4,2 | -1,0 | 0,6 | 2,6 | 1,6 | 0,0 | 2,7 |
| 2017 | 2,6 | 0,7 | 3,4 | 2,4 | 3,0 | 5,8 | 1,0 | 0,8 | 4,3 | 1,6 | 1,5 | 2,1 |
| 2018 | 2,0 | 1,2 | 1,8 | 3,4 | 2,2 | 4,4 | 1,1 | 1,6 | 3,3 | 1,0 | 0,4 | 1,5 |
| 2018 Q4 | 1,2 | -0,4 | -0,6 | 3,5 | 1,5 | 3,7 | 0,5 | 1,4 | 2,8 | 0,9 | 0,2 | 1,1 |
| 2019 Q1 | 1,4 | -0,6 | -0,4 | 4,8 | 2,0 | 4,9 | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 1,0 | 0,9 | 1,1 |
| Q2 | 1,2 | -1,4 | -1,1 | 3,4 | 1,6 | 5,1 | 1,8 | 1,5 | 1,5 | 1,1 | 1,4 | 1,3 |
| Q3 | 1,1 | -0,3 | -1,3 | 3,2 | 1,9 | 4,4 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,1 | 1,2 | 2,0 |
| <i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2018 Q4 | 0,3 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | - |
| 2019 Q1 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - |
| Q2 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | - |
| Q3 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - |
| <i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,8 | 0,0 | 0,6 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | -0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | - |
| 2017 | 2,6 | 0,0 | 0,7 | 0,1 | 0,6 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,3 | 0,1 | - |
| 2018 | 2,0 | 0,0 | 0,4 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2018 Q4 | 1,2 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,0 | - |
| 2019 Q1 | 1,4 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | - |
| Q2 | 1,2 | 0,0 | -0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | - |
| Q3 | 1,1 | 0,0 | -0,3 | 0,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | - |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

| | Insgesamt | Nach Art der Erwerbstätigkeit | | Nach Wirtschaftszweigen | | | | | | | | | |
|---|-----------|-------------------------------|----------------|--------------------------------------|--|------------|--|-------------------------------|---|--------------------------------|--|--|---|
| | | Arbeitnehmer | Selbstständige | Land- und Forstwirtschaft, Fischerei | Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft | Baugewerbe | Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie | Information und Kommunikation | Finanz- und Versicherungsdienstleistungen | Grundstücks- und Wohnungswesen | Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen | Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen | Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Zahl der Erwerbstätigen | | | | | | | | | | | | | |
| <i>Gewichte in %</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 100,0 | 85,2 | 14,8 | 3,3 | 14,7 | 6,0 | 24,9 | 2,8 | 2,6 | 1,0 | 13,6 | 24,4 | 7,0 |
| 2017 | 100,0 | 85,6 | 14,4 | 3,2 | 14,6 | 6,0 | 24,9 | 2,8 | 2,5 | 1,0 | 13,8 | 24,3 | 6,9 |
| 2018 | 100,0 | 85,8 | 14,2 | 3,1 | 14,6 | 6,0 | 24,9 | 2,9 | 2,4 | 1,0 | 14,0 | 24,2 | 6,9 |
| <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,3 | 1,6 | -0,2 | -0,2 | 0,8 | 0,3 | 1,4 | 3,0 | -0,5 | 2,1 | 2,9 | 1,3 | 0,7 |
| 2017 | 1,6 | 2,0 | -0,7 | -0,5 | 1,1 | 1,4 | 1,8 | 3,4 | -1,5 | 1,8 | 3,7 | 1,1 | 1,0 |
| 2018 | 1,5 | 1,8 | -0,2 | -0,4 | 1,5 | 2,4 | 1,4 | 3,4 | -0,7 | 1,7 | 2,8 | 1,3 | 0,6 |
| 2018 Q4 | 1,4 | 1,6 | 0,0 | -0,4 | 1,3 | 3,0 | 1,3 | 3,8 | -0,5 | 1,8 | 1,9 | 1,3 | 0,3 |
| 2019 Q1 | 1,4 | 1,6 | 0,1 | 0,1 | 1,3 | 2,5 | 1,2 | 4,1 | -0,1 | 2,1 | 1,8 | 1,3 | 0,5 |
| Q2 | 1,2 | 1,4 | -0,4 | -2,0 | 1,0 | 1,5 | 1,2 | 4,1 | -0,4 | 1,0 | 1,3 | 1,4 | 0,9 |
| Q3 | 1,0 | 1,3 | -0,7 | -1,2 | 0,8 | 1,0 | 0,9 | 3,5 | 0,0 | 0,1 | 1,3 | 1,3 | 1,1 |
| Geleistete Arbeitsstunden | | | | | | | | | | | | | |
| <i>Gewichte in %</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 100,0 | 80,3 | 19,7 | 4,4 | 15,1 | 6,7 | 25,8 | 2,9 | 2,6 | 1,0 | 13,3 | 21,9 | 6,3 |
| 2017 | 100,0 | 80,7 | 19,3 | 4,3 | 15,1 | 6,7 | 25,8 | 3,0 | 2,5 | 1,0 | 13,6 | 21,8 | 6,2 |
| 2018 | 100,0 | 81,0 | 19,0 | 4,2 | 15,0 | 6,8 | 25,7 | 3,0 | 2,5 | 1,0 | 13,8 | 21,8 | 6,2 |
| <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 1,4 | 1,9 | -0,3 | 0,0 | 0,9 | 0,5 | 1,6 | 3,0 | -0,1 | 2,9 | 3,0 | 1,3 | 0,8 |
| 2017 | 1,2 | 1,7 | -1,1 | -1,1 | 0,8 | 1,3 | 1,3 | 3,3 | -2,0 | 1,5 | 3,5 | 0,5 | 0,4 |
| 2018 | 1,5 | 1,9 | -0,3 | 0,4 | 1,2 | 2,7 | 1,1 | 3,2 | -1,0 | 2,4 | 2,8 | 1,3 | 0,5 |
| 2018 Q4 | 1,6 | 1,9 | 0,0 | 0,2 | 1,2 | 3,3 | 1,4 | 3,8 | -0,1 | 2,0 | 2,2 | 1,4 | 0,5 |
| 2019 Q1 | 1,6 | 1,9 | 0,2 | 1,2 | 1,5 | 3,1 | 1,4 | 4,1 | 0,0 | 1,6 | 1,9 | 1,4 | 0,5 |
| Q2 | 0,9 | 1,2 | -0,6 | -1,9 | 0,6 | 1,5 | 0,9 | 3,6 | -0,3 | 1,1 | 1,4 | 1,0 | 0,1 |
| Q3 | 0,7 | 1,2 | -1,1 | -1,3 | 0,5 | 0,8 | 0,5 | 3,4 | 0,0 | 1,9 | 1,1 | 1,0 | 0,3 |
| Arbeitsstunden je Erwerbstätigen | | | | | | | | | | | | | |
| <i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2016 | 0,1 | 0,3 | -0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,7 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| 2017 | -0,4 | -0,3 | -0,4 | -0,6 | -0,3 | -0,1 | -0,5 | -0,1 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | -0,6 | -0,5 |
| 2018 | -0,1 | 0,1 | -0,1 | 0,8 | -0,2 | 0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| 2018 Q4 | 0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,7 | -0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| 2019 Q1 | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 1,1 | 0,2 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,0 |
| Q2 | -0,3 | -0,2 | -0,3 | 0,1 | -0,4 | 0,0 | -0,3 | -0,5 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | -0,3 | -0,8 |
| Q3 | -0,3 | -0,2 | -0,4 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | 1,7 | -0,1 | -0,2 | -0,8 |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 2010.

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 | |
| 1999-2015 | 99,2 | -5,3 | 80,7 | -11,7 | -15,0 | -8,7 | 7,2 | - | 51,2 | 52,5 | 53,0 | 52,8 |
| 2017 | 110,1 | 5,5 | 83,2 | -5,4 | -4,2 | 2,3 | 14,6 | 89,8 | 57,4 | 58,5 | 55,6 | 56,4 |
| 2018 | 111,2 | 6,6 | 83,8 | -4,9 | 6,1 | 1,3 | 15,2 | 90,3 | 54,9 | 54,7 | 54,5 | 54,6 |
| 2019 | 103,5 | -5,4 | . | -7,1 | 5,4 | -0,4 | 10,7 | . | 47,4 | 47,8 | 52,7 | 51,3 |
| 2019 Q1 | 106,0 | -0,5 | 83,2 | -7,0 | 7,5 | -1,0 | 11,6 | 90,7 | 49,1 | 49,0 | 52,4 | 51,5 |
| Q2 | 104,1 | -4,3 | 82,4 | -7,0 | 6,1 | -0,7 | 11,6 | 90,5 | 47,7 | 48,5 | 53,1 | 51,8 |
| Q3 | 102,5 | -7,4 | 81,6 | -6,7 | 4,1 | 0,0 | 9,8 | 90,3 | 46,4 | 47,0 | 52,8 | 51,2 |
| Q4 | 101,2 | -9,3 | . | -7,6 | 4,1 | -0,1 | 9,9 | . | 46,4 | 46,7 | 52,3 | 50,7 |
| 2019 Juli | 102,7 | -7,3 | 82,0 | -6,6 | 5,0 | -0,7 | 10,6 | 90,5 | 46,5 | 46,9 | 53,2 | 51,5 |
| Aug. | 103,1 | -5,8 | - | -7,1 | 3,9 | 0,6 | 9,2 | - | 47,0 | 47,9 | 53,5 | 51,9 |
| Sept. | 101,7 | -8,9 | - | -6,5 | 3,4 | 0,2 | 9,5 | - | 45,7 | 46,1 | 51,6 | 50,1 |
| Okt. | 100,8 | -9,5 | 81,2 | -7,6 | 4,4 | -0,9 | 9,0 | 90,2 | 45,9 | 46,6 | 52,2 | 50,6 |
| Nov. | 101,2 | -9,1 | - | -7,2 | 2,8 | -0,2 | 9,2 | - | 46,9 | 47,4 | 51,9 | 50,6 |
| Dez. | 101,5 | -9,3 | - | -8,1 | 5,0 | 0,8 | 11,4 | - | 46,3 | 46,1 | 52,8 | 50,9 |

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und Markit (Spalten 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) | Schuldenquote | Real verfügbares Bruttoeinkommen | Geldvermögensbildung | Sachvermögensbildung (brutto) | Reinvermögen ²⁾ | Immobilienvermögen | Gewinnquote ³⁾ | Sparquote (netto) | Schuldenquote ⁴⁾ | Geldvermögensbildung | Sachvermögensbildung (brutto) | Finanzierung |
| | In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾ | 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 | |
| 2016 | 12,3 | 94,0 | 2,0 | 2,0 | 5,5 | 3,6 | 3,1 | 35,1 | 7,4 | 79,7 | 4,2 | 5,5 | 2,5 |
| 2017 | 12,0 | 93,9 | 1,4 | 2,2 | 5,4 | 4,4 | 4,4 | 34,4 | 7,1 | 77,2 | 4,5 | 7,8 | 2,9 |
| 2018 | 12,3 | 93,7 | 1,8 | 2,1 | 7,1 | 2,5 | 4,6 | 33,8 | 6,0 | 76,6 | 2,4 | 5,4 | 1,7 |
| 2018 Q4 | 12,3 | 93,7 | 1,6 | 2,1 | 8,8 | 2,5 | 4,6 | 33,8 | 6,0 | 76,6 | 2,4 | 20,7 | 1,7 |
| 2019 Q1 | 12,6 | 93,4 | 2,0 | 2,2 | 7,6 | 3,8 | 4,4 | 33,7 | 6,1 | 76,7 | 2,3 | 7,7 | 1,7 |
| Q2 | 12,8 | 93,6 | 2,1 | 2,3 | 4,4 | 4,3 | 4,3 | 33,5 | 5,8 | 77,3 | 1,7 | 16,6 | 1,5 |
| Q3 | 13,0 | 93,6 | 2,3 | 2,4 | 4,9 | 5,3 | 4,3 | 33,3 | 5,8 | 78,0 | 1,8 | 0,1 | 1,4 |

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettozunahme 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.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

| | Insgesamt | | | | | Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾ | | | | | | | Administrierte Preise | |
|-------------------------|------------------------|--|------|------|-------|--|-----------|--|--|--|---|-----------------------|---|-------------------------------|
| | Index: 2015 =100 | Insgesamt | | | Waren | Dienst- leistungen | Insgesamt | Ver- arbeitete Nahrungs- mittel | Unver- arbeitete Nahrungs- mittel | Industrie- erzeugnis- se ohne Energie | Energie (nicht saison- berei- nigt) | Dienst- leistungen | HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise | Admini- strierte Preise |
| | | Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | |
| Gewichte in % (2019) | 100,0 | 100,0 | 70,9 | 55,5 | 44,5 | 100,0 | 14,5 | 4,5 | 26,4 | 10,1 | 44,5 | 86,7 | 13,3 | |
| 2017 | 101,8 | 1,5 | 1,0 | 1,6 | 1,4 | - | - | - | - | - | - | 1,6 | 1,1 | |
| 2018 | 103,6 | 1,8 | 1,0 | 2,0 | 1,5 | - | - | - | - | - | - | 1,7 | 1,9 | |
| 2019 | 104,8 | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 1,5 | - | - | - | - | - | - | 1,1 | 1,6 | |
| 2019 Q1 | 103,5 | 1,4 | 1,0 | 1,5 | 1,4 | 0,0 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | -2,4 | 0,3 | 1,3 | 2,2 | |
| Q2 | 105,3 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,5 | 0,5 | 0,6 | -0,2 | 0,1 | 1,6 | 0,6 | 1,3 | 2,1 | |
| Q3 | 105,1 | 1,0 | 0,9 | 0,7 | 1,3 | 0,2 | 0,5 | 1,3 | 0,1 | -1,5 | 0,4 | 0,9 | 1,3 | |
| Q4 | 105,3 | 1,0 | 1,2 | 0,4 | 1,7 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 1,0 | 0,7 | |
| 2019 Juli | 104,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 1,2 | 0,0 | 0,2 | 0,5 | 0,1 | -0,6 | 0,0 | 1,0 | 1,1 | |
| Aug | 105,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 1,3 | 0,1 | 0,1 | 0,7 | 0,0 | -0,6 | 0,2 | 1,0 | 1,4 | |
| Sept. | 105,3 | 0,8 | 1,0 | 0,3 | 1,5 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,8 | 1,3 | |
| Okt. | 105,4 | 0,7 | 1,1 | 0,1 | 1,5 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,2 | 0,7 | 0,8 | |
| Nov | 105,1 | 1,0 | 1,3 | 0,3 | 1,9 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 1,0 | 0,7 | |
| Dez. | 105,4 | 1,3 | 1,3 | 1,0 | 1,8 | 0,1 | 0,0 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 1,4 | 0,8 | |

| | Waren | | | | | | Dienstleistungen | | | | | |
|-------------------------|---|--|--|----------------------|---|---------|-------------------------------|-----|---------|------------------------------|--|----------|
| | Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren) | | | Industrieerzeugnisse | | | Wohnungs- dienstleistungen | | Verkehr | Nachrichten- übermittlung | Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen | Sonstige |
| | Zusam- men | Verar- beitete Nahrungs- mittel | Unverar- beitete Nahrungs- mittel | Zusam- men | Industrie- erzeugnisse ohne Energie | Energie | Wohn- ungs- mieten | | | | | |
| 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | |
| Gewichte in % (2019) | 19,0 | 14,5 | 4,5 | 36,5 | 26,4 | 10,1 | 11,0 | 6,5 | 7,2 | 2,6 | 15,3 | 8,4 |
| 2017 | 1,8 | 1,5 | 2,4 | 1,5 | 0,3 | 4,9 | 1,3 | 1,2 | 2,1 | -1,1 | 2,1 | 0,8 |
| 2018 | 2,2 | 2,1 | 2,3 | 1,9 | 0,3 | 6,4 | 1,2 | 1,2 | 1,5 | -0,1 | 2,0 | 1,4 |
| 2019 | 1,8 | 1,9 | 1,4 | 0,5 | 0,3 | 1,1 | 1,4 | 1,3 | 2,0 | -0,7 | 1,7 | 1,5 |
| 2019 Q1 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,3 | 0,3 | 3,9 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | -0,6 | 1,7 | 1,5 |
| Q2 | 1,5 | 1,8 | 0,6 | 1,2 | 0,3 | 3,6 | 1,3 | 1,3 | 2,1 | -1,2 | 2,0 | 1,5 |
| Q3 | 1,8 | 1,9 | 1,6 | 0,0 | 0,3 | -0,7 | 1,5 | 1,5 | 2,2 | -0,8 | 1,1 | 1,5 |
| Q4 | 1,8 | 1,9 | 1,6 | -0,3 | 0,4 | -2,1 | 1,5 | 1,5 | 2,4 | -0,2 | 2,0 | 1,5 |
| 2019 Juli | 1,9 | 2,0 | 1,7 | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 1,5 | 1,5 | 2,1 | -1,1 | 0,8 | 1,4 |
| Aug | 2,1 | 1,9 | 2,5 | 0,1 | 0,3 | -0,6 | 1,5 | 1,5 | 2,3 | -0,8 | 0,9 | 1,7 |
| Sept. | 1,6 | 1,8 | 0,7 | -0,3 | 0,2 | -1,8 | 1,5 | 1,5 | 2,1 | -0,6 | 1,5 | 1,6 |
| Okt. | 1,5 | 1,8 | 0,7 | -0,7 | 0,3 | -3,1 | 1,5 | 1,5 | 2,4 | -0,4 | 1,5 | 1,6 |
| Nov. | 1,9 | 2,0 | 1,8 | -0,6 | 0,4 | -3,2 | 1,5 | 1,5 | 2,4 | -0,1 | 2,4 | 1,5 |
| Dez. | 2,0 | 2,0 | 2,1 | 0,4 | 0,5 | 0,2 | 1,6 | 1,5 | 2,5 | -0,1 | 2,1 | 1,5 |

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-Reihen für den Euroraum zu veröffentlichen (siehe EZB, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016).

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

| | Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %) | | | | | Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes) | | | |
|-----------|--|--------------|----------------------------|------------|---|--|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| | Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate) | | | | Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 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 |
| 1999-2015 | 4,2 | - | - | -3,6 | 32,0 | 56,7 | 56,3 | - | 49,7 |
| 2017 | 9,2 | 5,1 | 6,9 | 2,5 | 12,7 | 64,6 | 56,3 | 55,1 | 51,6 |
| 2018 | 11,5 | 7,4 | 9,4 | 12,1 | 20,3 | 65,4 | 57,9 | 56,1 | 52,7 |
| 2019 | 4,1 | 7,2 | 8,9 | 6,8 | 18,2 | 48,8 | 57,1 | 50,4 | 52,4 |
| 2019 Q1 | 8,9 | 8,2 | 10,4 | 11,4 | 20,4 | 53,9 | 57,7 | 53,0 | 53,1 |
| Q2 | 4,6 | 7,2 | 9,1 | 6,1 | 19,7 | 50,6 | 57,1 | 51,2 | 52,3 |
| Q3 | 1,7 | 6,6 | 8,3 | 4,5 | 17,9 | 46,4 | 56,5 | 48,9 | 52,0 |
| Q4 | 1,2 | 6,9 | 7,8 | 5,3 | 14,7 | 44,2 | 56,9 | 48,6 | 52,0 |
| 2019 Juli | 1,4 | 6,8 | 8,5 | 4,0 | 18,7 | 46,3 | 56,7 | 48,8 | 52,3 |
| Aug. | 2,3 | 6,1 | 8,8 | 4,4 | 18,1 | 46,7 | 56,8 | 49,4 | 52,1 |
| Sept. | 1,4 | 7,0 | 7,6 | 5,0 | 17,0 | 46,3 | 55,9 | 48,6 | 51,7 |
| Okt. | 1,1 | 6,5 | 7,9 | 4,8 | 16,0 | 43,7 | 57,3 | 48,7 | 52,1 |
| Nov. | 0,7 | 6,4 | 7,2 | 5,4 | 14,0 | 43,9 | 56,8 | 48,3 | 52,1 |
| Dez. | 1,9 | 7,7 | 8,4 | 5,6 | 14,1 | 45,0 | 56,7 | 48,9 | 51,8 |

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

| | Insgesamt (Index: 2016 = 100) | Insgesamt | Nach Komponenten | | Für ausgewählte Wirtschaftszweige | | Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾ |
|-------------------------|-------------------------------------|-----------|------------------------------|-----------------------------------|---|---|--|
| | | | Bruttolöhne und -gehälter | Sozialbeiträge der Arbeitgeber | Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen) | Nicht marktbestimmte Dienstleistungen | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| Gewichte in % (2018) | 100,0 | 100,0 | 75,3 | 24,7 | 69,0 | 31,0 | |
| 2016 | 100,0 | 1,3 | 1,5 | 1,0 | 1,2 | 1,6 | 1,4 |
| 2017 | 101,8 | 1,8 | 1,7 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,5 |
| 2018 | 104,2 | 2,3 | 2,3 | 2,6 | 2,5 | 2,1 | 2,0 |
| 2018 Q4 | 110,6 | 2,4 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,5 | 2,1 |
| 2019 Q1 | 99,9 | 2,7 | 2,9 | 2,2 | 2,6 | 3,0 | 2,3 |
| Q2 | 110,9 | 2,8 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 3,2 | 2,0 |
| Q3 | 103,5 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 |

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) 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).

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 |
| 2015 | -2,0 | -1,9 | -0,2 | 0,2 | -0,1 | 0,3 |
| 2016 | -1,4 | -1,7 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,7 |
| 2017 | -0,9 | -1,3 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 1,0 |
| 2018 | -0,5 | -1,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 1,3 |
| 2018 Q4 | -0,5 | . | . | . | . | 1,3 |
| 2019 Q1 | -0,6 | . | . | . | . | 1,2 |
| Q2 | -0,7 | . | . | . | . | 1,1 |
| Q3 | -0,8 | . | . | . | . | 1,0 |

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 | | | | Vermögens- wirksame Ausgaben | | |
| | | Direkte Steuern | Indirekte Steuern | Nettosozial- beiträge | | | Arbeitnehmer- entgelt | Vorleistungen | Zins- ausgaben | Sozial- ausgaben | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| 2015 | 46,4 | 45,8 | 12,5 | 13,0 | 15,2 | 0,6 | 48,4 | 44,5 | 10,1 | 5,3 | 2,3 | 22,7 | 3,9 |
| 2016 | 46,2 | 45,7 | 12,6 | 13,0 | 15,3 | 0,5 | 47,7 | 44,1 | 10,0 | 5,3 | 2,1 | 22,7 | 3,6 |
| 2017 | 46,2 | 45,8 | 12,8 | 13,0 | 15,2 | 0,4 | 47,2 | 43,4 | 9,9 | 5,3 | 1,9 | 22,5 | 3,8 |
| 2018 | 46,5 | 46,0 | 13,0 | 13,0 | 15,2 | 0,5 | 47,0 | 43,3 | 9,9 | 5,3 | 1,8 | 22,3 | 3,7 |
| 2018 Q4 | 46,5 | 46,0 | 13,0 | 13,0 | 15,2 | 0,5 | 47,0 | 43,3 | 9,9 | 5,3 | 1,8 | 22,3 | 3,7 |
| 2019 Q1 | 46,4 | 46,0 | 12,9 | 13,1 | 15,2 | 0,5 | 47,0 | 43,3 | 9,9 | 5,3 | 1,8 | 22,4 | 3,7 |
| Q2 | 46,4 | 46,0 | 12,9 | 13,0 | 15,2 | 0,4 | 47,1 | 43,4 | 9,9 | 5,3 | 1,8 | 22,5 | 3,7 |
| Q3 | 46,4 | 45,9 | 12,9 | 13,1 | 15,1 | 0,4 | 47,1 | 43,4 | 9,9 | 5,3 | 1,7 | 22,5 | 3,7 |

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

6.3 Verschuldung

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

| | Insgesamt | Schuldart | | | Gläubiger | | | Ursprungslaufzeit | | Restlaufzeit | | | Währung | |
|---------|-----------|----------------------------|---------|---------------------------------|--------------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|--|---------------------|--|---------------------|-----|
| | | Bargeld und Einlagen | Kredite | Schuld- verschrei- bungen | Gebietsansässige MFIs | Gebiets- fremde | Bis zu 1 Jahr | Mehr als 1 Jahr | Bis zu 1 Jahr | Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren | Mehr als 5 Jahre | Euro oder Euro- Vorgänger- währungen | Andere Währungen | |
| | | | | | | | | | | | | | | 1 |
| 2015 | 90,8 | 3,4 | 16,5 | 71,0 | 45,0 | 27,6 | 45,8 | 9,7 | 81,2 | 18,3 | 31,1 | 41,4 | 88,8 | 2,1 |
| 2016 | 90,0 | 3,3 | 15,7 | 71,0 | 47,5 | 30,8 | 42,5 | 9,4 | 80,6 | 17,9 | 29,8 | 42,3 | 87,9 | 2,1 |
| 2017 | 87,8 | 3,2 | 14,5 | 70,1 | 48,2 | 32,2 | 39,5 | 8,6 | 79,1 | 16,4 | 29,0 | 42,3 | 86,0 | 1,8 |
| 2018 | 85,9 | 3,1 | 13,8 | 69,0 | 48,0 | 32,4 | 37,8 | 8,0 | 77,8 | 16,1 | 28,3 | 41,4 | 84,5 | 1,4 |
| 2018 Q4 | 85,9 | 3,1 | 13,8 | 69,0 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| 2019 Q1 | 86,5 | 3,1 | 13,6 | 69,8 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| Q2 | 86,4 | 3,1 | 13,5 | 69,8 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |
| Q3 | 86,1 | 3,2 | 13,3 | 69,5 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

| | Veränderung der Schuldenquote ²⁾ | Primär-saldo | Deficit-Debt-Adjustments | | | | | | | | 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 |
| 2015 | -1,9 | -0,3 | -0,8 | -0,5 | 0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | -0,3 | -0,8 | 1,2 |
| 2016 | -0,8 | -0,7 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | 1,6 |
| 2017 | -2,3 | -1,0 | -0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,0 | -0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,3 | -1,1 | 0,9 |
| 2018 | -1,9 | -1,3 | 0,4 | 0,3 | 0,4 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,9 | 0,8 |
| 2018 Q4 | -1,9 | -1,3 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,9 | 0,8 |
| 2019 Q1 | -1,3 | -1,2 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,8 | 1,2 |
| Q2 | -0,9 | -1,1 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | -0,6 | 1,5 |
| Q3 | -1,1 | -1,0 | 0,6 | 0,4 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,0 | 0,3 | -0,8 | 1,4 |

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

| | Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾ | | | | | Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾ | Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾ | | | | | | |
|-----------|---|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--|--|---------------------|-----------|----------------------------|-----|---------------|---------|
| | Insgesamt | Tilgung | | Zinsausgaben | | | Bestände | | | | | Transaktionen | |
| | | Laufzeit von bis zu 3 Monaten | Laufzeit von bis zu 3 Monaten | Laufzeit von bis zu 3 Monaten | Laufzeit von bis zu 3 Monaten | | Insgesamt | Variable Verzinsung | Nullkupon | Feste Verzinsung | | Emission | Tilgung |
| | | | | | | | | | | Laufzeit von bis zu 1 Jahr | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 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 |
| 2018 | 12,6 | 11,1 | 3,7 | 1,5 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,5 | 0,4 | 0,9 |
| 2018 Q3 | 12,7 | 11,1 | 3,7 | 1,6 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,6 | 0,4 | 0,9 |
| Q4 | 12,6 | 11,1 | 3,7 | 1,5 | 0,4 | 7,3 | 2,3 | 1,1 | -0,1 | 2,7 | 2,5 | 0,4 | 0,9 |
| 2019 Q1 | 12,7 | 11,2 | 3,8 | 1,5 | 0,4 | 7,4 | 2,3 | 1,1 | 0,0 | 2,6 | 2,5 | 0,5 | 1,0 |
| Q2 | 12,9 | 11,4 | 3,7 | 1,5 | 0,4 | 7,4 | 2,3 | 1,3 | 0,0 | 2,6 | 2,3 | 0,5 | 0,9 |
| 2019 Juli | 13,0 | 11,5 | 4,1 | 1,5 | 0,4 | 7,5 | 2,3 | 1,3 | -0,1 | 2,6 | 2,3 | 0,4 | 1,0 |
| Aug. | 12,9 | 11,4 | 4,2 | 1,5 | 0,4 | 7,4 | 2,2 | 1,3 | -0,1 | 2,6 | 2,3 | 0,4 | 1,1 |
| Sept. | 13,1 | 11,6 | 3,9 | 1,5 | 0,4 | 7,4 | 2,2 | 1,3 | -0,1 | 2,5 | 2,1 | 0,3 | 1,0 |
| Okt. | 12,8 | 11,3 | 3,5 | 1,5 | 0,4 | 7,5 | 2,2 | 1,3 | -0,1 | 2,5 | 2,1 | 0,3 | 1,2 |
| Nov. | 12,9 | 11,5 | 3,5 | 1,4 | 0,4 | 7,5 | 2,1 | 1,3 | -0,1 | 2,4 | 2,0 | 0,3 | 1,2 |
| Dez. | 12,5 | 11,1 | 3,7 | 1,4 | 0,4 | 7,5 | 2,1 | 1,3 | -0,1 | 2,4 | 2,0 | 0,3 | 1,1 |

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

| | Belgien 1 | Deutschland 2 | Estland 3 | Irland 4 | Griechenland 5 | Spanien 6 | Frankreich 7 | Italien 8 | Zypern 9 |
|--------------------|--------------|------------------|--------------|-------------|-------------------|--------------|-----------------|--------------|-------------|
| Finanzierungssaldo | | | | | | | | | |
| 2015 | -2,4 | 0,9 | 0,1 | -1,9 | -5,6 | -5,2 | -3,6 | -2,6 | -1,0 |
| 2016 | -2,4 | 1,2 | -0,5 | -0,7 | 0,5 | -4,3 | -3,5 | -2,4 | 0,1 |
| 2017 | -0,7 | 1,2 | -0,8 | -0,3 | 0,7 | -3,0 | -2,8 | -2,4 | 1,7 |
| 2018 | -0,7 | 1,9 | -0,6 | 0,1 | 1,0 | -2,5 | -2,5 | -2,2 | -4,4 |
| 2018 Q4 | -0,8 | 1,9 | -0,6 | 0,1 | 1,0 | -2,5 | -2,5 | -2,2 | -4,4 |
| 2019 Q1 | -1,1 | 1,8 | -0,7 | 0,1 | 0,3 | -2,6 | -2,9 | -2,2 | -3,8 |
| Q2 | -1,5 | 1,7 | -0,6 | 0,7 | 0,5 | -2,9 | -3,2 | -2,1 | -3,6 |
| Q3 | -1,7 | 1,6 | -0,4 | 1,0 | 0,8 | -2,8 | -3,3 | -2,1 | 3,7 |
| Verschuldung | | | | | | | | | |
| 2015 | 105,2 | 72,1 | 10,0 | 76,7 | 175,9 | 99,3 | 95,6 | 135,3 | 107,5 |
| 2016 | 104,9 | 69,2 | 10,2 | 73,9 | 178,5 | 99,2 | 98,0 | 134,8 | 103,4 |
| 2017 | 101,8 | 65,3 | 9,3 | 67,8 | 176,2 | 98,6 | 98,4 | 134,1 | 93,9 |
| 2018 | 100,0 | 61,9 | 8,4 | 63,6 | 181,2 | 97,6 | 98,4 | 134,8 | 100,6 |
| 2018 Q4 | 102,1 | 61,9 | 8,4 | 63,6 | 181,2 | 97,6 | 98,4 | 134,8 | 100,6 |
| 2019 Q1 | 103,1 | 61,7 | 8,0 | 65,4 | 182,0 | 98,9 | 99,7 | 136,5 | 103,1 |
| Q2 | 102,5 | 61,1 | 9,3 | 63,9 | 179,6 | 98,9 | 99,6 | 138,0 | 107,0 |
| Q3 | 102,3 | 61,2 | 9,2 | 62,6 | 178,2 | 97,9 | 100,5 | 137,3 | 97,8 |

| | Lettland 10 | Litauen 11 | Luxemburg 12 | Malta 13 | Niederlande 14 | Österreich 15 | Portugal 16 | Slowenien 17 | Slowakei 18 | Finnland 19 |
|--------------------|----------------|---------------|-----------------|-------------|-------------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| Finanzierungssaldo | | | | | | | | | | |
| 2015 | -1,4 | -0,3 | 1,4 | -1,0 | -2,0 | -1,0 | -4,4 | -2,8 | -2,7 | -2,4 |
| 2016 | 0,1 | 0,2 | 1,8 | 0,9 | 0,0 | -1,5 | -1,9 | -1,9 | -2,5 | -1,7 |
| 2017 | -0,5 | 0,5 | 1,4 | 3,4 | 1,3 | -0,7 | -3,0 | 0,0 | -1,0 | -0,7 |
| 2018 | -0,7 | 0,6 | 2,7 | 1,9 | 1,5 | 0,2 | -0,4 | 0,8 | -1,1 | -0,8 |
| 2018 Q4 | -0,7 | 0,6 | 2,7 | 1,9 | 1,5 | 0,2 | -0,4 | 0,8 | -1,1 | -0,8 |
| 2019 Q1 | -0,7 | 0,2 | 3,1 | 1,7 | 1,7 | -0,1 | -0,1 | 0,6 | -1,1 | -1,1 |
| Q2 | -1,0 | 0,0 | 3,3 | 1,2 | 1,8 | 0,1 | 0,2 | 0,6 | -1,0 | -1,4 |
| Q3 | -0,7 | -0,3 | 2,4 | 0,8 | 1,7 | 0,1 | 0,0 | 0,9 | -1,2 | -2,2 |
| Verschuldung | | | | | | | | | | |
| 2015 | 36,7 | 42,7 | 22,0 | 57,8 | 64,6 | 84,9 | 131,2 | 82,6 | 51,9 | 63,0 |
| 2016 | 40,2 | 39,9 | 20,1 | 55,5 | 61,9 | 82,9 | 131,5 | 78,7 | 52,0 | 62,6 |
| 2017 | 38,6 | 39,3 | 22,3 | 50,3 | 56,9 | 78,3 | 126,0 | 74,1 | 51,3 | 60,9 |
| 2018 | 36,4 | 34,1 | 21,0 | 45,8 | 52,4 | 74,0 | 122,2 | 70,4 | 49,4 | 59,0 |
| 2018 Q4 | 36,4 | 34,1 | 21,0 | 45,8 | 52,4 | 74,0 | 122,2 | 70,4 | 49,1 | 59,0 |
| 2019 Q1 | 37,7 | 34,0 | 20,8 | 46,2 | 50,9 | 72,7 | 123,7 | 68,1 | 49,3 | 58,9 |
| Q2 | 36,7 | 36,1 | 20,4 | 45,4 | 50,9 | 71,8 | 121,1 | 67,7 | 48,6 | 60,9 |
| Q3 | 36,4 | 35,9 | 20,2 | 43,1 | 49,3 | 71,1 | 120,5 | 68,1 | 48,4 | 59,4 |

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2020

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 22. Januar 2020.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-20-001-DE-N (Online-Version)