



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2018



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	15
3 Konjunktorentwicklung	21
4 Preise und Kosten	27
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	33
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	41
<b>Kästen</b>	<b>44</b>
1 Anfälligkeiten der Schwellenländer im Vergleich zu früheren Krisenphasen	44
2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 1. August bis zum 30. Oktober 2018	52
3 Ursachen der Wachstumsverlangsamung im Jahr 2018	58
4 Strukturelle Veränderungen des Beschäftigungswachstums im Euro-Währungsgebiet während des Aufschwungs	62
5 Aktuelle Entwicklung der Lohndrift im Euro-Währungsgebiet	67
6 Zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2019	72
<b>Statistik</b>	<b>77</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Überblick

**Der EZB-Rat beschloss auf seiner geldpolitischen Sitzung am 13. Dezember 2018, den Nettoerwerb von Vermögenswerten im Dezember 2018 zu beenden. Zugleich wurden die EZB-Leitzinsen unverändert belassen und die Forward Guidance zu den Reinvestitionen wurde erweitert.** Zwar fallen die aktuellen Daten etwas schwächer aus als erwartet, worin sich eine geringere Auslandsnachfrage, aber auch einige länder- und sektorspezifische Faktoren widerspiegeln, jedoch unterstützt die zugrunde liegende Stärke der Binnennachfrage weiterhin das Wachstum im Eurogebiet und einen allmählich zunehmenden Inflationsdruck. Dies nährt das Vertrauen des EZB-Rats, dass die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Inflationsziel sich fortsetzen und auch nach Beendigung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten anhalten wird. Zugleich sind Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, die Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Finanzmarktvolatilität weiterhin von Bedeutung. Daher sind noch erhebliche geldpolitische Impulse erforderlich, um den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu stützen. Die Forward Guidance des EZB-Rats im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB, untermauert durch die Reinvestitionen des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten, sorgt nach wie vor für das nötige Maß an geldpolitischer Akkommodierung für die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Inflationsziel. In jedem Fall ist der EZB-Rat bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin auf nachhaltige Weise dem von ihm gesetzten Ziel annähert.

## Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 13. Dezember 2018

**Die Weltwirtschaft entwickelt sich nach wie vor robust, aber weniger gleichmäßig, und es zeigen sich erste Anzeichen einer nachlassenden Dynamik.** Dabei wird die Wirtschaftstätigkeit weltweit durch den an Reife gewinnenden globalen Konjunkturzyklus, die abnehmende Unterstützung durch politische Maßnahmen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und die Auswirkungen der zwischen den Vereinigten Staaten und China verhängten Zölle belastet. Das Wachstum des Welthandels hat sich etwas verlangsamt, und die Unsicherheiten im Hinblick auf die künftigen Handelsbeziehungen sind gestiegen. Indessen sind die Finanzierungsbedingungen in den Industrieländern nach wie vor akkommodierend, wohingegen sie sich in einigen Schwellenländern verschärft haben. Was die weitere Entwicklung betrifft, so dürfte sich die globale Wirtschaftsleistung 2019 abschwächen und danach einen stabilen Verlauf nehmen. Im Zuge der

schrumpfenden Kapazitätsreserven dürfte der Inflationsdruck weltweit langsam zunehmen.

**Die langfristigen risikofreien Zinssätze sind vor dem Hintergrund einer erhöhten geopolitischen Unsicherheit und einer wahrgenommenen Eintrübung der makroökonomischen Aussichten seit der EZB-Ratssitzung vom September 2018 gesunken.** Die Renditeabstände von Staatsanleihen der Euro-Länder blieben weitgehend stabil. Eine Ausnahme bildete Italien; dort unterlagen die Spreads einer erheblichen Volatilität. Die Gewinnerwartungen der Unternehmen blieben zwar insgesamt robust, doch führten einige Abwärtsrevisionen sowie eine Neubewertung von Risiken zu sinkenden Bewertungen von Unternehmen des Euroraums an den Aktien- und Anleihemärkten. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front ab.

**Das reale BIP des Euroraums erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2018 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem das Wachstum in den beiden vorangegangenen Quartalen jeweils 0,4 % betragen hatte.** Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse sind schwächer ausgefallen als erwartet. Hierin spiegeln sich ein sinkender Beitrag der Auslandsnachfrage und einige länder- und sektor-spezifische Faktoren wider. Obwohl einige dieser Faktoren nachlassen dürften, könnte dies darauf hindeuten, dass sich die Wachstumsdynamik in nächster Zeit etwas abschwächt. Zugleich unterstützt die Binnennachfrage, auch getragen vom akkommodierenden geldpolitischen Kurs des EZB-Rats, weiterhin das Wirtschaftswachstum im Euroraum. Die privaten Konsumausgaben profitieren nach wie vor von der Stärke des Arbeitsmarkts, die sich in einem anhaltenden Beschäftigungszuwachs und steigenden Löhnen widerspiegelt. Zudem werden die Unternehmensinvestitionen durch die Binnennachfrage, die günstigen Finanzierungsbedingungen und sich verbessernde Bilanzen getragen. Die Wohnungsbauinvestitionen sind weiterhin robust. Darüber hinaus dürfte die Expansion der Weltwirtschaft – wenn auch verlangsamt – weiter anhalten und die Ausfuhren des Euroraums begünstigen.

**Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2018.** Das jährliche reale BIP wird den Projektionen zufolge 2018 um 1,9 %, 2019 und 2020 um jeweils 1,7 %, sowie 2021 um 1,5 % steigen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2018 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für die Jahre 2018 und 2019 leicht nach unten korrigiert. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets können noch immer als weitgehend ausgewogen betrachtet werden. Angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den Schwellenländern und Finanzmarktvolatilität ist jedoch eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken zu beobachten.

**Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 2,2 % im Oktober 2018 auf 2,0 % im November gesunken.** Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten zurückgehen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickeln sich zwar im Großen und Ganzen weiterhin

verhalten, doch vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten, was dem Lohnwachstum Auftrieb verleiht, gewinnt der binnenwirtschaftliche Kostendruck nach wie vor an Stärke und Breite. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und einem höheren Lohnwachstum dürfte die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht zunehmen.

**Diese Einschätzung deckt sich auch weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2018. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2018 auf 1,8 %, 2019 auf 1,6 %, 2020 auf 1,7 % und 2021 auf 1,8 % belaufen.** Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2018 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation für 2018 leicht nach oben und für 2019 nach unten korrigiert. Die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich von 1,0 % im Jahr 2018 auf 1,4 % im Jahr 2019, 1,6 % im Jahr 2020 und 1,8 % im Jahr 2021 erhöhen.

**Im Oktober 2018 beschleunigte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 vor dem Hintergrund einer anhaltenden Verschiebung in Richtung eher selbsttragender Quellen der Geldschöpfung; Grund für diese Verlagerung ist die Reduzierung der monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP).** Die Kreditgewährung an den privaten Sektor nahm weiter zu und blieb die Haupttriebfeder des M3-Wachstums. Allerdings waren vor allem bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erste Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung erkennbar. Unterdessen blieben die Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken sehr günstig. Die Transmission der seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen wirkt sich nach wie vor deutlich positiv auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte, auf den Zugang insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln sowie auf die Kreditströme im gesamten Eurogebiet aus.

**Das öffentliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich 2018 deutlich verringern, im kommenden Jahr aber wieder etwas ansteigen.** Der Rückgang im Jahr 2018 ist vor allem der günstigen Konjunkturlage und sinkenden Zinsausgaben zuzuschreiben. Der fiskalische Kurs im Eurogebiet dürfte im laufenden Jahr weitgehend neutral sein, 2019 und 2020 gelockert werden und 2021 abermals neutral ausfallen.

## **Geldpolitische Beschlüsse**

**Auf Grundlage der regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse fasste der EZB-Rat die folgenden Beschlüsse:** Der Rat beschloss, die EZB-Leitzinsen unverändert zu belassen. Er geht weiterhin davon aus, dass sie mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung

der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, entschied der EZB-Rat, die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Dezember 2018 zu beenden. Gleichzeitig erweiterte er seine Forward Guidance zu den Reinvestitionen. Dementsprechend beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Die Weltwirtschaft entwickelt sich nach wie vor robust, zugleich aber weniger gleichmäßig, und es kommen erste Anzeichen einer nachlassenden Dynamik auf. Dabei wird die Wirtschaftstätigkeit weltweit durch den an Reife gewinnenden globalen Konjunkturzyklus, die abnehmende Unterstützung durch politische Maßnahmen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und die Auswirkungen der zwischen den Vereinigten Staaten und China verhängten Zölle belastet. Indessen sind die Finanzierungsbedingungen in den Industrieländern nach wie vor akkommodierend, wohingegen sie in einigen Schwellenländern immer noch restriktiv sind. Das Wachstum des Welthandels hat sich etwas verlangsamt, und die Unsicherheiten im Hinblick auf die künftigen Handelsbeziehungen sind gestiegen. Was die weitere Entwicklung betrifft, so dürfte sich die globale Wirtschaftsleistung 2019 abschwächen und in den beiden Folgejahren stabil bleiben, da die von der Politik gesetzten Impulse allmählich nachlassen und China den Übergang zu einem niedrigeren Wachstumspfad vollzieht. Im Zuge der schrumpfenden Kapazitätsreserven dürfte der Inflationsdruck weltweit langsam zunehmen. Die Risiken für die Weltwirtschaft sind insgesamt abwärtsgerichtet.*

### Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

**Wenngleich sich die Weltwirtschaft nach wie vor robust entwickelt, zeichnet sich ein Rückgang der konjunkturellen Dynamik ab.** Im zweiten Quartal 2018 wuchs die Weltwirtschaft gestützt durch einen Aufschwung in mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften, darunter die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und Japan, in stetem Tempo weiter. In den USA deutet die Zuwachsrate für das dritte Quartal auf eine immer noch robuste Wirtschaftstätigkeit hin. Unterdessen fiel das BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich unter anderem bedingt durch eine Aufstockung der Staatsausgaben kräftig aus, während die Wirtschaft in Japan hauptsächlich aufgrund temporärer Faktoren, die mit Naturkatastrophen zusammenhängen, schrumpfte. Die Schwellenländer weisen ein weniger einheitliches Wachstumsmuster auf. So konnte sich die Konjunktur in China im dritten Vierteljahr behaupten, wohingegen sie sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die im früheren Jahresverlauf unter Finanzmarkturbulenzen zu leiden hatten, deutlich abkühlte.

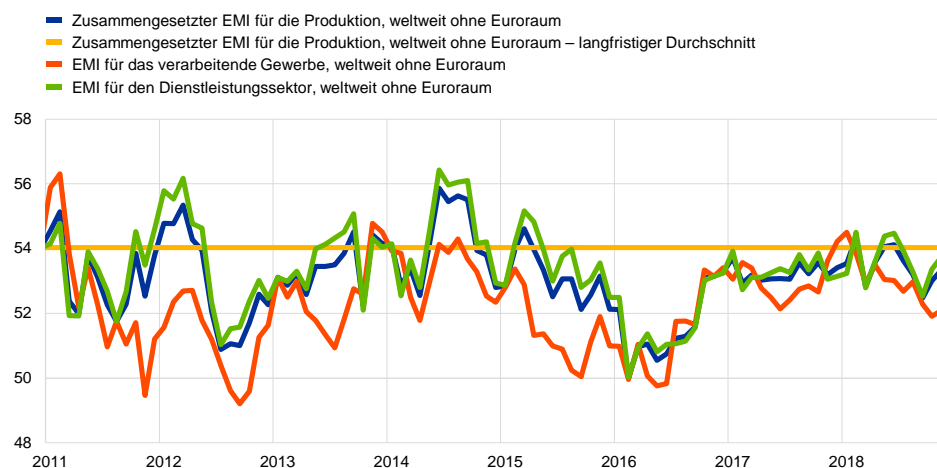
**Aus Umfragen abgeleitete Daten lassen den Schluss zu, dass sich die konjunkturelle Aktivität auf kurze Sicht verringern wird.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) geht seit Anfang 2018 schrittweise zurück. Grund hierfür ist vor allem eine anhaltende Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe weltweit (siehe Abbildung 1). Der Dienstleistungssektor erzielte im Jahresverlauf bis November bei gewissen Datenschwankungen bessere Ergebnisse als das verarbeitende Gewerbe. Ausgehend von einem hohen Niveau ist das Verbrauchervertrauen zuletzt gesunken.



## Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

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

#### **Während die Finanzierungsbedingungen in den fortgeschrittenen**

#### **Volkswirtschaften nach wie vor akkommodierend sind, stellen sie sich in den Schwellenländern als relativ uneinheitlich dar.**

In China war eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen zu beobachten, da die Zentralbank angesichts der binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte und der zunehmenden Handelsspannungen eingriff, um auf den sich eintrübenden Wirtschaftsausblick zu reagieren. Dagegen sind die Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern, die im Sommer am stärksten von den Finanzmarkturbulenzen betroffen waren (z. B. Argentinien und die Türkei), nach wie vor restriktiv und belasten die Konjunkturaussichten erheblich. Die globale Risikoneigung hat sich seit den Sommermonaten insgesamt noch nicht wieder vollständig erholt. So meiden die Finanzanleger Schwellenländer mit großen Ungleichgewichten, einem hohen Außenfinanzierungsbedarf und begrenztem Spielraum für eine Unterstützung durch politische Maßnahmen. In der Vorausschau könnte im Zuge der allmählichen geldpolitischen Normalisierung durch die US-Notenbank eine weitere Anhebung der Leitzinsen in den Vereinigten Staaten zusammen mit einer Aufwertung des US-Dollar zu einer weiteren Verschärfung der finanziellen Bedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften führen.

#### **Die derzeitige Konjunkturdynamik dürfte die Weltwirtschaft auf kurze Sicht**

**stützen.** Dabei kommen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor die akkommodierende Geldpolitik und die günstigen Finanzierungsbedingungen zugute. Vor dem Hintergrund eines verstärkten Übergangs zu einer expansiveren Finanzpolitik in den Industrieländern wird auch ein umfangreicher prozyklischer Fiskalimpuls in den Vereinigten Staaten – mit niedrigeren Steuern und höheren Staatsausgaben – das Weltwirtschaftswachstum beflügeln.

**Mit Blick auf die weitere Zukunft wird sich die Wirtschaftsleistung den Projektionen zufolge 2019 abschwächen und in den beiden Folgejahren stabil entwickeln.** Dies steht im Einklang mit der projizierten konjunkturellen Abkühlung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und in China. Die Produktionslücken haben sich in vielen Industrieländern bereits geschlossen, und die Kapazitätsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften dürften sich auf mittlere Sicht verringern. Die Zuspitzung der Handelsspannungen zwischen den USA und China dürfte die Konjunktur in beiden Ländern drosseln. Während die Auswirkungen auf globaler Ebene noch als relativ begrenzt eingeschätzt werden, könnte die erhöhte Unsicherheit über die künftigen Handelsbeziehungen das Vertrauen und die Investitionstätigkeit in Mitleidenschaft ziehen. Ferner ist davon auszugehen, dass die staatlichen Impulse allmählich abklingen. Gemäß der Basisprojektion für die Vereinigten Staaten wird der durch die fiskalischen Impulse ausgelöste Wachstumsschub im kommenden Jahr seinen Höhepunkt erreichen. In Japan wird der fiskalische Effekt den Erwartungen zufolge bereits im laufenden Jahr nachlassen. Wie die aktuellen Finanzmarktpreise verdeutlichen, wird mit einer allmählichen Straffung der Geldpolitik in den USA gerechnet. Dies dürfte zu einer moderaten Verschärfung der internationalen Finanzierungsbedingungen beitragen. Die erwartete weltwirtschaftliche Entwicklung spiegelt auch eine Erholung in mehreren Schwellenländern, insbesondere in den von den jüngsten Finanzmarktspannungen betroffenen Volkswirtschaften, wider. Insgesamt wird sich das globale Expansionstempo den Erwartungen zufolge unterhalb der Wachstumsraten, die vor der Finanzkrise 2007-2008 verzeichnet wurden, einpendeln.

**Was die Entwicklung der einzelnen Länder betrifft, dürfte die Konjunktur in den Vereinigten Staaten auf kurze Sicht robust bleiben.** So sollte das Wachstum von der guten Arbeitsmarktlage, den soliden Unternehmensgewinnen und den immer noch günstigen Finanzierungsbedingungen getragen werden. Die prozyklischen Fiskalimpulse werden den positiven Wachstumsausblick im kommenden Jahr weiter stützen, wenngleich der bilaterale Handelskonflikt mit China die Konjunktur und die Investitionen in gewissem Maße beeinträchtigen dürfte. Außerdem haben die Zwischenwahlen zu einer Machtteilung im Kongress geführt, sodass sich die Wahrscheinlichkeit eines Stillstands im Gesetzgebungsprozess erhöht hat.

**In Japan sollte sich die Konjunktur zwar auf kurze Sicht erholen, doch den Projektionen zufolge wird sich das Wachstumstempo anschließend schrittweise verringern.** Die negativen Auswirkungen einer Reihe von Naturkatastrophen haben die Konjunktur im dritten Jahresviertel 2018 gebremst. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass das Wachstum im Schlussquartal wieder anziehen wird. Mit Blick auf die Zukunft wird die Konjunktur von der akkommodierenden Geldpolitik profitieren, doch die zunehmend hemmende Wirkung, die von den Kapazitätsengpässen ausgeht, wird das Wachstum voraussichtlich dämpfen. Vor dem Hintergrund einer angespannten Arbeitsmarktlage steigen die Löhne moderat an, was die privaten Konsumausgaben stärken sollte.

**Im Vereinigten Königreich wird mit einem moderaten Wachstum gerechnet, da die Binnennachfrage immer noch verhalten ist.** Die überraschend solide Konjunktorentwicklung im dritten Quartal wurde durch mehrere zeitlich begrenzte Faktoren begünstigt. Allerdings lastete weiterhin hohe Unsicherheit auf den Unternehmensinvestitionen, die nunmehr das dritte Quartal in Folge rückläufig waren. Die kurzfristigen Aussichten sind angesichts der bevorstehenden Parlamentsabstimmung über das EU-Austrittsabkommen des Vereinigten Königreichs nach wie vor mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

**Die mittel- und osteuropäischen Länder werden den Projektionen zufolge auf kurze Sicht ein anhaltend robustes BIP-Wachstum aufweisen.** Gestützt wird die wirtschaftliche Aktivität durch die kräftige Investitionstätigkeit im Zusammenhang mit Mitteln aus dem EU-Haushalt, die soliden privaten Konsumausgaben und die verbesserten Arbeitsmarktbedingungen. Mittelfristig ist damit zu rechnen, dass sich die Wirtschaftsleistung in Richtung des Potenzialniveaus abschwächt.

**In China hält die dynamische Konjunktorentwicklung dank eines soliden privaten Konsums, staatlicher Stützungsmaßnahmen und eines robusten Exportgeschäfts, das möglicherweise wegen der erwarteten Zollerhöhungen teilweise vorgezogen wurde, an.** Auf kurze Sicht dürften jedoch ein sich abschwächender Wohnimmobilienmarkt und die verzögerten Effekte früherer Maßnahmen zum Schuldenabbau wachstumshemmend wirken. Die von der US-Regierung neu eingeführten Handelszölle dürften die Konjunktur ebenfalls negativ beeinflussen. In der Gesamtschau gilt ihr Effekt auf die chinesische Wirtschaft jedoch wegen der kürzlich verabschiedeten staatlichen Gegenmaßnahmen als relativ begrenzt. Auf mittlere Sicht wird erwartet, dass die voranschreitende Umsetzung der Strukturreformen mit einer geordneten Wachstumsverlangsamung und einer gewissen Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft einhergeht.

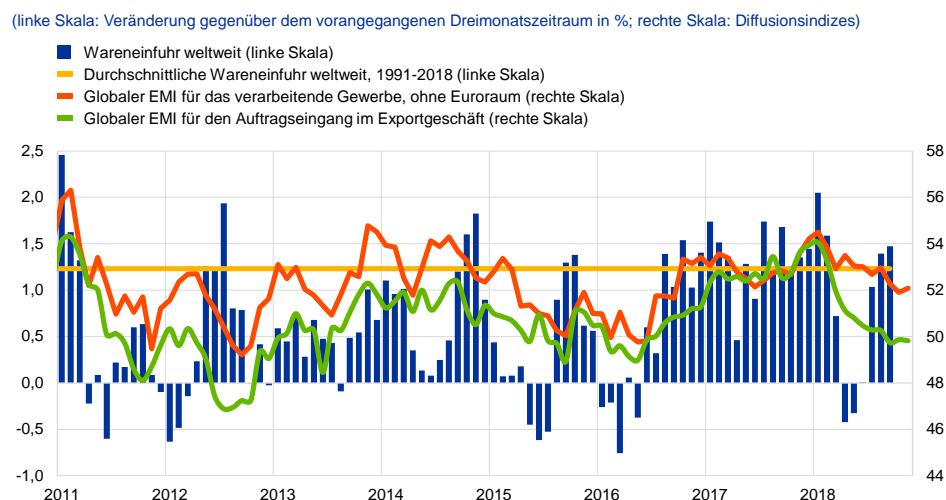
**Den Projektionen zufolge wird die Konjunktur in den großen rohstoffexportierenden Ländern anziehen.** In Russland sollte sich die wirtschaftliche Erholung fortsetzen. Sie stützt sich auf die vorangegangene Rohölverteuerung und – vor dem Hintergrund einer Zunahme des verfügbaren Einkommens und der Kreditvergabe – auf eine kräftigere Inlandsnachfrage. Der jüngste Rückgang der Ölpreise lässt jedoch auf einige Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick in Russland schließen. Auf mittlere Sicht ist davon auszugehen, dass das Wachstum in gewissem Umfang von dem vor Kurzem angekündigten, auf mehrere Jahre angelegten Ausgabenplan der Regierung profitiert. In Brasilien dürfte sich das Wirtschaftswachstum kurzfristig beschleunigen, da die politische Unsicherheit und die durch den Streik der Lkw-Fahrer ausgelösten Störungen an Wirkung verlieren. Mit Blick auf die weitere Zukunft dürfte der Konsum durch die verbesserte Arbeitsmarktlage und die anhaltende geldpolitische Akkommodierung beflügelt werden, während der Inflationsdruck zugleich verhalten bleibt.

**Die Türkei wird in den kommenden Monaten voraussichtlich einen schwierigen Anpassungsprozess durchlaufen.** Die Finanzierungsbedingungen sind trotz der jüngsten Stabilisierung der türkischen Lira nach wie vor restriktiv. Im Zusammenspiel mit hohen Inflationsraten und einer prozyklischen Geld- und Finanzpolitik dürfte sich dies negativ auf die Wirtschaftsentwicklung auswirken.

**Das Wachstum des Welthandels hat sich im laufenden Jahr verlangsamt, nachdem 2017 eine hohe Dynamik zu verzeichnen war.** Dem Volumen nach entwickelten sich die weltweiten Wareneinfuhren im Jahr 2018 recht volatil. So stagnierte der internationale Handel im zweiten Quartal zunächst, um dann im dritten Jahresviertel infolge der höheren Importe in den Schwellenländern um 1,5 % zu steigen. Für die darauffolgenden Zeiträume gehen von den Indikatoren derweil gemischte Signale aus. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft deutet auf eine weiter anhaltende zugrunde liegende Schwäche des Welthandels hin (siehe Abbildung 2), wohingegen andere Indikatoren, wie etwa die globale Industrieproduktion oder der Tech-Pulse-Index, auf ein beständiges Wachstum schließen lassen.

**Die Handelsstreitigkeiten zwischen den Vereinigten Staaten und China haben sich verschärft.** Mit Wirkung zum 24. September 2018 führte die US-Regierung Zölle auf chinesische Exporte in die Vereinigten Staaten im Wert von weiteren 200 Mrd USD ein, woraufhin China zum gleichen Stichtag Exporte der Vereinigten Staaten im Umfang von zusätzlich 60 Mrd USD mit Zöllen belegte. Bereits zuvor waren im bilateralen Handel dieser beiden Länder Zölle auf Waren in der Größenordnung von 50 Mrd USD sowie auf Stahl- und Aluminiumexporte in die USA beschlossen worden. Auch hier hatte China entsprechende Gegenmaßnahmen eingeleitet. All diese Schritte dürften die Konjunktur und den Handel in den Vereinigten Staaten und in China belasten, während ihre weltweiten Auswirkungen den Erwartungen nach relativ begrenzt bleiben werden.

**Abbildung 2**  
Internationaler Warenhandel und Umfrageergebnisse



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2018 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. November 2018 (EMIs).

**Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich der Welthandel weiterhin gedämpft entwickeln.** Zwar halten sich die Auswirkungen der Zölle bislang in Grenzen, doch wird erwartet, dass sie den Warenhandel zwischen den Vereinigten Staaten und China im kommenden Jahr stärker beeinträchtigen werden. Im Zeitraum von 2020 bis

2021 dürfte der Welthandel den Projektionen zufolge weitgehend im Gleichlauf mit der Konjunktur wachsen.

**Das Weltwirtschaftswachstum dürfte sich 2019 abschwächen und in den beiden Folgejahren stabil entwickeln.** Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 wird das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) im laufenden Jahr 3,8 % betragen und dann 2019 auf 3,5 % sinken. In der Zeitspanne von 2020 bis 2021 sollte es weitgehend stabil bleiben. In dieser projizierten Entwicklung kommt die auf kurze Sicht erwartete Konjunkturabkühlung in einigen Schwellenländern angesichts der restriktiveren Finanzierungsbedingungen zum Ausdruck. Auf längere Sicht ist den Projektionen zufolge davon auszugehen, dass sich das Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in Richtung des Potenzialwachstums verlangsamt. Darüber hinaus dürfte sich das Expansionstempo in China allmählich abschwächen. Für den Euroraum wird damit gerechnet, dass das Wachstum der Auslandsnachfrage von 4,3 % im laufenden auf 3,1 % im kommenden Jahr zurückgehen und auf mittlere Sicht wieder leicht anziehen wird. Das erwartete globale BIP-Wachstum für 2018 und 2019 wurde gegenüber den Projektionen der EZB vom September 2018 geringfügig nach unten korrigiert, was auf den schwächeren Ausblick einiger Schwellenländer zurückzuführen ist. Auch das Wachstum der Auslandsnachfrage des Euroraums wurde für 2019 und 2020 nach unten revidiert. Darin finden die Auswirkungen der Zollerhöhungen sowie die projizierte konjunkturelle Eintrübung ihren Niederschlag.

**Die Risiken für die Weltwirtschaft sind insgesamt abwärtsgerichtet; so könnte eine weitere Verschärfung der Handelskonflikte das globale Wachstum erheblich in Mitleidenschaft ziehen.** Zwar kann die vorläufige Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China als positives Signal gewertet werden, doch besteht nach wie vor beträchtliche Unsicherheit darüber, ob die Gespräche zu einer spürbaren Entspannung der Handelsbeziehungen zwischen den beiden Ländern führen werden. Andere Abwärtsrisiken ergeben sich aus der Möglichkeit einer rascher als zuvor erwarteten Straffung der weltweiten Finanzierungsbedingungen mit weiter reichenden Verwerfungen in den Schwellenländern, aus Unsicherheiten hinsichtlich des Reformprozesses in China sowie politischen und geopolitischen Unwägbarkeiten, wie etwa den aus dem Brexit erwachsenden Risiken.

## Internationale Preisentwicklung

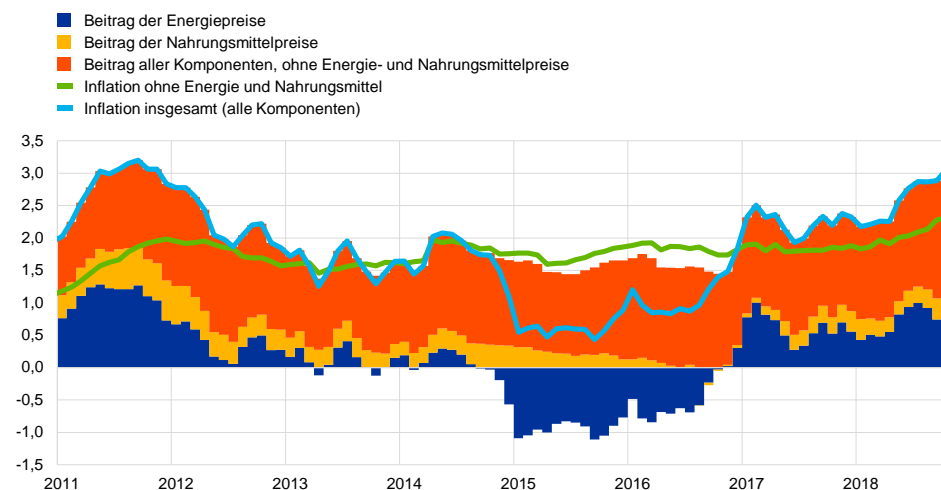
**Obwohl die Rohölpreise einer hohen Volatilität unterlagen, sind sie zuletzt deutlich gesunken.** Für die Schwankungen waren in erster Linie Nachrichten auf der Angebotsseite des Ölmarkts verantwortlich, wengleich in jüngster Zeit der erwartete Rückgang der weltweiten Nachfrage die Ölnotierungen gedrückt hat. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent erreichte Anfang Oktober mit 86 USD je Barrel einen Höchststand. Dabei wurde zum einen damit gerechnet, dass die Ölexporte aus dem Iran wegen der drohenden US-amerikanischen Sanktionen deutlich geringer ausfallen würden. Zum anderen hatten die OPEC und Russland entschieden, ihre Fördermengen stabil zu halten. Seitdem hat ein Zusammenspiel verschiedener positiver Meldungen auf der Angebotsseite zu einem Rückgang der Ölpreise beigetragen.

Hierzu zählten unter anderem die Erklärungen Saudi-Arabiens und Russlands, über genügend freie Förderkapazitäten zu verfügen, sowie die Ankündigung der USA, dass mehrere große Länder, die Öl aus dem Iran importieren, vorübergehend von den Sanktionen ausgenommen werden. Zuletzt bewirkte auch die Tatsache, dass mit einer geringeren weltweiten Nachfrage nach Öl gerechnet wird, einen Rückgang der Ölnotierungen. Infolge dieser Entwicklungen waren die Ölpreisannahmen, die den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 zugrunde lagen, niedriger als in den vorangegangenen Projektionen, und zwar um etwa 5,8 % bezogen auf das Jahr 2019 und um 3,2 % bezogen auf das Folgejahr. Seit dem Redaktionsschluss für die Erstellung der Projektionen ist der Ölpreis jedoch noch weiter gesunken und lag am 12. Dezember bei 59 USD je Barrel.

**Vor dem jüngsten Ölpreisrückgang hatten frühere Erhöhungen der Notierungen weltweit einen gewissen Aufwärtsdruck auf den Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe erzeugt.** In den OECD-Staaten kletterte die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Teuerung im Oktober auf 3,1 %. Ohne Energie- und Nahrungsmittel gerechnet lag die Inflation unverändert bei 2,3 %, wodurch der über das letzte Jahr beobachtete sehr moderate Aufwärtstrend unterbrochen wurde (siehe Abbildung 3). Trotz der zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten in den Industrieländern ist der Lohndruck nach wie vor recht verhalten.

**Abbildung 3**  
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2018.

**In der Vorausschau dürfte der Inflationsdruck weltweit begrenzt bleiben.** Auf kurze Sicht ist davon auszugehen, dass die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums anziehen werden. Dies ist vor dem Hintergrund des vorangegangenen Anstiegs der Ölpreise und der höheren Teuerungsraten in mehreren von den Finanzmarkturbulenzen im Sommer betroffenen Schwellenländern zu sehen. Auf längere Sicht deuten der jüngste Rückgang der Ölnotierungen und die aktuelle Öl-Terminkontraktkurve, die mittelfristig allmählich sinkende Preise signalisiert, auf einen rückläufigen Inflationsbeitrag der Energiepreise hin. Indessen werden sich die

weltweit abnehmenden Kapazitätsreserven den Projektionen zufolge leicht inflationssteigernd auswirken.

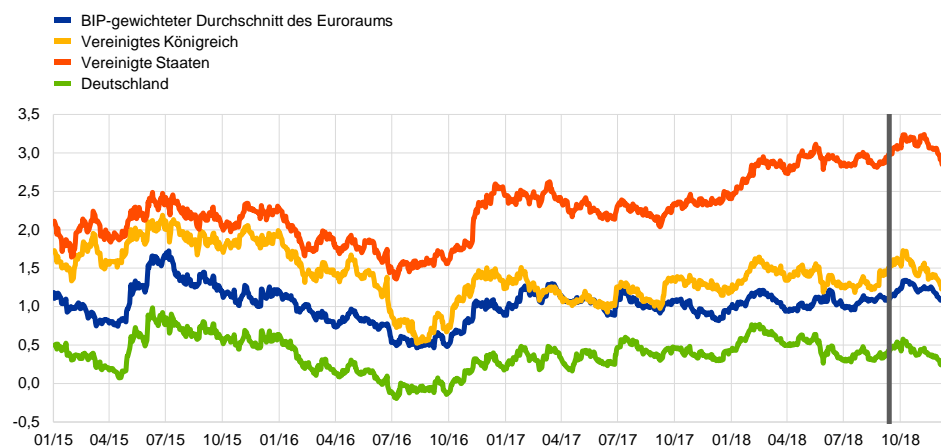
## 2 Finanzielle Entwicklungen

Seit der EZB-Ratssitzung im September 2018 sind die langfristigen risikofreien Zinssätze vor dem Hintergrund einer erhöhten geopolitischen Unsicherheit und einer wahrgenommenen Eintrübung der makroökonomischen Aussichten weltweit gesunken. Die Renditeabstände von Staatsanleihen der Euro-Länder blieben weitgehend stabil. Eine Ausnahme bildete Italien; dort unterlagen die Spreads einer erheblichen Volatilität. Die Gewinnerwartungen der Unternehmen blieben zwar insgesamt robust, doch führten einige Abwärtskorrekturen sowie eine Neubewertung der Risiken zu sinkenden Bewertungen von Unternehmen des Euroraums an den Aktien- und Anleihemärkten. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front ab.

**Die langfristigen Renditen gingen im Berichtszeitraum (13. September bis 12. Dezember 2018) sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten zurück.** Im Euroraum sank der zehnjährige risikofreie Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) um 4 Basispunkte auf 0,72 % und die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen um 1 Basispunkt auf 1,09 %. In den Vereinigten Staaten ging die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen um 6 Basispunkte auf 2,91 % zurück, während die entsprechende Rendite im Vereinigten Königreich um 22 Basispunkte auf 1,28 % fiel (siehe Abbildung 4). Im Verlauf des Berichtszeitraums kam es zu Schwankungen, die – ebenso wie der allgemeine Rückgang der Langfristrenditen weltweit – auf die erhöhte geopolitische Unsicherheit und die Veröffentlichung einiger schlechter als erwartet ausgefallener gesamtwirtschaftlicher Daten zurückzuführen waren.

**Abbildung 4**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in % p. a.)



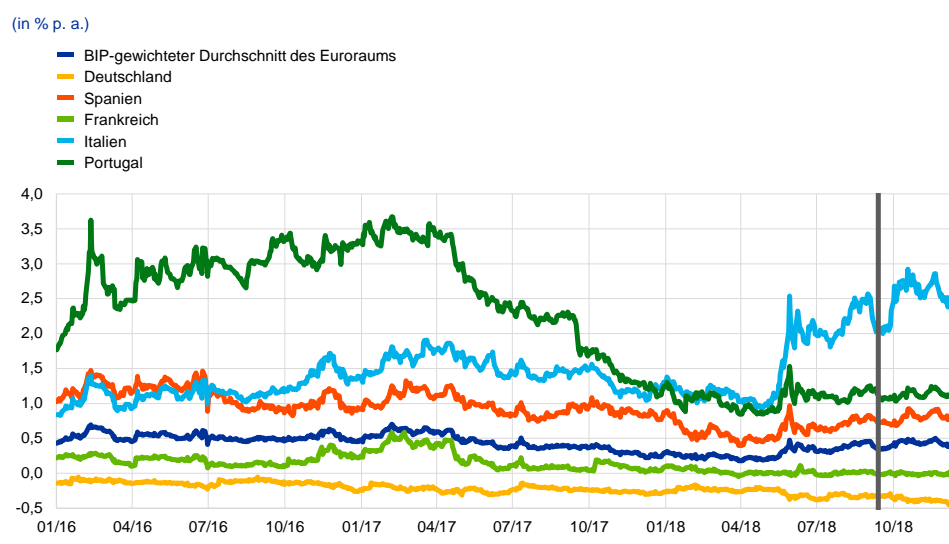
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Tageswerte. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. September 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 12. Dezember 2018.



**Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet und dem risikofreien OIS-Satz blieben trotz einer gewissen Volatilität weitgehend unverändert gegenüber September.** An den Staatsanleihemärkten herrschten im Berichtszeitraum weitgehend stabile Bedingungen vor, mit Ausnahme des italienischen Marktes: Dort weitete sich der Renditeaufschlag im Zehnjahresbereich aufgrund der anhaltenden politischen Unsicherheit um 26 Basispunkte auf 2,28 % aus (siehe Abbildung 5). Indes sind die Renditeabstände von Staatsanleihen der anderen Euro-Länder seit dem 13. September insgesamt weitgehend gleich geblieben, sodass der BIP-gewichtete Durchschnitt der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen am 5. Dezember nahezu unverändert 37 Basispunkte betrug.

**Abbildung 5**  
Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem OIS-Satz



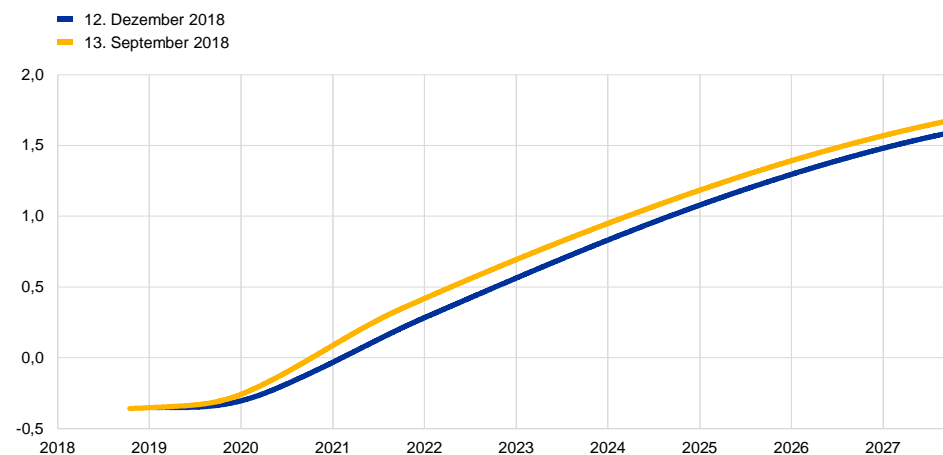
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der Staatsanleiherendite. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. September 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 12. Dezember 2018.

**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) notierte im Berichtszeitraum bei durchschnittlich -36 Basispunkten.** Die Überschussliquidität ging geringfügig um etwa 13 Mrd € auf rund 1 891 Mrd € zurück. Ursächlich für diese Abnahme waren ein Anstieg der autonomen Faktoren (netto), die Fälligkeit der ersten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) und vorzeitige Rückzahlungen von Mitteln, die im Rahmen der zweiten Serie (GLRG II) aufgenommen worden waren. Allerdings wurde der Rückgang der Überschussliquidität durch die noch andauernden Wertpapierkäufe im Rahmen des Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) teilweise kompensiert. Weitere Einzelheiten zur Entwicklung der Liquiditätsbedingungen finden sich in Kasten 2.

**Die EONIA-Terminzinskurve verschob sich im Berichtszeitraum leicht nach unten.** Bei den Zeithorizonten vor 2021 verbleibt die Kurve im negativen Bereich. Darin kommt zum Ausdruck, dass die Märkte mit einer länger anhaltenden Phase von Negativzinsen rechnen (siehe Abbildung 6).

**Abbildung 6**  
EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

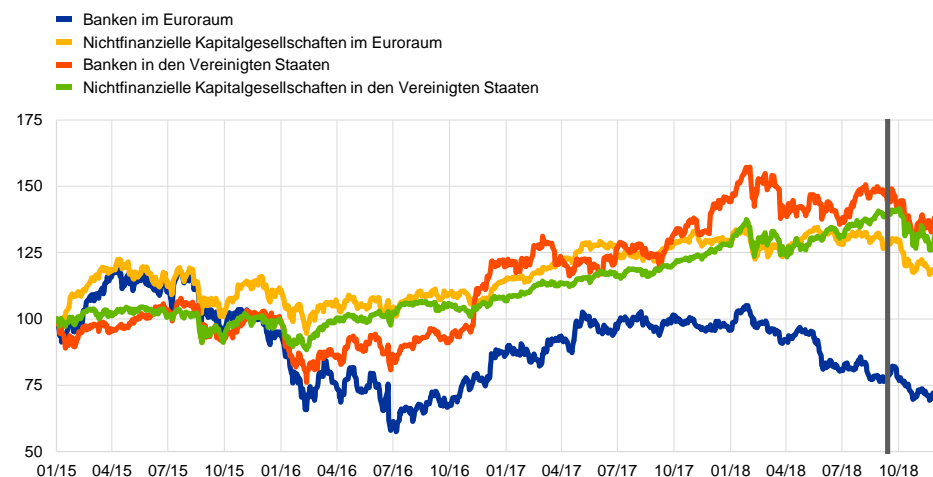
**Die marktbreiten Indizes der Aktienkurse im Euroraum gaben vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Unsicherheit und eines leichten Übergreifens der Volatilität aus den Vereinigten Staaten nach.**

Die Börsennotierungen von Banken und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet gingen im Berichtszeitraum um rund 13 % bzw. 9 % zurück (siehe Abbildung 7). Ähnlich starke Rückgänge wurden in den Vereinigten Staaten beobachtet. Im Euroraum waren die Aktienkursverluste unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen ihre Gewinnerwartungen angesichts einer wahrgenommenen Eintrübung der makroökonomischen Aussichten nach unten korrigierten. Gleichwohl sind die Gewinnerwartungen der Unternehmen im Eurogebiet insgesamt nach wie vor überdurchschnittlich und stützen die Aktienkurse. Unterdessen nahm die Volatilität an den Aktienmärkten der Euro-Länder angesichts der anhaltenden Spannungen an den Staatsanleihemärkten im Euroraum, der geopolitischen Unsicherheit und eines leichten Übergreifens der US-Aktienmarktvolatilität zu.

## Abbildung 7

### Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. September 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 12. Dezember 2018.

#### **Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet weiteten sich im Berichtszeitraum aus.**

Seit September hat sich der Renditeaufschlag von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen gegenüber dem risikofreien Satz um rund 30 Basispunkte auf 96 Basispunkte vergrößert (siehe Abbildung 8). Bei Anleihen des Finanzsektors war ebenfalls eine Erhöhung der Renditen zu beobachten, sodass sich der Spread hier um etwa 35 Basispunkte ausweitete. Modellbasierte Schätzungen deuten darauf hin, dass diese Zunahme höchstwahrscheinlich eher auf eine Neubewertung der Risiken als auf einen Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeiten zurückzuführen war. Insgesamt sind die Renditeabstände von Unternehmensanleihen nach wie vor kleiner als vor der Ankündigung und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) im März 2016.

## Abbildung 8

### Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

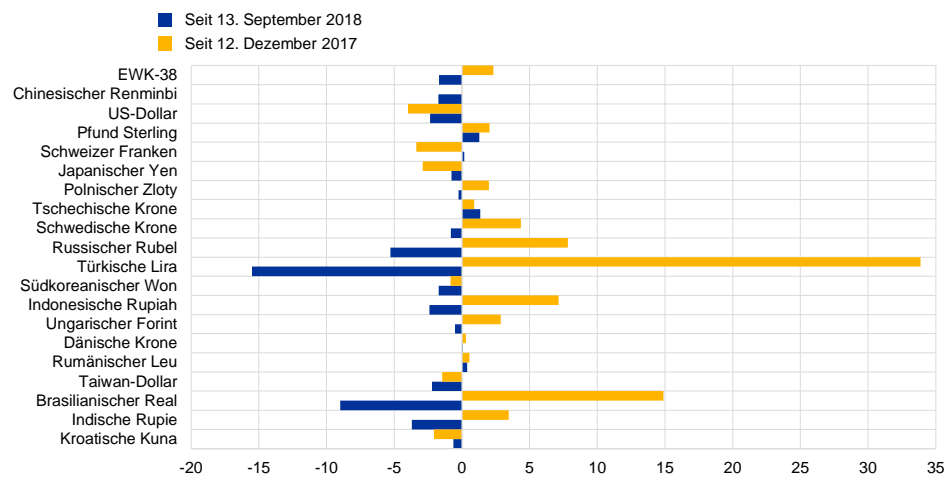
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. September 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 12. Dezember 2018.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front ab** (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen anhand der Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im Berichtszeitraum um 1,7 % nach. Auch bilateral verlor der Euro gegenüber den meisten Währungen an Wert. Insbesondere zum US-Dollar stand er im Minus (um 2,4 %), was zum Teil die Erwartungen hinsichtlich der unterschiedlichen künftigen geldpolitischen Ausrichtung der Federal Reserve und der EZB widerspiegelte. Auch in Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer wertete der Euro insgesamt ab, etwa zum chinesischen Renminbi (-1,7 %), vor allem aber zur türkischen Lira (-15,5 %), zum brasilianischen Real (-9,0 %) und zum russischen Rubel (-5,3 %), die dadurch einen weiteren Teil ihrer vorherigen Verluste gegenüber dem Euro wettmachten.

## Abbildung 9

### 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. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 12. Dezember 2018.

## 3 Konjunktorentwicklung

*Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im dritten Jahresviertel 2018 hauptsächlich aufgrund sektorspezifischer Entwicklungen weiter auf 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Was die Zukunft betrifft, so stehen die aktuellen Daten insgesamt nach wie vor mit einer anhaltenden wirtschaftlichen Expansion im Einklang, wenngleich erhöhte Abwärtsrisiken bestehen. Gestützt wird das Wachstum des realen BIP im Euroraum in erster Linie durch einen Anstieg der privaten Konsumausgaben und der Investitionen. Laut den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 wird das jährliche reale BIP 2019 und 2020 jeweils um 1,7 % und 2021 um 1,5 % steigen. Gegenüber den Projektionen vom September 2018 wurde die Zuwachsrate des realen BIP für die Jahre 2018 und 2019 leicht nach unten korrigiert. Grund hierfür sind vor allem die schwächeren Daten im dritten Quartal 2018 und der damit verbundene geringere statistische Überhang für 2019.*

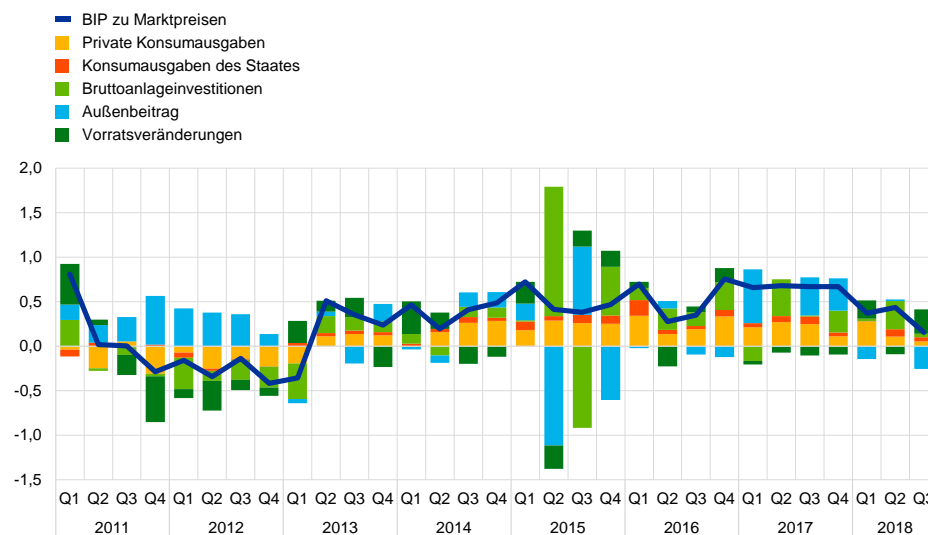
**Das Wachstum im Eurogebiet schwächte sich im dritten Vierteljahr 2018 hauptsächlich aufgrund sektorspezifischer Entwicklungen weiter ab, blieb jedoch insgesamt robust, obwohl die Konjunktur in einigen wenigen Euro-Ländern leicht rückläufig war.**

Im dritten Quartal des laufenden Jahres erhöhte sich das reale BIP um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal nach einem Plus von jeweils 0,4 % in den beiden vorangegangenen Dreimonatszeiträumen (siehe Abbildung 10). Die Abschwächung im Berichtsquartal scheint in erster Linie mit vorübergehenden Engpässen in der Automobilproduktion, vor allem in Deutschland, zusammenzuhängen (nähere Einzelheiten zur Wachstumsverlangsamung im Jahr 2018 finden sich in Kasten 3). Von der inländischen Nachfrage gingen im dritten Jahresviertel 2018 weiterhin positive Wachstumsimpulse aus, wenngleich diese geringer ausfielen als in den Vorquartalen. Auch die Vorratsveränderungen leisteten erneut einen positiven Beitrag, wohingegen der Beitrag des Außenhandels negativ war. Auf der Produktionsseite wurde die Konjunktur im selben Zeitraum abermals vornehmlich durch kräftige Zuwächse im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe gestützt, während die Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) etwas schrumpfte.

## Abbildung 10

### Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

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

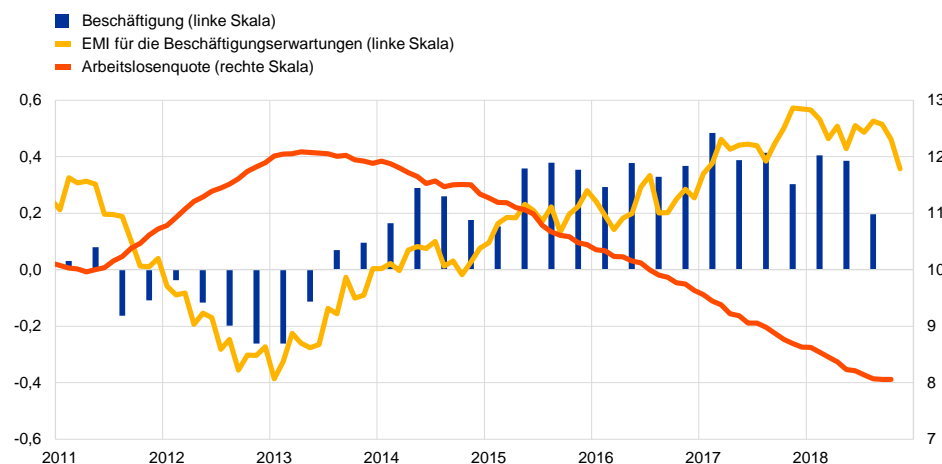
**Die Beschäftigung erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2018 weiter, und zwar um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal** (siehe Abbildung 11). Aktuell liegt die Beschäftigung 2,6 % über dem im ersten Vierteljahr 2008 gemessenen Höchststand vor der Krise. In den meisten Ländern des Euroraums ist ein – auch sektorübergreifend breit gefächertes – Beschäftigungswachstum zu beobachten. Mit dem jüngsten Anstieg beläuft sich der kumulierte Zuwachs im Eurogebiet seit dem im zweiten Quartal 2013 verzeichneten Tiefstand auf 9,6 Millionen Beschäftigte. Diese Zunahme ist zwar vergleichbar mit der Entwicklung in den fünf Jahren vor der Krise, aber die Zusammensetzung des Wachstums hat sich insbesondere im Hinblick auf die Beiträge der einzelnen Altersgruppen verändert (siehe Kasten 4). Der anhaltende Beschäftigungszuwachs hat im Verbund mit dem geringeren BIP-Anstieg im laufenden Jahr zu einer Abschwächung des Produktivitätswachstums geführt, das sich 2017 noch leicht beschleunigt hatte.

**Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren entwickelten sich zuletzt schwächer, deuten aber nach wie vor auf eine Fortsetzung des Beschäftigungswachstums im Schlussquartal 2018 hin.** Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet belief sich im Oktober wie schon im dritten Quartal dieses Jahres auf 8,1 % und liegt damit weiterhin auf dem niedrigsten Stand seit November 2008. Ausgehend von einem sehr hohen Niveau haben sich die Umfrageindikatoren etwas abgeschwächt, lassen aber für das letzte Jahresviertel 2018 immer noch auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum schließen. Die Indikatoren des Arbeitskräftemangels sind zwar in einigen Sektoren und Ländern leicht gesunken, weisen jedoch im historischen Vergleich nach wie vor sehr hohe Werte auf.

## Abbildung 11

### Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex; 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 2018 (Beschäftigung), November 2018 (EMI) bzw. Oktober 2018 (Arbeitslosenquote).

#### **Der private Konsum wird trotz einer leichten kurzfristigen Schwäche weiterhin vom Beschäftigungswachstum und von den soliden Bilanzen der privaten Haushalte getragen.**

Im dritten Jahresviertel 2018 erhöhten sich die privaten Konsumausgaben um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem der Zuwachs im zweiten Vierteljahr etwas höher ausgefallen war. Der Einzelhandel verzeichnete im Berichtsquartal ein Nullwachstum. Bei den Pkw-Neuzulassungen wurde im Oktober ein Rückgang um mehr als 16 % gegenüber dem dritten Jahresviertel verbucht. Die vorübergehenden Engpässe in der Automobilproduktion und im Pkw-Absatz erschweren allerdings derzeit die Interpretation der Daten. Die Rohölpreise liegen zwar immer noch deutlich unter ihren 2012 verzeichneten Höchstständen, entwickelten sich aber zuletzt volatil, was zu einer erhöhten Unsicherheit hinsichtlich der Kaufkraft der privaten Haushalte geführt hat. Längerfristig betrachtet wird die solide Grunddynamik des privaten Verbrauchs weiterhin durch das steigende Arbeitseinkommen gestützt. Darüber hinaus trägt die Stärkung der Bilanzen der Privathaushalte nach wie vor wesentlich zum kontinuierlichen Konsumwachstum bei, zumal der Zugang der privaten Haushalte zu Krediten entscheidend von ihrer Kreditwürdigkeit abhängt.

#### **Die anhaltende Erholung an den Wohnimmobilienmärkten dürfte das Wachstum weiter antreiben, wenngleich sich das Tempo wohl verlangsamen wird.**

Im dritten Quartal 2018 erhöhten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 0,6 %, was auf die sich fortsetzende Erholung in vielen Euro-Ländern wie auch im Euroraum als Ganzem zurückzuführen ist. Die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse deuten auf eine positive, aber nachlassende Dynamik hin. Die Produktion im Hochbau stieg im dritten Jahresviertel 2018 um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal nach 0,9 % im zweiten Vierteljahr. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe wies in den letzten Monaten auf eine positive, wenngleich sich abschwächende Dynamik im Schlussquartal 2018 hin.



Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Wohnungsbau belief sich von September bis November auf durchschnittlich 50,1 Punkte. Auch die Vertrauensindikatoren aus den Umfragen der Europäischen Kommission gingen im November leicht zurück, doch sowohl die Einkaufsmanagerindizes als auch die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikatoren liegen weiterhin deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt.

**Die Unternehmensinvestitionen (näherungsweise beziffert anhand der Investitionen außerhalb des Baugewerbes) erhöhten sich im dritten Jahresviertel 2018 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem im zweiten Vierteljahr mit 1,7 % noch ein kräftiger Zuwachs verzeichnet worden war.**

Zurückzuführen war diese Abschwächung ausschließlich auf eine im Quartalsvergleich merkbare Wachstumsverlangsamung bei den Ausrüstungen von 2,5 % im zweiten auf 0,5 % im dritten Vierteljahr. Da diese Komponente sehr handelsintensiv ist, lässt sich diese Entwicklung zum Teil mit der recht schwachen Exportleistung erklären. Auch von Land zu Land waren einige Unterschiede zu beobachten. Während die Investitionen (ohne Bauinvestitionen) in Frankreich und Spanien mit 1,9 % bzw. 1,5 % robuste vierteljährliche Zuwachsraten aufwiesen, fiel das Wachstum in Deutschland und den Niederlanden mit 0,6 % bzw. 0,3 % moderater aus. In Italien wurde mit -2,3 % ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Vorquartal verzeichnet. Dennoch dürften die robuste Binnennachfrage, die Ertragslage und die günstigen Finanzierungsbedingungen die Unternehmensinvestitionen in nächster Zeit weiterhin stützen. Abwärtsrisiken gehen indes von der Unsicherheit im Zusammenhang mit der Handelspolitik und einer Abschwächung des Welthandels aus.

**Nach der Erholung im zweiten Quartal verringerte sich die gesamte reale Ausfuhr des Euroraums im dritten Jahresviertel 2018 im Quartalsvergleich etwas.** Der Rückgang bei den Exporten war auf die Entwicklung der Warenausfuhren (-0,2 %) zurückzuführen; bei den Dienstleistungen wurde mit 0,2 % hingegen ein leichter Zuwachs verbucht. Aus den Angaben zum Warenhandel geht hervor, dass die schwache Entwicklung der Warenausfuhr in erster Linie den Exportströmen innerhalb des Eurogebiets zuzuschreiben war. Das Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums verbesserte sich, blieb aber verhalten. Besonders hiervon betroffen waren Exporte in das Vereinigte Königreich, nach China und in die Türkei. Die gesamte reale Einfuhr des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich im dritten Vierteljahr 2018 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal. Damit fiel der Außenbeitrag negativ aus (-0,3 Prozentpunkte). Frühindikatoren bestätigen, dass sich die Ausfuhren in nächster Zeit schwach entwickeln werden. Während die Umfrageergebnisse auf einen leichten Rückgang der Exporte hindeuten, lassen die auf der Auftragslage in der Industrie außerhalb des Euroraums basierenden harten Daten auf eine weniger ausgeprägte Verschlechterung schließen.

**Insgesamt bestätigen die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse – wenngleich sie etwas schwächer als erwartet sind – das Bild eines anhaltenden, breit angelegten Wirtschaftswachstums im Eurogebiet.**

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) stieg im Oktober leicht an, wobei die Ergebnisse in den einzelnen Sektoren und in den größeren Euro-Ländern uneinheitlich ausfielen. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte

Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) verringerte sich im Oktober und blieb im November weitgehend stabil, liegt jedoch nach wie vor deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor ging im Oktober und November zurück, liegt aber immer noch auf einem Niveau, das auf eine Wachstumsfortsetzung hindeutet.

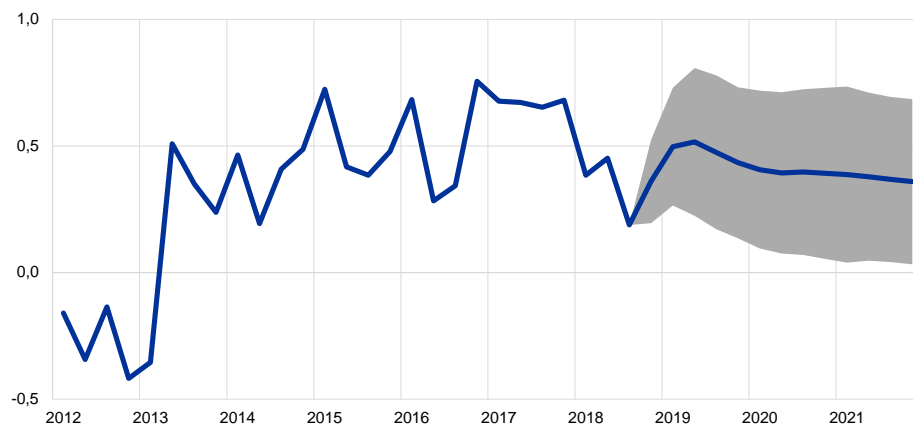
**Der breit angelegte Wirtschaftsaufschwung dürfte weiter anhalten.** Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB stützt weiterhin die Binnennachfrage. Die privaten Konsumausgaben dürften von einem anhaltenden Beschäftigungszuwachs und steigenden Löhnen profitieren. Zugleich werden die Unternehmensinvestitionen von einer soliden Binnennachfrage, günstigen Finanzierungsbedingungen und sich verbessernden Bilanzen getragen. Die Investitionstätigkeit im Wohnungsbau bleibt lebhaft.

**Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2018 zufolge wird das jährliche reale BIP 2019 und 2020 jeweils um 1,7 % und 2021 um 1,5 % steigen** (siehe Abbildung 12). Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2018 wurde das Wachstum des realen BIP für 2018 und 2019 leicht nach unten korrigiert. Darin spiegeln sich die schwächeren Daten im dritten Quartal 2018 und der damit verbundene geringere statistische Überhang für 2019 wider. Zwar werden etwas höhere langfristige Kreditzinsen, niedrigere Aktienkurse und ein geringeres Wachstum der Auslandsnachfrage die Konjunktur 2019 und 2020 dämpfen, doch dürften die günstigen Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise, des schwächeren effektiven Euro-Wechselkurses und einer gewissen zusätzlichen finanzpolitischen Lockerung diese Effekte weitgehend kompensieren. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets können noch immer als weitgehend ausgewogen erachtet werden. Angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus, Anfälligkeiten in den Schwellenländern und Finanzmarktvolatilität ist jedoch eine Verschiebung in Richtung Abwärtsrisiken zu beobachten.

## Abbildung 12

### Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), veröffentlicht am 13. Dezember 2018 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die rund um den Projektionspfad dargestellten Bandbreiten basieren auf Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Bereinigung um außergewöhnliche Ereignisse umfasst, wird in der EZB-Publikation „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“ vom Dezember 2009 dargelegt, die auf der Website der EZB abrufbar ist.

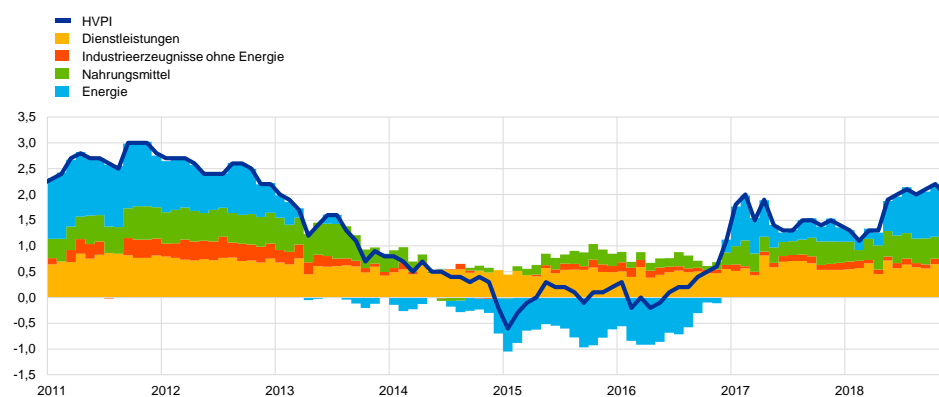
Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 2,2 % im Oktober 2018 auf 2,0 % im November gesunken. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation bewegten sich zwar nach wie vor seitwärts, aber vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten gewann der binnenwirtschaftliche Kostendruck weiter an Stärke und Breite. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und einem höheren Lohnwachstum dürfte die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht schrittweise zunehmen. Diese Einschätzung deckt sich auch weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2018, denen zufolge sich die jährliche HVPI-Inflation 2019 auf 1,6 %, 2020 auf 1,7 % und 2021 auf 1,8 % belaufen wird, womit der Ausblick für 2019 gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2018 leicht nach unten korrigiert wurde. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2019 bei 1,4 %, im Folgejahr bei 1,6 % und 2021 bei 1,8 % liegen.

**Die Gesamtinflation war im November rückläufig.** Die jährliche am HVPI für den Euroraum gemessene Teuerungsrate hat sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 2,2 % im Oktober 2018 auf 2,0 % im November verringert (siehe Abbildung 13). Dies war auf niedrigere Inflationsraten für alle wichtigen Teilkomponenten zurückzuführen: Energie, HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sowie Nahrungsmittel insgesamt. Der Beitrag der Energiepreise zur Gesamtinflation dürfte weiterhin kräftig sinken, da der Effekt zurückliegender Ölpreiserhöhungen nachlässt.

### Abbildung 13

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

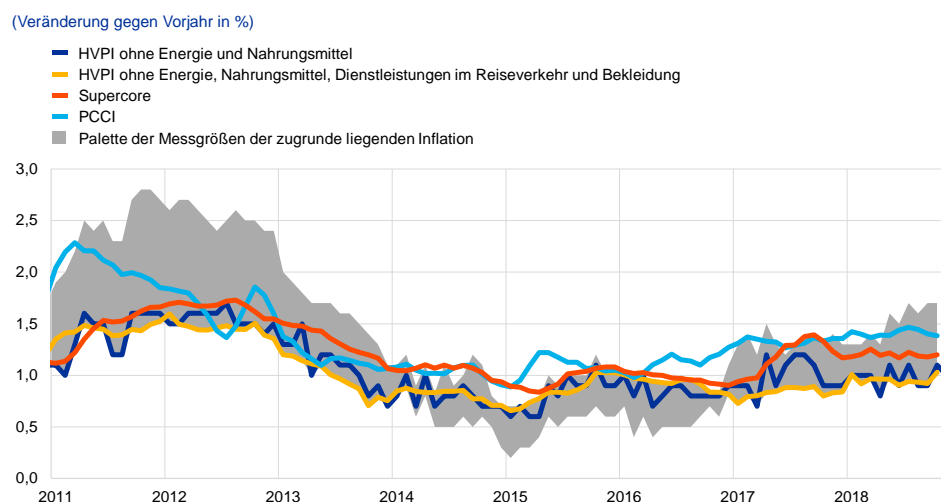


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2018 (Vorausschätzungen).

**Nach einem Anstieg gegenüber früheren Tiefständen setzten die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation ihre jüngste Seitwärtsbewegung fort.** Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel lag im November bei 1,0 % nach 1,1 % im Vormonat; damit schwankte sie weiter um den Wert von 1 % herum, nachdem sie zuvor gegenüber ihrem Tiefstand von Mitte 2016 gestiegen war. Der im November verzeichnete Rückgang war auf ein Absinken der Teuerungsrate bei den Dienstleistungen von 1,5 % auf 1,3 % zurückzuführen, während der Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen ohne Energie mit 0,4 % unverändert war. Andere Maße der zugrunde liegenden Inflation, einschließlich der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (PCCI) und des Supercore-Indikators,<sup>1</sup> die nur für den Zeitraum bis Oktober vorliegen, deuteten generell auch auf eine Fortsetzung der allgemeinen Seitwärtsbewegung der letzten Monate hin (siehe Abbildung 14). Mit Blick auf die Zukunft dürften sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation schrittweise erhöhen, getrieben von einem weiteren Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Produktionspreise im Zusammenspiel mit verzögerten indirekten Effekten zurückliegender Ölpreiserhöhungen.

**Abbildung 14**  
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2018 (Vorausschätzung; HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. Oktober 2018 (alle übrigen Messgrößen). Die Palette der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation umfasst folgende Größen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI.

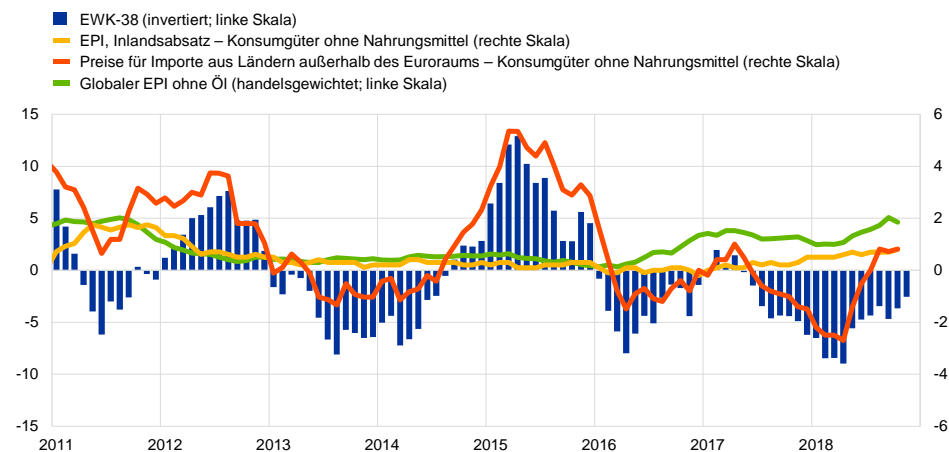
**In den nachgelagerten Phasen der Wertschöpfungskette war der Preisdruck bei den im HVPI erfassten Industrierzeugnissen ohne Energie weitgehend unverändert.** Die aktuellen Daten für die vorgelagerten Phasen der Preissetzungskette enthielten gemischte Signale: Die Jahresänderungsrate der in Euro gerechneten Ölpreise war im Oktober leicht und im November stark rückläufig. Im Gegensatz dazu lag der globale Preisauftrieb auf der Erzeugerebene (ohne Energie) im Oktober bei

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten zu den Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation finden sich in: EZB, Die als "Supercore" bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 2, und 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.

4,6 % und damit merklich über dem historischen Durchschnitt von etwa 2,5 % zu Beginn dieses Jahres. Die Steigerungsrate der Preise für Importe von Konsumgütern ohne Nahrungsmittel und Vorleistungsgütern lag nach wie vor deutlich über ihrem im früheren Jahresverlauf verzeichneten Tiefstand, wenngleich sie sich in den vergangenen Monaten bei etwa 0,8 % stabilisiert hatte (siehe Abbildung 15). Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel stieg im Oktober leicht auf 0,8 %, verglichen mit jeweils 0,7 % in den vorangegangenen drei Monaten und dem langfristigen Durchschnitt von 0,6 %. Insgesamt war der Preisdruck entlang den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weitgehend unverändert.

**Abbildung 15**  
Erzeuger- und Einfuhrpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2018 (EWK-38) bzw. Oktober 2018 (andere Messgrößen). „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Der „EPI“ misst die monatliche Entwicklung der Verkaufspreise ab Werk.

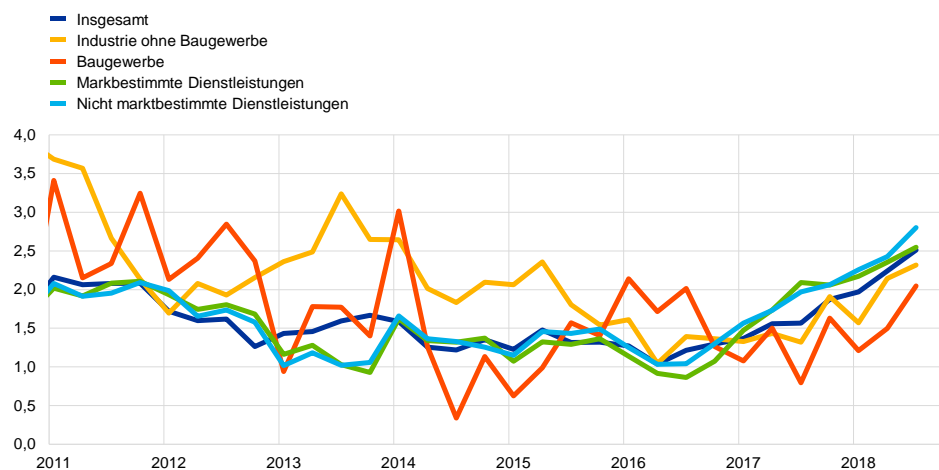
### Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums deutet auf einen kontinuierlichen Aufwärtstrend hin und stützt den Eindruck, dass sich allmählich ein binnenwirtschaftlicher Kostendruck aufbaut.

Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer hat sich von 2,2 % im zweiten Quartal 2018 auf 2,5 % im dritten Jahresviertel 2018 erhöht und liegt damit deutlich über dem in der ersten Jahreshälfte 2016 verzeichneten Wert. Dieser Verlauf steht mit der zunehmend angespannten Lage am Arbeitsmarkt im Einklang. Zudem schwächen sich das Lohnwachstum belastende Faktoren, zu denen auch die niedrigen Inflationsraten der Vergangenheit und die anhaltenden Auswirkungen der in einigen Ländern während der Krise ergriffenen Arbeitsmarktreformen zählen, weiter ab. In der Frühphase des sich beschleunigenden Anstiegs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer stellte die Lohndrift die wichtigste Triebfeder dar; in den letzten Quartalen war die Entwicklungsdynamik hingegen größtenteils der jährlichen Steigerung der Tarifverdienste zuzuschreiben (siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Zusammen mit dem sektorübergreifend an Breite gewinnenden Lohnzuwachs (siehe Abbildung 16) stützte dies die Zuversicht hinsichtlich der Aussichten für das Lohnwachstum.

## Abbildung 16

### Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach wichtigen Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2018. „Nicht marktbestimmte Dienstleistungen“ umfassen Tätigkeiten von staatlichen Einrichtungen und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck in Bereichen wie der allgemeinen öffentlichen Verwaltung, dem Bildungs- und dem Gesundheitswesen (Abschnitte O bis Q der Wirtschaftszweigsystematik NACE Rev. 2). „Marktbestimmte Dienstleistungen“ stellen die verbleibende Differenz zu den Dienstleistungen insgesamt dar (Abschnitte G bis N und R bis U der Wirtschaftszweigsystematik NACE Rev. 2).

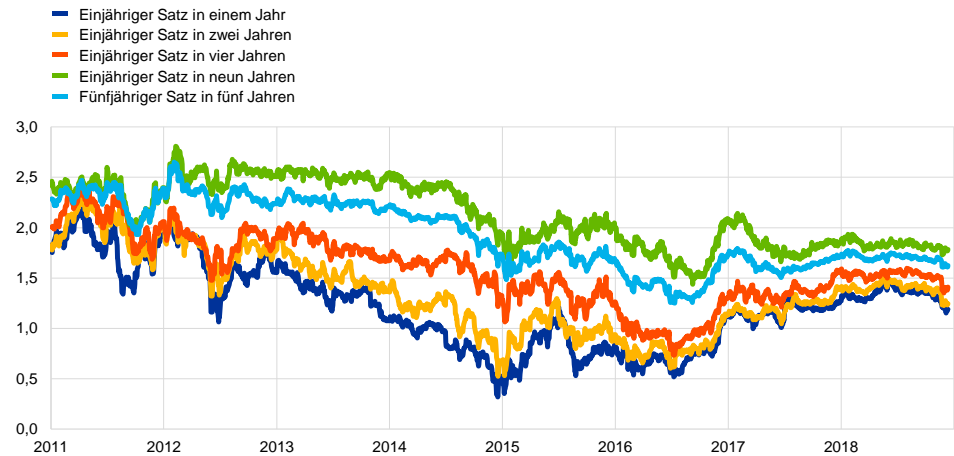
### Die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen waren leicht rückläufig, während die umfragebasierten Messgrößen stabil blieben.

Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 6. Dezember 2018 bei 1,62 % und damit rund 7 Basispunkte unter dem Stand von Mitte September (siehe Abbildung 17). Das zukunftsgerichtete Profil der markt-basierten Messgrößen der Inflationserwartungen deutet weiterhin auf eine anhaltende Phase niedriger Inflationsraten hin, wobei sich die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % schrittweise vollziehen dürfte. Die aus Inflationsoptionen abgeleitete risikoneutrale Wahrscheinlichkeit einer negativen Inflationsrate im Durchschnitt der nächsten fünf Jahre ist vernachlässigbar, was darauf schließen lässt, dass die Märkte das Deflationsrisiko derzeit für sehr gering halten. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2018 sind die längerfristigen Inflationserwartungen mit 1,9 % stabil geblieben.

## Abbildung 17

### Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 12. Dezember 2018.

### Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 davon aus, dass die zugrunde liegende Inflation über den Projektionszeitraum hinweg allmählich ansteigen wird.

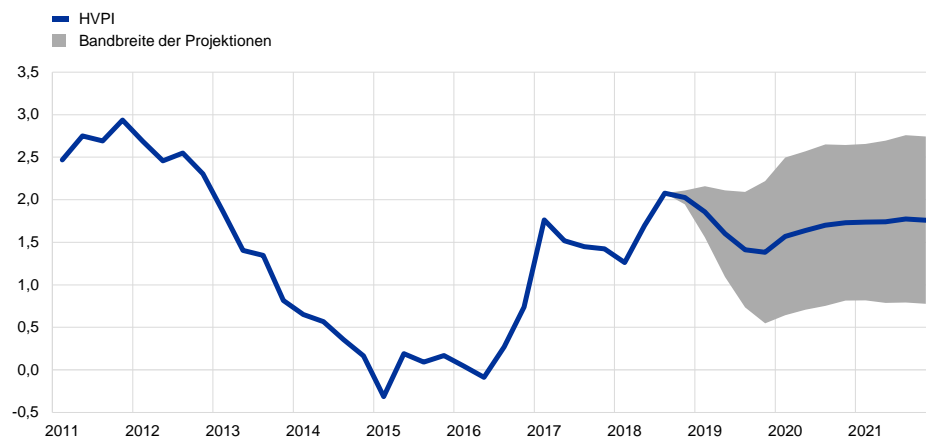
Auf der Grundlage der Mitte November vorliegenden Daten wird demnach erwartet, dass sich die durchschnittliche am HVPI gemessene Gesamtinflation 2019 auf 1,6 %, 2020 auf 1,7 % und 2021 auf 1,8 % belaufen wird (siehe Abbildung 18), was gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2018 eine Abwärtskorrektur des Ausblicks für 2019 um 0,1 Prozentpunkte darstellt. Dieser Verlauf ergibt sich aus einem – ausgehend vom derzeit hohen Niveau – deutlichen Rückgang der HVPI-Teuerungsrate für Energie im Laufe des Jahres 2019, der auf den nachlassenden Effekt von zurückliegenden starken Ölpreissteigerungen zurückzuführen ist. Mit Blick auf die Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel ist hingegen davon auszugehen, dass sich diese Rate im Einklang mit der erwarteten Ausweitung der positiven Produktionslücke und einer zunehmend angespannten Lage am Arbeitsmarkt erhöhen wird und von 1,4 % im Jahr 2019 auf 1,6 % im Jahr 2020 und auf 1,8 % im Jahr 2021 steigen dürfte.



## Abbildung 18

### Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2018](#), veröffentlicht am 13. Dezember 2018 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2018 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2021 (Projektionen). Die rund um den Projektionspfad dargestellten Bandbreiten basieren auf Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Bereinigung um außergewöhnliche Ereignisse umfasst, wird in der EZB-Publikation [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) vom Dezember 2009 dargelegt.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

*Im Oktober 2018 beschleunigte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 vor dem Hintergrund einer anhaltenden Verschiebung in Richtung eher selbsttragender Quellen der Geldschöpfung; Grund für diese Verlagerung ist die Reduzierung der monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Die Kreditgewährung an den privaten Sektor nahm weiter zu und blieb die Haupttriebfeder des M3-Wachstums. Allerdings waren vor allem bei den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erste Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung erkennbar. Unterdessen blieben die Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken sehr günstig. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich im dritten Quartal 2018 überdies erheblich, da die Unternehmen von den nach wie vor recht vorteilhaften Bedingungen an den Anleihemärkten profitierten.*

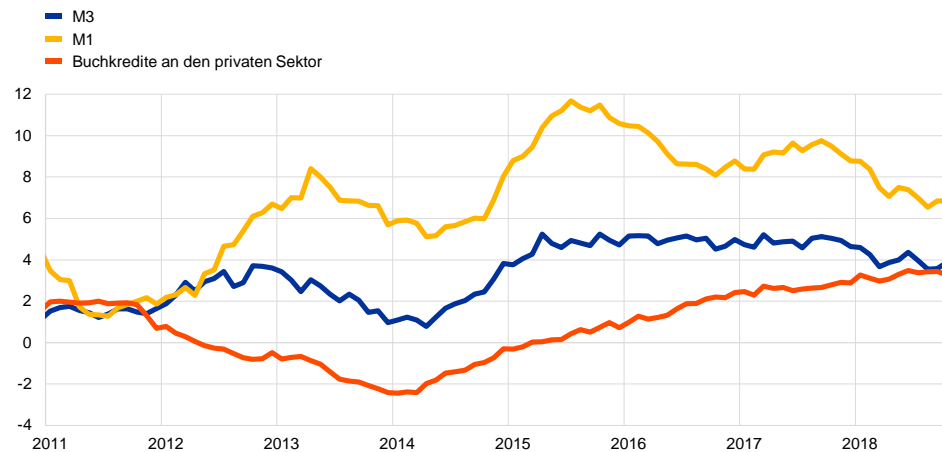
**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 beschleunigte sich im Oktober, blieb aber unter dem bis Ende 2017 verzeichneten Niveau.** Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erhöhte sich von 3,5 % im September auf 3,9 % im Oktober 2018 (siehe Abbildung 19). Maßgeblich für diese Zunahme waren unter anderem ein kräftiger monatlicher Zufluss sowie ein Basiseffekt. Das M3-Wachstum hat sich seit Ende 2017 abgeschwächt, da der positive Effekt des APP im Zuge der sukzessiven Verringerung der Netto-Wertpapierankäufe (von 80 Mrd € auf 60 Mrd € im April 2017, weiter auf 30 Mrd € im Januar 2018 und schließlich auf 15 Mrd € im Oktober 2018) nachgelassen hat.<sup>2</sup> Die jährliche Zuwachsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, blieb im Oktober unverändert bei 6,8 % und leistete somit abermals einen erheblichen Beitrag zur Zunahme der weit gefassten Geldmenge. Gestützt wurde die monetäre Dynamik weiterhin durch das solide Wirtschaftswachstum und die angesichts der sehr niedrigen Zinsen geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Instrumente.

<sup>2</sup> Siehe beispielsweise EZB, [Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB](#), Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

## Abbildung 19

### M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

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

#### Das M3-Wachstum wurde nach wie vor hauptsächlich von den täglich fälligen Einlagen bestimmt.

Die Jahresänderungsrate der täglich fälligen Einlagen verharrte im Oktober bei 7,3 %. Dahinter verbarg sich eine stetige Expansion der täglich fälligen Einlagen privater Haushalte, während sich der jährliche Zuwachs der entsprechenden Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften abschwächte. Das Wachstum des Bargeldumlaufs blieb stabil und deutete somit nicht auf eine umfangreiche Substitution von Einlagen durch Bargeld vor dem Hintergrund der sehr niedrigen bzw. negativen Zinsen hin. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 - M1) leisteten erneut einen negativen Beitrag zum M3-Wachstum, obwohl sich die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen seit Ende 2017 stabilisiert hat. Auch die marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die nur ein geringes Gewicht innerhalb von M3 haben, wirkten sich angesichts der niedrigen Verzinsung dieser Instrumente dämpfend auf das M3-Wachstum aus.

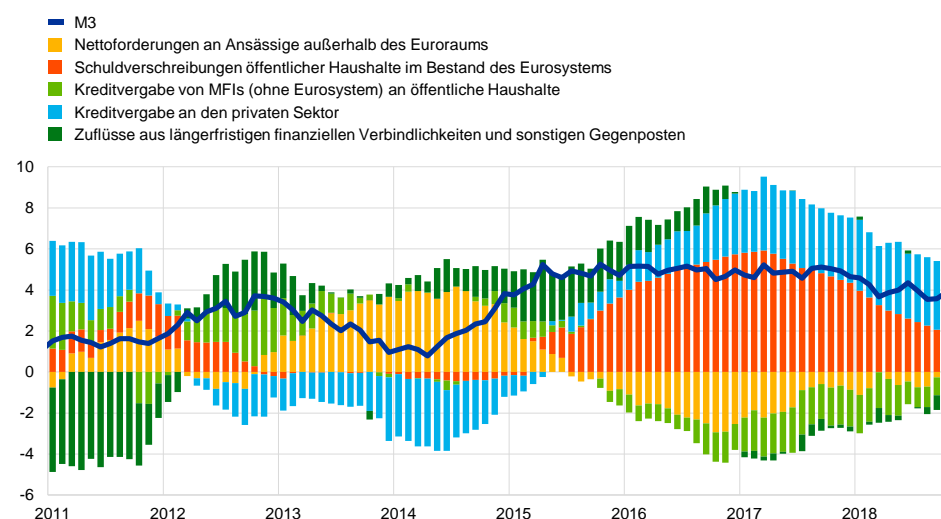
#### Die Kreditvergabe an den privaten Sektor ist der wichtigste Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge

(siehe Abbildung 20). Was die Gegenposten der Geldmenge M3 betrifft, so ging der positive Wachstumsbeitrag der Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte im Bestand des Eurosystems im Zuge der bereits erwähnten Reduzierung der monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des APP weiter zurück (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 20). Kompensiert wurde dies jedoch weitgehend durch den seit Ende 2017 leicht gestiegenen Beitrag der Kreditvergabe an den privaten Sektor (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 20). Diese Entwicklung ist Ausdruck einer anhaltenden Verschiebung in Richtung eher selbsttragender Quellen der Geldschöpfung. So trug im Oktober nicht mehr der Erwerb von Staatsschuldverschreibungen durch das Eurosystem, sondern vielmehr die Kreditgewährung an den privaten Sektor am stärksten zum M3-Wachstum bei. Dagegen wirkte der Verkauf von Staatsanleihen durch gebietsansässige MFIs (ohne Eurosystem) dämpfend auf das M3-Wachstum (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 20). Die Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums, in

denen sich unter anderem die Präferenz der Anleger für Wertpapiere aus dem Eurogebiet widerspiegelt, trugen im Oktober 2018 erstmals seit Juni 2015 wieder begünstigend zur Dynamik der weit gefassten Geldmenge bei (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 20).

**Abbildung 20**  
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 Oktober 2018.

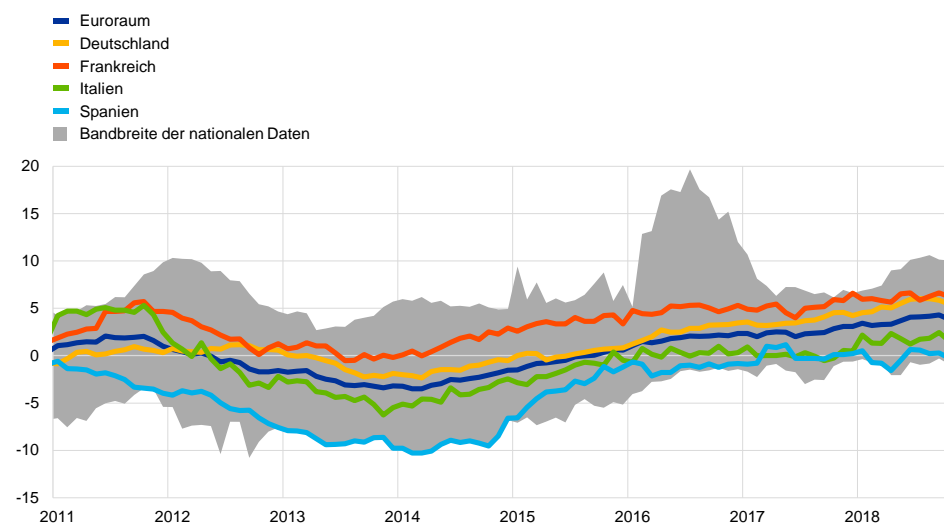
**Der seit Anfang 2014 zu verzeichnende Anstieg des Wachstums der Buchkredite an den privaten Sektor stagnierte im Oktober.**

Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor verringerte sich im Oktober geringfügig auf 3,3 %, verglichen mit 3,4 % im September (siehe Abbildung 19). Mit Blick auf die einzelnen Sektoren schwächte sich der jährliche Zuwachs der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 4,3 % im September auf 3,9 % im Oktober ab. Diese Entwicklung deckte sich mit historischen Verlaufsmustern, die auf einen verzögerten Gleichlauf mit der Konjunktur hindeuten. Dabei waren weiterhin große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern erkennbar (siehe Abbildung 21). Bei den privaten Haushalten belief sich die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite im Oktober unverändert auf 3,2 %, wobei die nationalen Unterschiede auch hier beträchtlich waren (siehe Abbildung 22). Getragen wird die Kreditgewährung an den privaten Sektor von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, dem robusten Wachstum der Unternehmensinvestitionen, der Aufhellung am Arbeitsmarkt, reifen Wohnimmobilienmärkten und einer Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen wie auch der privaten Konsumausgaben. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen, der Verbesserung ihrer Ertragslage und beim Abbau von notleidenden Krediten erzielt, wenngleich die Bestände an diesen Krediten in einigen Ländern nach wie vor hoch sind.

## Abbildung 21

### MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



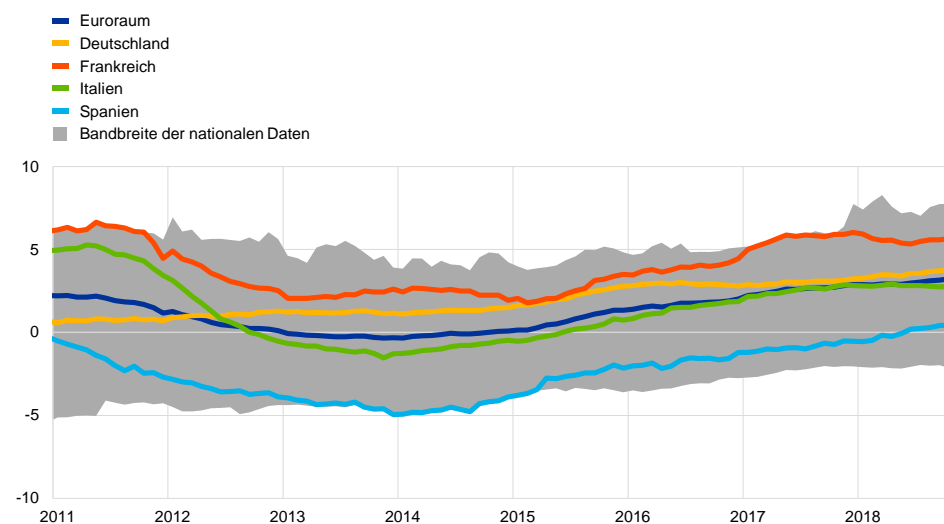
Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2018.

## Abbildung 22

### MFI-Buchkredite an private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2018.

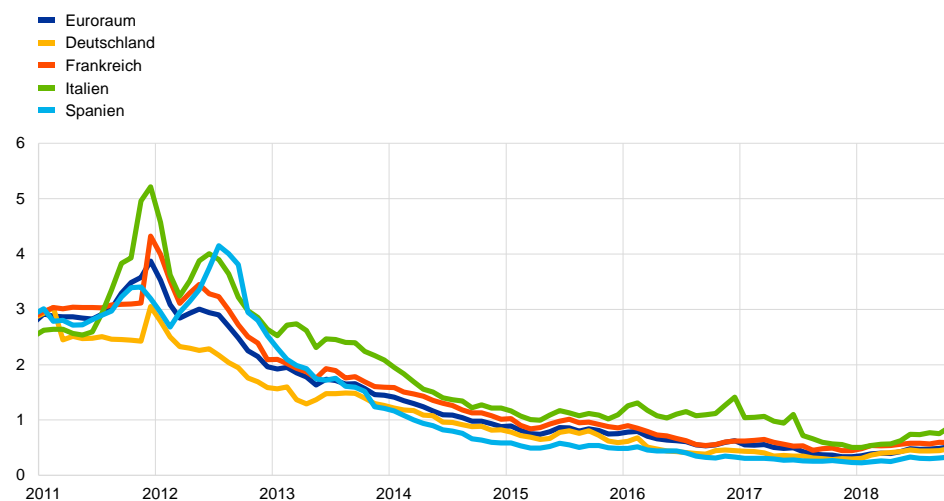
**Die Refinanzierungsbedingungen der Banken verschärfen sich etwas, blieben aber weiterhin günstig.** Im Oktober erhöhte sich der Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung der Banken im Euroraum leicht und setzte damit den seit Anfang 2018 zu beobachtenden Trend fort (siehe Abbildung 23). Ursächlich für diese

Entwicklung war ein Anstieg der Bankanleiherenditen – bei gleichzeitig zunehmender Heterogenität zwischen den einzelnen Ländern – vor dem Hintergrund der größeren politischen Unsicherheit. Indessen blieben die Kosten für die Refinanzierung über Einlagen weitgehend unverändert. Die Auswirkungen der gestiegenen Kosten für die Finanzierung über Schuldverschreibungen auf die gesamten Refinanzierungskosten der Banken waren wegen des geringen Anteils dieser Finanzierungsart an der Refinanzierungsstruktur der Kreditinstitute recht begrenzt. Insgesamt sind die Refinanzierungsbedingungen der Banken also dank des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB und der Stärkung der Bankbilanzen günstig geblieben.

### Abbildung 23

#### Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung von Banken

(zusammengesetzte Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt; in % p. a.)



Quellen: EZB, Markt iBoxx und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2018.

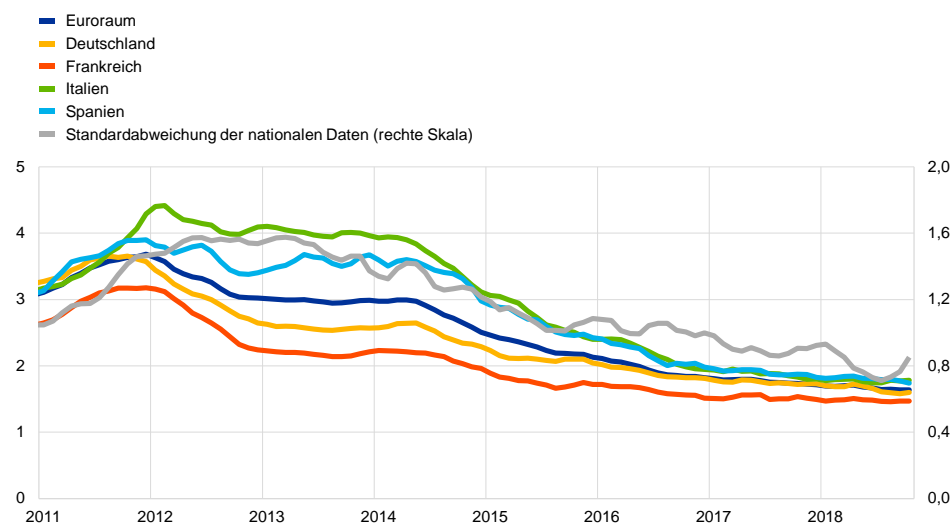
#### Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte verharrten in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Der gewichtete Zinssatz für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 24) blieb im Oktober mit 1,64 % nahezu stabil und entsprach damit fast dem historischen Tiefstand vom Mai 2018 (1,62 %). Bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte (siehe Abbildung 25) lag der gewichtete Zinssatz weitgehend unverändert bei 1,80 % und somit nur leicht über dem im Dezember 2016 verzeichneten Allzeittief von 1,78 %. Im Oktober verkleinerte sich der Abstand zwischen den Zinssätzen für sehr kleine Darlehen (Kredite von bis zu 0,25 Mio €, die als Näherungsgröße für Kredite an kleine Unternehmen dienen) und jenen für große Ausleihungen (Kredite von über 1 Mio €, die als Näherungsgröße für Kredite an Großunternehmen herangezogen werden) weiter. Darüber hinaus sanken die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte in der Zeit von Mai 2014 bis Oktober 2018 insgesamt um rund 130 bzw. 110 Basispunkte. Am stärksten gaben die Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen in den Euro-Ländern nach, die am meisten von der Finanzkrise betroffen waren. Insgesamt ist somit festzustellen, dass die Transmission

der Geldpolitik seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 wiederhergestellt worden und über Länder und Firmengrößen hinweg homogener geworden ist.

**Abbildung 24**  
Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

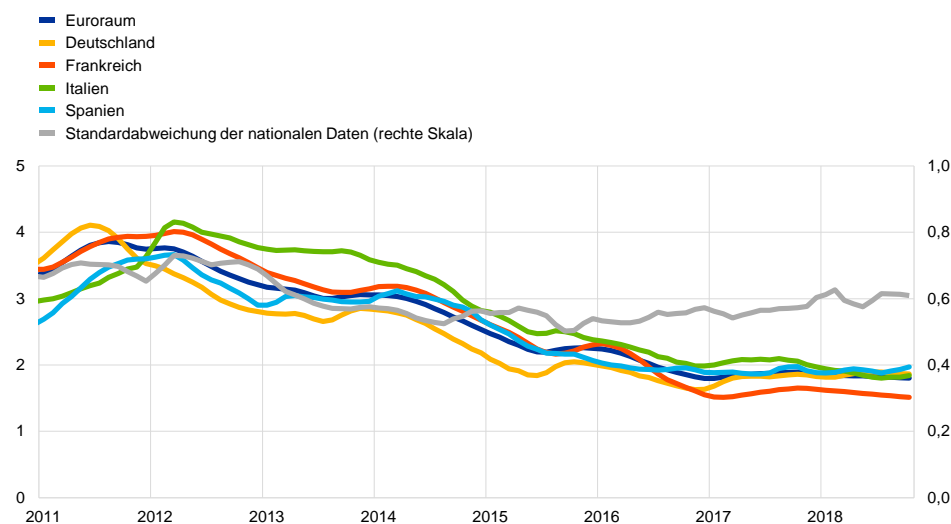


Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2018.

**Abbildung 25**  
Gewichtete Kreditzinsen für Wohnungsbaukredite

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2018.

**Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet dürften im dritten Quartal 2018 weiter zugenommen haben.**

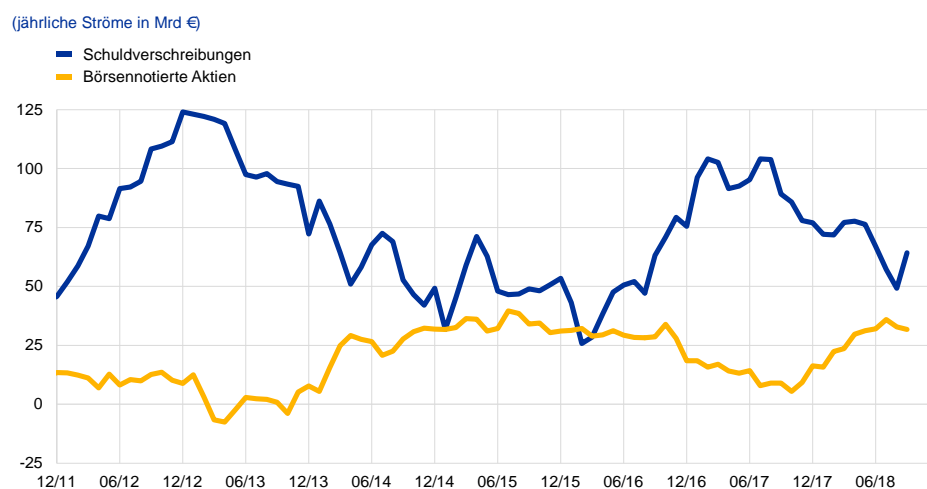
In dieser Entwicklung, die über weitgehend alle Instrumente hinweg zu beobachten war, spiegelt sich eine weitere Belebung der Bankkreditvergabe wider, die unter anderem durch die anhaltende Lockerung der Kreditrichtlinien und die gesunkenen relativen Kosten der Finanzierung über Bankkredite gestützt wurde. Alles in allem wird die seit Anfang 2014 zu verzeichnende Erholung der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von der Transmission der ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen, den sich verbessernden Kreditbedingungen sowie dem Finanzierungsbedarf im Zusammenhang mit der gestiegenen Zahl von Fusionen und Übernahmen getragen. Zugleich hat sich der Bedarf der nichtfinanziellen Unternehmen an externen Finanzierungsmitteln aufgrund hoher einbehaltener Gewinne verringert.

**Im dritten Quartal 2018 erhöhte sich die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beträchtlich, da die Unternehmen von den nach wie vor recht vorteilhaften Bedingungen an den Anleihemärkten profitierten.**

Die Emissionstätigkeit nahm im September zu, nachdem sie in den ersten beiden Monaten des Berichtsquartals praktisch unverändert geblieben war. Was die jährlichen Ströme anbelangt (siehe Abbildung 26), so zog die Nettoemission von Schuldverschreibungen im September wieder an, nachdem im August ein Zweijahrestief verzeichnet worden war; unterdessen pendelte sich der Nettoabsatz von börsennotierten Aktien auf ähnlich hohem Niveau ein wie 2015 und 2016. Die Marktdaten deuten darauf hin, dass sich die Nettoemission von Schuldverschreibungen im Oktober und November 2018 erneut abschwächte. Die Nettoemission börsennotierter Aktien fiel im dritten Jahresviertel 2018 leicht negativ aus, was möglicherweise mit der Verteuerung der Aktienfinanzierung zusammenhing.

**Abbildung 26**

Nettoemission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum



Quelle: EZB.

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



**Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften haben sich geringfügig auf ein Niveau erhöht, das in etwa dem zu Jahresbeginn verzeichneten Stand entspricht.** Im Oktober lagen die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) bei 4,7 % und damit nur marginal höher als im September. Im November sind die Finanzierungskosten den Schätzungen zufolge praktisch konstant geblieben. Gegenwärtig liegen die Außenfinanzierungskosten rund 48 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom August 2016 und damit deutlich unter dem Niveau von Mitte 2014, als die Märkte begannen, die Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) vorwegzunehmen.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

*Das öffentliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich 2018 deutlich verringern, im kommenden Jahr aber wieder etwas ansteigen. Der Rückgang im Jahr 2018 ist vor allem der günstigen Konjunkturlage und sinkenden Zinsausgaben zuzuschreiben. Der fiskalische Kurs im Eurogebiet wird laut Projektionen im laufenden Jahr weitgehend neutral sein, 2019 und 2020 gelockert werden und 2021 abermals neutral ausfallen. Hinter diesen Veränderungen des Fiskalkurses auf Euroraumebene verbergen sich jedoch merkliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. So wurde 2018 die in Staaten mit einer prekären Finanzlage vorgenommene prozyklische Kurslockerung durch hohe unerwartete Mehreinnahmen in einigen wenigen Ländern insgesamt betrachtet wieder ausgeglichen. Dabei wäre es insbesondere für Länder mit hohen Schuldenständen vorteilhaft, zusätzliche Konsolidierungsanstrengungen zu unternehmen, um einen nachhaltigen Rückgang ihrer Schuldenquote einzuleiten.*

**Das öffentliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte sich 2018 deutlich verringern, im kommenden Jahr aber wieder etwas ansteigen. Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018<sup>3</sup> zufolge** wird die Defizitquote im Euroraum von 1,0 % im Jahr 2017<sup>4</sup> – bei einer vorübergehenden Verschlechterung im Jahr 2019 – auf 0,6 % im Jahr 2021 sinken. Ausschlaggebend für die insgesamt zu erwartende Verbesserung der Haushaltsaussichten sind rückläufige Zinsausgaben sowie die günstige konjunkturelle Entwicklung; gegenläufig wirkt hier ein ab 2019 geringerer konjunkturbereinigter Primärsaldo (siehe Abbildung 27).

**Die Aussichten für die gesamtstaatliche Defizitquote der kommenden beiden Jahre haben sich gegenüber den Projektionen vom September 2018 eingetrübt.** Das höhere Defizit ist teilweise das Ergebnis einer deutlichen Verschlechterung des für Italien zu erwartenden Finanzierungssaldos, denn in seiner Übersicht über die Haushaltsplanung 2019 sieht das Land entgegen der nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) bestehenden Verpflichtungen eine Lockerung des finanzpolitischen Kurses vor. Auf der Ebene des Eurogebiets schlägt sich diese Verschlechterung in etwas höheren Primärausgaben und einer niedrigeren Konjunkturkomponente des Finanzierungssaldos nieder.

---

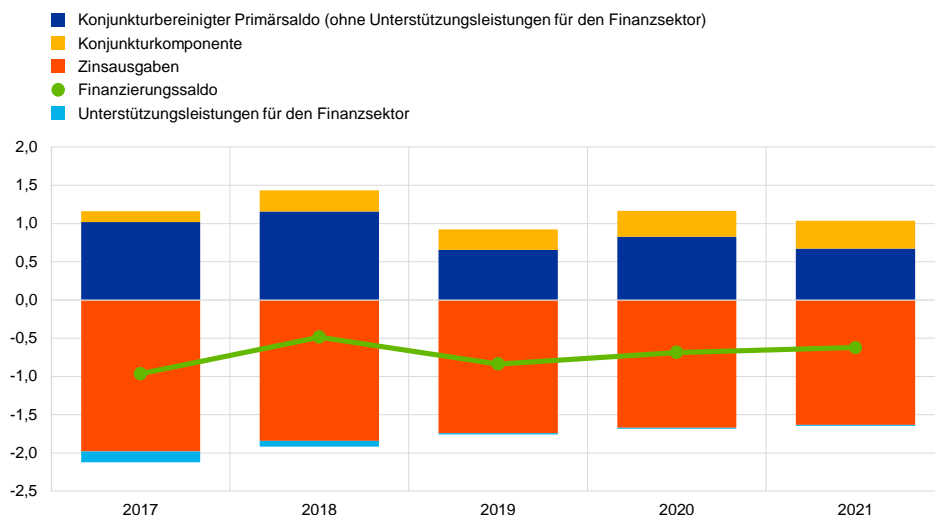
<sup>3</sup> Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2018.

<sup>4</sup> Da in den Projektionen üblicherweise die jüngsten Datenrevisionen berücksichtigt werden, können sich Abweichungen gegenüber den aktuellen validierten Angaben von Eurostat ergeben.

## Abbildung 27

### Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Dezember 2018.  
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

**Der fiskalische Kurs im Eurogebiet wird den Projektionen zufolge im laufenden Jahr weitgehend neutral ausfallen, 2019 gelockert und bis 2021 wieder schrittweise neutral werden.**<sup>5</sup> Dieser Verlauf resultiert aus diskretionären Maßnahmen, die sowohl im laufenden Jahr als auch 2019 und 2020 eine expansive Wirkung erwarten lassen. Allerdings dürften 2018 hohe unerwartete Mehreinnahmen einiger weniger Länder aus direkten Steuern die expansive Wirkung mehr als ausgleichen.

**Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte weiter sinken.** So erwarten die Experten des Eurosystems in ihren aktuellen Projektionen, dass sich der öffentliche Schuldenstand von 86,8 % des BIP im Jahr 2017<sup>6</sup> auf 79,0 % des BIP im Jahr 2021 verringern wird. Zu der projizierten Abnahme tragen sowohl das negative Zins-Wachstums-Differenzial als auch Primärüberschüsse bei (siehe Abbildung 28). Diese Effekte dürften teilweise durch Deficit-Debt-Adjustments aufgezehrt werden. Während des Projektionszeitraums sollte sich die Schuldenquote in allen Euro-Ländern verringern bzw. weitgehend stabilisieren, wobei sie in einer Reihe von Ländern weiterhin deutlich oberhalb des Referenzwerts von 60 % liegen dürfte. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2018 wird aufgrund einer ungünstigeren Entwicklung der Primärüberschüsse nun mit einem geringfügig verhalteneren Rückgang der Schuldenquote im Eurogebiet gerechnet.

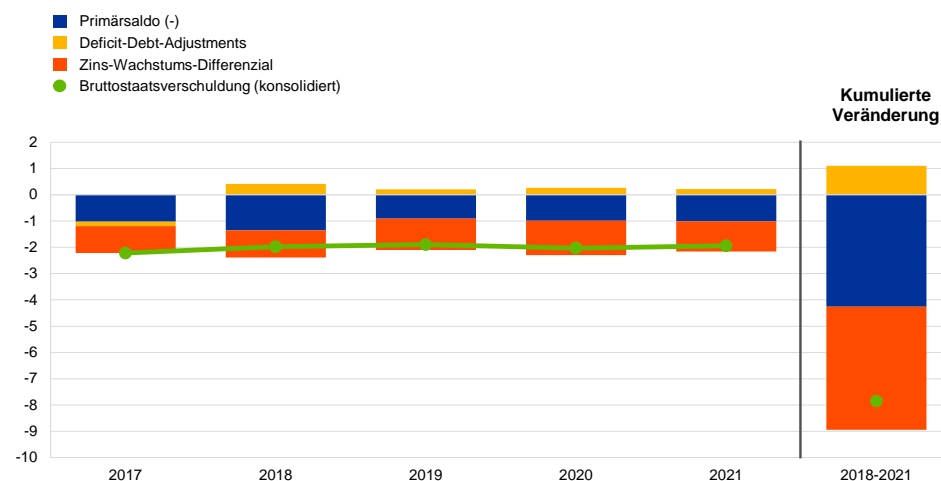
<sup>5</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt die Richtung und Höhe des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Zum Fiskalkurs im Einzelnen siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

<sup>6</sup> Da in den Projektionen üblicherweise die jüngsten Datenrevisionen berücksichtigt werden, können sich Abweichungen gegenüber den aktuellen validierten Angaben von Eurostat ergeben.

## Abbildung 28

### Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Dezember 2018.  
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

### Die Länder müssen ihre Haushaltskonsolidierung unter vollständiger Einhaltung des SWP fortführen.

Insbesondere in den hoch verschuldeten Staaten sind unbedingt weitere Konsolidierungsanstrengungen erforderlich, damit ein nachhaltiger Rückgang der Schuldenquote eingeleitet werden kann, denn durch ihre hohe Verschuldung sind diese Länder im Falle eines künftigen Konjunkturabschwungs oder einer neuerlichen Instabilität an den Finanzmärkten gefährdet. Vor diesem Hintergrund ist es beunruhigend, dass die Einhaltung des SWP in den Ländern mit der höchsten Schockanfälligkeit am schwächsten ausgeprägt ist. So hat laut Kommissionsprognose der Großteil der Länder, die noch keine soliden Haushaltspositionen aufweisen, im laufenden Jahr die Verpflichtungen gemäß SWP verfehlt, und es besteht die Gefahr, dass sich dies im kommenden Jahr wiederholt.<sup>7</sup> Besonders besorgniserregend hierbei ist, dass Italien als Land mit einer deutlich überhöhten Staatsverschuldung am stärksten von den Konsolidierungsverpflichtungen abweicht.

<sup>7</sup> Nähere Einzelheiten sind Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht zu entnehmen.

# Kästen

## 1 Anfälligkeiten der Schwellenländer im Vergleich zu früheren Krisenphasen

Livia Chițu und Dominic Quint

Angesichts der seit April beobachteten Volatilität an den Finanzmärkten einiger Schwellenländer werden im vorliegenden Kasten die entscheidenden Anfälligkeiten dieser Länder untersucht. Konkret wird ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks im Vergleich zu früheren Krisenphasen beurteilt.

**Seit April dieses Jahres sind in vielen Schwellenländern Volatilitätsschübe an den Finanzmärkten zu verzeichnen; Hintergrund sind Erwartungen einer rascheren geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten und ein stärkerer US-Dollar sowie die zunehmende Unsicherheit bezüglich der weltweiten Handelsstreitigkeiten.**

Akute Stresssituationen blieben bislang auf Argentinien und die Türkei beschränkt, aber in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften kam es im Lauf des Jahres zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Die Daten zu den Kapitalflüssen zeigen, dass internationale Investoren ihr Engagement in den Schwellenländern seit April allmählich zurückführen. Gleichzeitig wurden an den Aktienmärkten dieser Staaten Kurseinbrüche verzeichnet, wodurch die während der Rallye im Jahr 2017 erzielten Gewinne wieder abgegeben wurden. Auch die Renditeabstände der Staatsanleihen der Schwellenländer weiteten sich aus. Allerdings bestehen große Unterschiede zwischen den Ländern, und bisher scheinen die Anleger die einzelnen Staaten auf Basis der Fundamentaldaten differenziert betrachtet zu haben.

**Die beschriebenen Entwicklungen haben Sorgen hinsichtlich des Ausblicks der aufstrebenden Volkswirtschaften aufkommen lassen und die Frage aufgeworfen, ob diesen Ländern möglicherweise ähnliche Erfahrungen wie in früheren Krisen bevorstehen, etwa während der Asienkrise Ende der 1990er-Jahre.**

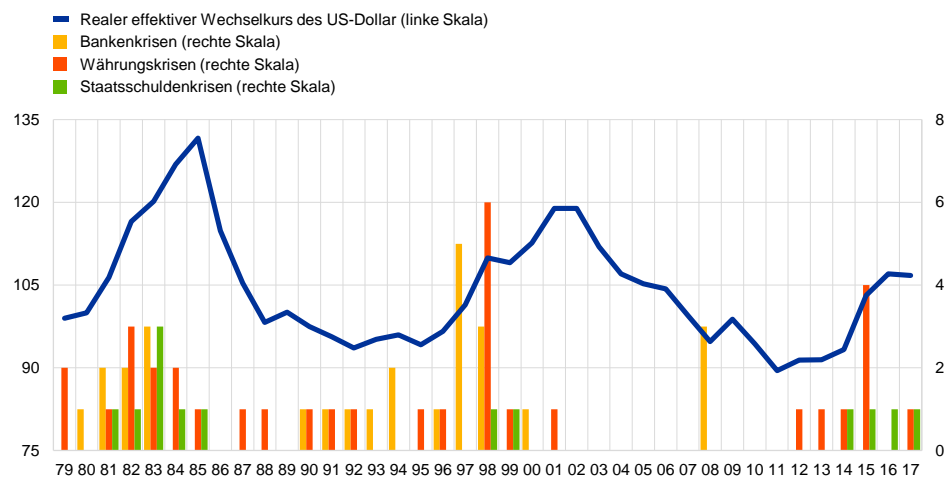
Die Asienkrise, die ihren Ausgangspunkt in der Abwertung des thailändischen Baht im Juli 1997 hatte, führte zu einer Neubewertung der Risiken und einer raschen Ansteckung mehrerer anderer Staaten in Asien. Diese Volkswirtschaften sahen sich mit einem abrupten Versiegen der Kapitalzuflüsse und schweren Rezessionen konfrontiert, was Ausdruck von weit verbreiteten Zahlungsbilanzproblemen und von Schwächen im Finanzsektor war. Zwar gab es für die Asienkrise eine Vielzahl von Ursachen, doch wies ein Großteil der betroffenen Länder gemeinsame Merkmale auf, nämlich eine Abhängigkeit von einer auf Fremdwährung lautenden kurzfristigen Auslandsverschuldung, ein Wechselkursregime mit Währungsanbindung sowie Schwachstellen im Finanzsektor. Historisch betrachtet gingen Krisen in den Schwellenländern tendenziell mit Phasen einer Aufwertung des US-Dollar einher, wodurch es in diesen Ländern zu großen, nicht abgesicherten Währungsinkongruenzen zwischen ihren in US-Dollar denominierten Forderungen

und Verbindlichkeiten kam (siehe Abbildung A).<sup>1</sup> Die aktuelle Situation, die durch die laufende geldpolitische Normalisierung in den USA und Kursgewinne des US-Dollar gekennzeichnet ist, hat die Bedenken verstärkt, dass ähnliche Fragilitäten in einigen Schwellenländern zu einer Neuauflage solcher Zahlungsbilanzprobleme führen könnten.

**Die potenziellen Risiken für Schwellenländer sind auch für den weltwirtschaftlichen Ausblick von Belang.** Verglichen mit der Lage vor zwei Jahrzehnten spielen die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt eine wesentlich wichtigere Rolle für die globale Wirtschaft. Auf sie entfällt mehr als die Hälfte des weltweiten BIP (zu Kaufkraftparitäten) sowie der Brutto-Kapitalströme. Die Entwicklung in diesen Staaten könnte sich daher gravierend auf andere Länder auswirken, und zwar über eine Vielzahl von Kanälen, wie etwa den Handels-, den Finanz- und den Vertrauenskanal.

**Abbildung A**  
Bedeutung des US-Dollar für die Schwellenländer

(linke Skala: Index: 1980 = 100; rechte Skala: Anzahl der Krisen)



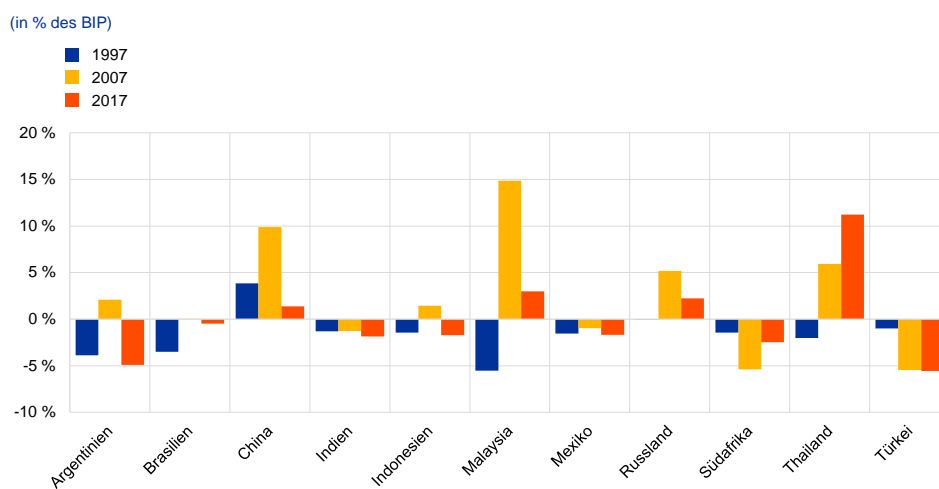
Quellen: Laeven und Valencia (2012), Standard and Poor's, Bloomberg, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

**Im Vergleich zur Situation vor 20 Jahren haben viele Schwellenländer ihre außenwirtschaftlichen Schwachstellen abgebaut und ihren politischen Handlungsrahmen optimiert.** In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Leistungsbilanzpositionen verbessert, und manche Staaten weisen sogar Überschüsse auf. Von den Ölpreissteigerungen während des ersten Jahrzehnts dieses Jahrhunderts profitierten insbesondere einige der erdölexportierenden Länder. Seit der globalen Finanzkrise haben sich die Leistungsbilanzpositionen jedoch wieder leicht ausgeweitet; zudem gibt es immer noch einige Länder mit Defizitpositionen

<sup>1</sup> Eine ausführliche Betrachtung des „Original sin“-Problems, d. h. der Tatsache, dass Länder nicht in der Lage sind, im Ausland Kredite in ihrer Landeswährung aufzunehmen, findet sich in: B. Eichengreen, R. Hausmann und U. Panizza, [Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption](#), Beitrag für die Konferenz der Interamerikanischen Entwicklungsbank zum Thema „Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin“, Washington, D.C., November 2002, sowie B. Eichengreen, R. Hausmann und U. Panizza, [Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters](#), in: S. Edwards (Hrsg.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, S. 121-170.

(siehe Abbildung B). Auch die politischen Rahmenbedingungen wurden weiterentwickelt. So hat eine große Anzahl von Schwellenländern einen geldpolitischen Handlungsrahmen mit einem Inflationsziel eingeführt, der zur Verankerung der Inflationserwartungen und zur Stabilisierung der Konjunkturzyklen beitragen kann. Auch verfügen die meisten der hier betrachteten Länder inzwischen über flexiblere Wechselkurssysteme. Darüber hinaus haben viele dieser Staaten im Gefolge der Asienkrise Währungsreserven aufgebaut, was seit der weltweiten Finanzkrise weiter vorangetrieben wird. Die vom IWF definierte risikogewichtete Messgröße der Angemessenheit von Währungsreserven setzt diese nicht nur in Bezug zu traditionellen Referenzgrößen wie den Einfuhren und der kurzfristigen Auslandsverschuldung, sondern auch zur weit gefassten Geldmenge, um damit der Gefahr einer Kapitalflucht Rechnung zu tragen. Aus dieser Kennziffer lässt sich schließen, dass viele aufstrebende Volkswirtschaften mittlerweile offenbar besser in der Lage sind, Schocks in Form eines abrupten Versiegens von Kapitalzuflüssen („Sudden Stop“) oder einer plötzliche Kapitalflucht („Sudden Flight“) zu verkraften (siehe Abbildung C).<sup>2</sup> Dennoch gibt es Länder, deren Reserven noch immer unter den empfohlenen Mindestanforderungen für die Angemessenheit von Devisenreserven liegen.

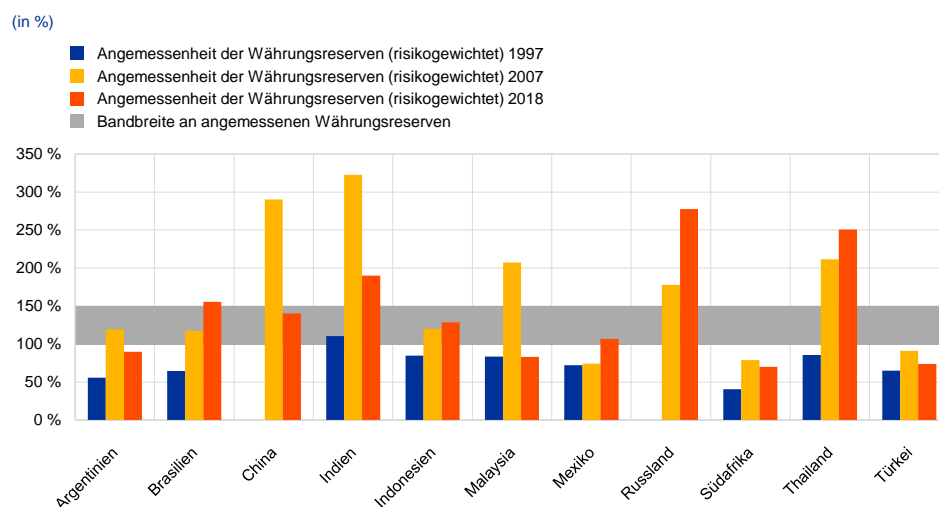
**Abbildung B**  
Leistungsbilanzsaldo



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2017.

<sup>2</sup> Dabei sollten allerdings die Kosten des Aufbaus von Währungsreserven nicht aus dem Blick geraten. Traditionell beziehen sich diese Kosten auf die Sterilisierungs- (oder Opportunitäts-)Kosten der Reservehaltung und die Kosten für die Weltwirtschaft, die sich aus dem Aufbau globaler Ungleichgewichte ergeben. Empirische Belege dafür, dass die Reserveakkumulation wegen des Moral-Hazard-Problems und Anreizeffekten jedoch auch inflationstreibend wirken könnte, finden sich in: L. Chițu, [Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1880, 2016.

## Abbildung C Angemessenheit der Währungsreserven



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angemessenheit der Währungsreserven wird anhand der risikogewichteten Methodik des IWF ermittelt, d. h. als Funktion der Exporte (zur Erfassung möglicher Verluste bei den Devisenreserven aufgrund eines Rückgangs der Auslandsnachfrage oder wegen eines Terms-of-Trade-Schocks), der kurz- und der langfristigen Verschuldung (als Maß der Zinszahlungen und des Prolongationsrisikos) sowie der weit gefassten Geldmenge (als Messgröße für eine mögliche Kapitalflucht). Die hier gewählte Kennziffer berücksichtigt auch das Wechselkursregime und die Offenheit des Kapitalverkehrs. Ein Wert von 100 % bis 150 % bedeutet, dass die Reserven angemessen sind. Aufgrund fehlender Daten zur kurzfristigen Verschuldung auf Restlaufzeitbasis beziehen sich die für das Jahr 1997 ausgewiesenen Daten für Brasilien, Indonesien, Mexiko und Malaysia tatsächlich auf das Jahr 2001 und für die Türkei auf das Jahr 1999.

**Die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften haben zwar ihre Abhängigkeit von Finanzierungen in Fremdwährung gegenüber Ende der 1990er-Jahre verringert, doch haben sie ihre in US-Dollar denominierten Verbindlichkeiten seit der Großen Rezession erhöht.** Die Verschuldung in US-Dollar ist in den Schwellenländern in den vergangenen zehn Jahren gestiegen, weil sich die Unternehmen die günstigen weltweiten Finanzierungsbedingungen zunutze machten (siehe Abbildung D).<sup>3</sup> Wenn diese Positionen nicht abgesichert sind, könnte dies die Finanzstabilität gefährden, sollte die amerikanische Währung weiter aufwerten. So liefern die Finanzmärkte Belege dafür, dass das Wachstum der in US-Dollar denominierten Verbindlichkeiten zuletzt wohl auch dazu geführt hat, dass die Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern eine erhöhte Sensitivität gegenüber den finanziellen Entwicklungen in den Vereinigten Staaten aufwiesen. Ende der 1990er-Jahre schlugen restriktivere Finanzierungsbedingungen in den USA meist stark auf die Schwellenländer durch; diese Sensitivität verringerte sich nach der Asienkrise zwar, nahm in den letzten Jahren aber wieder zu (siehe Abbildung E).

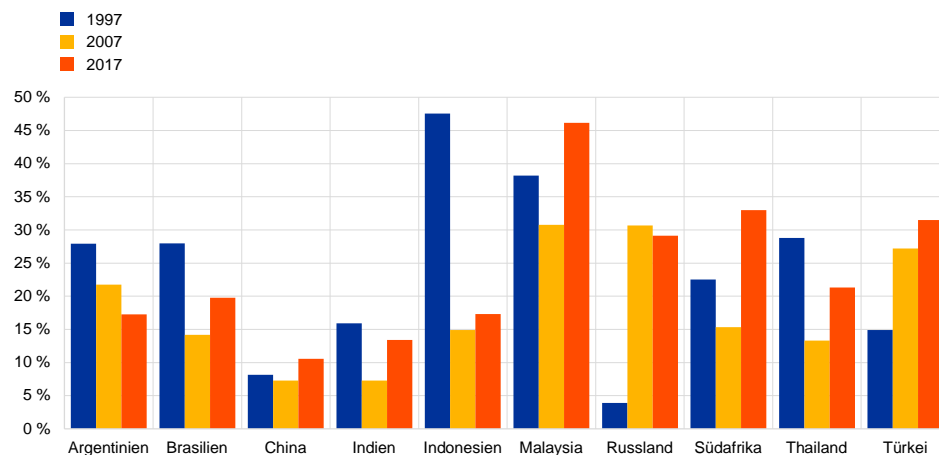
<sup>3</sup> Siehe A. S. Bénétrix, P. R. Lane und J. C. Shambaugh, [International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis](#), in: *Journal of International Economics*, Bd. 96, Supplement 1, Juli 2015, S. S98-S109.



## Abbildung D

### In US-Dollar denomierte Brutto-Auslandsverbindlichkeiten

(in % des BIP)

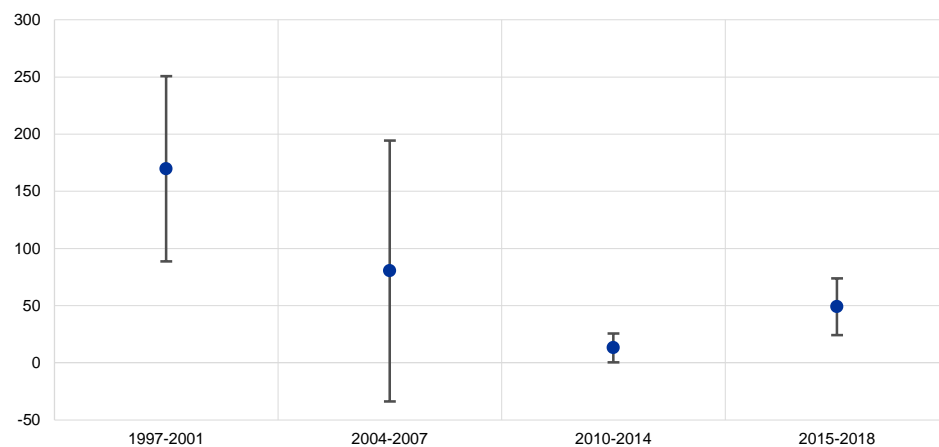


Quellen: Bénétrix, Lane und Shambaugh (2015) und EZB-Berechnungen.

## Abbildung E

### Reaktion der Renditeabstände der Staatsanleihen von Schwellenländern auf eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den USA

(in Basispunkten)



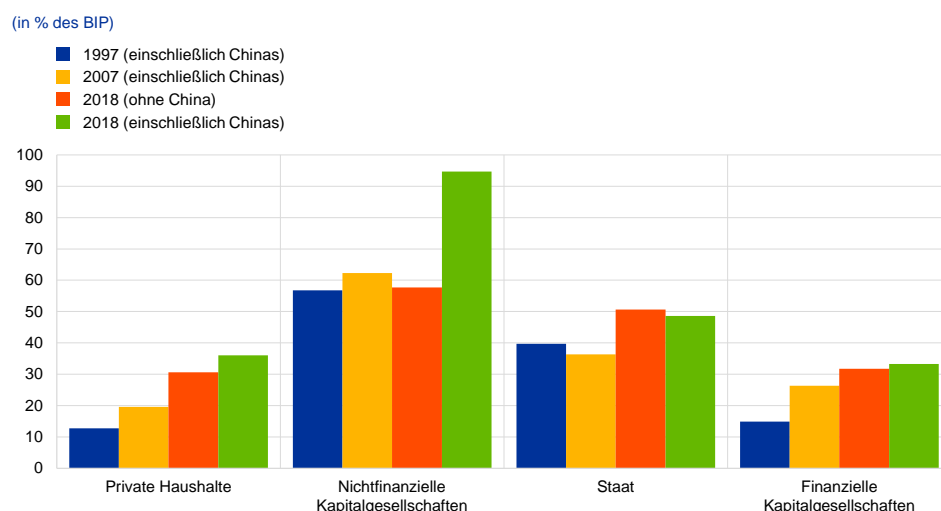
Quellen: Bloomberg, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Reaktion wird in Basispunkten nach 22 Geschäftstagen mit einem Konfidenzintervall von 95 % ausgedrückt und basiert auf länderspezifischen Projektionen, für die eine Panel-Regression mit fixen Effekten für die weltweiten Renditeabstände von Staatsanleihen laut dem JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) herangezogen wird. Die erklärende Variable ist der von Bloomberg erstellte Index zu den Finanzierungsbedingungen in den USA. Bei den im Panel enthaltenen Ländern handelt es sich um Argentinien, Brasilien, China, Mexiko, Malaysia, die Philippinen, Russland, die Türkei und Südafrika. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. August 2018.

**Unterdessen scheinen sich die binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in einigen Schwellenländern verstärkt zu haben, was sich in höheren Emissionen von Anleihen in Landeswährung und einem schrumpfenden politischen Handlungsspielraum widerspiegelt.** Während die außenwirtschaftlichen Schwachstellen an Bedeutung verloren haben dürften, sind andere Anfälligkeiten womöglich stärker geworden. Dafür sprechen beispielsweise vermehrte Anleiheemissionen in Landeswährung, ein zunehmender Verschuldungsgrad des privaten Sektors und eine Verschlechterung der öffentlichen Haushaltslage. Der Schuldenstand im Verhältnis

zum BIP hat sich verglichen mit dem Niveau von vor 20 Jahren deutlich erhöht. Besonders nach der Großen Rezession stieg die Verschuldung infolge der günstigen internationalen Finanzierungsbedingungen rapide an, wobei dies vor allem auf den chinesischen Unternehmenssektor zutraf. In China ist das Verhältnis von Krediten zum BIP auf ein Niveau geklettert, das die Finanzstabilität gefährden könnte.<sup>4</sup> Nicht nur die Verschuldung der Unternehmen, sondern auch jene der privaten Haushalte hat in den Schwellenländern zugenommen, sodass gegenüber Mitte der 1990er-Jahre eine Verdreifachung eingetreten ist (siehe Abbildung F).<sup>5</sup> Überdies ist der finanz- und geldpolitische Handlungsspielraum begrenzt, da die Länder während der Großen Rezession mit fiskal- und geldpolitischen Stimulierungsmaßnahmen gegensteuern mussten. In den rohstoffexportierenden Ländern hat sich der Haushaltsspielraum nach dem Preisverfall am Rohstoffmarkt im Jahr 2014 merklich verringert, und in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die hohe und nicht abgesicherte Fremdwährungsschulden aufweisen, dürften die Handlungsmöglichkeiten sogar noch stärker eingeschränkt sein.<sup>6</sup>

**Abbildung F**  
Verschuldung der Schwellenländer nach Sektor



Quellen: Institute of International Finance und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich jeweils auf das erste Quartal des betreffenden Berichtsjahrs. Der Datensatz umfasst 30 Schwellenländer, darunter Ägypten, Argentinien, Brasilien, Chile, China, Ghana, Hongkong, Indien, Indonesien, Israel, Kenia, Kolumbien, Libanon, Malaysia, Mexiko, Nigeria, Pakistan, die Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Südkorea, Thailand, die Tschechische Republik, die Türkei, Ukraine, Ungarn und die Vereinigten Arabischen Emirate.

<sup>4</sup> Siehe beispielsweise I. Aldasoro, C. Borio und M. Drehmann, [Early warning indicators of banking crises: expanding the family](#), BIS Quarterly Review, März 2018, sowie A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen und D. Lodge (Hrsg.), [The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 206, 2018.

<sup>5</sup> In einigen Ländern könnte dieser Anstieg eventuell zum Teil auch Ausdruck eines sich entwickelnden Finanzsystems sein. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mag ein solches Verhältnis von Schulden zum BIP nicht als problematisch gelten, doch Schwellenländer weisen in der Regel eine geringere Schuldentoleranz auf. Siehe etwa [Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies](#), BIS Papers, Nr. 67, 2012, sowie C. Reinhart, K. Rogoff und M. Savastano, [Debt Intolerance](#), in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 1, 2003, S. 1-74.

<sup>6</sup> Detailliertere Informationen und empirische Belege, u. a. zur Einschätzung des ehemaligen stellvertretenden Direktors des IWF Stanley Fischer im Hinblick auf eine optimale Geldpolitik in dollarisierten Ländern zu Krisenzeiten, finden sich zum Beispiel in: L. Chițu, [Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007-2009 in Emerging Economies?](#), in: Comparative Economic Studies, Bd. 55, Nr. 2, 2013, S. 233-265.

**Um zu beurteilen, ob aufstrebende Volkswirtschaften heutzutage weniger anfällig für eine schwere Krise sind, wird die Wahrscheinlichkeit des Ausbruchs einer Krise im Jahr 2018 berechnet und der entsprechenden Wahrscheinlichkeit im Jahr 1997 gegenübergestellt.**

Die Krisenwahrscheinlichkeit zeigt die allgemeine Anfälligkeit eines Landes auf und fasst die Fundamentaldaten des Schwellenlands in einer einzelnen Dimension zusammen. Sie bildet die relevantesten makrofinanziellen Schwachstellen ab, mit denen sich schwere systemische Krisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften vorhersagen lassen und die traditionelle Zahlungsbilanzrisiken sowie finanzielle Ungleichgewichte im Inland umfassen. Konkret verwendet das einfache Frühwarnmodell die besten Krisenindikatoren, die in der einschlägigen Fachliteratur zu finden sind. Dazu zählen verzögerte Werte im Hinblick auf das BIP-Wachstum, die Inflationsrate, den Leistungsbilanzsaldo im Verhältnis zum BIP, Kredite an den Privatsektor im Verhältnis zum BIP sowie die Reserven im Verhältnis zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten. Die Krisenwahrscheinlichkeit auf Einjahressicht wird mit einem binären Logit-Modell geschätzt, das als abhängige Variable eine sehr schwere Krise (Währungskrise, systemische Bankenkrise oder Staatsschuldenkrise) nach Definition von Laeven und Valencia (2012) verwendet.<sup>7</sup> Gleichwohl haben Frühwarnmodelle auch ihre Grenzen. Die Genauigkeit des Modells hängt von Rückkopplungseffekten ab, die von Änderungen der politischen Maßnahmen und Erwartungen ausgehen können. Außerdem berücksichtigen Frühwarnmodelle nur Indikatoren, die bei früheren Krisen eine große Vorhersagekraft bewiesen haben. Nicht zum Einsatz kommen dagegen neue Indikatoren, die dabei behilflich sein könnten, künftige Krisen vorherzubestimmen. Ein solcher Indikator könnte zum Beispiel der Verschuldungsgrad im Unternehmenssektor der Schwellenländer sein.

**Insgesamt deutet das Modell darauf hin, dass sich die Fundamentaldaten der aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber Mitte der 1990er-Jahre allgemein verbessert haben, wenngleich sich insgesamt ein uneinheitliches Bild ergibt.**

Wichtig ist dabei, dass Schwellenländer mit solideren Fundamentaldaten einen großen Anteil an der Weltwirtschaft ausmachen. Empirischen Belegen zufolge haben sich die Rahmenbedingungen in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber 1997 in gewissem Umfang verbessert. Dies gilt insbesondere für Länder, die in der Weltwirtschaft immer mehr an Gewicht gewinnen (siehe Abbildung G). Alles in allem weisen die Fundamentaldaten der asiatischen Schwellenländer die größte Steigerung auf. Daraus lässt sich schließen, dass aus dem Krisenjahr 1997 Lehren gezogen wurden.<sup>8</sup> Allerdings kommt das Modell auch zu dem Ergebnis, dass Argentinien und die Türkei, die in der letzten Zeit unter Finanzmarkturbulenzen zu leiden hatten, anfälliger als noch 1997 sind. Davon abgesehen verdeutlicht das Beispiel Chinas, dass die Modellergebnisse mit Vorsicht zu bewerten sind. Für 2018

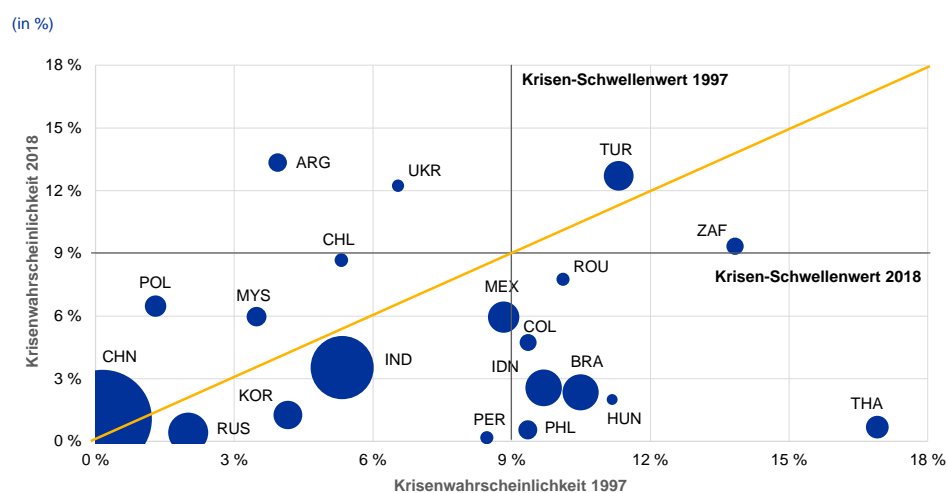
<sup>7</sup> Das Modell basiert auf einem relativ langen Beobachtungszeitraum (von fast 50 Jahren), einer in der Fachliteratur etablierten Krisendefinition als abhängige Variable (siehe L. Laeven und F. Valencia, [Systemic Banking Crises Database: An Update](#), Working Paper des IWF, Nr. 12/163, 2012) und einer umfangreichen Auswahl von 50 systemrelevanten Ländern. Die Krisenwahrscheinlichkeit für 2018 beruht auf den Daten für das Jahr 2017. Der Datenverzerrung in der Nachkrisenzeit wird durch den Ausschluss der Krisenjahre Rechnung getragen. Der optimale Schwellenwert zur Unterscheidung der mit dem Logit-Modell geschätzten Wahrscheinlichkeiten in Krisen- und Nichtkrisen-Beobachtungen wird vom Youden-Index abgeleitet. Mit einer AUROC von 0,8163 und einem Standardfehler von gerade einmal 0,048 kann dem Modell Vorhersagekraft zugesprochen werden.

<sup>8</sup> Das Frühwarnmodell signalisiert für 1997 keine Krise in Südkorea und Malaysia. Dies untermauert tendenziell die Annahme, dass es zu jener Zeit zu einer nicht rational und nicht fundamental begründeten Ansteckung der beiden Länder kam.

prognostiziert das Modell eine relativ geringe Krisenwahrscheinlichkeit. Grund hierfür sind der moderate Leistungsbilanzüberschuss, die niedrige Inflation, das kräftige Wachstum, der hohe Deckungsgrad der Devisenreserven und die geringe Auslandsverschuldung des Landes. Indessen ist der Verschuldungsgrad Chinas in den vergangenen zehn Jahren drastisch gestiegen – ein Faktor, dem das Modell möglicherweise nicht hinreichend Rechnung trägt.<sup>9</sup>

### Abbildung G

#### Krisenwahrscheinlichkeit der Schwellenländer: 2018 im Vergleich zu 1997



Quelle: EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Krise (Währungskrise, Staatsschuldenkrise oder systemische Bankenkrise) in den Jahren 2018 bzw. 1997 wird mit einem binären Logit-Modell geschätzt, dessen abhängige Variable der Krisendefinition von Laeven und Valencia (2012) entspricht. Da die Krisenwahrscheinlichkeit im Jahr 1997 für China und Südkorea mangels historischer Daten nicht geschätzt werden kann, ist in der Abbildung die Wahrscheinlichkeit für die Jahre 1998 bzw. 1999 angezeigt. Die früheren Krisenwahrscheinlichkeiten für Russland, Brasilien und die Türkei betreffen die Jahre 1998 bzw. 2001 und somit die jeweiligen Krisenjahre dieser Länder. Der optimale Schwellenwert zur Auslösung eines Krisensignals ist vom Youden-Index abgeleitet. Die Größe der Datenpunkte der einzelnen Länder gibt, in Kaufkraftparitäten gerechnet, den jeweiligen Anteil am weltweiten BIP im Jahr 2017 an.

**In der Gesamtschau scheinen die meisten Schwellenländer im Großen und Ganzen zwar aktuell solidere Fundamentaldaten aufzuweisen und auch widerstandsfähiger gegenüber Schocks zu sein als vor 20 Jahren, doch es bleiben Risiken bestehen.** Die aufstrebenden Volkswirtschaften konnten ihre außenwirtschaftlichen Positionen inzwischen verbessern, doch haben sich vor allem im Gefolge der weltweiten Rezession offenbar binnenwirtschaftliche Risiken aufgebaut. Während einige Schwellenländer noch immer mit den traditionellen Zahlungsbilanzproblemen zu kämpfen haben, könnte es in anderen aufgrund der Überschuldung des inländischen Finanzsektors und des schrumpfenden politischen Handlungsspielraums zu finanzieller Instabilität kommen.

<sup>9</sup> China ist anfälliger geworden, da das rasche Kreditwachstum mit einer erhöhten Komplexität und Verschuldung im Finanzsystem einhergeht. Weitere Informationen finden sich in: A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen und D. Lodge (Hrsg.), a. a. O.

## 2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 1. August bis zum 30. Oktober 2018

Maria Carmen Castillo Lozoya und Elvira Fioretto

**Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres (1. August bis 18. September sowie 19. September bis 30. Oktober 2018) betrachtet.** Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen in diesem Zeitraum durchweg unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 %. Zugleich setzte das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) den Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen, Asset-Backed Securities und Wertpapieren des Unternehmenssektors im geplanten Umfang von durchschnittlich 30 Mrd € pro Monat bis Ende September und 15 Mrd € monatlich seit Oktober fort.

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – belief sich im Berichtszeitraum auf 1 459,8 Mrd €, er ist somit um 32,3 Mrd € gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (also der dritten und vierten Erfüllungsperiode 2018) gestiegen.** Ursächlich hierfür war im Wesentlichen die Entwicklung der autonomen Faktoren (netto), die um durchschnittlich 29,8 Mrd € auf 1 333,1 Mrd € stiegen. Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich unterdessen im Schnitt um 2,5 Mrd € auf 126,7 Mrd €.

**Das Wachstum der autonomen Faktoren (netto) war in erster Linie einem Anstieg der liquiditätsabschöpfenden Faktoren zuzuschreiben, der zum Teil durch eine Zunahme der liquiditätszuführenden Faktoren ausgeglichen wurde.** Bei den liquiditätsabschöpfenden Faktoren verzeichneten die Einlagen öffentlicher Haushalte sowie der Banknotenumlauf die größten Veränderungen; sie stiegen im Schnitt um 20 Mrd € auf 259,4 Mrd € bzw. um 16,6 Mrd € auf 1 193,1 Mrd €. Diese Zuwächse wurden durch die liquiditätszuführenden Faktoren zum Teil kompensiert, vor allem durch die Nettoforderungen in Euro, die sich durchschnittlich um 8,9 Mrd € auf 200,1 Mrd € erhöhten. Die auf Euro lautenden Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums sanken aufgrund eines weniger ausgeprägten Saisonmusters als im vorherigen Beobachtungszeitraum<sup>10</sup> im Schnitt

<sup>10</sup> Die auf Euro lautenden Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums bestehen zum Großteil aus Euro-Guthaben gebietsfremder Zentralbanken auf Konten beim Eurosystem. Zum Quartals- und in geringerem Maße auch zum Monatsultimo steigen diese Einlagen in der Regel an, weil Geschäftsbanken im Vorfeld von Bilanzstichtagen eher zögerlich Barmittel – ob am unbesicherten oder am besicherten Markt – hereinnehmen. Am 30. September 2018 erhöhten sich die auf Euro lautenden Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums auf 301,7 Mrd € (verglichen mit durchschnittlich 264,7 Mrd € in der sechsten Erfüllungsperiode). Der Effekt war somit weniger ausgeprägt als am 30. Juni 2018, als diese Verbindlichkeiten auf 348 Mrd € angestiegen waren (im Vergleich zu durchschnittlich 281,4 Mrd € in der vierten Erfüllungsperiode).

um 9,5 Mrd € und leisteten somit einen positiven Beitrag zu den durchschnittlichen (liquiditätszuführenden) Nettoforderungen in Euro.

**Die tägliche Volatilität der autonomen Faktoren veränderte sich gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum kaum.** Zurückzuführen waren die täglichen Schwankungen der autonomen Faktoren in erster Linie auf die Einlagen öffentlicher Haushalte sowie die Nettoforderungen in Euro, wobei um den Quartalsultimo im September 2018 und um andere Monatsenddaten im Betrachtungszeitraum eine höhere Volatilität zu beobachten war.

### Tabelle A

#### Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

##### Passiva – Liquiditätsbedarf (Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018						Vorheriger Berichtszeitraum: 3. Mai 2018 bis 31. Juli 2018	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 1. August bis 18. September		Sechste Erfüllungsperiode: 19. September bis 30. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>2 164,8</b>	<b>(+40,9)</b>	<b>2 150,1</b>	<b>(-17,2)</b>	<b>2 181,9</b>	<b>(+31,7)</b>	<b>2 123,9</b>	<b>(+43,8)</b>
Banknotenumlauf	1 193,1	(+16,6)	1 192,2	(+8,6)	1 194,3	(+2,1)	1 176,5	(+22,5)
Einlagen öffentlicher Haushalte	259,4	(+20,0)	239,1	(-24,7)	283,1	(+44,1)	239,4	(+11,9)
Sonstige autonome Faktoren	712,2	(+4,3)	718,9	(-1,1)	704,4	(-14,5)	708,0	(+9,4)
<b>Guthaben auf Girokonten</b>	<b>1 358,0</b>	<b>(+26,2)</b>	<b>1 348,7</b>	<b>(+42,0)</b>	<b>1 369,0</b>	<b>(+20,3)</b>	<b>1 331,9</b>	<b>(+27,3)</b>
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>779,7</b>	<b>(-0,4)</b>	<b>797,9</b>	<b>(+21,4)</b>	<b>758,5</b>	<b>(-39,4)</b>	<b>780,1</b>	<b>(-20,4)</b>
Mindestreserve-Soll <sup>1</sup>	126,7	(+2,5)	126,7	(+2,0)	126,7	(-0,0)	124,2	(+0,0)
Einlagefazilität	653,0	(-2,9)	671,2	(+19,4)	631,8	(-39,4)	655,9	(-20,4)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

**Aktiva – Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)**

	Aktueller Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018						Vorheriger Berichtszeitraum: 3. Mai 2018 bis 31. Juli 2018	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 1. August bis 18. September		Sechste Erfüllungsperiode: 19. September bis 30. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>831,9</b>	<b>(+10,9)</b>	<b>837,4</b>	<b>(+15,9)</b>	<b>825,5</b>	<b>(-11,9)</b>	<b>821,0</b>	<b>(-20,6)</b>
Nettoforderungen in Fremdwährung	631,8	(+1,9)	637,5	(+2,4)	625,2	(-12,3)	629,8	(+1,0)
Nettoforderungen in Euro	200,1	(+8,9)	199,9	(+13,6)	200,3	(+0,4)	191,2	(-21,6)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>3 344,1</b>	<b>(+53,0)</b>	<b>3 332,7</b>	<b>(+27,9)</b>	<b>3 357,6</b>	<b>(+24,9)</b>	<b>3 291,1</b>	<b>(+71,3)</b>
Offenmarktgeschäfte	3 344,0	(+53,0)	3 332,6	(+27,9)	3 357,5	(+24,9)	3 291,0	(+71,3)
Tendergeschäfte	739,1	(-14,0)	742,9	(-3,3)	734,7	(-8,2)	753,1	(-8,7)
HRGs	4,8	(+2,9)	3,0	(+1,0)	6,9	(+3,9)	1,9	(+0,2)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	4,6	(-2,8)	5,4	(-1,9)	3,7	(-1,7)	7,4	(-0,3)
Erste Serie gezielter LRGs (GLRG I)	5,5	(-5,6)	8,9	(-0,6)	1,5	(-7,4)	11,1	(-1,9)
Zweite Serie gezielter LRGs (GLRG II)	724,2	(-8,5)	725,6	(-1,8)	722,6	(-3,0)	732,7	(-6,6)
Outright-Geschäfte	2 604,9	(+67,0)	2 589,7	(+31,2)	2 622,8	(+33,1)	2 537,9	(+79,9)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	4,5	(-0,2)	4,5	(-0,0)	4,5	(-0,0)	4,7	(-1,1)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	4,0	(-0,2)	4,0	(-0,1)	4,0	(-0,0)	4,2	(-0,3)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	258,4	(+3,8)	257,2	(+1,8)	259,9	(+2,7)	254,6	(+5,7)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	74,2	(-9,3)	74,3	(-8,0)	74,0	(-0,3)	83,5	(-1,5)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	27,3	(-0,2)	27,5	(-0,1)	27,1	(-0,4)	27,5	(+1,7)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 067,8	(+63,6)	2 055,7	(+34,3)	2 081,9	(+26,2)	2 004,2	(+61,9)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	168,7	(+9,5)	166,4	(+3,3)	171,4	(+5,0)	159,3	(+13,5)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)

**Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung (Durchschnittswerte; in Mrd €)**

	Aktueller Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018						Vorheriger Berichtszeitraum: 3. Mai 2018 bis 31. Juli 2018	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 1. August bis 18. September		Sechste Erfüllungsperiode: 19. September bis 30. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf	1 459,8	(+32,3)	1 439,5	(-31,4)	1 483,4	(+43,9)	1 427,5	(+64,5)
Autonome Faktoren <sup>2</sup>	1 333,1	(+29,8)	1 312,8	(-33,5)	1 356,7	(+43,9)	1 303,3	(+64,4)
Überschussliquidität	1 884,3	(+20,8)	1 893,1	(+59,4)	1 874,0	(-19,0)	1 863,5	(+6,8)

## Zinsentwicklung (Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018						Vorheriger Berichtszeitraum: 3. Mai 2018 bis 31. Juli 2018	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 1. August bis 18. September		Sechste Erfüllungsperiode: 19. September bis 30. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
EONIA	-0,363	(+0,00)	-0,359	(+0,00)	-0,366	(-0,01)	-0,363	(+0,00)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die in der Tabelle aufgeführten Zahlen sind auf die nächsten 0,1 Mrd € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum bzw. der vorherigen Erfüllungsperiode an.

1) Das Mindestreserve-Soll ist ein nachrichtlicher Posten, der nicht in der Bilanz des Eurosystems ausgewiesen wird und deshalb nicht in die Berechnung der Gesamtpassiva einfließt.

2) Der Gesamtwert der autonomen Faktoren enthält auch den Posten „schwebende Verrechnungen“.

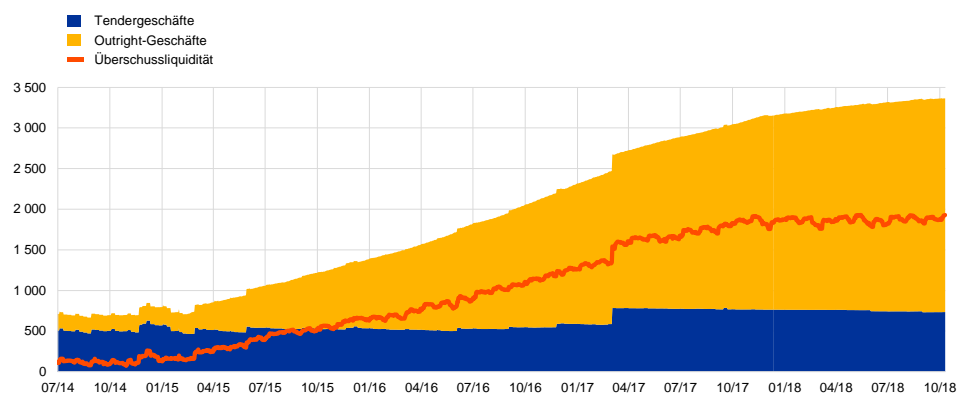
## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (darunter Tendergeschäfte und Ankäufe im Rahmen des APP) bereitgestellten Liquidität erhöhte sich um 53 Mrd € auf 3 344,1 Mrd € (siehe Abbildung A).** Dieser Anstieg war ausschließlich durch Nettoankäufe im Rahmen des APP bedingt. Die Nachfrage bei den Tendergeschäften ging unterdessen leicht zurück.

### Abbildung A

#### Entwicklung der Offenmarktgeschäfte und der Überschussliquidität

(in Mrd EUR)



Quelle: EZB.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte sank im Betrachtungszeitraum geringfügig um 14 Mrd € auf 739,1 Mrd €.** Diese Abnahme war einzig und allein auf einen Rückgang des durchschnittlichen ausstehenden Betrags der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) um 14,1 Mrd € zurückzuführen. Ausschlaggebend hierfür waren im Wesentlichen die fällig werdenden GLRG-I-Geschäfte sowie freiwillige Rückzahlungen aus dem ersten und zweiten GLRG-II-Geschäft im September 2018 im Gesamtvolumen von



12,6 Mrd €. Die im Schnitt über die HRGs bereitgestellte Liquidität erhöhte sich um 2,9 Mrd € auf 4,8 Mrd €. Diese Zunahme wurde jedoch fast vollständig durch einen Rückgang der über dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) bereitgestellten Liquidität absorbiert, die sich um durchschnittlich 2,8 Mrd € auf 4,6 Mrd € verringerten.

**Die Liquiditätszuführung über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierportfolios des Eurosystems stieg angesichts der anhaltenden Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des APP um 67 Mrd € auf durchschnittlich 2 604,9 Mrd € an.**

Die Liquiditätsbereitstellung im Zusammenhang mit dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), dem dritten Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) erhöhte sich im Schnitt um 63,6 Mrd €, 3,8 Mrd € bzw. 9,5 Mrd €. Indessen nahm die Liquidität aus dem Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) geringfügig um durchschnittlich 0,2 Mrd € ab, da die Wertpapierbestände hier per saldo abgebaut wurden. Die Tilgungen von im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) und der vorherigen beiden Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen gehaltenen Titeln summierten sich auf insgesamt 9,7 Mrd €

## Überschussliquidität

**Infolge der oben beschriebenen Entwicklungen stieg die Überschussliquidität im Vergleich zur Vorperiode leicht um 20,8 Mrd € auf 1 884,3 Mrd € an** (siehe Abbildung A). Ursächlich hierfür war die im Zuge der APP-Käufe bereitgestellte Liquidität, die nur teilweise durch die vor allem in der sechsten Erfüllungsperiode per saldo höheren autonomen Faktoren aufgezehrt wurde. So erhöhte sich die Überschussliquidität in der fünften Reserveerfüllungsperiode um 59,4 Mrd € und ging in der sechsten Erfüllungsperiode wieder um 19 Mrd € zurück. Diese Trendumkehr war zum Teil durch die Entwicklung der autonomen Faktoren (netto) bedingt, die in der fünften Mindestreserve-Erfüllungsperiode um 33,5 Mrd € sanken, bevor sie in der sechsten Erfüllungsperiode erneut um 43,9 Mrd € zunahmen. Was die Verteilung der Bestände an Überschussliquidität betrifft, so wuchs das durchschnittliche Girogut haben der Banken beim Eurosystem um 26,2 Mrd € auf 1 358 Mrd € an, wohingegen die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität geringfügig um 2,9 Mrd € auf 653 Mrd € abnahm.

## Zinsentwicklung

**Die Tagesgeldsätze am unbesicherten und am besicherten Geldmarkt blieben in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB und lagen für bestimmte Sicherheitenkörbe am besicherten Geldmarkt leicht darunter.** Am unbesicherten Geldmarkt notierte der EONIA (Euro Overnight Index Average) im Schnitt bei -0,363 % und blieb damit gegenüber dem vorangegangenen Beobachtungszeitraum unverändert. Dabei bewegte er sich zwischen einem Tiefstand von

-0,371 % am 12. September sowie am 17. Oktober und einem Höchststand von -0,342 % am letzten Tag im August 2018. Der Spread zwischen den durchschnittlichen Tagesgeldsätzen von Repogeschäften am besicherten GC-Pooling-Markt<sup>11</sup> für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb verkleinerte sich vor dem Hintergrund geringer Handelsvolumina deutlich. Gegenüber dem vorherigen Betrachtungszeitraum erhöhte sich der durchschnittliche Tagesgeldsatz für den Standardsicherheitenkorb um 22 Basispunkte auf -0,419 %, für den erweiterten Sicherheitenkorb sank er hingegen um 10 Basispunkte auf -0,404 %.

**Zum Quartalsultimo im September verzeichneten die Reposätze für Sicherheiten der meisten Euro-Länder einen etwas stärkeren Rückgang als zum Quartalsende im März und Juni, der aber im Vergleich zu den Quartalsultimoentwicklungen im Jahr 2017 immer noch recht moderat ausfiel.** Die Übernachtssätze für GC-Repos mit französischen und deutschen Sicherheiten verringerten sich im September um 11 Basispunkte bzw. 15 Basispunkte auf -0,61 % bzw. -0,65 %, nachdem sie im Juni nur um 2 bzw. 5 Basispunkte nachgegeben hatten. Der GC-Reposatz für italienische Sicherheiten erhöhte sich Ende September hingegen um 6 Basispunkte auf -0,33 %, verglichen mit einem Anstieg um 3 Basispunkte Ende Juni. Die Reposätze für alle Euro-Länder kehrten unmittelbar nach Quartalsende wieder auf ihr vorheriges Niveau zurück. Insgesamt trug die Wertpapierleihfazilität des Eurosystems im Rahmen des PSPP weiterhin zum reibungslosen Funktionieren der Repomärkte bei.

---

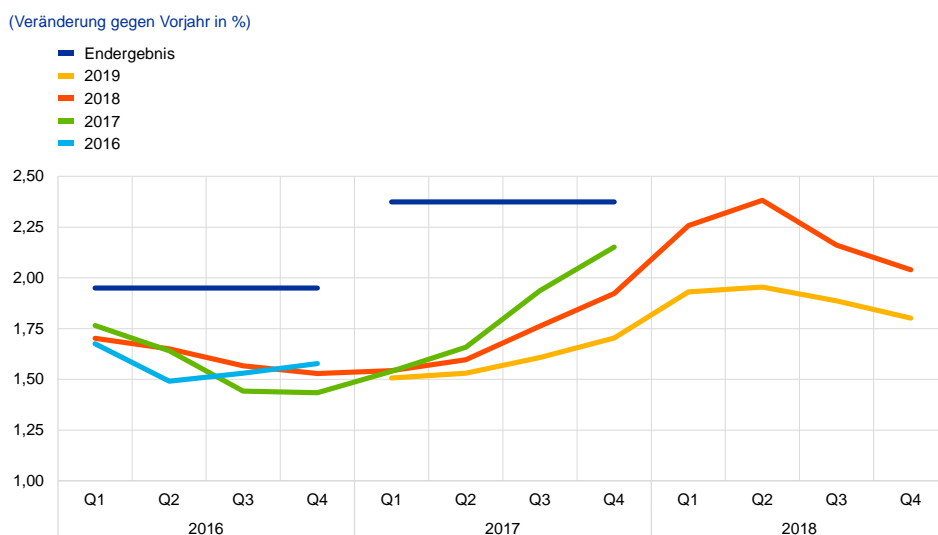
<sup>11</sup> Das General Collateral Pooling (GC Pooling) ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

### 3 Ursachen der Wachstumsverlangsamung im Jahr 2018

Maarten Dossche und Jaime Martinez-Martin

**Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet hat sich seit Ende 2017 deutlich verlangsamt.** So sank die Zuwachsrate des BIP im dritten Jahresviertel 2018 auf 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im Schlussviertel 2017 noch 0,7 % betragen hatte. Im vorliegenden Kasten werden die Faktoren beleuchtet, die zu dieser Abschwächung beigetragen haben, und es wird der Frage nachgegangen, ob diese Entwicklung als überraschend anzusehen ist. Insbesondere wird untersucht, ob die zugrunde liegenden Faktoren vorübergehender Natur oder eher von Dauer sind, ob sie innerhalb oder außerhalb des Euroraums entstanden sind und ob die Verlangsamung auf eine Schwäche der Nachfrage oder eine Verschärfung der angebotsseitigen Bedingungen zurückzuführen ist.

**Abbildung A**  
Erwartungen professioneller Prognostiker zum BIP-Wachstum



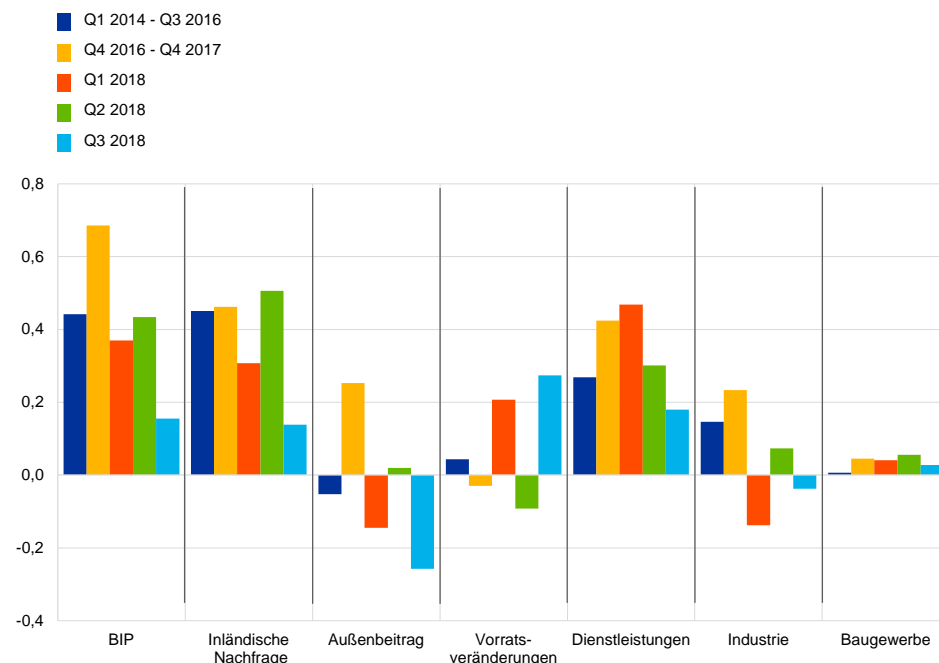
Quellen: Eurostat und EZB.  
Anmerkung: Bei den dunkelblauen Linien handelt es sich um endgültige Schätzungen des jährlichen BIP-Wachstums. Alle anderen Linien stellen Wachstumsprognosen für ein bestimmtes Jahr zu verschiedenen Zeitpunkten dar.

**Im Vergleich zu den Prognosen von Ende 2017 verlief das Wirtschaftswachstum zuletzt enttäuschend, verglichen mit früheren Erwartungen allerdings nicht.** Die kräftige Wachstumsbeschleunigung im Jahr 2017 stellte eine günstige Entwicklung dar, die für die meisten professionellen Prognostiker überraschend kam (siehe Abbildung A). Ausschlaggebend für diese Belebung, die mit einem Wachstum des Welthandels von 5,2 % als höchstem Wert einherging, war vor allem der Außenbeitrag. Dagegen verzeichnete die inländische Nachfrage weiterhin ähnliche Zuwachsraten wie in der ersten Phase des Konjunkturaufschwungs von 2014 bis 2016 (siehe Abbildung B). Seit Anfang 2018 wurden die Vorausschätzungen für das Wachstum im laufenden und im kommenden Jahr sukzessive nach unten revidiert, wobei der jährliche BIP-Anstieg für 2018 aber immer noch höher ausfallen dürfte als zu Jahresbeginn 2017 prognostiziert.

## Abbildung B

### Wachstum des BIP: Aufschlüsselung nach Verwendung und Entstehung

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

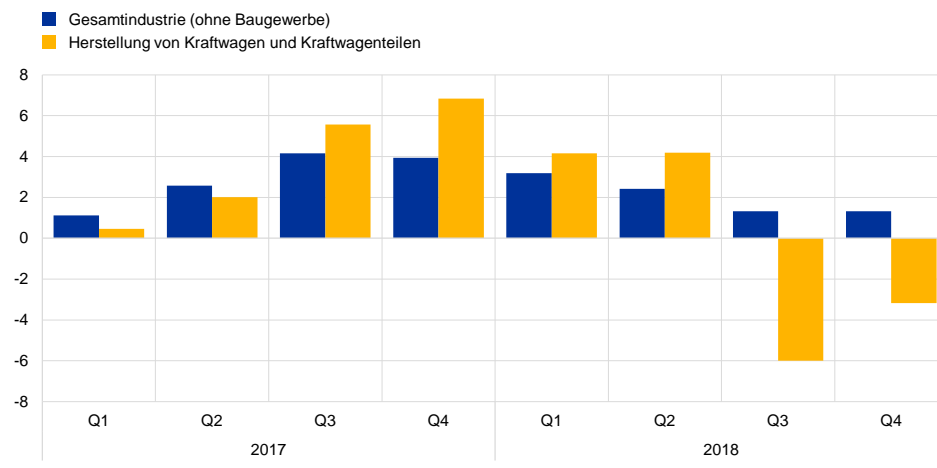
Anmerkung: Die Angaben für den Zeitraum vom ersten Quartal 2014 bis zum dritten Quartal 2016 sowie für den Zeitraum vom vierten Quartal 2016 bis zum Schlussquartal 2017 stellen Durchschnittswerte der entsprechenden vierteljährlichen Daten dar.

### Die Abkühlung im Jahr 2018 war im Wesentlichen durch außenwirtschaftliche Faktoren, insbesondere durch die Schwäche der Auslandsnachfrage, bedingt.

Ähnlich wie die Wachstumsbeschleunigung im Jahr 2017 war auch die Verlangsamung im laufenden Jahr der Entwicklung des Außenbeitrags geschuldet (siehe Abbildung B). Die Handelsdynamik hat sich normalisiert, während das weltwirtschaftliche Wachstum wieder in Richtung Potenzialniveau gesunken ist. Als Hauptproduzent von handelbaren Gütern war die Industrie am stärksten vom Rückgang der Nettoexporte betroffen. Die Wachstumsbeiträge der inländischen Nachfrage entsprechen unterdessen insgesamt weiterhin den seit Beginn des Konjunkturaufschwungs verzeichneten Durchschnittswerten. Wenngleich der private Verbrauch im dritten Quartal 2018 durch die vorübergehende Unterbrechung der Automobilproduktion belastet wurde, spiegelt die robuste Entwicklung der Binnennachfrage die positive Wechselwirkung zwischen Beschäftigung, Arbeitseinkommen und Konsum wider. Die verfügbare Evidenz deutet darauf hin, dass dieser positive Kreislauf durch die jüngste Abschwächung der Wachstumsdynamik bislang nicht unterbrochen wurde.

## Abbildung C Industrieproduktion

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben für das vierte Quartal 2018 basieren ausschließlich auf den Monatswerten für Oktober 2018.

**Zudem haben mehrere temporäre Faktoren das Wachstumsprofil belastet.** In der ersten Jahreshälfte 2018 wurde die Wirtschaftsleistung in einer Reihe von Ländern durch die Witterungsverhältnisse, krankheitsbedingte Ausfälle und Streiks beeinträchtigt.<sup>12</sup> Im dritten Quartal kam es darüber hinaus zu erheblichen Produktionsunterbrechungen in der Automobilbranche infolge der Einführung neuer Emissionsnormen für Kraftfahrzeuge zum 1. September (siehe Abbildung C). Die Produktion stockte, da die Automobilhersteller zu hohe Lagerbestände mit ungetesteten Fahrzeugmodellen vermeiden wollten. Dadurch wurden Volkswirtschaften mit einer bedeutenden Automobilindustrie (wie etwa Deutschland) massiv belastet. Tatsächlich schrumpfte die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal, was eine Abschwächung des vierteljährlichen Wachstums im Euroraum um mindestens 0,1 Prozentpunkte zur Folge hatte. Dieser Effekt dürfte jedoch vorübergehender Natur sein. Mit dem Abbau der Rückstände bei den Abgastests sollte sich die Automobilproduktion im Schlussquartal allmählich wieder normalisieren, und der Einfluss auf die Wirtschaftsleistung dürfte entfallen. In der Tat lassen die jüngsten Daten darauf schließen, dass dieser Normalisierungsprozess bereits eingesetzt hat.<sup>13</sup>

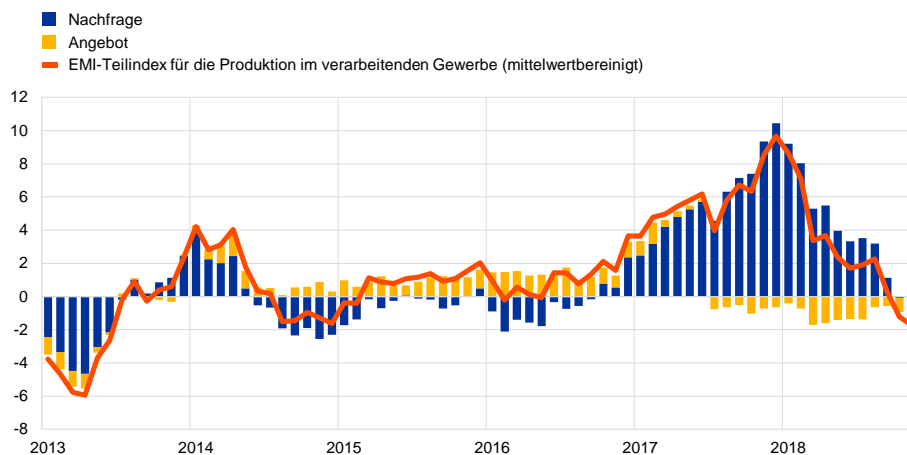
<sup>12</sup> Siehe EZB, [Zyklische wie auch temporäre Faktoren als Ursache für die jüngste Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

<sup>13</sup> Laut Angaben des deutschen Verbands der Automobilindustrie für den Zeitraum bis November 2018.

## Abbildung D

### Zerlegung des EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe

(Diffusionsindex; Beiträge)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Historische Zerlegung des EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums anhand eines SVAR-Modells mit den Komponenten Produktion und Kapazitätsauslastung. In diesem Modell werden mittels Vorzeichenrestriktionen Nachfrage- und Angebotsschocks ermittelt, wobei Erstere als Schocks definiert sind, die zu einer gleichgerichteten Entwicklung der Komponenten Produktion und Kapazitätsauslastung im EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe führen, während Letztere als Schocks definiert sind, die eine gegenläufige Entwicklung der beiden Komponenten im entsprechenden EMI-Teilindex bewirken.

**Ungeachtet dieser Abschwächung der Nachfrage deutet die aktuell hohe Kapazitätsauslastung darauf hin, dass die Angebotssituation im verarbeitenden Gewerbe nach wie vor angespannt ist.** Aus einer modellbasierten Zerlegung des EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe geht hervor, dass die jüngste Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in erster Linie auf eine Nachfrageschwäche zurückzuführen ist (siehe Abbildung D).<sup>14</sup> Zugleich sind die Angebotsengpässe seit Mitte 2017 stärker zum Tragen gekommen. Die Kapazitätsauslastung hat sich im Zuge des schwächer werdenden Wirtschaftswachstums nur leicht verringert. Dieses Verlaufsmuster lässt sich im verarbeitenden Gewerbe – vor allem in Deutschland und in geringerem Maße auch in Frankreich – deutlich beobachten.

**Im Ergebnis wurden die Fundamentaldaten des aktuellen Wirtschaftsaufschwungs bislang nicht durch die jüngste Wachstumsverlangsamung infrage gestellt.** Der konjunkturellen Abkühlung ging eine unerwartet starke Auslandsnachfrage im Jahr 2017 voraus; hinzu kamen noch eine Reihe temporärer Faktoren. Eine allmähliche Wachstumsabschwächung kann bei zunehmender Reife des Aufschwungs sogar als normal angesehen werden. Indessen sind die Risiken für die Konjunkturaussichten im Euro-Währungsgebiet durch die Unsicherheit in Bezug auf außenwirtschaftliche Entwicklungen deutlich gestiegen. Demzufolge müssen die möglichen Auswirkungen auf die inländische Nachfrage und die Fundamentaldaten des Wirtschaftswachstums genau beobachtet werden.

<sup>14</sup> In diesem Modell werden die jüngsten temporären Produktionsunterbrechungen in der Automobilindustrie ebenfalls als Nachfragerückgang gewertet.

## 4 Strukturelle Veränderungen des Beschäftigungswachstums im Euro-Währungsgebiet während des Aufschwungs

Katalin Bodnár

**Im dritten Quartal 2018 lag die Gesamtzahl der erwerbstätigen Personen im Euroraum 9,6 Millionen über dem im zweiten Quartal 2013 verzeichneten Tiefststand während der Krise.** Der Anstieg der Beschäftigung im Verlauf der Erholungsphase wog den in der Krise beobachteten Rückgang mehr als auf. Dementsprechend ist die Zahl der Erwerbstätigen im Euroraum mit 158,3 Millionen derzeit so hoch wie nie zuvor.<sup>15</sup> Im vorliegenden Kasten wird der Nettobeschäftigungszuwachs im Eurogebiet während des wirtschaftlichen Aufschwungs betrachtet und mit dem Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum ersten Vierteljahr 2008 (d. h. von der Einführung des Euro bis zum Ausbruch der Krise) verglichen, der ebenfalls durch ein stetiges Beschäftigungswachstum im Euroraum insgesamt gekennzeichnet war.

**Zwischen dem Beschäftigungswachstum der jüngsten Erholungsphase und dem der Vorkrisenzeit bestehen gewisse Unterschiede hinsichtlich der Zusammensetzung nach Ländern.** Der Anstieg der Beschäftigtenzahl im Euro-Währungsgebiet um 9,6 Millionen ist vergleichbar mit der Zunahme in den fünf Jahren vor der Krise, in denen ein Zuwachs um 10 Millionen registriert wurde.<sup>16</sup> Der Hauptunterschied besteht darin, dass in der gegenwärtigen Phase ein wesentlich größerer prozentualer Anteil des Beschäftigungswachstums auf Deutschland entfällt als vor der Krise, wohingegen sich die relativen Anteile der anderen großen Euro-Länder – insbesondere Spaniens – verringert haben (siehe Abbildung A). Darin spiegelt sich weitgehend die relative Stärke des Wirtschaftswachstums in diesen Ländern in den beiden Zeiträumen wider. Dabei ist auch zu erwähnen, dass Deutschland im Verlauf des Aufschwungs zum Land mit dem größten Zustrom an Zuwanderern geworden ist und somit Spanien abgelöst hat, das in der Vorkrisenzeit die meisten Immigranten im Euroraum verzeichnete. Auch in Litauen, Österreich, Portugal und der Slowakei hat sich der Beitrag zum Beschäftigungswachstum im Eurogebiet im jüngsten Aufschwung erhöht.

<sup>15</sup> Die hier angeführten Zahlen basieren auf Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, die eine Aufgliederung der Beschäftigungsentwicklung im Euroraum nach Ländern und Sektoren ermöglichen. Für eine detaillierte Aufgliederung der Beschäftigung nach persönlichen Merkmalen und Arten von Verträgen werden Daten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung herangezogen. Die beiden Statistiken zeigen zwar eine ähnliche Dynamik, allerdings weisen die sich daraus ergebenden Beschäftigungsniveaus und kumulierten Wachstumsraten aus methodischen Gründen gewisse Unterschiede auf. Im Fall der Arbeitskräfteerhebung basieren die Zahlen beispielsweise auf einem nationalen Konzept, einige Teile der Bevölkerung sind nicht einbezogen, und die Angaben zur Beschäftigung beziehen sich auf die Altersgruppen der 15- bis 64-Jährigen oder der 15- bis 74-Jährigen. Im Gegensatz dazu liegt den Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ein Inlandskonzept zugrunde. Sie enthalten eine Schätzung der Beschäftigung in der Schattenwirtschaft, und die Daten zur Beschäftigung umfassen alle Altersgruppen. Eine ausführliche Erläuterung findet sich [hier](#). Aus den Daten der Arbeitskräfteerhebung der EU ergibt sich, dass die Zahl der Erwerbstätigen in der Zeit vom ersten Quartal 2013 (d. h. dem laut diesem Datensatz tiefsten Stand) bis zum zweiten Vierteljahr 2018 (d. h. den in dieser Statistik letzten verfügbaren Daten) um 8,9 Millionen gestiegen ist.

<sup>16</sup> Siehe Mario Draghi, [The outlook for the euro area economy](#), Rede des EZB-Präsidenten anlässlich des Europäischen Bankenkongresses, Frankfurt am Main, 16. November 2018.

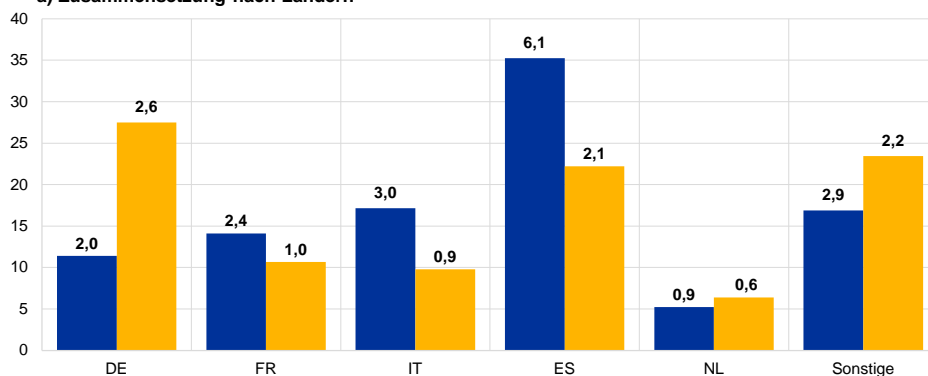
## Abbildung A

### Aufgliederung des kumulierten Beschäftigungswachstums vor der Krise und in der Erholungsphase nach Ländern und Sektoren

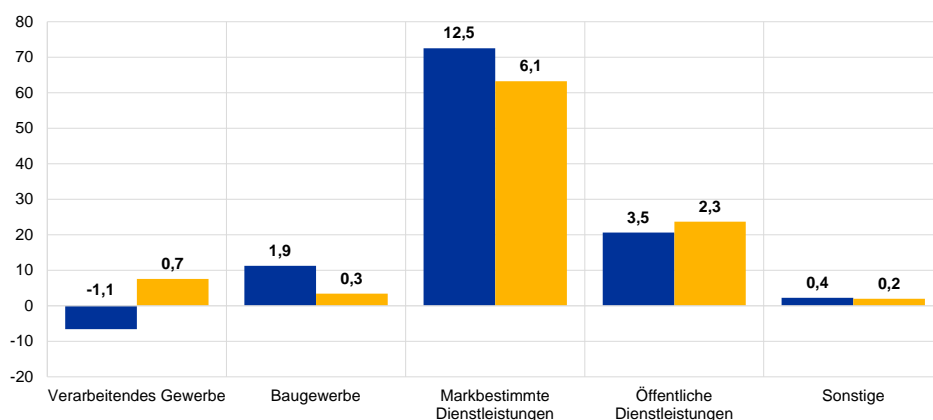
(y-Achse: Anteil am kumulierten Beschäftigungswachstum in %; Datenbeschriftung: kumuliertes Beschäftigungswachstum in Mio)

■ Q1 1999 - Q1 2008  
■ Q2 2013 - Q3 2018

#### a) Zusammensetzung nach Ländern



#### b) Zusammensetzung nach Sektoren



Quellen: Eurostat und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

**Das Beschäftigungswachstum wurde in beiden Zeiträumen von den marktbestimmten Dienstleistungen angetrieben, wenngleich auf sie im jüngsten Aufschwung ein geringerer Anteil am gesamten Beschäftigungswachstum entfiel.** In beiden Perioden wurde der Beschäftigungszuwachs bei den marktbestimmten Dienstleistungen von den Teilbereichen freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen sowie Handel und Verkehr getragen. Indessen fiel der Beitrag des Baugewerbes in der aktuellen Erholungsphase geringer aus als vor der Krise. Vom verarbeitenden Gewerbe gehen seit dem zweiten Quartal 2013 leicht positive Beschäftigungsimpulse aus, nachdem hier in der Zeit vor der Krise noch ein Rückgang verbucht worden war. Auf den öffentlichen Sektor entfiel während des jüngsten Aufschwungs ähnlich wie in der Vorkrisenzeit etwa ein Fünftel des kumulierten Beschäftigungszuwachses.

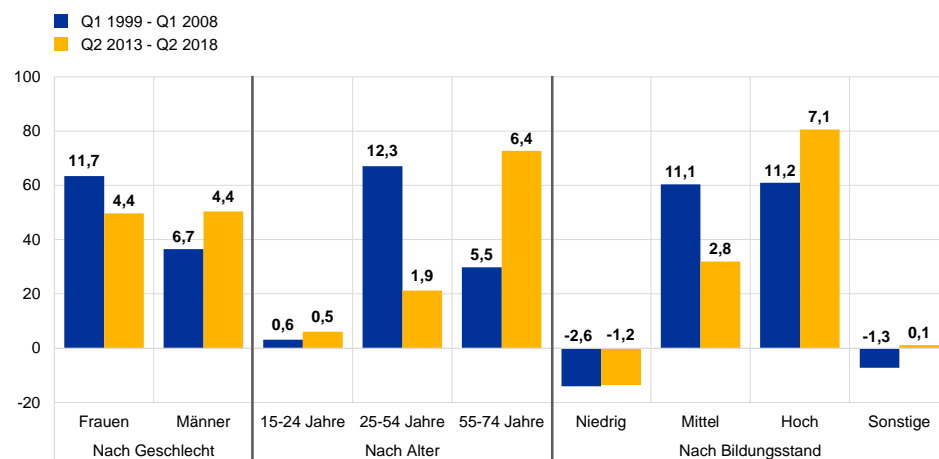


**Das Beschäftigungswachstum war im Verlauf der jüngsten Konjunkturerholung recht gleichmäßig zwischen Männern und Frauen verteilt** (siehe Abbildung B).

Vor der Krise war bei den weiblichen Erwerbspersonen im Einklang mit ihrer steigenden Erwerbsbeteiligung ein sehr starker Beschäftigungszuwachs zu verzeichnen. Darin kamen ein zunehmend höherer Bildungsstand, Arbeitsmarkt-reformen und die wachsende Bedeutung der Dienstleistungen für die Wirtschaft zum Ausdruck. In jüngerer Zeit stieg die Erwerbsquote von Frauen allerdings weniger stark an, da bei den in der Vergangenheit für die Zuwächse verantwortlichen Faktoren eine Stabilisierung eingesetzt hat, die sich auch im Beitrag zum Beschäftigungswachstum niederschlägt. Unterdessen war die Beschäftigung bei den Männern während der Krise rückläufig und ist, auch wenn ein Aufholen zu verzeichnen ist, bislang noch nicht auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt. Aufgrund dieser Entwicklung hat sich der Anteil der Frauen an der Gesamtbeschäftigung zuletzt bei 46,3 % eingependelt (gegenüber 42,6 % im ersten Quartal 1999) und liegt damit leicht über der Marke von 45,9 %, die im zweiten Vierteljahr 2013 verzeichnet wurde.

**Abbildung B**  
Aufgliederung des kumulierten Beschäftigungswachstums vor der Krise und in der Erholungsphase nach persönlichen Merkmalen

(y-Achse: Anteil am kumulierten Beschäftigungswachstum in %; Datenbeschriftung: kumuliertes Beschäftigungswachstum in Mio)



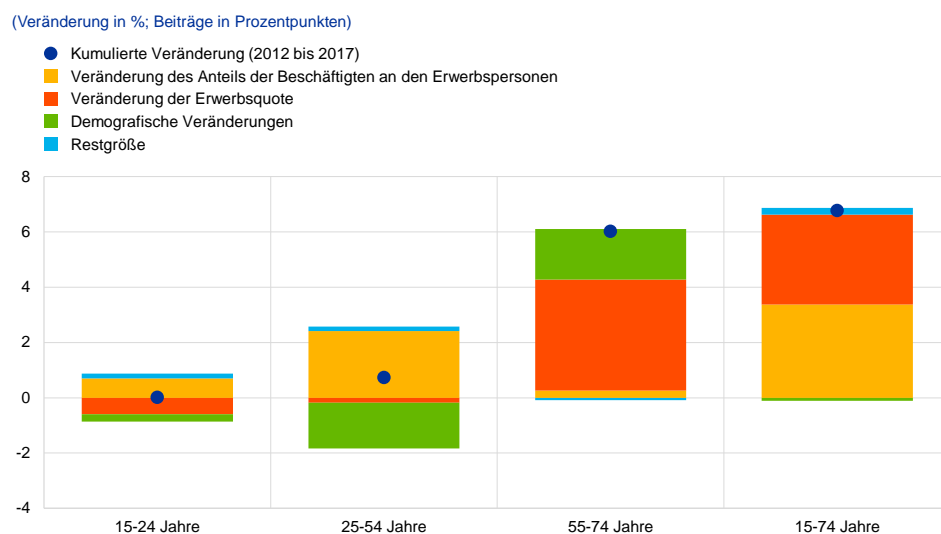
Quellen: Eurostat und Arbeitskräfteerhebung der EU.  
Anmerkung: Hinsichtlich des Bildungsstands bezeichnet „Niedrig“ einen Bildungsstand unterhalb des Primarbereichs sowie bis zum Primarbereich und Sekundarbereich I; „Mittel“ entspricht dem Sekundarbereich II und dem nichttertiären Postsekundarbereich; „Hoch“ bezeichnet eine Ausbildung im Tertiärbereich; „Sonstige“ bedeutet, es liegen keine Angaben vor. Der negative Prozentsatz unter „Sonstige“ im Vorkrisenzeitraum spiegelt höchstwahrscheinlich eine sich verbessernde Antwortquote im betrachteten Zeitraum wider.

**Aufgeschlüsselt nach Alter zeigt sich eine Veränderung des kumulierten Beschäftigungswachstums: der Beitrag älterer Arbeitskräfte fiel während der jüngsten Erholung wesentlich höher aus** (siehe Abbildung B). Vor der Krise entfielen auf die Erwerbspersonen im Haupterbsalter (d. h. im Alter von 25 bis 54 Jahren) mehr als zwei Drittel des Beschäftigungszuwachses, im aktuellen Aufschwung hingegen belief sich der Anteil dieser Gruppe lediglich auf etwa ein Fünftel des gesamten Beschäftigungswachstums. Dagegen war die Gruppe der 55- bis 74-Jährigen in der jüngsten Erholungsphase für drei Viertel des kumulierten Beschäftigungsanstiegs verantwortlich, nachdem sich ihr Anteil vor der Krise noch auf weniger als ein Drittel belaufen hatte. Der Beitrag der Jugendlichen (d. h. der 15- bis 24-Jährigen) war im aktuellen Aufschwung wie schon im Vorkrisenzeitraum begrenzt.

**Die veränderte Altersstruktur des Beschäftigungswachstums dürfte in erster Linie auf demografische Faktoren und Rentenreformen zurückzuführen sein.**

Diese Entwicklung spiegelt weitgehend Veränderungen beim Arbeitskräfteangebot wider. So hat die Anzahl älterer Personen zugenommen, da die geburtenstarken Jahrgänge inzwischen die Altersgruppe der 55- bis 74-Jährigen erreicht haben und die Zahl der unter 55-Jährigen rückläufig ist.<sup>17</sup> Zugleich ist auch die Erwerbsbeteiligung älterer Menschen deutlich gestiegen.<sup>18</sup> In der jüngsten Erholungsphase war der Anstieg der Beschäftigung in der Gruppe der 55- bis 74-Jährigen zu rund einem Drittel auf die höhere Anzahl von Personen in diesem Alter und zu zwei Dritteln auf deren steigende Erwerbsquote zurückzuführen (siehe Abbildung C). Ein Grund für die wachsende Erwerbsbeteiligung der 55- bis 74-Jährigen ist ihr gestiegener Bildungsstand, der positiv mit der Erwerbsquote korreliert ist. Dies wirkt sich allerdings nur geringfügig auf die Zunahme der Erwerbsbeteiligung insgesamt aus. Wahrscheinlicher ist es, dass hierfür in erster Linie das gestiegene gesetzliche und effektive Renteneintrittsalter im Euro-Währungsgebiet ausschlaggebend war.<sup>19</sup>

**Abbildung C**  
Aufgliederung des kumulierten Beschäftigungswachstums in der Erholungsphase nach Altersgruppen



Quellen: Eurostat, Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Daten basieren auf Jahreswerten.

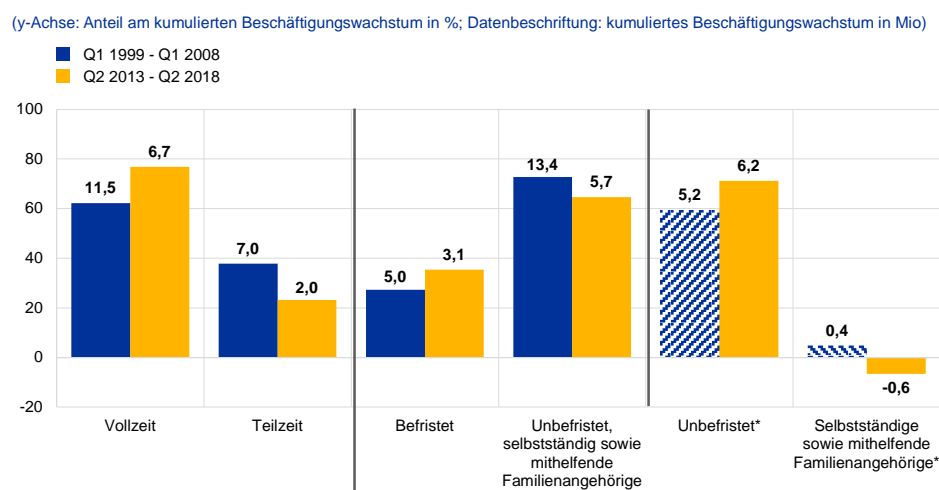
**Das während der jüngsten Erholung verzeichnete Beschäftigungswachstum ging in erster Linie auf Personen mit Hochschulbildung zurück.** So zeichnete diese Personengruppe für nahezu 80 % des gesamten Beschäftigungszuwachses in der jüngsten Erholungsphase verantwortlich (gegenüber 60 % vor der Krise), während der Beitrag von Personen mit mittlerem Bildungsabschluss erheblich gesunken ist.

<sup>17</sup> Siehe EZB, [Aktuelle Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2017, September 2017.  
<sup>18</sup> Die Erwerbsbeteiligung dieser Altersgruppe hat im Laufe der Zeit stetig zugenommen: Belief sie sich im ersten Quartal 1999 noch auf 22,4 %, so lag sie im zweiten Quartal 2013 bereits bei 33,6 % und im zweiten Quartal 2018 bei 39 %. Siehe EZB, [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.  
<sup>19</sup> Aus einer einfachen Shift-Share-Analyse geht hervor, dass diese Erwerbsquote auch bei unveränderter Zusammensetzung in Bezug auf den Bildungsstand deutlich gestiegen wäre.

Die Beschäftigung von Personen mit niedrigem Bildungsstand war im aktuellen Aufschwung ebenso wie in der Zeit vor der Krise rückläufig. Diese Entwicklungen hängen auch mit einer geänderten Bevölkerungsstruktur zusammen, da die Zahl der Personen mit niedrigem Bildungsstand abnimmt, wohingegen die Zahl der Personen mit Hochschulbildung zunimmt.

**Ausschlaggebend für das Beschäftigungswachstum im Euroraum während der jüngsten Erholung waren Vollzeitkräfte mit meist unbefristetem Arbeitsvertrag; fast 80 % des gesamten Zuwachses waren auf einen Anstieg der Vollzeitbeschäftigung zurückzuführen.** Gleichwohl liegt die Vollzeitbeschäftigung nach wie vor unterhalb ihres Vorkrisenniveaus, nachdem sie im Verlauf der Krise stark zurückgegangen war. Die Teilzeitbeschäftigung nahm während der Krise und auch in der Erholungsphase zu, doch ist ihr Beitrag zum Beschäftigungswachstum zuletzt gesunken, während sich ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung abgeflacht hat. Dies liegt darin begründet, dass die Zahl der unterbeschäftigten Teilzeitkräfte (d. h. Personen mit dem Wunsch, die Zahl ihrer Arbeitsstunden zu erhöhen) zurückgegangen ist, während nicht unterbeschäftigte Arbeitskräfte (d. h. Personen, die mit der Zahl ihrer Arbeitsstunden als Teilzeitkraft zufrieden sind) einen ähnlich hohen Beitrag zum Beschäftigungswachstum geleistet haben wie vor der Krise.<sup>20</sup> Obwohl sich der Beschäftigungszuwachs nach wie vor auf unbefristete Arbeitsverträge konzentriert, entfällt auf die befristeten Beschäftigungsverhältnisse inzwischen ein höherer Anteil, wohingegen der Beitrag der Selbstständigen rückläufig ist (siehe Abbildung D).

**Abbildung D**  
Aufgliederung des kumulierten Beschäftigungswachstums vor der Krise und in der Erholungsphase nach Vertragsmerkmalen



Quellen: Eurostat, Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Daten wurden von der EZB um Niveauverschiebungen bereinigt.  
\* Separate Daten zu unbefristeten Verträgen und Selbstständigkeit sowie zu mithelfenden Familienangehörigen sind erst seit dem Jahr 2005 verfügbar.

<sup>20</sup> Siehe EZB, *Jüngste Entwicklung der Teilzeitbeschäftigung*, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2018, März 2018.

## 5 Aktuelle Entwicklung der Lohndrift im Euro-Währungsgebiet

Gerrit Koester und Justine Guillochon

**Die Lohndrift misst die Abweichungen zwischen der Entwicklung der tatsächlichen Löhne und jener der Tarifverdienste.** Sie ist ein wichtiger Bestandteil der gesamtwirtschaftlichen Analyse des Arbeitnehmerentgelts, da sie eng mit der zyklischen Entwicklung am Arbeitsmarkt verbunden sein dürfte. Bei einer zunehmend angespannten Arbeitsmarktlage könnten sich die Arbeitgeber gezwungen sehen, den Tariflohn übersteigende Lohngruppen anzubieten, Beschäftigte innerhalb der tariflich vereinbarten Lohnskala höherzugruppieren oder einfach zusätzlich zum Tarifverdienst Prämien zu zahlen, um die Beschäftigten zu belohnen und zu halten. Angesichts des fortdauernden Rückgangs der Arbeitslosigkeit und der sich mehrenden Anzeichen einer Arbeitskräfteknappheit wird in diesem Kasten untersucht, welche Bedeutung die Lohndrift in Bezug auf die jüngste Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts hat.

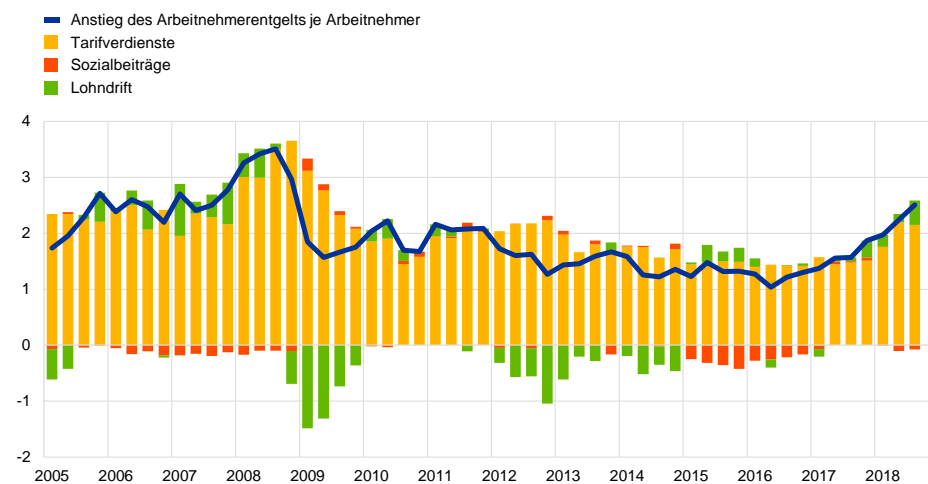
**Die aggregierte Lohndrift ist eine nicht beobachtbare Größe, die hier als Differenz zwischen den Wachstumsraten der Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer und jenen der Tarifverdienste ermittelt wird.** Dies bedeutet, dass das als Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessene Lohnwachstum insgesamt aufgegliedert werden kann in den Zuwachs der Tarifverdienste, die Lohndrift und den Beitrag veränderter Sozialbeiträge, wobei Letzterer definiert wird als Unterschied zwischen der Jahressteigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und jener der Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer. Die so ermittelte Lohndrift bildet zwangsläufig auch Verschiebungen der Beschäftigungsstruktur einer Volkswirtschaft, des Grades der Tarifbindung von Unternehmen und der pro Person geleisteten durchschnittlichen Arbeitsstunden ab – und damit mehr als nur den Einfluss der Arbeitsmarktentwicklung auf die Lohnzuschläge.

**In der Frühphase des sich beschleunigenden Lohnwachstums war die Lohndrift die wichtigste Triebfeder des Lohnwachstums, das inzwischen auch durch die Tarifverdienste gestützt wird.** In der Zeit vom zweiten Quartal 2016 bis zum vierten Quartal 2017 stellte die Veränderung von 0,4 Prozentpunkten bei der Lohndrift den größten Einzelbeitrag zum stärkeren Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer dar, der sich von 1,0 % auf 1,8 % beschleunigte (siehe Abbildung A). Im genannten Zeitraum blieb das Wachstum der Tarifverdienste weitgehend stabil und zog erst im Jahr 2018 an; die Rate erhöhte sich von 1,5 % im Schlussquartal 2017 auf 2,1 % im dritten Quartal 2018. Der jüngste Anstieg der Steigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1,9 % im vierten Quartal 2017 auf 2,5 % im dritten Jahresviertel 2018 war also in hohem Maße auch durch den Tariflohnzuwachs bedingt.

## Abbildung A

### Aufgliederung des Anstiegs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

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

### Veränderungen bei den geleisteten Arbeitsstunden waren für die jüngste Entwicklung der Lohndrift nicht maßgeblich.

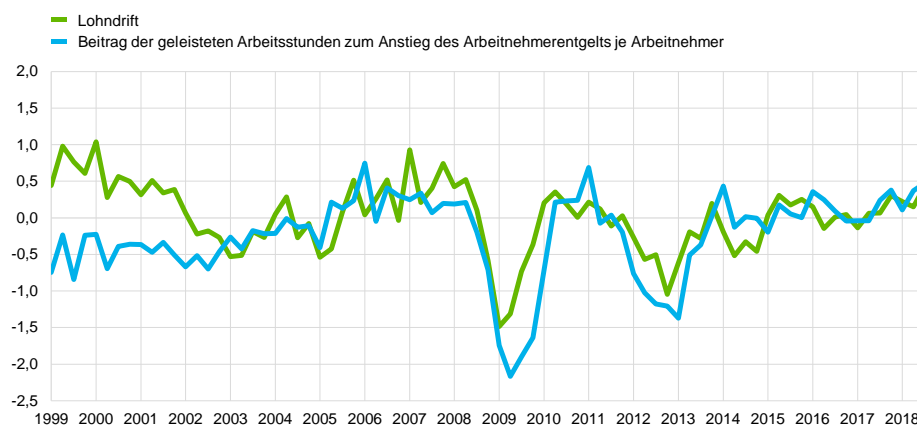
Unter der Annahme, dass sich das Wachstum der Tarifverdienste in den meisten Fällen implizit auf die Entlohnung je Stunde bezieht, kann die wie hier beschrieben ermittelte Lohndrift durch Änderungen der Anzahl der durchschnittlich je Arbeitnehmer geleisteten Arbeitsstunden beeinflusst werden, die sich beispielsweise aus Überstunden oder einem Wechsel zwischen Vollzeit- und Teilzeitbeschäftigung ergeben.<sup>21</sup> Vergleicht man die Veränderung des Beitrags der je Arbeitnehmer geleisteten Arbeitsstunden zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer mit der Lohndrift, so zeigt sich, dass sich die beträchtlichen, 2008-2009 und 2012-2013 vorgenommenen Reduzierungen der Anzahl der je Arbeitnehmer geleisteten Arbeitsstunden – wenig überraschend – in den deutlich negativen Beiträgen der Lohndrift zum Lohnwachstum insgesamt widerspiegeln. Seit 2014 stehen Veränderungen bei der Anzahl der je Arbeitnehmer geleisteten Arbeitsstunden jedoch nur in lockerem Zusammenhang mit Veränderungen der Lohndrift in den einzelnen Quartalen, was darauf hindeutet, dass Schwankungen der geleisteten Arbeitsstunden nur einen geringen Einfluss auf die Entwicklung der Lohndrift insgesamt haben.

<sup>21</sup> Die Bewertung der Lohndrift unterliegt einer Reihe von Einschränkungen. So werden die Daten zum Tarifverdienst im Euroraum (die zur Berechnung der Lohndrift benötigt werden) auf Basis nicht harmonisierter Angaben auf Länderebene ermittelt. Dies könnte auch die Verlässlichkeit der berechneten Lohndrift beeinträchtigen. Zudem wird die Lohndrift nicht als Beitrag der Tarifverdienste zum Lohnzuwachs insgesamt, sondern als Differenz zwischen der jährlichen Wachstumsrate der Bruttolöhne und -gehälter und der Jahressteigerungsrate der Tarifverdienste ermittelt. Dies folgt aus der Tatsache, dass für die Niveaus der Tarifverdienste – im Gegensatz zu den Angaben zum Arbeitnehmerentgelt – üblicherweise keine Daten verfügbar sind.

## Abbildung B

### Lohndrift und Beitrag der geleisteten Arbeitsstunden zum Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

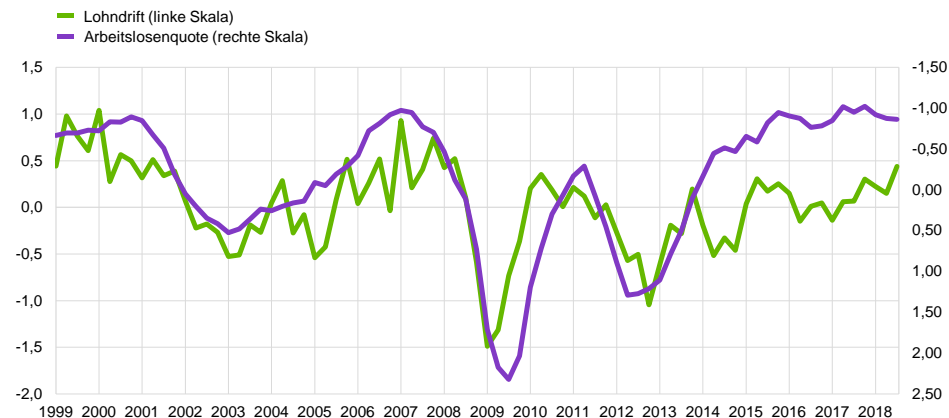
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2018.

**Die Lohndrift reagiert tendenziell relativ rasch auf Veränderungen der zyklischen Arbeitsmarktbedingungen.** Wie Abbildung C deutlich macht, reagiert die Lohndrift lediglich mit geringer Verzögerung auf Veränderungen der (an den Veränderungen der Arbeitslosenquote gemessenen) zyklischen Arbeitsmarktbedingungen. Die direkte Reaktion der Lohndrift auf den Konjunkturzyklus steht im Einklang mit der Nutzung von Prämien und Sonderzahlungen in Zeiten eines von steigender Produktivität und Rentabilität gekennzeichneten Zyklus. Zu beachten ist allerdings, dass der typische Zusammenhang zwischen Lohndrift und zyklischer Arbeitsmarktentwicklung in der Zeit von 2013 bis 2016, in welcher ein verhaltenes Lohnwachstum verzeichnet wurde, sehr viel weniger deutlich zutage trat. In diesem Zeitraum schien die Lohnzurückhaltung auch auf flexible Lohnelemente wie Prämien angewendet worden zu sein.

## Abbildung C

### Lohndrift über den Konjunkturzyklus hinweg betrachtet

(linke Skala: Beiträge in Prozentpunkten; rechte Skala: in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2018. Die Zeitreihe zur Arbeitslosenquote spiegelt die jährliche Veränderung der Arbeitslosenquote wider. Rechte Skala invertiert.

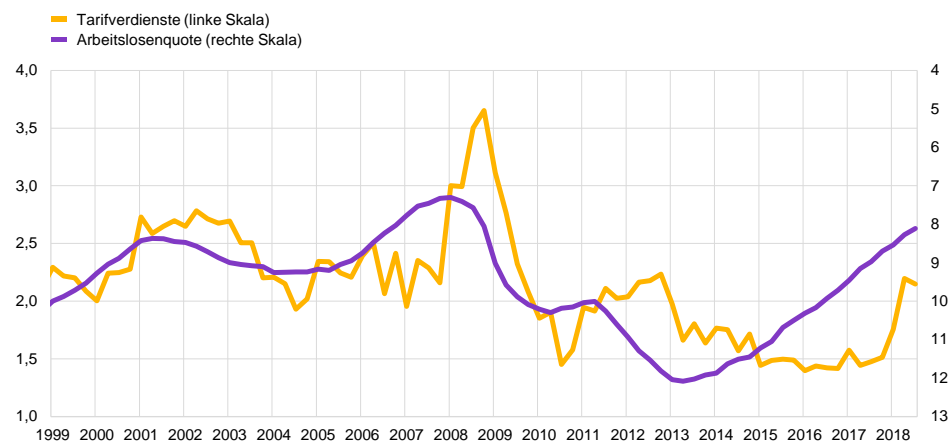
#### Ein Anstieg der Tarifverdienste ist üblicherweise persistenter als die Lohndrift.

Per se reagiert dieser weniger direkt auf Veränderungen der Arbeitslosenquote, sondern hängt stärker von der Höhe dieser Quote ab (siehe Abbildung D). Im Einklang mit dem breiten Signal, das die Arbeitslosigkeit in Bezug auf die Arbeitsmarktlage und damit auf den Lohnfindungsprozess aussendet, scheinen die Tarifverdienste nur auf kumulative Veränderungen der Arbeitslosenquote in eine Richtung zu reagieren, sodass ihre Gegenwirkung auf die zyklische Arbeitsmarktentwicklung mit einer größeren Verzögerung erfolgt. Eine derartige Zeitverzögerung und höhere Persistenz des Wachstums der Tarifverdienste entspricht dem Verhandlungsprozess in den wichtigsten Euro-Ländern, die häufig Lohnfestlegungen für überjährige Zeiträume vornehmen. Außerdem implizieren Kalenderüberschneidungen bei den sektoralen Tarifverhandlungen, dass üblicherweise nicht alle Verträge im selben Jahr verhandelt werden und daher einige Zeit vergehen kann, bis sich die zyklische Entwicklung zur Gänze im aggregierten Wachstum der Tarifverdienste niederschlägt.

## Abbildung D

### Entwicklung des Wachstums der Tarifverdienste und Stand der Arbeitslosigkeit

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



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2018. Rechte Skala invertiert.

#### Die größere Persistenz des Wachstums der Tarifverdienste stärkt die Zuversicht, dass der jüngste Anstieg des Lohnwachstums fortgeschrieben wird.

Der Zuwachs bei den Tarifverdiensten spiegelt die einige Zeit in die Zukunft reichende Festsetzung der Entgeltentwicklung wider und dient daher als Grundlage für die tatsächliche Entgeltentwicklung. Dies ergänzt den Ausblick für das Lohnwachstum, der nun optimistischer ist, als wenn die Aufwärtsbewegung lediglich von der Lohndrift beflügelt würde, die rascher auf Arbeitsmarktveränderungen reagiert. Zwar ist es im Allgemeinen durchaus möglich, dass sich die Lohndrift sogar ins Negative kehren könnte, sollte es zu einer unerwarteten negativen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kommen; deren Einfluss müsste jedoch ungewöhnlich stark sein, um den positiven Effekt des in letzter Zeit höheren Anstiegs der Tarifverdienste aufzuheben. Mit Blick auf die Zukunft wird, gestützt auf die jüngsten Tarifvereinbarungen und das länder- und sektorübergreifend an Breite gewinnende Lohnwachstum, eine weitere Steigerung des Lohnwachstums erwartet.



## 6 Zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2019

Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier und Nadine Leiner-Killinger

**Am 21. November 2018 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Stellungnahmen zu den von den Regierungen der Euro-Länder vorgelegten Übersichten über die Haushaltsplanung 2019 sowie eine Analyse der Haushaltslage im Euro-Währungsgebiet insgesamt.** Die Stellungnahmen

enthalten auch eine Beurteilung, inwieweit die jeweilige Haushaltsübersicht den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) genügt. Dieses Prozedere ist bedeutend, da geprüft wird, ob die Staaten die länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik, die im Rahmen des Europäischen Semesters an sie gerichtet und vom ECOFIN-Rat am 13. Juli 2018 verabschiedet wurden, in ihre Haushaltspläne eingearbeitet haben.<sup>22</sup> Unter anderem legen die Empfehlungen Ländern mit hohen staatlichen Schuldenquoten nahe, auf einen hinreichend zügigen Abbau ihrer Verschuldung hinzuwirken. Auf diese Weise wären sie besser gegen einen künftigen Wirtschaftsabschwung gewappnet.<sup>23</sup>

**Laut Kommissionsstellungnahme verläuft die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Euro-Ländern sehr uneinheitlich.** Einerseits kommt die

Kommission auf Basis ihrer Herbstprognose 2018 zu dem Schluss, dass zehn Übersichten über die Haushaltsplanung – so viele wie nie zuvor – im Einklang mit den Vorgaben des SWP stehen.<sup>24</sup> Dies gilt für Deutschland, Irland, Griechenland, Zypern, Litauen, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich und Finnland (alle im Bereich der präventiven Komponente des SWP; siehe Abbildung A). Für diese Länder werden ihren mittelfristigen Haushaltszielen entsprechende, solide Haushaltspositionen im Jahr 2019 prognostiziert.<sup>25</sup> Drei weiteren Ländern (Estland, Lettland und Slowakei) bescheinigt die Kommission eine „weitgehende Erfüllung“ der Vorgaben des SWP.<sup>26</sup> Andererseits ist bei den Haushaltsplanungen jener Länder, die am weitesten von einer soliden Position entfernt sind, das Risiko am höchsten, dass der SWP nicht eingehalten wird. Der Kommissionsprognose zufolge werden die strukturellen Konsolidierungsanstrengungen dieser Länder bei Weitem nicht ihren nach dem SWP bestehenden Verpflichtungen entsprechen (siehe Abbildung B). Dies trifft

<sup>22</sup> Siehe hierzu die [länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2018](#). Siehe im Einzelnen: EZB, [Länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2018](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

<sup>23</sup> Die Prüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung umfasste erstmals auch Griechenland, nachdem das Land im August das Anpassungsprogramm abgeschlossen hatte.

<sup>24</sup> Damit hat sich die Zahl der Staaten, denen eine vollständige Einhaltung des SWP attestiert wird, gegenüber dem Vorjahr um vier erhöht.

<sup>25</sup> Griechenland weist noch kein mittelfristiges Haushaltsziel aus; sein Haushaltsüberschuss wird der Kommission zufolge aber den noch festzulegenden Zielwert übersteigen. In ihrer Erläuterung zu den Bestimmungen des SWP (Vade Mecum on the Stability and Growth Pact) legt die Kommission dar, dass das mittelfristige Haushaltsziel als erreicht gilt, wenn die Abweichung des strukturellen Finanzierungssaldos vom Zielwert innerhalb der Toleranzmarge von 0,25 % des BIP liegt.

<sup>26</sup> Ländern, die unter den präventiven Teil des SWP fallen, wird eine „weitgehende Erfüllung“ attestiert, wenn ihre Haushaltsübersichten der Kommissionsprognose zufolge eine leichte Abweichung von dem mittelfristigen Haushaltsziel bzw. dem zu seiner Erreichung vorgesehenen Anpassungspfad bewirken könnten, die Nichteinhaltung der Vorgaben aber keine erhebliche Abweichung darstellen würde. Abweichungen von den nach dem präventiven Teil bestehenden Haushaltszielen werden als „erheblich“ klassifiziert, wenn sie in einem Jahr 0,5 % des BIP oder in zwei aufeinanderfolgenden Jahren durchschnittlich 0,25 % des BIP übersteigen.

insbesondere auf den Großteil der Staaten zu, für die eine hohe Schuldenquote von mehr als 90 % im Jahr 2019 prognostiziert wird (siehe Abbildung A).<sup>27</sup> Bei den Haushaltsplanungen von fünf Ländern erkennt die Kommission ein „Risiko der Nichterfüllung“ der Vorgaben des SWP.<sup>28</sup> Hiervon betroffen sind Spanien – das Land unterliegt gegenwärtig der korrektiven Komponente des SWP und hat gemäß Defizitverfahren innerhalb des laufenden Jahres sein übermäßiges Defizit zu beseitigen – sowie im Bereich der präventiven Komponente Belgien, Frankreich, Portugal und Slowenien. Da die Regierung Sloweniens erst kürzlich neu gewählt wurde, lag der Haushaltsplanung des Landes ein unveränderter finanzpolitischer Kurs zugrunde. Die Euro-Gruppe fordert die betreffenden Länder auf, „die Maßnahmen zur Beseitigung der von der Kommission identifizierten Risiken zeitnah in Erwägung zu ziehen, damit sichergestellt ist, dass die Staatshaushalte 2019 dem SWP entsprechen.“

**In ihrer Stellungnahme zu Italien stellte die Europäische Kommission erstmals den besonders schwerwiegenden Verstoß eines Haushaltsplans gegen die Vorgaben des SWP fest.**<sup>29</sup> Bleibt in der Haushaltsplanung die strukturelle Konsolidierung deutlich hinter den Anforderungen zurück, kann die Kommission einen besonders schwerwiegenden Verstoß gegen die Bestimmungen des SWP erkennen und den betreffenden Mitgliedstaat zur Vorlage einer aktualisierten Haushaltsplanung auffordern. Eine solche Aufforderung wurde am 23. Oktober an Italien gerichtet. In dem überarbeiteten Haushaltsplan vom 13. November beließ Italien die Defizitziele unverändert, sodass die Kommission am 21. November ihr Urteil eines besonders schwerwiegenden Verstoßes bestätigte. Zugleich wertete die Kommission Italiens Haushaltsplanung 2019 als eine erhebliche Änderung der einschlägigen Faktoren gemäß ihrer Analyse in dem nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV abgefassten Bericht vom Mai 2018. Infolgedessen veröffentlichte die Kommission am 21. November auch einen neuen Bericht nach Artikel 126 Absatz 3 AEUV, der auf den Daten für das Jahr 2017 beruht. In diesem Bericht gelangte die Kommission zu dem Schluss, dass das Schuldenstandskriterium als nicht erfüllt betrachtet werden sollte, womit sie den Weg für die Eröffnung eines auf diesem Kriterium beruhenden Defizitverfahrens gegen Italien ebnete. In ihrer Erklärung vom 4. Dezember bekräftigte die Euro-Gruppe die Kommissionsbeurteilung und empfahl Italien, die zur Einhaltung des SWP erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen. Am 19. Dezember richtete die Kommission ein Schreiben an Italien, dem zufolge sie die Haushaltsmaßnahmen der Regierung, die diese in ihrem Schreiben vom 18. Dezember dargelegt hatte, zur Kenntnis nehme; des Weiteren gab die Kommission zu verstehen, sie könne im derzeitigen Stadium davon absehen, die Eröffnung eines Defizitverfahrens zu empfehlen, sofern die neuen

---

<sup>27</sup> Mit Ausnahme Sloweniens ist nicht zu erwarten, dass diese Staaten ihre öffentliche Verschuldung gemäß der Schuldenregel des SWP im Jahr 2019 in Richtung des Referenzwerts von 60 % des BIP zurückführen werden.

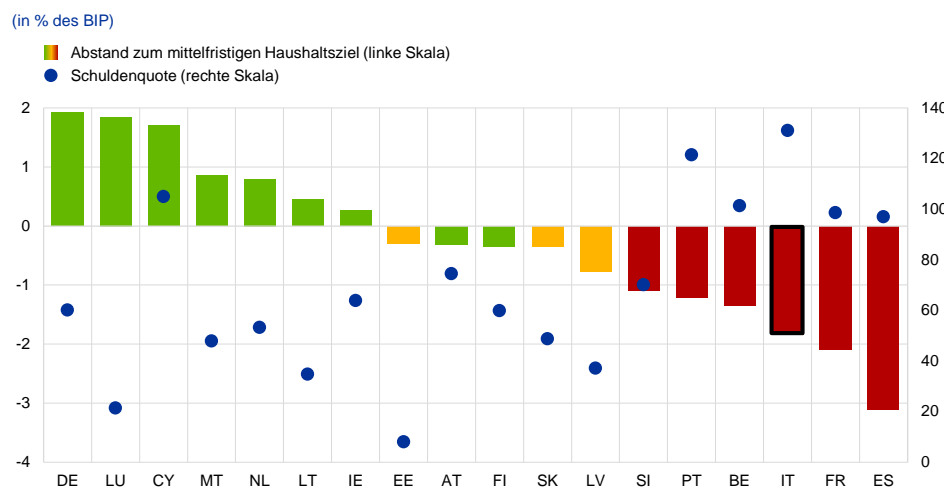
<sup>28</sup> Ein „Risiko der Nichterfüllung“ der Vorgaben des SWP besteht nach Auffassung der Kommission, wenn sie bei Ländern, die in den Geltungsbereich der präventiven Komponente fallen, für 2019 eine erhebliche Abweichung von dem mittelfristigen Haushaltsziel bzw. dem zu seiner Erreichung erforderlichen Anpassungspfad oder gegebenenfalls eine Verfehlung des Richtwerts für den Schuldenabbau prognostiziert.

<sup>29</sup> Auch in Fällen, in denen die erwartete Verbesserung des strukturellen Saldos auf dem Anpassungspfad zum mittelfristigen Haushaltsziel erheblich – d. h. um mehr als 0,5 Prozentpunkte des BIP – abwich, erfolgte bis dato keine derartige Stellungnahme. Der genannte Schwellenwert ist entscheidend für das Verfahren bei einer erheblichen Abweichung im präventiven Teil des SWP.

Maßnahmen noch vor Jahresende durch das italienische Parlament verabschiedet würden.<sup>30</sup>

**Die ausbleibende Bildung fiskalischer Reserven in den hoch verschuldeten Mitgliedstaaten bietet nach wie vor Grund zur Sorge, denn diese Länder könnten in einer künftigen Abschwungphase in stärkerem Maße zu einer finanzpolitischen Straffung gezwungen sein.** Eine wichtige Lehre der zurückliegenden Krise lautet, dass Staaten mit einer soliden Haushaltsposition über den notwendigen finanzpolitischen Spielraum verfügen, um unvorhergesehene Schocks abzuwehren. Angesichts der mangelnden Befolgung ihrer 2017 ausgearbeiteten Empfehlungen konstatierte die Euro-Gruppe nun erneut, dass der nur langsam vorstattgehende Abbau der hohen Schuldenstände in einer Reihe von Mitgliedstaaten nach wie vor beunruhigend sei und ein entschlossenes Vorgehen fordere. Die Euro-Gruppe betonte darüber hinaus, dass es angesichts der derzeitigen Wirtschaftslage dringend geboten sei, wieder fiskalische Reserven zu bilden – insbesondere in Mitgliedstaaten, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben.

**Abbildung A**  
 Öffentlicher Schuldenstand und Abweichung des strukturellen Finanzierungssaldos vom mittelfristigen Haushaltsziel im Jahr 2018



Quellen: Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Dargestellt ist die Abweichung des strukturellen Finanzierungssaldos 2018 vom mittelfristigen Haushaltsziel. Die grünen (orangenen) Balken beziehen sich auf Länder, deren Übersichten über die Haushaltsplanung 2019 laut Kommissionsbeurteilung die Vorgaben des SWP (weitgehend) erfüllen. Die roten Balken bedeuten, dass bei dem jeweiligen Haushaltsentwurf 2019 nach Ansicht der Europäischen Kommission das Risiko einer Nichterfüllung der Anforderungen des SWP gegeben ist. Der rote Balken Italiens ist mit einer schwarzen Umrandung versehen, um zu kennzeichnen, dass bezüglich der Haushaltsplanung die Gefahr eines besonders schwerwiegenden Verstoßes gegen die Verpflichtungen des SWP besteht. Griechenland wird in der Darstellung nicht berücksichtigt, da es derzeit kein mittelfristiges Haushaltsziel festgelegt hat. Seine Übersicht über die Haushaltsplanung 2019 entspricht nach Auffassung der Kommission den Vorgaben des SWP.

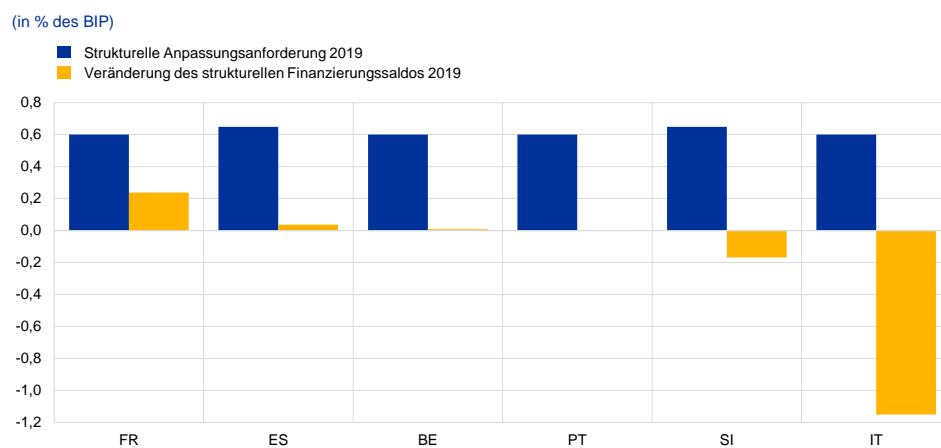
**Es ist notwendig, sich mit den Gründen zu befassen, die dazu führen, dass in einigen Ländern keine hinreichenden Fortschritte in Richtung einer soliden Haushaltsposition erzielt werden.** Zunächst sind mit Blick auf die korrektive Komponente des SWP die „nominalen Strategien“ auf den Prüfstand zu stellen. Diesen Strategien folgend erfüllen Länder, die sich in einem Defizitverfahren befinden, zwar ihre nominalen Defizitziele, vernachlässigen dabei jedoch ihre strukturellen

<sup>30</sup> Zu den Einzelheiten siehe die [Pressemitteilung](#) der Europäischen Kommission.

Konsolidierungsanforderungen. So wurden in der Zeit nach der Krise zahlreiche Länder aus dem Defizitverfahren entlassen, die nach wie vor ein erhebliches strukturelles Defizit aufwiesen, was ihre Anfälligkeit in künftigen Abschwungphasen erhöht. Ein weiterer Ansatzpunkt ist die Anwendung der Flexibilität im Zusammenhang mit der präventiven Komponente des SWP.<sup>31</sup> Die vom ECOFIN-Rat Anfang 2016 gebilligte gemeinsame Position zur Flexibilität ermöglicht es, die Konsolidierungsanforderungen gemäß der Matrix so zu modulieren, dass die Länder in Zeiten einer guten (schlechten) wirtschaftlichen Entwicklung und/oder bei hohen (niedrigen) öffentlichen Schuldenständen höhere (geringere) Anstrengungen unternehmen müssen. Zudem dürfen die strukturellen Anpassungsanforderungen im Gegenzug zu zusätzlichen Strukturreformen und Investitionen herabgesetzt werden. Sowohl in einem Sonderbericht des Europäischen Rechnungshofs aus dem Jahr 2018 zur präventiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts als auch im Jahresbericht 2018 des Europäischen Fiskalausschusses (EFA) wird betont, die unterschiedlichen Formen von Flexibilität hätten in ihrer Gesamtwirkung dazu geführt, dass eine Annäherung der Mitgliedstaaten an ihr mittelfristiges Haushaltsziel innerhalb eines angemessenen Zeitraums, insbesondere im Fall hoch verschuldeter Länder, nicht sichergestellt sei. Hierdurch können die betroffenen Staaten in der nächsten Rezession in eine prekäre Lage geraten.

### Abbildung B

Empfohlene und prognostizierte strukturelle Anpassung 2019 – Übersichten über die Haushaltsplanung, bei denen das Risiko eines (besonders schwerwiegenden) Verstoßes gegen den SWP besteht



Quellen: Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission und die am 13. Juli 2018 vom Rat für Wirtschaft und Finanzen verabschiedeten länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik.

<sup>31</sup> Im Mai 2018 veröffentlichte die Europäische Kommission eine Mitteilung zur Überprüfung der seit 2015 im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität. Die vornehmlich auf die Ausgestaltung der Regelungen und weniger auf ihre Umsetzung abzielende Analyse legt den Schluss nahe, dass die „Matrix der Anforderungen“ das Standardtempo der erforderlichen Haushaltsanpassung nicht verringert und somit das Erreichen eines mittelfristig stabilen Haushalts unterstützt und den Schuldenabbau nicht bremst. Die Analyse zeigt jedoch auch, dass die tatsächlichen Konsolidierungsanstrengungen der Mitgliedstaaten den Anforderungen nicht genügten.

**Mit Blick auf die Zukunft bedarf es eines voll funktionsfähigen finanzpolitischen Rahmens zur weiteren Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion.** Mit der anstehenden Überprüfung der Rechtsvorschriften des Sechserpakets und des Zweierpakets („Six-pack“ bzw. „Two-pack“), die 2011 und 2013 zur Stärkung des finanz- und wirtschaftspolitischen Regelwerks der EU eingeführt wurden, bietet sich die Gelegenheit, Mängel in den geltenden Bestimmungen zu identifizieren und zu beseitigen.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) Bei dem Wert für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,6
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,1
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2017 Q4	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,6	1,5	1,7
2018 Q1	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,4	1,2	0,6	1,6
Q2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,3	-0,2	-0,9	0,2
Q3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,7	2,8
2018 Juni	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,2	-0,9	0,2
Juli	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	49,9	1,2	-0,5	2,2
Aug.	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	53,0	53,3	49,9	1,7	0,1	2,7
Sept.	52,5	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,3	52,5	49,6	2,0	0,7	2,8
Okt.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,9	53,4	50,0	.	.	.
Nov.	53,3	54,7	50,7	52,4	51,9	52,7	52,1	53,7	49,9	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.



## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018 Mai	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
Juni	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04
Juli	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
Aug.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
Sept.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
Okt.	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
Nov.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10

Quelle: EZB.

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

### 2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 Mai	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
Juni	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31
Juli	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36
Aug.	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28
Sept.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
Okt.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
Nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28

Quelle: EZB.

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

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

### 2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
2015	356,2	3 444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2 061,1	19 203,8
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018 Mai	392,3	3 537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2 701,5	22 590,1
Juni	383,4	3 442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2 754,4	22 562,9
Juli	383,8	3 460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2 793,6	22 309,1
Aug.	382,5	3 436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2 857,8	22 494,1
Sept.	376,4	3 365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2 901,5	23 159,3
Okt.	359,0	3 244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2 785,5	22 690,8
Nov.	351,3	3 186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2 723,2	21 967,9

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung					Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>		
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2017 Nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,83	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87
Dez.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,86	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83
2018 Jan.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,92	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84
Febr.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84
März	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84
April	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83
Mai	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83
Juni	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82
Juli	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,40	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81
Aug.	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,44	5,88	6,41	2,39	1,63	1,83	1,92	1,85	2,12	1,81
Sept.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,30	5,74	6,27	2,37	1,60	1,82	1,91	1,85	2,09	1,79
Okt. <sup>(p)</sup>	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,74	5,04	5,72	6,19	2,44	1,59	1,80	1,91	1,87	2,09	1,80

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									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 €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 Nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71
Dez.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71
2018 Jan.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67
Febr.	0,04	0,09	0,43	2,37	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,64	1,70
März	0,04	0,08	0,40	2,33	2,39	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
April	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70
Mai	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,08	1,22	1,65	1,62
Juni	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68
Juli	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,63
Aug.	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64
Sept.	0,03	0,09	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,68	1,65
Okt. <sup>(p)</sup>	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	1,65	1,62	1,71	1,23	1,10	1,66	1,64

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Mai	1 318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
Juni	1 307	523	177	.	90	457	59	388	157	71	.	43	82	36
Juli	1 310	526	175	.	96	453	60	434	191	75	.	48	79	42
Aug.	1 306	525	174	.	95	447	65	405	201	58	.	31	82	33
Sept.	1 282	531	166	.	89	444	52	364	156	66	.	42	72	28
Okt.	1 271	524	163	.	92	439	53	402	175	66	.	47	77	38
<b>Langfristig</b>														
2015	15 250	3 786	3 244	.	1 102	6 481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15 393	3 695	3 217	.	1 197	6 643	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 362	3 560	3 081	.	1 258	6 821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 Mai	15 534	3 586	3 127	.	1 273	6 927	621	202	49	53	.	17	80	3
Juni	15 540	3 572	3 137	.	1 266	6 944	620	229	64	71	.	14	72	7
Juli	15 555	3 570	3 133	.	1 275	6 956	621	220	54	55	.	17	87	8
Aug.	15 563	3 578	3 141	.	1 258	6 964	622	131	50	38	.	2	38	3
Sept.	15 688	3 616	3 159	.	1 283	7 007	623	253	79	56	.	31	82	4
Okt.	15 741	3 673	3 178	.	1 282	6 980	628	210	60	57	.	14	69	9

Quelle: EZB.

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

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

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2015	16 518,8	4 303,2	3 390,4	.	1 163,8	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	968,3	5 261,9
2016	16 633,9	4 213,3	3 353,0	.	1 255,9	7 108,1	703,5	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 603,0	4 079,8	3 236,7	.	1 327,9	7 258,9	699,8	7 954,8	612,5	1 249,5	6 092,8
2018 Mai	16 852,5	4 125,8	3 296,4	.	1 371,9	7 371,5	686,8	8 028,1	531,2	1 289,8	6 207,1
Juni	16 846,6	4 095,3	3 313,6	.	1 356,4	7 401,4	679,8	7 959,8	543,5	1 267,0	6 149,3
Juli	16 865,3	4 096,0	3 308,3	.	1 370,9	7 409,1	681,0	8 168,6	576,1	1 293,7	6 298,8
Aug.	16 869,4	4 102,6	3 315,0	.	1 353,3	7 411,0	687,5	8 020,0	521,1	1 282,6	6 216,3
Sept.	16 969,9	4 147,0	3 324,9	.	1 372,3	7 451,0	674,8	7 955,8	543,5	1 294,0	6 118,3
Okt.	17 011,9	4 197,0	3 340,7	.	1 373,6	7 419,1	681,5	7 548,9	515,4	1 202,0	5 831,6
<b>Wachstumsraten</b>											
2015	0,2	-7,0	5,5	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6
2016	0,4	-3,0	-1,1	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,1	.	6,2	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 Mai	1,1	-0,1	0,4	.	5,9	1,6	-1,9	1,4	1,6	5,4	0,5
Juni	1,2	-0,6	1,9	.	5,2	1,8	-4,0	1,3	1,6	5,0	0,5
Juli	1,2	-0,8	0,6	.	4,4	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Aug.	1,3	-0,2	0,9	.	3,8	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5
Sept.	1,7	0,9	0,9	.	4,9	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5
Okt.	1,8	0,9	1,6	.	4,5	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG <sup>2)</sup> 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2015	91,7	87,6	88,6	82,9	81,6	88,4	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	85,0	79,8	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,9	79,7	90,0	112,0	90,0
2017 Q4	98,6	93,2	93,6	87,5	80,3	91,4	115,0	92,0
2018 Q1	99,6	94,0	94,4	88,1	81,3	91,9	117,0	93,4
Q2	98,4	93,1	93,2	87,2	80,4	91,0	117,0	93,4
Q3	99,2	93,7	93,4	.	.	.	119,2	94,8
2018 Juni	97,9	92,6	92,4	-	-	-	116,7	93,0
Juli	99,2	93,8	93,5	-	-	-	118,2	94,2
Aug.	99,0	93,4	93,2	-	-	-	119,0	94,6
Sept.	99,5	94,0	93,6	-	-	-	120,4	95,6
Okt.	98,9	93,4	92,9	-	-	-	119,0	94,4
Nov.	98,3	92,9	92,3	-	-	-	117,9	93,5
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2018 Nov.	-0,6	-0,6	-0,7	-	-	-	-0,9	-1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2018 Nov.	-0,2	-0,2	-1,2	-	-	-	2,6	1,6

Quelle: EZB.

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

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

### 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 Q4	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 Q1	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
Q2	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
Q3	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
2018 Juni	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
Juli	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
Aug.	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
Sept.	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
Okt.	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
Nov.	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2018 Nov.	-0,8	0,0	0,4	0,0	-0,5	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,3	-1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2018 Nov.	1,5	-1,6	1,6	0,3	3,3	-2,7	1,8	-0,8	0,6	4,5	-2,3	-3,2

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2017 Q3	24 839,7	25 633,3	-793,6	10 775,6	8 756,8	8 386,5	10 955,4	-62,2	5 065,0	5 921,1	674,8	14 129,9
Q4	24 835,5	25 544,2	-708,7	10 671,6	8 769,0	8 550,7	10 950,1	-55,6	4 999,1	5 825,1	669,7	13 898,7
2018 Q1	24 850,9	25 602,9	-752,0	10 593,7	8 682,3	8 529,5	10 919,5	-77,1	5 131,4	6 001,1	673,4	14 118,9
Q2	25 408,4	25 943,9	-535,5	10 732,7	8 687,8	8 742,0	10 994,5	-84,8	5 328,5	6 261,6	690,0	14 295,2
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2018 Q2	222,8	227,5	-4,7	94,1	76,2	76,7	96,4	-0,7	46,7	54,9	6,1	125,4
<b>Transaktionen</b>												
2017 Q4	81,9	-37,3	119,3	33,9	45,5	86,2	18,8	4,5	-44,4	-101,7	1,9	-
2018 Q1	453,5	328,1	125,4	63,0	-60,4	194,7	176,7	-4,5	188,9	211,8	11,4	-
Q2	98,7	14,8	83,8	-59,6	-122,8	-1,9	-42,4	40,5	113,0	180,0	6,6	-
Q3	89,2	-17,2	106,4	-19,4	5,7	45,2	-55,4	21,2	41,0	32,5	1,2	-
2018 April	104,8	113,2	-8,4	21,9	-21,2	8,3	-22,5	12,1	66,2	156,9	-3,6	-
Mai	133,1	103,3	29,8	-23,6	-16,4	-2,9	-53,1	15,5	141,6	172,7	2,3	-
Juni	-139,2	-201,7	62,5	-57,9	-85,2	-7,3	33,1	12,9	-94,8	-149,6	7,9	-
Juli	104,3	95,9	8,4	-1,0	16,9	42,9	8,5	5,7	61,1	70,5	-4,3	-
Aug.	19,8	-10,3	30,1	10,3	7,5	20,7	-53,4	7,8	-22,3	35,7	3,3	-
Sept.	-34,9	-102,8	67,9	-28,7	-18,6	-18,5	-10,5	7,7	2,2	-73,6	2,3	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2018 Sept.	723,3	288,4	434,9	17,9	-131,9	324,2	97,7	61,7	298,5	322,6	21,0	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2018 Sept.	6,3	2,5	3,8	0,2	-1,1	2,8	0,9	0,5	2,6	2,8	0,2	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2015	10 534,2	10 060,1	5 743,1	2 172,5	2 110,8	1 014,6	640,4	449,7	33,6	474,1	4 865,1	4 391,1
2016	10 827,5	10 349,6	5 877,4	2 223,3	2 210,9	1 053,2	679,3	472,3	38,1	477,9	4 941,4	4 463,5
2017	11 205,8	10 683,0	6 058,2	2 279,5	2 302,9	1 121,6	716,3	459,2	42,4	522,8	5 293,6	4 770,8
2017 Q4	2 844,2	2 703,4	1 531,0	576,1	588,3	287,3	185,4	114,2	7,9	140,8	1 361,4	1 220,6
2018 Q1	2 865,1	2 725,0	1 543,6	578,1	592,1	291,4	184,2	115,0	11,2	140,0	1 356,6	1 216,6
Q2	2 889,6	2 757,0	1 553,2	585,2	603,8	297,8	188,7	115,9	14,8	132,6	1 378,0	1 245,3
Q3	2 905,1	2 784,5	1 561,7	587,6	610,2	300,5	191,2	117,1	24,9	120,7	1 387,6	1 266,9
<i>In % des BIP</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,6	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2017 Q4	0,7	0,3	0,2	0,2	1,2	0,1	2,6	1,8	-	-	2,2	1,6
2018 Q1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,7	0,2	-	-	-0,7	-0,5
Q2	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,3	2,5	0,5	-	-	1,0	1,1
Q3	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5	0,2	-	-	-0,1	0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,5	7,6
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 Q4	2,7	1,3	1,6	1,2	2,5	3,9	6,9	-6,8	-	-	6,4	3,7
2018 Q1	2,4	1,9	1,7	1,0	3,5	3,4	5,5	0,4	-	-	3,8	2,7
Q2	2,2	1,6	1,4	1,1	3,0	4,1	6,4	-4,7	-	-	3,8	2,7
Q3	1,6	1,7	1,0	0,9	3,1	2,0	4,9	2,9	-	-	2,4	2,8
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2017 Q4	0,7	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,4	-	-
2018 Q1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
Q2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
Q3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2017 Q4	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 Q1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
Q2	2,2	1,5	0,8	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
Q3	1,6	1,7	0,6	0,2	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	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
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>												
2015	9 461,6	159,5	1 901,3	468,0	1 784,9	433,5	470,2	1 078,0	1 031,0	1 805,1	330,2	1 072,6
2016	9 715,8	158,6	1 962,6	486,8	1 836,0	452,7	464,1	1 098,7	1 069,3	1 849,8	337,2	1 111,7
2017	10 048,5	171,3	2 032,8	512,8	1 916,8	469,4	455,8	1 129,7	1 118,5	1 897,1	344,2	1 157,3
2017 Q4	2 551,4	43,7	520,0	131,5	486,3	119,0	114,0	285,3	284,8	479,7	86,9	292,8
2018 Q1	2 568,5	43,1	518,5	134,3	489,9	120,9	114,4	287,5	289,1	483,1	87,6	296,6
Q2	2 589,5	42,9	521,1	137,1	494,2	122,4	114,2	289,5	292,0	488,3	87,7	300,1
Q3	2 603,6	43,7	523,1	139,4	496,4	123,5	114,5	291,3	293,3	490,5	88,0	301,5
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2017 Q4	0,7	0,8	1,2	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 Q1	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,0	0,3	0,1	0,3
Q2	0,4	-0,5	0,4	1,1	0,5	1,4	0,6	0,0	0,7	0,2	-0,1	0,6
Q3	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,2	0,9	0,3	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	0,9	2,7
2017	2,4	0,8	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 Q4	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 Q1	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,4	1,4	1,2	1,6
Q2	2,2	1,3	2,4	3,7	2,6	5,1	0,5	1,2	3,2	1,2	0,6	1,8
Q3	1,6	0,7	0,8	3,7	2,2	4,4	0,9	1,3	2,5	1,0	0,3	1,6
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
2017 Q4	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 Q1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
Q2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 Q4	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 Q1	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
Q2	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
Q3	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(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
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2015	1,0	1,3	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,4	1,5	-0,4	1,1	2,8	1,1	0,6
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2017 Q4	1,6	2,0	-0,7	-1,3	1,4	2,5	1,5	3,0	-1,6	1,7	3,4	1,3	1,1
2018 Q1	1,5	1,9	-0,8	-0,9	1,6	2,1	1,5	2,6	-1,0	1,6	3,1	1,2	0,5
Q2	1,5	1,8	-0,4	-0,5	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,9	1,6	3,0	1,2	0,8
Q3	1,3	1,6	-0,3	0,2	1,2	2,5	1,4	3,2	-1,2	1,0	2,5	1,1	-0,8
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,4	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 Q4	1,8	2,4	-0,6	-0,7	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,6	3,7	1,4	0,7
2018 Q1	1,4	2,0	-0,9	-1,1	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	3,0	3,2	1,2	0,2
Q2	1,7	2,2	-0,5	0,3	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,5	1,5	3,6	1,4	0,7
Q3	1,6	2,1	-0,2	0,4	1,7	3,3	1,3	3,6	-0,9	1,3	3,1	1,2	0,2
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,6	-0,1	-0,2	-0,6
2017 Q4	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 Q1	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
Q2	0,2	0,4	-0,1	0,7	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
Q3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,4	0,8	0,0	0,4	0,3	0,3	0,6	0,1	1,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.



## 3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio <sup>1)</sup>	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2015	160,730	4,6	17,470	10,9	5,6	14,305	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,208	11,1	1,5
2016	162,029	4,3	16,252	10,0	5,0	13,289	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,770	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,126	9,5	1,9
2017 Q4	163,133	3,9	14,184	8,7	4,2	11,637	7,8	2,547	17,9	7,318	8,3	6,866	9,1	2,0
2018 Q1	162,591	4,0	13,932	8,5	4,2	11,429	7,7	2,503	17,6	7,190	8,2	6,742	8,9	2,1
Q2	163,179	3,9	13,506	8,3	3,9	11,062	7,4	2,444	17,1	6,966	7,9	6,540	8,7	2,1
Q3	.	.	13,198	8,1	.	10,752	7,2	2,446	17,0	6,819	7,8	6,378	8,5	.
2018 Mai	-	-	13,443	8,2	-	11,014	7,4	2,429	17,0	6,930	7,9	6,513	8,6	-
Juni	-	-	13,408	8,2	-	10,970	7,4	2,438	17,1	6,912	7,9	6,496	8,6	-
Juli	-	-	13,269	8,1	-	10,846	7,3	2,423	17,0	6,851	7,8	6,417	8,5	-
Aug.	-	-	13,164	8,1	-	10,722	7,2	2,443	17,0	6,800	7,8	6,364	8,4	-
Sept.	-	-	13,160	8,1	-	10,689	7,2	2,471	17,1	6,806	7,8	6,354	8,4	-
Okt.	-	-	13,172	8,1	-	10,669	7,2	2,503	17,3	6,796	7,7	6,375	8,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	1	2	3	4	5	6							
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,3	0,5	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,7	3,9	1,5	1,1	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6
2017 Q4	4,2	4,8	5,3	6,1	2,1	-0,3	2,9	9,5	2,0	0,8	3,0	0,1	6,3
2018 Q1	3,1	3,4	3,1	4,3	2,4	0,6	2,6	6,5	1,6	1,6	1,9	0,2	5,3
Q2	2,4	2,8	1,9	4,5	2,1	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,9	3,2
Q3	0,8	0,9	-0,2	2,0	1,3	-1,0	3,5	1,9	1,2	1,0	1,4	0,2	3,4
2018 Mai	2,9	3,2	2,7	4,2	3,1	-1,5	2,2	4,5	1,6	2,1	1,5	0,4	2,8
Juni	2,5	3,1	2,0	4,9	2,1	-2,7	3,4	3,0	1,6	1,9	1,5	1,2	3,9
Juli	0,5	0,6	0,1	1,8	-0,3	-1,2	2,2	2,1	1,0	1,0	1,0	-0,3	7,7
Aug.	1,2	1,5	-0,2	1,9	3,5	-0,7	2,2	2,4	2,2	1,8	2,7	-0,1	30,9
Sept.	0,8	0,9	-0,4	2,2	0,9	-1,0	4,6	1,2	0,3	0,2	0,4	1,2	-21,2
Okt.	1,2	1,5	-0,4	3,7	1,0	-3,1	.	.	1,7	2,3	1,7	1,5	-11,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2018 Mai	1,3	1,3	1,3	0,7	2,5	-0,1	0,4	1,8	0,3	1,4	-0,8	0,4	1,9
Juni	-0,7	-0,7	-0,4	-2,1	-1,0	0,5	0,7	-1,8	0,4	0,4	0,1	1,1	-0,2
Juli	-0,6	-0,7	-0,8	1,3	-1,2	0,7	0,0	-1,0	-0,6	-1,0	-0,1	-1,2	2,1
Aug.	1,2	1,2	0,5	2,0	1,9	1,7	-0,6	2,7	0,4	0,4	0,6	-0,7	21,5
Sept.	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-1,0	-1,9	2,0	-0,5	-0,5	-0,2	-0,7	0,8	-37,2
Okt.	0,2	0,2	0,2	1,0	-0,2	-1,7	.	.	0,3	0,6	-0,1	1,0	9,1

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 Q4	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 Q1	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
Q2	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
Q3	111,5	5,4	84,0	-1,8	6,7	1,5	14,8	90,4	54,3	54,0	54,4	54,3
2018 Juni	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,7	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
Juli	112,1	5,8	84,2	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
Aug.	111,6	5,6	-	-1,9	6,4	1,9	14,4	-	54,6	54,7	54,4	54,5
Sept.	110,9	4,7	-	-2,9	8,3	2,4	14,7	-	53,2	52,7	54,7	54,1
Okt.	109,7	3,0	83,9	-2,7	7,9	-0,8	13,3	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
Nov.	109,5	3,4	-	-3,9	7,9	-0,6	13,3	-	51,8	50,7	53,4	52,7

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung		In % des BIP		Veränderung gegen Vorjahr in %	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,5	93,9	1,7	2,1	1,2	3,0	1,8	33,9	6,2	138,4	5,1	7,7	2,9
2016	12,4	94,1	1,8	2,1	6,2	3,4	2,7	34,3	6,8	139,0	4,8	6,1	3,0
2017	11,9	93,9	1,3	1,9	7,0	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	5,3	1,8
2017 Q3	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,1	3,9	34,4	7,3	136,9	4,0	3,0	2,3
Q4	11,9	93,9	1,5	1,9	7,1	4,3	4,6	34,8	8,4	136,7	3,5	1,0	1,8
2018 Q1	11,9	93,6	1,7	1,9	5,8	4,0	5,1	35,0	8,5	136,2	3,0	-1,3	1,4
Q2	12,0	93,7	1,8	1,9	8,1	4,0	4,9	35,2	8,5	136,5	3,2	1,3	1,5

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis 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.

### 3 Konjunktorentwicklung

#### 3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017 Q4	1 001,8	905,8	96,0	583,3	494,3	218,8	187,8	170,5	160,7	29,3	63,1	12,1	10,5
2018 Q1	994,7	888,8	105,8	577,4	491,6	216,9	187,4	172,3	150,9	28,1	58,9	9,0	6,4
Q2	1 019,4	925,4	94,0	583,9	505,1	218,1	189,8	190,1	166,5	27,2	63,9	8,0	6,6
Q3	997,5	936,6	60,9	583,0	526,1	219,6	191,7	166,8	150,2	28,0	68,6	7,6	5,5
2018 April	337,9	302,7	35,2	192,0	165,7	72,5	63,3	64,2	52,5	9,1	21,2	2,4	2,3
Mai	334,8	304,0	30,7	193,0	168,0	72,5	63,2	60,2	52,8	9,2	20,0	2,6	2,3
Juni	346,7	318,7	28,0	198,9	171,4	73,1	63,3	65,8	61,3	8,9	22,7	3,1	2,1
Juli	329,0	309,4	19,6	192,2	173,4	73,2	62,9	54,6	50,2	9,0	23,0	2,7	1,7
Aug.	333,8	309,6	24,3	195,8	174,0	72,9	64,1	55,7	48,8	9,4	22,7	2,7	1,7
Sept.	334,6	317,6	17,0	195,0	178,6	73,4	64,8	56,5	51,3	9,6	22,9	2,2	2,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2018 Sept.	4 013,3	3 656,7	356,7	2 327,5	2 017,1	873,4	756,7	699,7	628,3	112,6	254,5	36,7	29,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2018 Sept.	34,9	31,8	3,1	20,2	17,5	7,6	6,6	6,1	5,5	1,0	2,2	0,3	0,3

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
												3	4
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2017 Q4	6,2	8,1	562,0	268,4	116,1	166,8	471,7	502,3	286,1	81,8	125,6	363,0	58,8
2018 Q1	2,0	2,3	560,7	270,3	113,7	167,7	469,5	504,5	291,5	81,6	123,6	358,1	65,1
Q2	4,3	5,8	565,6	270,9	117,2	166,5	473,3	514,8	300,7	79,4	126,6	363,3	65,6
Q3	4,6	9,6	572,2	.	.	.	475,7	529,6	.	.	.	368,9	.
2018 April	8,1	8,5	187,2	88,9	39,4	55,2	156,5	169,5	98,3	26,0	42,5	119,8	21,1
Mai	-0,9	0,7	187,6	90,3	38,2	54,7	157,3	171,0	99,2	26,7	42,0	122,1	21,4
Juni	6,0	8,8	190,8	91,7	39,7	56,5	159,5	174,3	103,2	26,7	42,1	121,4	23,0
Juli	9,3	13,8	189,2	91,6	38,6	55,2	155,9	176,8	103,4	28,5	42,1	124,0	22,7
Aug.	5,7	8,7	193,0	93,6	38,7	56,6	161,4	176,2	103,1	28,1	42,0	122,9	23,0
Sept.	-0,9	6,4	190,0	.	.	.	158,4	176,6	.	.	.	122,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2017 Q4	4,6	4,6	126,6	125,8	125,6	130,4	127,0	115,0	115,0	114,3	115,8	119,3	105,9
2018 Q1	2,2	2,5	125,8	125,5	123,2	131,4	126,1	114,5	114,8	113,8	115,2	117,7	110,2
Q2	3,0	2,5	125,6	124,2	126,4	129,3	126,2	115,1	115,3	111,4	118,0	119,0	101,6
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 März	-2,7	-0,8	125,8	123,4	123,8	133,5	126,2	115,0	114,6	116,2	117,1	118,5	106,3
April	8,0	7,9	125,6	123,3	127,6	129,7	125,7	115,0	115,5	109,1	119,0	118,1	104,4
Mai	-2,0	-1,8	124,9	124,5	123,6	126,7	125,8	115,5	114,8	113,6	118,2	120,9	99,1
Juni	3,5	1,9	126,3	124,9	128,0	131,4	127,1	114,8	115,6	111,6	116,8	118,1	101,4
Juli	6,3	6,5	124,7	124,5	124,1	127,3	123,7	115,9	115,4	118,3	115,7	120,1	100,0
Aug.	1,9	0,0	126,9	126,9	123,8	130,1	127,7	115,0	115,0	115,7	114,1	118,4	102,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Nachrichtlich: Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			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	Adminis- trierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel	Waren										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 Q4	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,6	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 Q1	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
Q2	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,8	0,1	1,9	0,4	1,7	1,6
Q3	103,9	2,1	1,0	2,7	1,3	0,6	0,3	0,8	0,1	2,7	0,3	2,0	2,4
2018 Juni	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6
Juli	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4
Aug.	103,8	2,0	0,9	2,6	1,3	0,1	0,1	0,4	0,0	0,5	0,0	2,0	2,3
Sept.	104,3	2,1	0,9	2,7	1,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	0,1	2,0	2,4
Okt.	104,5	2,2	1,1	2,8	1,5	0,2	0,1	-0,3	0,1	1,8	0,1	2,1	2,8
Nov. <sup>3)</sup>	104,3	2,0	1,0	.	1,3	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	.	.

	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- mieten
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2018)	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7
2017 Q4	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4
2018 Q1	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2
Q2	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3
Q3	2,5	2,3	2,8	2,8	0,4	9,4	1,1	1,1	1,4	-0,8	1,9	1,3
2018 Juni	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3
Juli	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4
Aug.	2,4	2,4	2,5	2,7	0,3	9,2	1,1	1,1	1,6	-0,8	1,8	1,2
Sept.	2,6	2,2	3,2	2,8	0,3	9,5	1,1	1,1	1,3	-1,2	1,9	1,3
Okt.	2,2	2,2	2,1	3,1	0,4	10,7	1,2	1,1	1,8	-1,5	2,0	1,7
Nov. <sup>3)</sup>	2,0	2,0	1,8	.	0,4	9,1	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-Serien für den Euroraum zu veröffentlichen (siehe EZB, [Kasten 1](#), Wirtschaftsbericht, Ausgabe 3/2016).

3) Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe	Preise für Wohn- immobilien <sup>2)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>2)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,6	0,3	1,7	2,3
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,5	3,4	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,1	3,7	5,1
2017 Q4	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	1,0	1,5	2,0	0,3	3,6	2,4	3,9	6,6
2018 Q1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,3	4,3	4,5
Q2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,3	4,2	2,3
Q3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	.	.	.
2018 Mai	103,3	3,0	2,8	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,7	7,5	-	-	-
Juni	103,7	3,6	3,3	1,5	3,1	1,0	0,2	-0,2	0,6	9,3	-	-	-
Juli	104,4	4,2	3,3	1,6	3,2	1,0	0,1	-0,2	0,7	12,0	-	-	-
Aug.	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,3	-	-	-
Sept.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,8	1,1	0,0	-0,4	0,7	12,9	-	-	-
Okt.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- tigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,7	0,4	-1,9	47,1	-0,3	3,7	-4,5	-0,3	1,7	-2,9
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2017 Q4	108,5	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	1,2	1,8	52,2	-3,5	-11,4	4,9	-1,8	-8,7	6,8
2018 Q1	108,9	1,4	1,4	1,2	1,5	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
Q2	109,4	1,4	1,8	1,4	1,9	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
Q3	109,8	1,4	2,2	1,8	1,9	2,2	2,3	4,0	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
2018 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,1	-4,7	17,4	5,7	-5,0	18,7
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	2,1	-6,3	10,5	2,4	-5,9	12,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	3,1	-0,8	6,7	4,6	0,7	8,7
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,8	4,1	1,7	-1,1	4,8

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					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		
1999-2014	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8	
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	50,2	
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,0	
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	50,2	
2017 Q4	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	50,8	
2018 Q1	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	51,4	
Q2	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	50,6	
Q3	10,6	7,3	8,9	12,5	21,0	65,2	58,4	55,5	50,0	
2018 Juni	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	51,1	
Juli	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	50,3	
Aug.	10,5	7,8	9,3	13,2	19,6	65,3	58,1	55,1	50,3	
Sept.	11,6	7,3	8,3	12,0	22,6	63,6	59,1	55,7	49,5	
Okt.	9,7	8,9	8,5	12,9	24,4	65,1	58,5	54,8	49,5	
Nov.	11,3	7,2	9,7	12,3	23,8	63,6	58,9	54,7	49,4	

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2015	104,1	1,6	1,9	0,7	1,5	1,6	1,5
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,6	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,7	1,9	1,5	1,5
2017 Q4	114,0	1,5	1,6	1,4	1,8	1,0	1,5
2018 Q1	102,6	2,1	1,8	2,8	2,3	1,5	1,8
Q2	113,7	2,2	1,9	2,9	2,5	1,6	2,2
Q3	.	.	.	.	.	.	2,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10	11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte							
1	2	3	4	5								
<b>Bestände</b>												
2015	1 037,3	5 574,7	6 612,0	1 445,6	2 159,4	3 605,0	10 217,0	73,7	486,7	74,7	635,1	10 852,1
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 329,3	2 221,0	3 550,3	10 708,4	69,6	524,4	91,9	685,9	11 394,3
2017	1 111,6	6 637,2	7 748,8	1 196,9	2 260,8	3 457,7	11 206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11 867,8
2017 Q4	1 111,6	6 637,2	7 748,8	1 196,9	2 260,8	3 457,7	11 206,5	74,7	510,6	75,9	661,2	11 867,8
2018 Q1	1 116,9	6 744,0	7 860,9	1 170,3	2 259,8	3 430,1	11 291,1	71,4	509,4	65,7	646,5	11 937,5
Q2	1 133,6	6 892,4	8 025,9	1 178,1	2 270,8	3 448,8	11 474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12 126,7
Q3	1 150,5	7 010,1	8 160,6	1 126,6	2 285,0	3 411,6	11 572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12 204,1
2018 Mai	1 128,6	6 844,3	7 972,9	1 164,7	2 266,4	3 431,1	11 404,0	71,9	506,0	66,7	644,5	12 048,5
Juni	1 133,6	6 892,4	8 025,9	1 178,1	2 270,8	3 448,8	11 474,8	73,7	507,4	70,8	652,0	12 126,7
Juli	1 137,3	6 916,3	8 053,5	1 155,9	2 277,2	3 433,0	11 486,5	68,5	508,4	65,5	642,5	12 129,0
Aug.	1 143,8	6 951,5	8 095,3	1 140,1	2 281,1	3 421,2	11 516,5	71,8	501,7	69,2	642,7	12 159,2
Sept.	1 150,5	7 010,1	8 160,6	1 126,6	2 285,0	3 411,6	11 572,2	71,4	495,4	65,0	631,9	12 204,1
Okt. <sup>(p)</sup>	1 154,4	7 047,2	8 201,6	1 143,7	2 285,3	3 429,0	11 630,6	72,0	501,8	67,3	641,2	12 271,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2015	66,5	565,9	632,4	-132,2	12,3	-119,9	512,5	-47,2	49,6	-27,0	-24,5	488,0
2016	38,1	541,7	579,8	-107,3	16,1	-91,2	488,5	-4,3	37,5	18,1	51,4	539,9
2017	36,4	590,8	627,1	-109,3	36,2	-73,1	554,0	6,6	-13,8	-19,1	-26,3	527,7
2017 Q4	7,7	119,4	127,0	-18,8	9,5	-9,3	117,8	7,6	-19,1	-8,3	-19,9	97,9
2018 Q1	5,3	103,6	108,9	-25,0	7,6	-17,3	91,5	-3,1	-1,1	-9,2	-13,4	78,2
Q2	16,6	137,8	154,4	4,5	10,2	14,7	169,1	-0,9	-1,6	3,3	0,8	169,9
Q3	16,0	115,9	131,9	-51,7	14,2	-37,6	94,3	-2,4	-12,2	-5,4	-19,9	74,4
2018 Mai	5,7	66,0	71,7	-1,6	2,0	0,4	72,0	-5,0	-4,9	-7,2	-17,1	54,9
Juni	4,9	47,3	52,3	13,7	3,9	17,6	69,9	1,9	1,7	3,9	7,5	77,4
Juli	2,7	24,8	27,5	-21,2	6,4	-14,8	12,7	-5,1	0,8	-5,1	-9,4	3,2
Aug.	6,5	33,7	40,3	-16,4	3,9	-12,5	27,7	3,2	-6,7	3,4	-0,1	27,7
Sept.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,2	53,9	-0,5	-6,2	-3,8	-10,5	43,5
Okt. <sup>(p)</sup>	3,9	33,8	37,7	12,3	3,1	15,4	53,1	0,4	6,4	1,1	7,8	60,9
<b>Wachstumsraten</b>												
2015	6,9	11,3	10,6	-8,4	0,6	-3,2	5,3	-39,0	11,3	-25,6	-3,7	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,5	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,7	24,1	8,1	5,0
2017	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 Q4	3,4	9,7	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 Q1	2,5	8,4	7,5	-8,8	1,7	-2,2	4,4	-1,6	-4,7	-25,7	-7,0	3,7
Q2	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
Q3	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
2018 Mai	3,3	8,2	7,5	-7,5	1,7	-1,6	4,6	-3,4	-3,0	-21,2	-5,3	4,0
Juni	3,5	8,1	7,4	-5,6	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,1	-13,6	-2,0	4,4
Juli	3,6	7,6	7,0	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-1,8	-1,3	-19,3	-3,6	4,0
Aug.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,3	-10,6	-4,1	3,5
Sept.	4,1	7,3	6,8	-7,5	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,4	-23,3	-7,7	3,6
Okt. <sup>(p)</sup>	4,1	7,3	6,8	-6,0	1,7	-1,0	4,4	-0,6	-4,3	-12,0	-4,8	3,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.



## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
2015	1 960,9	1 512,5	323,5	116,9	8,1	5 753,0	3 061,3	695,3	1 993,5	2,9	946,9	226,7	365,9
2016	2 093,3	1 630,4	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	970,6	199,5	383,8
2017	2 255,6	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 304,9	3 698,7	561,9	2 043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2017 Q4	2 255,6	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 304,9	3 698,7	561,9	2 043,6	0,7	993,9	204,0	411,1
2018 Q1	2 260,5	1 821,6	274,0	157,2	7,6	6 376,4	3 787,5	543,5	2 043,8	1,6	983,2	210,4	415,1
Q2	2 296,8	1 855,2	277,8	156,7	7,0	6 462,3	3 870,1	535,2	2 055,9	1,1	1 010,5	219,8	425,6
Q3	2 323,7	1 891,5	268,0	157,4	6,8	6 538,7	3 945,4	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
2018 Mai	2 293,2	1 858,0	271,7	156,6	6,9	6 435,0	3 844,6	537,1	2 052,0	1,3	984,9	214,6	419,6
Juni	2 296,8	1 855,2	277,8	156,7	7,0	6 462,3	3 870,1	535,2	2 055,9	1,1	1 010,5	219,8	425,6
Juli	2 296,6	1 860,7	272,0	156,6	7,4	6 490,0	3 894,7	532,0	2 061,5	1,8	989,9	216,0	425,2
Aug.	2 305,8	1 872,8	268,8	157,5	6,7	6 515,4	3 921,6	528,2	2 063,8	1,8	974,8	214,3	434,2
Sept.	2 323,7	1 891,5	268,0	157,4	6,8	6 538,7	3 945,4	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Okt. <sup>(p)</sup>	2 316,7	1 892,0	274,7	144,0	5,9	6 587,1	3 984,0	521,6	2 080,4	1,1	992,6	208,3	443,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2015	90,3	127,8	-31,4	4,9	-11,1	196,1	304,7	-109,6	1,4	-0,4	83,4	-1,1	30,1
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,4	333,9	-46,5	13,9	-0,9	23,3	-28,4	19,1
2017	179,1	181,3	-3,1	-0,1	1,0	254,8	304,4	-81,6	33,4	-1,3	56,3	6,4	27,6
2017 Q4	37,6	32,5	0,4	0,9	3,8	53,0	67,4	-20,4	7,2	-1,2	29,0	2,8	-4,7
2018 Q1	7,8	22,1	-10,9	-2,0	-1,4	73,7	81,9	-18,1	9,0	0,9	-8,8	6,7	3,8
Q2	28,8	29,0	1,0	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-9,1	11,6	-0,5	20,1	9,0	10,0
Q3	26,4	36,0	-10,0	0,6	-0,2	76,3	75,4	-10,7	11,6	0,0	-29,8	-8,1	11,1
2018 Mai	17,7	19,5	-1,5	0,6	-0,8	26,4	28,5	-3,8	2,0	-0,3	12,8	3,3	1,0
Juni	2,8	-3,4	6,1	0,0	0,1	27,3	25,5	-1,5	3,6	-0,2	25,6	5,3	5,8
Juli	0,9	6,2	-5,5	-0,1	0,4	28,1	24,8	-3,1	5,6	0,8	-20,2	-3,7	-0,3
Aug.	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,7	-3,9	2,3	0,0	-16,2	-1,8	9,0
Sept.	17,2	18,2	-1,0	-0,1	0,1	23,2	23,9	-3,7	3,8	-0,8	6,5	-2,6	2,4
Okt. <sup>(p)</sup>	3,2	1,3	4,3	-1,4	-0,9	38,3	37,2	-4,0	5,0	0,1	6,2	-3,8	5,7
<b>Wachstumsraten</b>													
2015	4,8	9,2	-8,8	4,4	-58,0	3,5	11,1	-13,6	0,1	-12,2	9,7	-0,5	9,0
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2017 Q4	8,6	11,2	-1,1	-0,1	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,9	3,2	7,2
2018 Q1	5,3	8,0	-7,8	-0,2	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,4	10,4	5,5
Q2	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
Q3	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
2018 Mai	5,6	8,5	-7,7	-0,9	7,7	4,2	8,5	-11,6	1,7	-48,4	3,8	10,8	4,6
Juni	4,8	7,1	-5,5	-1,2	7,0	4,4	8,6	-10,9	1,8	-53,9	5,8	12,8	5,8
Juli	4,5	6,8	-6,5	-1,0	20,4	4,6	8,7	-10,4	1,9	-13,6	2,0	11,6	3,8
Aug.	4,2	6,5	-7,2	-0,7	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,7	8,1	4,7
Sept.	4,5	6,8	-6,8	-0,7	27,4	4,6	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,9
Okt. <sup>(p)</sup>	4,1	6,0	-4,0	-2,0	5,7	4,7	8,4	-9,6	2,0	-45,3	3,0	2,8	5,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investitionsfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2015	3 898,4	1 114,1	2 781,8	12 601,6	10 510,6	10 806,0	4 287,1	5 309,7	789,3	124,5	1 309,5	781,5
2016	4 389,4	1 084,1	3 292,1	12 881,0	10 710,9	10 981,6	4 311,4	5 449,4	836,5	113,5	1 387,5	782,6
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,7	10 874,3	11 170,8	4 326,4	5 599,1	839,2	109,6	1 442,5	799,8
2017 Q4	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,7	10 874,3	11 170,8	4 326,4	5 599,1	839,2	109,6	1 442,5	799,8
2018 Q1	4 605,0	1 023,1	3 568,0	13 196,5	10 941,2	11 233,7	4 343,7	5 633,0	851,7	112,8	1 467,8	787,5
Q2	4 600,8	1 017,7	3 568,8	13 278,0	10 990,7	11 328,2	4 358,0	5 659,7	853,2	119,8	1 498,5	788,8
Q3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,6	11 398,2	4 396,9	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
2018 Mai	4 582,2	1 023,9	3 544,1	13 297,0	11 007,6	11 301,8	4 380,9	5 649,9	857,1	119,7	1 489,9	799,5
Juni	4 600,8	1 017,7	3 568,8	13 278,0	10 990,7	11 328,2	4 358,0	5 659,7	853,2	119,8	1 498,5	788,8
Juli	4 621,6	1 010,4	3 596,8	13 325,6	11 023,4	11 351,6	4 381,8	5 674,6	846,6	120,4	1 512,1	790,1
Aug.	4 612,1	1 004,0	3 593,9	13 352,8	11 054,9	11 383,1	4 394,3	5 693,2	847,2	120,2	1 515,4	782,6
Sept.	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,6	11 398,2	4 396,9	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Okt. <sup>(p)</sup>	4 609,1	1 000,6	3 594,5	13 393,6	11 089,9	11 422,6	4 403,4	5 715,9	849,7	120,8	1 524,5	779,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2015	294,1	-21,2	315,0	84,9	57,9	77,4	-11,4	97,2	-22,3	-5,6	25,8	1,1
2016	486,0	-34,4	520,3	319,4	235,7	259,6	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,1	3,6
2017	289,6	-43,0	332,0	361,8	273,3	315,2	83,0	173,5	20,3	-3,6	64,6	23,9
2017 Q4	87,7	-14,0	101,5	90,3	76,1	93,8	31,8	48,1	-2,0	-1,8	9,4	4,8
2018 Q1	-30,6	-9,7	-20,8	112,6	94,6	94,5	38,2	39,4	13,8	3,2	27,9	-9,8
Q2	32,3	-6,0	37,9	87,5	55,9	104,2	17,0	35,2	-3,2	6,9	31,1	0,5
Q3	50,3	-16,1	66,7	103,7	91,2	88,3	48,9	49,9	-12,1	4,5	16,7	-4,2
2018 Mai	24,1	1,2	22,5	49,4	42,3	45,3	23,7	9,9	6,6	2,0	6,4	0,7
Juni	9,2	-6,2	15,5	-9,6	-8,7	35,5	-20,8	13,7	-1,8	0,2	9,2	-10,0
Juli	29,0	-5,8	34,8	49,9	37,6	28,4	26,0	17,0	-5,9	0,5	13,4	-1,1
Aug.	14,6	-6,5	21,2	30,0	31,1	30,4	13,6	18,0	-0,3	-0,2	4,3	-5,4
Sept.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	29,4	9,4	14,9	-6,0	4,2	-1,0	2,3
Okt. <sup>(p)</sup>	-12,6	-3,3	-9,3	32,4	21,6	20,4	4,8	15,3	5,2	-3,7	12,1	-1,3
<b>Wachstumsraten</b>												
2015	8,2	-1,9	12,7	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,3	2,0	0,1
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2017 Q4	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,2	4,7	3,1
2018 Q1	3,9	-3,9	6,4	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	1,9	-0,4	4,0	0,0
Q2	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
Q3	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
2018 Mai	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,0	3,3	2,8	3,1	3,6	8,0	4,6	2,0
Juni	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,0	6,8	4,9	-1,3
Juli	3,8	-3,9	6,2	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,3	5,5	4,9	-1,1
Aug.	3,3	-4,4	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,6	6,1	-1,8
Sept.	3,1	-4,4	5,3	3,0	2,9	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,6	5,9	-1,1
Okt. <sup>(p)</sup>	2,6	-4,2	4,7	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,3	7,2	-1,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3
<b>Bestände</b>										
2015	4 287,1	4 266,9	1 051,8	760,7	2 474,6	5 309,7	5 643,5	595,3	3 949,1	765,3
2016	4 311,4	4 308,9	1 012,5	796,5	2 502,4	5 449,4	5 728,6	615,9	4 082,8	750,6
2017	4 326,4	4 364,4	987,7	820,3	2 518,5	5 599,1	5 865,6	654,4	4 216,5	728,1
2017 Q4	4 326,4	4 364,4	987,7	820,3	2 518,5	5 599,1	5 865,6	654,4	4 216,5	728,1
2018 Q1	4 343,7	4 381,1	997,8	820,6	2 525,4	5 633,0	5 904,6	663,6	4 243,6	725,8
Q2	4 358,0	4 424,9	986,0	828,0	2 544,0	5 659,7	5 940,5	670,1	4 272,9	716,7
Q3	4 396,9	4 464,4	1 000,2	836,9	2 559,9	5 701,3	5 978,6	678,3	4 310,4	712,7
2018 Mai	4 380,9	4 413,0	1 007,1	824,6	2 549,3	5 649,9	5 927,8	668,9	4 259,6	721,5
Juni	4 358,0	4 424,9	986,0	828,0	2 544,0	5 659,7	5 940,5	670,1	4 272,9	716,7
Juli	4 381,8	4 441,9	997,6	833,2	2 551,0	5 674,6	5 954,4	673,9	4 285,4	715,3
Aug.	4 394,3	4 453,8	1 001,0	835,0	2 558,4	5 693,2	5 972,2	677,6	4 300,2	715,4
Sept.	4 396,9	4 464,4	1 000,2	836,9	2 559,9	5 701,3	5 978,6	678,3	4 310,4	712,7
Okt. <sup>(p)</sup>	4 403,4	4 468,8	985,0	844,0	2 574,5	5 715,9	5 996,1	681,5	4 323,5	710,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2015	-11,4	24,0	-50,5	32,0	7,0	97,2	75,3	21,2	80,1	-4,1
2016	82,5	100,2	-15,4	44,0	54,0	121,1	113,7	24,1	105,3	-8,3
2017	83,0	132,9	0,8	37,2	45,0	173,5	165,8	45,1	134,2	-5,8
2017 Q4	31,8	51,8	10,8	10,8	10,2	48,1	44,5	12,3	36,8	-1,0
2018 Q1	38,2	38,7	16,7	5,6	15,8	39,4	45,6	11,2	27,5	0,7
Q2	17,0	48,0	-12,2	10,2	19,0	35,2	44,8	10,5	29,1	-4,5
Q3	48,9	48,1	16,5	10,3	22,1	49,9	48,5	10,5	40,5	-1,1
2018 Mai	23,7	21,0	4,4	4,9	14,5	9,9	14,8	3,8	6,3	-0,2
Juni	-20,8	13,3	-19,7	3,5	-4,5	13,7	16,2	2,6	13,9	-2,9
Juli	26,0	18,4	12,7	6,0	7,3	17,0	16,5	4,3	13,3	-0,7
Aug.	13,6	12,4	3,5	1,9	8,2	18,0	17,3	4,1	13,9	0,0
Sept.	9,4	17,2	0,3	2,4	6,7	14,9	14,8	2,1	13,3	-0,5
Okt. <sup>(p)</sup>	4,8	3,0	-17,1	7,1	14,8	15,3	18,6	3,6	11,9	-0,1
<b>Wachstumsraten</b>										
2015	-0,3	0,6	-4,5	4,4	0,3	1,9	1,4	3,7	2,1	-0,5
2016	1,9	2,4	-1,5	5,8	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2017 Q4	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018 Q1	2,3	3,3	2,7	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
Q2	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
Q3	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
2018 Mai	2,8	3,7	3,5	4,7	1,9	3,1	2,9	7,2	3,1	-0,5
Juni	2,5	4,1	1,3	5,4	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
Juli	3,0	4,1	2,7	5,5	2,3	3,3	3,0	7,2	3,4	-0,8
Aug.	3,1	4,2	3,0	5,3	2,4	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
Sept.	3,2	4,3	3,3	4,6	2,7	3,1	3,2	6,9	3,2	-0,8
Okt. <sup>(p)</sup>	2,8	3,9	0,6	4,9	2,9	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2015	282,8	6 999,2	2 119,1	80,0	2 255,2	2 544,9	1 352,2	281,9	205,9	135,6
2016	307,7	6 956,9	2 090,5	70,9	2 145,9	2 649,7	1 135,0	253,6	205,9	121,6
2017	343,4	6 767,3	1 968,3	59,7	2 013,0	2 726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2017 Q4	343,4	6 767,3	1 968,3	59,7	2 013,0	2 726,2	935,9	299,9	143,5	92,5
2018 Q1	340,8	6 745,7	1 952,7	59,4	2 015,0	2 718,5	906,6	315,9	135,9	86,2
Q2	330,4	6 705,8	1 950,6	58,4	2 022,9	2 674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
Q3	403,4	6 693,5	1 934,7	56,9	2 048,5	2 653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
2018 Mai	336,1	6 750,6	1 950,8	58,8	2 029,4	2 711,6	860,4	395,6	177,3	186,6
Juni	330,4	6 705,8	1 950,6	58,4	2 022,9	2 674,0	862,1	422,1	174,1	183,8
Juli	354,8	6 695,1	1 951,4	57,7	2 018,6	2 667,3	847,8	384,0	184,1	192,4
Aug.	391,6	6 676,5	1 942,9	57,3	2 016,2	2 660,2	851,0	411,3	181,4	189,0
Sept.	403,4	6 693,5	1 934,7	56,9	2 048,5	2 653,4	885,5	425,1	177,3	183,0
Okt. <sup>(p)</sup>	398,2	6 794,6	1 936,6	56,6	2 109,9	2 691,5	996,2	465,7	167,1	174,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2015	6,2	-216,1	-106,4	-13,4	-210,8	114,6	-87,2	-13,7	21,4	-4,0
2016	22,0	-122,7	-69,6	-9,1	-118,5	74,5	-274,8	-91,4	12,8	-12,0
2017	39,4	-82,2	-84,8	-8,6	-73,0	84,2	-98,2	-68,3	-60,9	-27,6
2017 Q4	-11,8	-31,9	-17,5	-1,8	-14,0	1,5	-62,8	-60,9	3,2	7,9
2018 Q1	-2,7	7,7	-15,2	-1,4	10,6	13,8	55,6	-54,4	-7,6	-6,3
Q2	-10,4	-16,8	-5,3	-1,1	-18,0	7,6	-62,5	85,4	16,4	19,4
Q3	76,4	32,6	-16,0	-1,5	21,9	28,3	39,6	-10,2	3,2	-0,8
2018 Mai	-13,4	-12,1	-6,5	-0,4	-5,4	0,2	-41,7	-2,3	30,3	34,7
Juni	-5,7	-10,3	-0,4	-0,4	-6,6	-3,0	20,5	41,2	-3,2	-2,8
Juli	24,3	11,6	1,4	-0,7	-0,4	11,2	0,1	-39,9	10,0	8,6
Aug.	36,7	-6,6	-9,0	-0,4	-5,8	8,6	-5,7	18,9	-2,6	-3,5
Sept.	15,4	27,7	-8,4	-0,5	28,1	8,5	45,2	10,8	-4,1	-6,0
Okt. <sup>(p)</sup>	-5,5	13,6	0,5	-0,3	9,9	3,5	18,0	31,3	-10,2	-8,6
<b>Wachstumsraten</b>										
2015	2,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	7,8	-1,7	-3,3	-11,4	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2017 Q4	12,7	-1,2	-4,1	-12,4	-3,5	3,2	-	-	-29,7	-22,7
2018 Q1	12,0	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
Q2	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
Q3	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
2018 Mai	6,2	-1,0	-3,6	-10,3	-2,4	2,4	-	-	-6,8	-12,4
Juni	6,7	-1,1	-3,2	-10,8	-2,6	2,0	-	-	-3,6	-18,0
Juli	10,3	-0,8	-2,5	-10,4	-2,7	2,3	-	-	22,7	23,3
Aug.	16,4	-0,8	-2,7	-9,9	-2,6	2,1	-	-	24,6	34,2
Sept.	14,5	-0,1	-2,7	-9,3	0,0	1,9	-	-	7,7	4,9
Okt. <sup>(p)</sup>	18,3	0,4	-1,7	-8,8	0,8	1,9	-	-	-9,9	-22,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 Q3	-1,1	.	.	.	.	1,0
Q4	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 Q1	-0,8	.	.	.	.	1,2
Q2	-0,5	.	.	.	.	1,4

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
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 Q3	46,1	45,7	12,7	12,9	15,3	0,4	47,1	43,4	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7
Q4	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2018 Q1	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,8
Q2	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	42,9	9,8	5,1	1,9	22,3	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
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 Q3	88,2	2,8	14,6	70,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

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

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

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

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

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

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										
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2017 Q3	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	1,0	-3,1	-3,0	-2,5	1,5	
Q4	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2018 Q1	-0,9	1,3	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,7	-2,2	2,5	
Q2	-0,3	1,9	-0,2	-0,5	0,9	-2,7	-2,7	-1,8	3,0	
Verschuldung										
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0	
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5	
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2017 Q3	107,6	64,8	8,6	72,9	177,4	98,4	99,9	133,6	101,3	
Q4	103,8	63,9	8,7	68,4	178,6	98,1	98,5	131,2	96,1	
2018 Q1	106,8	62,7	8,5	69,3	180,3	98,7	99,4	132,9	93,4	
Q2	106,3	61,5	8,3	69,1	179,7	98,1	99,1	133,1	104,0	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 Q3	0,1	0,9	1,9	2,9	1,0	-1,2	-2,4	-0,5	-1,5	-1,4
Q4	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 Q1	0,0	0,4	1,5	3,1	1,6	-0,7	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
Q2	0,2	0,7	1,6	3,9	1,9	0,1	-0,9	0,6	-0,6	-1,1
Verschuldung										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 Q3	38,0	39,2	23,5	53,5	57,0	79,8	129,5	79,0	51,3	60,7
Q4	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 Q1	35,5	36,0	22,2	50,5	55,1	77,2	125,4	75,5	50,8	60,0
Q2	36,9	35,0	22,0	49,6	54,0	76,5	124,9	72,8	51,8	59,5

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2018

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 12. Dezember 2018.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-18-008-DE-N (Online-Version)