



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2019



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	7
2 Finanzielle Entwicklungen	14
3 Konjunkturentwicklung	19
4 Preise und Kosten	25
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	32
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	40
<b>Kästen</b>	<b>43</b>
1 Die gesamtwirtschaftliche Expansion in Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets – aktueller Stand und künftige Entwicklung	43
2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 31. Oktober 2018 bis zum 29. Januar 2019	48
3 Beschäftigungswachstum und BIP im Euro-Währungsgebiet	54
4 Neue Elemente beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex: Analysegruppen, Scannerdaten und Web-Scraping	57
5 Neue Berechnungsmethode beim deutschen Preisindex für Pauschalreisen und deren Auswirkungen auf die HVPI-Inflationsraten	61
6 Zins-Wachstums-Differenzial und Entwicklung der Staatsverschuldung	65
7 Makroökonomische Ungleichgewichte und Reformfortschritte – die Bewertung der Europäischen Kommission 2019	71
<b>Aufsatz</b>	<b>76</b>
1 Das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten: eine Bestandsaufnahme nach Beendigung der Nettoankäufe	76
<b>Statistik</b>	<b>104</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

**Auf Basis einer umfassenden Bewertung der Konjunktur- und Inflationsaussichten fasste der EZB-Rat in seiner geldpolitischen Sitzung vom 7. März eine Reihe von Beschlüssen zur Geldpolitik.** Auch wenn es Anzeichen dafür gibt, dass einige der wachstumshemmenden idiosynkratischen Binnenfaktoren nachzulassen beginnen, so deuten die schwächeren Konjunkturdaten doch auf eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin, die sich bis in das laufende Jahr hinein fortsetzen wird. Anhaltende Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern scheinen das Konjunkturklima zu belasten. Die zugrunde liegende Inflation entwickelt sich zudem nach wie vor verhalten. Die Anpassung der Inflationsentwicklung an das Inflationsziel des EZB-Rats wird durch die schwächere Konjunkturdynamik gebremst. Gestützt werden das Wachstum im Euroraum und der allmählich zunehmende Inflationsdruck indes weiterhin durch die günstigen Finanzierungsbedingungen, die positive Dynamik am Arbeitsmarkt und das höhere Lohnwachstum. Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat, die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB anzupassen; damit verleiht er seiner Erwartung Ausdruck, dass die Leitzinsen mindestens über das Jahresende 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. Zudem beschloss der EZB-Rat, die Forward Guidance zu den Reinvestitionen erneut zu bestätigen. Des Weiteren fasste er den Beschluss, eine neue Reihe von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG III) durchzuführen und alle Kreditgeschäfte mindestens bis zum Ende der im März 2021 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abzuwickeln. Mit diesen Beschlüssen soll eine fortgesetzte nachhaltige Inflationsentwicklung auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sichergestellt werden.

## Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 7. März 2019

**Das Weltwirtschaftswachstum hat Ende 2018 weiter an Schwung verloren und wird sich den Projektionen zufolge auch 2019 abschwächen, mittelfristig jedoch wieder stabilisieren.** Besonders deutlich war die Abkühlung im verarbeitenden Gewerbe, was zu einem starken Rückgang des Welthandels führte. Die erhöhte globale Unsicherheit im Zusammenhang mit Handelskonflikten, die finanziellen Spannungen des vergangenen Sommers in einigen Schwellenländern und die Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung in China haben zu der

Abschwächung des globalen Wachstums und des Welthandels beigetragen. Obwohl die wachstumshemmenden Faktoren die Weltwirtschaft 2019 weiter belasten dürften, sollten sich die jüngsten wirtschaftspolitischen Maßnahmen in gewissem Umfang stützend auswirken. Der Welthandel dürfte sich im laufenden Jahr deutlicher abschwächen, sollte aber auf mittlere Sicht im Gleichlauf mit der Konjunktur wieder zunehmen. Wenngleich sich Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft aufgebaut haben, dürfte der weltweite Inflationsdruck begrenzt bleiben.

**Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember 2018 sind die langfristigen risikofreien Zinssätze vor dem Hintergrund einer Eintrübung der makroökonomischen Aussichten und einer wahrgenommenen Verlangsamung der geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten gesunken.** In einem Umfeld höherer Risikoneigung haben sich die Preise für risikoreiche Anlagen wie Aktien und Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet erholt; begünstigend wirkte sich dabei unter anderem ein größerer Optimismus hinsichtlich der weltweiten Handelsabkommen aus. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front ab.

**Das reale BIP des Euro-Währungsgebiets entwickelte sich im vierten Quartal 2018 mit 0,2 % gegenüber dem Vorquartal weiterhin verhalten.** Die aktuellen Daten lassen darauf schließen, dass die Zuwachsraten auf kurze Sicht moderat bleiben werden. Angesichts des Rückgangs der Auslandsnachfrage, die durch einige länder- und sektorspezifische Faktoren verstärkt wird, fallen die aktuellen Daten insbesondere für das verarbeitende Gewerbe nach wie vor schwach aus. Der Einfluss dieser Faktoren erweist sich als eher längerfristig, was darauf hindeutet, dass die kurzfristigen Wachstumsaussichten schwächer als zuvor erwartet ausfallen werden. In der näheren Zukunft dürften die Auswirkungen dieser ungünstigen Faktoren nachlassen. Getragen wird das Wachstum im Eurogebiet weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen, erneuten Beschäftigungszuwächsen, steigenden Löhnen und dem anhaltenden, wenn auch etwas schwächeren, weltweiten Konjunkturaufschwung.

**Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2019.** Das jährliche reale BIP wird den Projektionen zufolge 2019 um 1,1 %, 2020 um 1,6 % und 2021 um 1,5 % wachsen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2019 deutlich und für 2020 leicht nach unten korrigiert. Angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern überwiegen mit Blick auf die Wachstumsaussichten des Euroraums nach wie vor die Abwärtsrisiken.

**Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge gestiegen, und zwar von 1,4 % im Januar 2019 auf 1,5 % im Februar.** Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in etwa auf dem derzeitigen Stand bleiben, bevor sie gegen Ende des Jahres sinkt. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickeln sich zwar weiterhin insgesamt verhalten, doch hat der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten an Stärke und Breite gewonnen. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und einem höheren Lohnwachstum dürfte die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht schrittweise anziehen.

**Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den Projektionen der EZB vom März 2019. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,5 % und 2021 auf 1,6 % belaufen.** Gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2018 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation über den Projektionszeitraum hinweg nach unten korrigiert, was vor allem auf die verhalteneren kurzfristigen Wachstumsaussichten zurückzuführen ist. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte demnach 2019 bei 1,2 %, 2020 bei 1,4 % und 2021 bei 1,6 % liegen.

**Die Dynamik des Geldmengen- und Kreditwachstums schwächte sich im Januar 2019 ab, doch die Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken blieben günstig.** Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) verringerte sich von 4,1 % im Dezember 2018 auf 3,8 % im Januar 2019. Das Wachstum von M3 wird trotz der jüngsten Abschwächung der Kreditdynamik weiterhin durch die Vergabe von Bankkrediten gestützt. Die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ging von 3,9 % im Dezember 2018 auf 3,3 % im Januar 2019 zurück. Ursächlich hierfür war ein Basiseffekt, in einigen Ländern aber auch die übliche verzögerte Reaktion auf die konjunkturelle Abkühlung. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte lag hingegen unverändert bei 3,2 %. Die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte sind nach wie vor günstig, da die seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen den Zugang insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln weiterhin unterstützen. Die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats und insbesondere die neue GLRG-Reihe werden dazu beitragen, dass die Kreditvergabebedingungen der Banken auch in Zukunft günstig bleiben.

**Der fiskalische Kurs im Eurogebiet ist den Projektionen zufolge 2018 weitgehend neutral ausgefallen, dürfte ab 2019 aber leicht expansiv sein.** Ausschlaggebend hierfür war die Lockerung des Fiskalkurses in einem weniger günstigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld.

## Geldpolitische Beschlüsse

### **Auf Grundlage der regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse fasste der EZB-Rat die folgenden Beschlüsse:**

- Erstens wurden die Leitzinsen der EZB unverändert belassen. Der EZB-Rat geht inzwischen davon aus, dass die Leitzinsen mindestens über das Jahresende 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.
- Zweitens beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der 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.
- Drittens beschloss der EZB-Rat, von September 2019 bis März 2021 eine neue Reihe vierteljährlicher gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) mit jeweils zweijähriger Laufzeit durchzuführen. Diese neuen Geschäfte werden zur Aufrechterhaltung günstiger Kreditvergabebedingungen der Banken und zur reibungslosen Transmission der Geldpolitik beitragen. Geschäftspartner können im Rahmen der GLRG III Mittel in Höhe von bis zu 30 % des Bestands an anrechenbaren Krediten zum 28. Februar 2019 aufnehmen. Der Zinssatz ist während der Laufzeit der einzelnen Geschäfte an den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte indexiert. Wie das ausstehende GLRG II-Programm werden die GLRG III Anreize enthalten, die dafür sorgen, dass die Kreditbedingungen günstig bleiben. Weitere Einzelheiten zu den genauen Bedingungen der GLRG III werden zu gegebener Zeit veröffentlicht.
- Viertens fasste der EZB-Rat den Beschluss, die Kreditgeschäfte des Eurosystems so lange wie erforderlich und mindestens bis zum Ende der im März 2021 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen.

Mit diesen Beschlüssen des EZB-Rats soll eine fortgesetzte nachhaltige Inflationsentwicklung auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sichergestellt werden. Die Beschlüsse unterstützen mittelfristig den weiteren Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und die Entwicklung der Gesamtinflation. In jedem Fall ist der EZB-Rat bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um zu gewährleisten, dass sich die Teuerungsrate weiterhin auf nachhaltige Weise dem von ihm gesetzten Ziel annähert.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Das Weltwirtschaftswachstum hat Ende 2018 weiter an Schwung verloren, und den Umfragen zufolge hat sich diese Entwicklung auch Anfang 2019 fortgesetzt. Hiervon besonders betroffen war das verarbeitende Gewerbe, sodass der Welthandel in der Folge kräftig zurückging. Zur Abschwächung des globalen Wachstums und des Welthandels trugen die weltweit erhöhte Unsicherheit in Bezug auf den Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China, die im vergangenen Sommer beobachteten Spannungen an den Finanzmärkten einiger Schwellenländer und – in jüngerer Zeit – der sich abzeichnende Wachstumsrückgang in China bei. Diese widrigen Umstände dürften die Weltwirtschaft zwar im laufenden Jahr weiterhin belasten, doch wird erwartet, dass die jüngsten wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Konjunktur etwas Auftrieb verleihen. Daher wird das globale Wachstum den Projektionen zufolge im Jahr 2019 sinken, sich auf mittlere Sicht aber stabilisieren. Der internationale Handel dürfte sich im laufenden Jahr deutlicher abschwächen und mittelfristig im Einklang mit der konjunkturellen Aktivität zunehmen. Der globale Inflationsdruck sollte sich unterdessen weiterhin in Grenzen halten, während die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft zugleich steigen.*

### Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

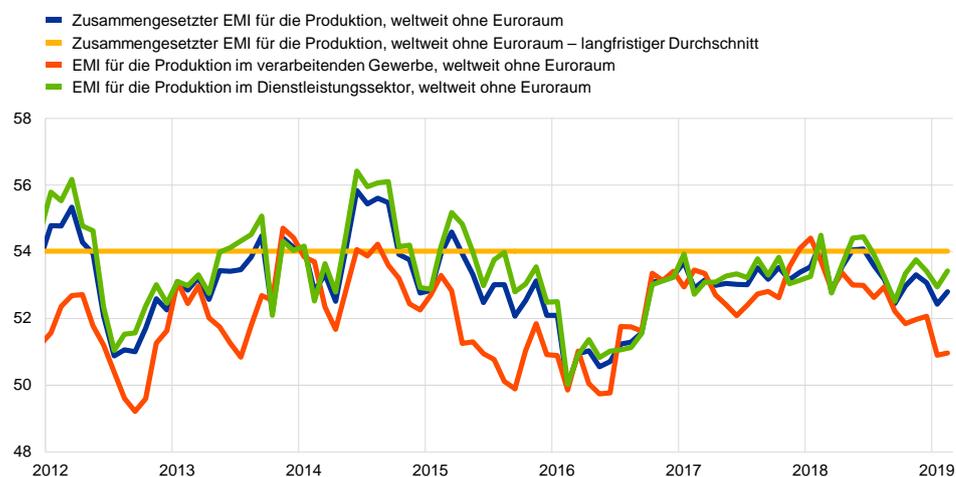
**Die globale Wachstumsdynamik hat sich Ende 2018 weiter verringert.** In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit im Schlussquartal 2018 ab. Dabei kam es sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Vereinigten Königreich zu einem Wachstumsrückgang. Japan verzeichnete zwar im vierten Quartal eine wirtschaftliche Expansion, dem war jedoch im dritten Jahresviertel – bedingt durch mehrere Naturkatastrophen – eine Kontraktion vorausgegangen. In den Schwellenländern (einschließlich Chinas) nahm das Wirtschaftswachstum Ende 2018 ebenfalls ab.

**Umfragebasierte Daten weisen darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung Anfang 2019 weiter verlangsamt hat.** So war der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) weiter rückläufig, was in erster Linie der weltweit nachlassenden Dynamik im verarbeitenden Gewerbe zuzuschreiben war. Auch im Dienstleistungssektor hat sich die Konjunktur zuletzt abgeschwächt – dies allerdings weniger deutlich und ausgehend von einem höheren Niveau (siehe Abbildung 1). Vor dem Hintergrund der an Reife gewinnenden Konjunkturzyklen in führenden Industrieländern hat sich die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe weltweit verringert. Das Tempo dieser Entwicklung hat sich zugleich aufgrund der hohen, die Weltwirtschaft belastenden Unsicherheit verschärft. Diese ist unter anderem das Ergebnis der ungelösten Handelsstreitigkeiten zwischen den Vereinigten Staaten und China, der im vergangenen Sommer beobachteten Spannungen an den Finanzmärkten einiger Schwellenländer und – in jüngerer Zeit – des sich abzeichnenden Wachstumsrückgangs in China. Zudem beeinträchtigt die Eintrübung im globalen verarbeitenden Gewerbe den internationalen Handel.

## 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 Februar 2019. Der langfristige Durchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis Januar 2019.

### Während die Finanzierungsbedingungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Großen und Ganzen akkommodierend bleiben, ergibt sich für die Schwellenländer nach wie vor ein gemischtes Bild.

Die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf weitere Zinsanhebungen in den Vereinigten Staaten sind gesunken. Dies geschah vor dem Hintergrund eines erneuten Rückgangs der Renditen von US-Staatsanleihen, der unter anderem die Entwicklung der Laufzeitprämien widerspiegelte. In China haben sich die Finanzierungsbedingungen ebenfalls verbessert, da die Entscheidungsträger die geldpolitischen Zügel angesichts der Hinweise auf eine nachlassende Konjunkturdynamik gelockert haben. Nachdem die Aktienkurse weltweit infolge der erneut aufkeimenden weltwirtschaftlichen Bedenken Ende 2018 eingebrochen waren, konnten sie seit dem Jahreswechsel wieder Boden gutmachen. Die globale Risikostimmung hat sich indes noch nicht wieder vollständig erholt, und die Volatilität an den Finanzmärkten bleibt erhöht. In einigen der Schwellenländer, die im vergangenen Sommer am stärksten von den Finanzmarkturbulenzen betroffen waren (darunter Argentinien und die Türkei), sind die Finanzierungsbedingungen noch immer relativ restriktiv und belasten weiterhin die Konjunktur.

### Für das laufende Jahr wird angesichts zunehmend widriger Umstände ein geringeres globales Wachstum projiziert.

Zu den negativen Faktoren zählt eine weltweite Abkühlung im verarbeitenden Gewerbe und im Handel, die sich vor dem Hintergrund einer hohen und noch zunehmenden Unsicherheit in Bezug auf das politische Umfeld und politische Maßnahmen vollzieht. Der kräftige prozyklische Fiskalimpuls in den Vereinigten Staaten (unter anderem durch Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen) trägt nach wie vor dazu bei, dem Wachstum in den USA und weltweit Auftrieb zu verleihen. Doch der partielle Verwaltungsstillstand, der bis Ende Januar andauerte, dürfte das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2019 drosseln.

In China wird sich die Binnennachfrage den Erwartungen nach im ersten Halbjahr 2019 verringern, da die kürzlich eingeleiteten Gegenmaßnahmen ihre Wirkung erst mit einer gewissen Verzögerung entfalten dürften.

**Das globale Wachstum wird sich den Projektionen zufolge auf mittlere Sicht stabilisieren.** Dabei dürfte die weltwirtschaftliche Entwicklung im Projektionszeitraum von drei treibenden Kräften bestimmt werden. Erstens ist davon auszugehen, dass sich die konjunkturelle Gangart in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verlangsamt, da Kapazitätsengpässe eine zunehmend hemmende Wirkung entfalten und öffentliche Stützungsmaßnahmen nach und nach auslaufen. Zugleich sind positive Produktionslücken und niedrige Arbeitslosenquoten zu verzeichnen. Zweitens wird erwartet, dass China seinen geordneten Übergang zu einem niedrigeren, weniger von Investitionen und Exporten abhängigen Wachstumspfad fortsetzt. Und drittens geht aus den Prognosen hervor, dass sich das Wachstum in mehreren wichtigen Schwellenländern, die in jüngerer Zeit eine tiefe Rezession durchlaufen haben oder sich derzeit in einer solchen befinden, erholt. Insgesamt dürfte sich das globale Expansionstempo unterhalb der Wachstumsraten, die vor der Finanzkrise 2007-2008 verzeichnet wurden, einpendeln.

**Was die Entwicklung in einzelnen Ländern betrifft, so konnte sich die relativ robuste Konjunktur in den Vereinigten Staaten behaupten.** Als Wachstumsstütze wirken dabei nach wie vor die stabile Arbeitsmarktlage, die günstigen Finanzierungsbedingungen und die fiskalischen Impulse, wodurch die negativen Folgen des Handelskonflikts mit China kompensiert werden. Die nachteiligen Auswirkungen des teilweisen Regierungsstillstands dürften nur vorübergehender Natur sein. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt verlangsamte sich von 1,9 % im Dezember 2018 auf 1,6 % im Folgemonat, was vor allem den rückläufigen Energiepreisen geschuldet war. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag der VPI indessen unverändert bei 2,2 %.

**In Japan wurde das Wachstum Ende 2018 durch die anziehende Inlandsnachfrage gestützt.** Im dritten Quartal 2018 war sie aufgrund mehrerer Naturkatastrophen noch stark geschrumpft. Mit Blick auf die Zukunft wird erwartet, dass der akkommodierende geldpolitische Kurs Japans, die günstigen Arbeitsmarktbedingungen und die kräftige Investitionsnachfrage (trotz der außenwirtschaftlichen Eintrübung) das Wachstum fördern werden. Darüber hinaus dürften finanzpolitische Maßnahmen die negativen Auswirkungen der für Oktober dieses Jahres geplanten Verbrauchsteueranhebung glätten. Da das Lohnwachstum trotz einer sehr angespannten Arbeitsmarktlage weiterhin gering ist und die Inflationserwartungen ein niedriges Niveau aufweisen, ist davon auszugehen, dass die Teuerungsrate weiterhin unter dem mittelfristigen Ziel der Bank von Japan in Höhe von 2 % liegen wird.

**Das Wachstum im Vereinigten Königreich wird nach wie vor durch die erhöhte politische Unsicherheit gebremst.** Selbst die kurzfristigen Aussichten sind wegen der bevorstehenden Parlamentsabstimmungen über das EU-Austrittsabkommen mit großer Unsicherheit behaftet. Auf mittlere Sicht ist damit zu rechnen, dass sich das Wachstum weiterhin auf einem niedrigeren Niveau bewegen wird als vor dem Referendum.

**Mit Blick auf die mittel- und osteuropäischen Länder wird für das laufende Jahr ein etwas schwächeres Wachstum projiziert.** Dabei setzt sich die kräftige Ausweitung der Investitionen gestützt durch Mittel aus dem EU-Haushalt fort, und auch die Konsumausgaben bleiben robust, da sie von einer positiven Arbeitsmarktentwicklung getragen werden. Allerdings belastet die konjunkturelle Eintrübung im Euroraum die wirtschaftlichen Aussichten dieser Region. Auf mittlere Sicht dürften die Wachstumsraten dieser Länder wieder auf ihr Potenzialniveau zurückfallen.

**In China hat sich die Wachstumsdynamik in den vergangenen Monaten etwas verringert.** Die monatlichen Indikatoren weisen zudem darauf hin, dass sich dieser Trend voraussichtlich Anfang 2019 fortsetzen wird. Die chinesischen Behörden haben eine Reihe von finanz- und geldpolitischen Maßnahmen angekündigt, um einer stärkeren wirtschaftlichen Abkühlung entgegenzuwirken. Die Maßnahmen sollen dazu beitragen, dass die Konjunkturabschwächung in diesem Jahr einen milden Verlauf nimmt. Was die weitere Zukunft betrifft, so dürften Fortschritte bei der Umsetzung von Strukturreformen dazu führen, einen geordneten Übergang zu einem niedrigeren, weniger von Investitionen und Exporten abhängigen Wachstumspfad zu bewirken.

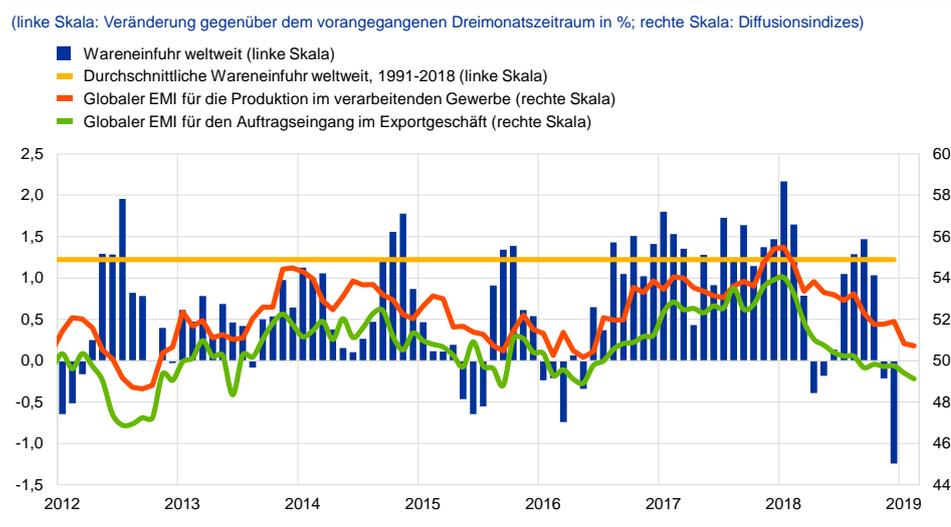
**Die Wirtschaftstätigkeit der großen rohstoffexportierenden Länder wird sich den Projektionen zufolge allmählich beleben.** In Russland wird der Wachstumsausblick durch die Entwicklungen an den globalen Ölmärkten bestimmt. Frühere Ölpreisrückgänge dürften sich im laufenden Jahr nachteilig auf die wirtschaftliche Aktivität auswirken. Mit Blick auf die weitere Zukunft ist zu erwarten, dass die Konjunktur in Russland nach und nach anzieht. Dies ist allerdings vor dem Hintergrund der mit den internationalen Sanktionen verbundenen Einschränkungen und der Unsicherheit in Bezug auf die Umsetzung von Strukturreformen und die im letzten Jahr angekündigten Ausgabenverpflichtungen zu sehen. In Brasilien dürfte sich das Wachstum dank der akkommodierenden Finanzierungsbedingungen und der nachlassenden politischen Unsicherheit ebenfalls beschleunigen.

**In der Türkei ließ die konjunkturelle Aktivität im dritten Quartal 2018 merklich nach.** Grund hierfür waren die Folgen der Finanzmarktverwerfungen des vergangenen Sommers, die hohe Inflation und die prozyklische Geld- und Finanzpolitik. Nach einer kräftigen Anpassung Ende 2018 dürfte die Wirtschaft im Jahresverlauf 2019 wieder auf Wachstumskurs einschwenken und anschließend schrittweise expandieren.

**Das Wachstum des Welthandels schwächte sich im vergangenen Jahr bei zugleich hoher Volatilität ab, wobei im ersten Halbjahr ein sehr gutes Ergebnis erzielt wurde und danach eine recht deutliche Verlangsamung eintrat.** Letztere spiegelt die konjunkturelle Eintrübung im verarbeitenden Gewerbe weltweit, die verstärkten Handelsspannungen und – in letzter Zeit – einen erheblichen Rückgang der Handelsaktivitäten in Asien (vor allem in China) wider. CPB-Daten zufolge verringerte sich das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren im Dezember im Dreimonatsvergleich um 1,2 %, was auf ein weiteres Nachlassen der globalen Handelsdynamik im Schlussquartal 2018 schließen lässt (siehe Abbildung 2). Die aktuellen Daten weisen zudem darauf hin, dass sich der internationale Handel auch im ersten Jahresviertel 2019 nur geringfügig ausgeweitet hat.

**Eine vorläufige Einigung im Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China sorgte im Dezember 2018 für eine vorübergehende Entschärfung der Eskalationen.** Ursprünglich war vorgesehen, die Zölle auf chinesische Exporte in die USA im Umfang von 200 Mrd USD mit Wirkung vom 1. Januar 2019 von 10 % auf 25 % anzuheben. Dieses Vorhaben wurde mit der erzielten Einigung jedoch vorläufig ausgesetzt. Wenngleich hiervon ein positives Signal ausging, bleibt doch erhebliche Unsicherheit darüber bestehen, ob die laufenden Verhandlungen zu einer nachhaltigen Deeskalation im Handelsstreit führen werden. Unterdessen hat Präsident Trump unter Berufung auf die erzielten Verhandlungsfortschritte unlängst erklärt, dass die Einigung verlängert werden solle. Dementsprechend liegen die Zollerhöhungen weiterhin auf Eis. Derzeit wird erwartet, dass es Ende März zur Unterzeichnung eines formellen Handelsabkommens zwischen den beiden Ländern kommen wird. Dessen ungeachtet bleiben jedoch Risiken bestehen, da sich die Handelsspannungen wieder verstärken können und die US-Regierung neue Zölle auf Einfuhren aus anderen Ländern erheben könnte.

**Abbildung 2**  
Warenhandel weltweit und Umfrageergebnisse



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2019 (EMIs) bzw. Dezember 2018 (Wareneinfuhr weltweit).

**Nach einem soliden Ergebnis im Jahr 2018 wird sich das Weltwirtschaftswachstum den Projektionen zufolge 2019 abschwächen und sich dann auf mittlere Sicht stabilisieren.** Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2019 wird das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) von 3,7 % im vergangenen auf 3,5 % im laufenden Jahr sinken. Maßgeblich für diesen Rückgang sind vermehrte wachstumshemmende Faktoren wie eine schwächere Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe weltweit, die im Zusammenhang mit einer hohen und noch zunehmenden Unsicherheit in Bezug auf das politische Umfeld und politische Maßnahmen zu sehen ist. Für den Zeitraum 2020-2021 wird eine Stabilisierung des BIP-Wachstums bei rund 3,6 % projiziert, was auf eine langsamere Entwicklung in führenden Industrieländern, den Übergang Chinas zu einem niedrigeren Wachstumspfad und eine erwartete Wachstumsbeschleunigung in mehreren wichtigen Schwellenländern zurückzuführen

ist. Da die globalen wachstumshemmenden Faktoren den Welthandel erheblich beeinträchtigen, wird die Auslandsnachfrage des Eurogebiets laut den Projektionen im Jahr 2019 mit nur noch 2,2 % deutlich langsamer steigen als im Vorjahr (4,0 %). Mittelfristig dürfte die Auslandsnachfrage des Euroraums im Einklang mit der Konjunktur wachsen, da die Auswirkungen der erhöhten Unsicherheit in Bezug auf das politische Umfeld und politische Maßnahmen allmählich nachlassen sollten. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2018 wurde das globale BIP-Wachstum für das laufende Jahr leicht nach unten korrigiert. Zugleich wurde das Wachstum der Auslandsnachfrage des Euroraums für 2019 kräftig und für 2020 geringfügig nach unten revidiert. Hinter diesen Korrekturen stehen enttäuschende Datenveröffentlichungen von Ende 2018 verbunden mit dem projizierten Rückgang der Importnachfrage aus China, den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und europäischen Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets.

**Die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft haben zugenommen.** Trotz der vorläufigen Einigung zwischen den Vereinigten Staaten und China sind die aus einer Zuspitzung der globalen Handelsspannungen resultierenden Extremrisiken nach wie vor hoch. So könnte es schwieriger werden, einer deutlicheren Wachstumsabschwächung in China mit politischen Stützungsmaßnahmen zu begegnen, was auch vor dem Hintergrund der laufenden wirtschaftlichen Neuausrichtung des Landes eine Herausforderung darstellen wird. Zugleich könnte ein ungeordneter Brexit – insbesondere in Europa – äußerst negative Übertragungseffekte entfalten, und erhöhte geopolitische Unsicherheiten könnten das globale Wachstum behindern. Außerdem weisen einige Schwellenländer weiterhin Anfälligkeiten im Hinblick auf eine Umkehr der Kapitalströme auf, wengleich sich die Anzahl der Schwellenländer, die hiervon akut betroffen sind, zuletzt verringert hat.

## Internationale Preisentwicklung

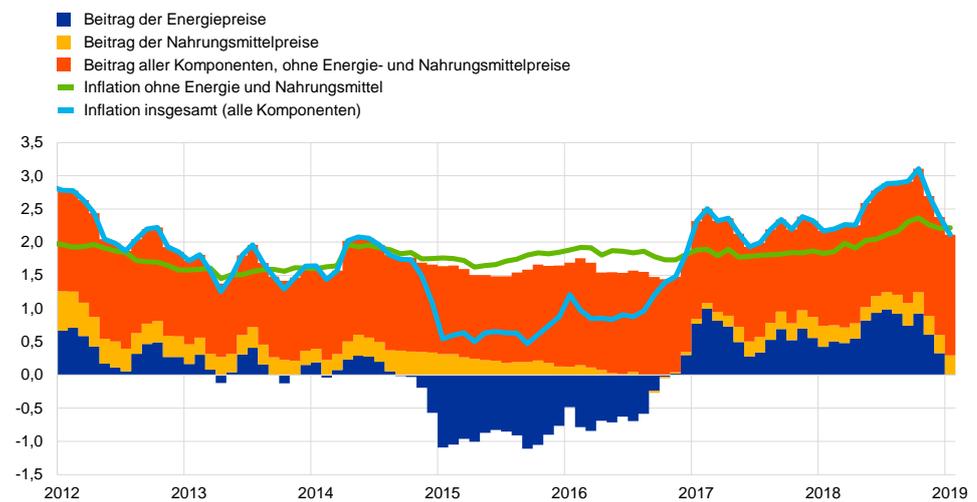
**Die Ölnotierungen zeigten sich erneut sehr volatil.** Im Schlussquartal 2018 sanken die Ölpreise angesichts der Zusicherungen Saudi-Arabiens und Russlands, die angebotsseitigen Auswirkungen der US-Sanktionen gegen den Iran kompensieren zu wollen. Der Abwärtsdruck verstärkte sich noch dadurch, dass die US-Regierung wichtigen Importeuren von Öl aus dem Iran eine befristete Ausnahmegenehmigung erteilte und die Rohölförderung in den USA ein hohes Niveau erreichte. Hinzu kommt, dass neuerliche Bedenken hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Entwicklung aufkeimten. Zum Jahreswechsel, als die Vereinbarung zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten zur Drosselung der Produktion in Kraft trat, erholten sich die Ölnotierungen wieder etwas, zumal die Mitgliedstaaten die Vereinbarung unerwartet strikt einhielten. In der Vorausschau dürften sich die Ölpreise im Projektionszeitraum weiterhin in etwa auf diesem niedrigeren Niveau stabilisieren. Dementsprechend waren die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2019 zugrunde gelegten Ölpreisannahmen für das laufende Jahr rund 8,6 % (bzw. für 2020 und 2021 8,2 % bzw. 8,0 %) niedriger als in den entsprechenden Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2018. Seit dem Stichtag für die Erstellung der

Projektionen vom März ist der Ölpreis jedoch weiter gestiegen und lag am 6. März bei gut 65 USD je Barrel.

**Der Inflationsdruck weltweit ist nach wie vor begrenzt.** In den Mitgliedstaaten der OECD belief sich die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtinflation im Dezember 2018 auf durchschnittlich 2,4 %, verglichen mit 2,7 % im November. Dies war einem geringeren Beitrag der Energiekomponente zuzuschreiben (siehe Abbildung 3). Die zugrunde liegende Inflation (ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet) war mit 2,2 % ebenfalls etwas niedriger als im Vormonat. Bislang hat die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten wichtiger fortgeschrittener Volkswirtschaften zu einem moderaten Lohnwachstum geführt, und die zugrunde liegende Inflation entwickelt sich nach wie vor verhalten. Im weiteren Verlauf dürften frühere Ölpreisrückgänge die Gesamtinflation bremsen.

**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 Januar 2019.

**In der Vorausschau ist zu erwarten, dass sich der globale Inflationsdruck weiterhin in Grenzen halten wird.** Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums dürften im laufenden Jahr deutlich langsamer steigen und auf mittlere Sicht stabil bleiben. Darin spiegelt sich ein sinkender positiver Beitrag der Ölpreise wider, der sich den Projektionen zufolge auf kurze Frist ins Minus drehen wird. Dies wird dazu führen, dass der Aufwärtsdruck auf die zugrunde liegende Inflation, der von den weltweit abnehmenden Kapazitätsreserven ausgeht, aufgewogen wird.

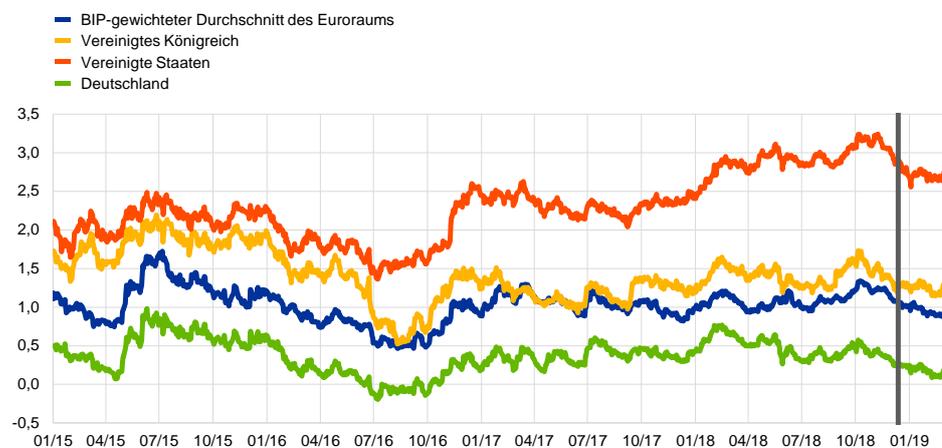
## 2 Finanzielle Entwicklungen

Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember 2018 sind die langfristigen risikofreien Zinssätze vor dem Hintergrund einer Eintrübung der makroökonomischen Aussichten und einer wahrgenommenen Verlangsamung der geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten weltweit gesunken. In einem Umfeld höherer Risikoneigung erholten sich die Preise für risikoreiche Anlagen wie Aktien und Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und profitierten dabei zum Teil von einem größeren Optimismus hinsichtlich der weltweiten Handelsabkommen. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front ab.

**Die langfristigen Renditen waren sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten rückläufig.** Im Euroraum ging der zehnjährige risikofreie Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) im Berichtszeitraum (13. Dezember 2018 bis 6. März 2019) um 23 Basispunkte auf 0,48 % zurück. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet sank unterdessen ebenfalls um 23 Basispunkte auf 0,84 % (siehe Abbildung 4). In den Vereinigten Staaten verringerte sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im gleichen Zeitraum um 22 Basispunkte auf 2,71 % und im Vereinigten Königreich um 8 Basispunkte auf 1,22 %. Meldungen der US-amerikanischen Notenbank ließen die langfristigen Renditen weltweit sinken, da sie von den Märkten als Signal für eine Verlangsamung des bei der geldpolitischen Straffung angestrebten Tempos interpretiert wurden. Neben möglichen Ansteckungseffekten aus den USA spiegelte sich in den Anleiherenditen im Euroraum auch eine Eintrübung der makroökonomischen Aussichten, die auf eine Reihe unerwartet schlechter gesamtwirtschaftlicher Daten zurückzuführen war, sowie eine gewisse Neubewertung des geldpolitischen Ausblicks für das Eurogebiet wider, die sich am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve zeigte.

**Abbildung 4**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in % p. a.; Tageswerte)

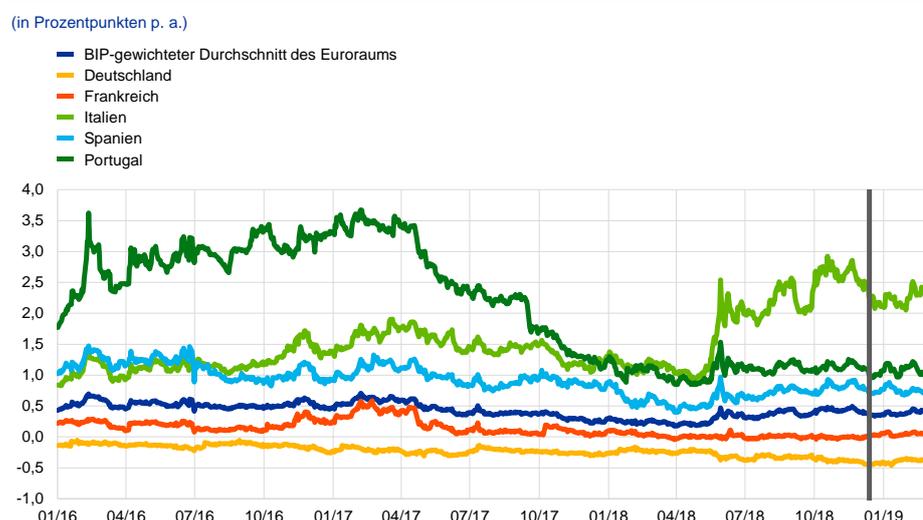


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. Dezember 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2019.

**Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet und dem risikofreien OIS-Satz veränderten sich im Berichtszeitraum nur unwesentlich.** An den Staatsanleihemärkten herrschten in dieser Zeit weitgehend stabile Bedingungen vor, mit Ausnahme von Italien: Bei italienischen Anleihen war der Renditeaufschlag im Zehnjahresbereich nach wie vor volatil, wengleich er sich am Ende der Berichtsperiode erholte und bei 2,11 Prozentpunkten lag (siehe Abbildung 5). Folglich blieb der Spread zwischen der BIP-gewichteten Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet und dem zehnjährigen OIS-Satz im Berichtszeitraum stabil und betrug am 6. März 0,36 Prozentpunkte.

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



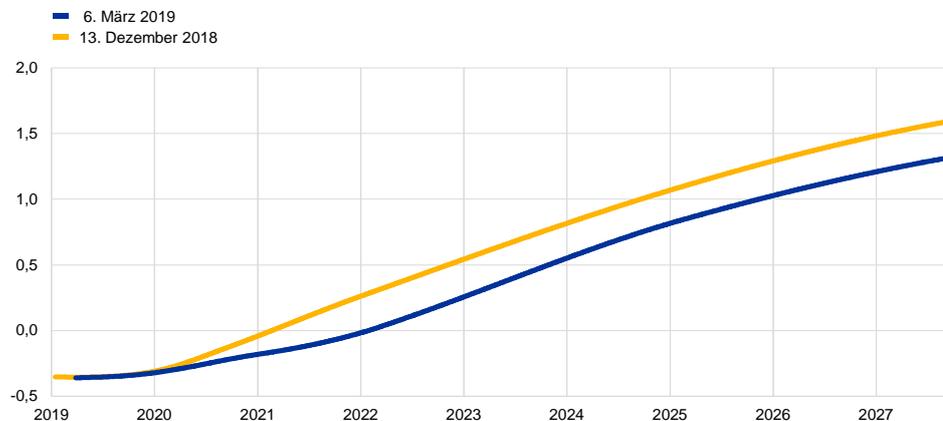
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Renditeabstand errechnet sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. Dezember 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2019.

**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) notierte im Berichtszeitraum bei durchschnittlich -37 Basispunkten.** Die Überschussliquidität belief sich weitgehend unverändert auf rund 1 890 Mrd €. Einzelheiten zur Entwicklung der Liquiditätsbedingungen finden sich in Kasten 2.

**Die EONIA-Terminzinskurve verschob sich im Berichtszeitraum leicht nach unten.** Die Kurve liegt nun bei allen Zeithorizonten vor 2022 im negativen Bereich (siehe Abbildung 6). Darin kommt zum Ausdruck, dass die Märkte mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen.

**Abbildung 6**  
EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



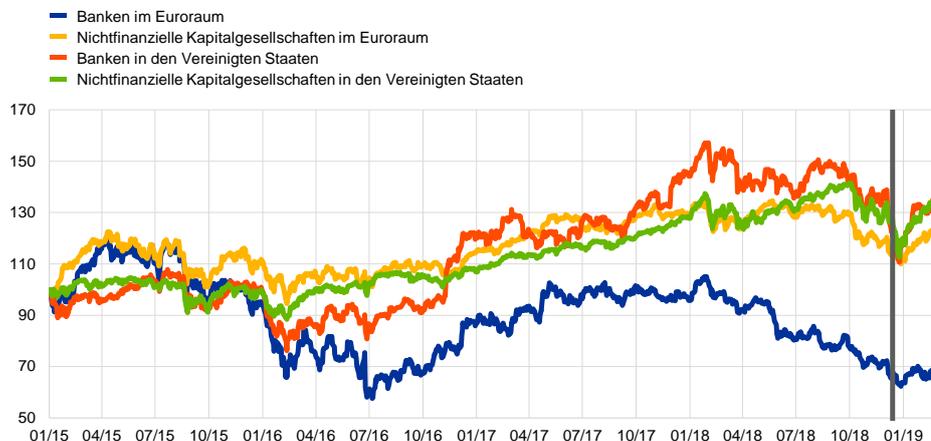
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

**Vor dem Hintergrund einer allgemein größeren Risikoneigung erhöhten sich die marktbreiten Indizes der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet.** Die Börsennotierungen von Banken und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum ein Plus von rund 7 % (in den Vereinigten Staaten war ein Anstieg ähnlicher Größenordnung zu beobachten) und machten damit einen Großteil der im Schlussquartal 2018 erlittenen Verluste wieder wett (siehe Abbildung 7). Die Erholung an den Aktienmärkten war Ausdruck einer optimistischeren Einschätzung der Aussichten für den Welthandel und wurde von Meldungen der US-amerikanischen Notenbank gestützt, die von den Märkten als Signal für eine Verlangsamung des bei der geldpolitischen Straffung angestrebten Tempos interpretiert wurden. Indes korrigierten die Unternehmen sowohl ihre kurz- als auch ihre längerfristigen Gewinnerwartungen nach unten, da sie eine Eintrübung des makroökonomischen Ausblicks für den Euroraum wahrnahmen.

## Abbildung 7

### Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. Dezember 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2019.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet gingen im Berichtszeitraum zurück und spiegelten damit im Wesentlichen eine höhere Risikoneigung wider.** Seit Dezember hat sich der Renditeaufschlag von

Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gegenüber dem risikofreien Satz um rund 14 Basispunkte auf 78 Basispunkte verringert (siehe Abbildung 8). Bei Anleihen des Finanzsektors war ebenfalls ein Rückgang der Renditen zu beobachten, sodass sich der Spread hier um etwa 18 Basispunkte verkleinerte. Trotz dieser jüngsten Rückgänge sind die beiden Renditeabstände nach wie vor größer als vor einem Jahr.

## Abbildung 8

### Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

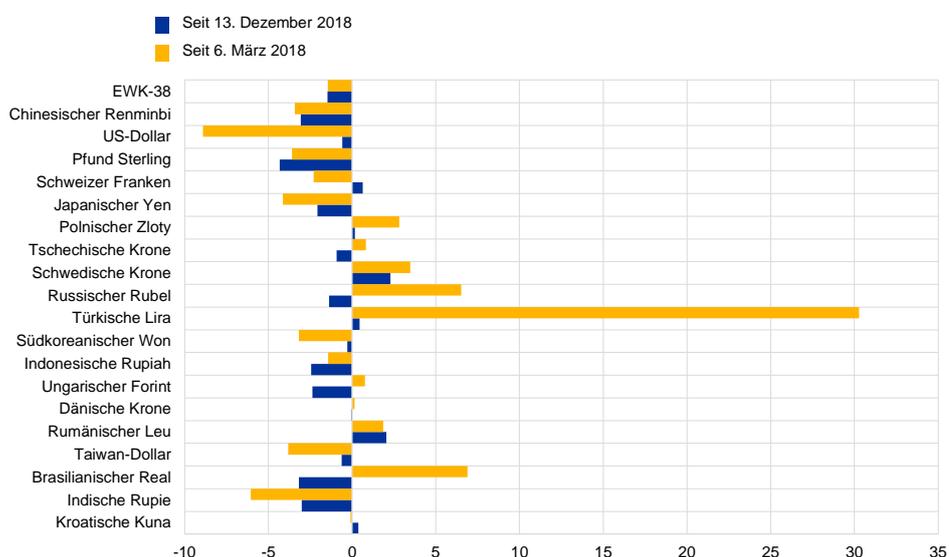
Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 13. Dezember 2018. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2019.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front ab** (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im Berichtszeitraum um 1,2 % nach. Auch bilateral verlor der Euro gegenüber den meisten Währungen an Wert. So wertete er gegenüber dem US-Dollar geringfügig ab (-0,6 %) und notierte gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen wie dem Pfund Sterling (-4,3 %), dem japanischen Yen (-2,1 %) und dem chinesischen Renminbi (-3,1 %) schwächer. In Relation zu den Währungen der Schwellenländer büßte die Gemeinschaftswährung in den meisten Fällen ebenfalls an Wert ein, stand zu den Währungen der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets aber mehrheitlich im Plus.

### Chart 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 6. März 2019.

### 3 Konjunktorentwicklung

*Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet entwickelte sich im vierten Quartal 2018 mit 0,2 % gegenüber dem Vorquartal weiterhin verhalten.*

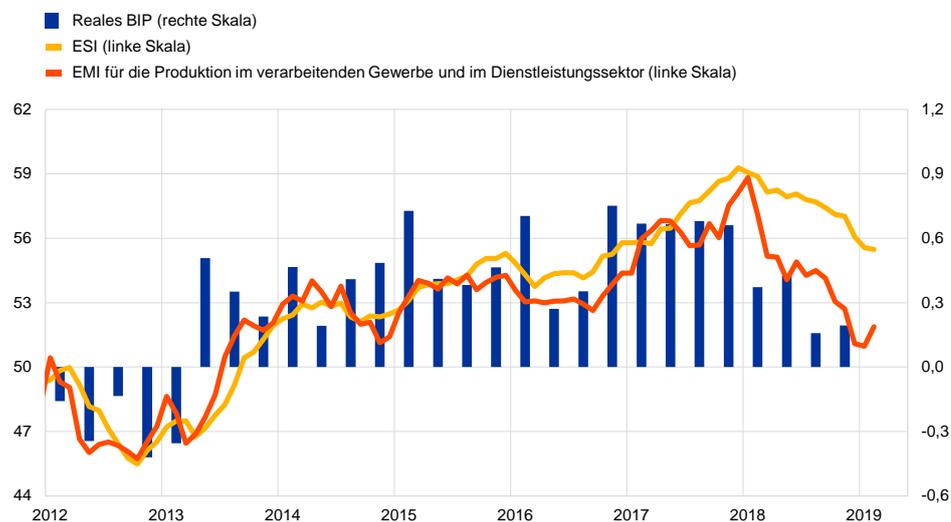
*Ausschlaggebend hierfür war ein Rückgang in der Industrie. Die aktuellen Daten lassen darauf schließen, dass die Zuwachsraten auf kurze Sicht moderat bleiben werden. Im weiteren Verlauf dürfte sich der Wirtschaftsaufschwung im Euroraum – getragen von den günstigen Finanzierungsbedingungen, weiteren Beschäftigungszuwächsen, steigenden Löhnen und dem anhaltenden, wenn auch etwas schwächeren weltweiten Konjunkturaufschwung – fortsetzen. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2019 zufolge wird das jährliche reale BIP in diesem Jahr um 1,1 %, im kommenden Jahr um 1,6 % und 2021 um 1,5 % steigen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2019 deutlich und für 2020 leicht nach unten korrigiert.*

**Auch im Schlussquartal 2018 verzeichnete der Euroraum ein gedämpftes Wirtschaftswachstum; Grund hierfür war in erster Linie ein Rückgang in der Industrie, wobei die Entwicklung insgesamt jedoch robust blieb.** Das reale BIP erhöhte sich im letzten Jahresviertel 2018 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und legte damit etwas stärker zu als im vorangegangenen Dreimonatszeitraum (siehe Abbildung 10). Ausschlaggebend für den verhaltenen Anstieg im vierten Quartal war ein Einbruch in der Industrie, wohingegen sich der Dienstleistungssektor weiterhin dynamischer entwickelte. Die inländische Nachfrage und der Außenhandel leisteten mit einem Plus von 0,4 % bzw. 0,2 % einen positiven Beitrag, die Vorratsveränderungen hingegen wirkten sich mit -0,4 % wachstumsdämpfend aus. Insgesamt führte das Produktionswachstum im Schlussquartal zu einem jährlichen BIP-Anstieg von 1,8 % im Jahr 2018 nach 2,4 % im Jahr davor.

## Abbildung 10

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex)



Quellen: Markit, Europäische Kommission und Eurostat.

Anmerkung: Der ESI ist standardisiert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2018 (reales BIP) bzw. Februar 2019 (ESI und EMI).

**Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal 2018 erneut zu, und zwar um 0,3 % gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel** (siehe Abbildung 11). In den meisten Ländern des Euroraums wurde ein Beschäftigungsanstieg verzeichnet, der sektorübergreifend breit angelegt war. Aktuell liegt die Beschäftigung knapp 3,0 % über dem im ersten Vierteljahr 2008 gemessenen Höchststand vor der Krise. Unter Berücksichtigung der jüngsten Zunahme hat sich die Zahl der Beschäftigten im Eurogebiet seit dem im zweiten Quartal 2013 verzeichneten Tiefstand insgesamt um 10 Millionen erhöht. Der anhaltende Beschäftigungszuwachs hat im Verbund mit einem geringeren BIP-Anstieg im vergangenen Jahr zu einer Abschwächung des Produktivitätswachstums geführt, das sich 2017 noch leicht beschleunigt hatte. Empirisch gesehen folgt die Beschäftigung einem Rückgang der Wirtschaftsleistung in der Regel mit zeitlicher Verzögerung. Ein Grund hierfür ist, dass längerfristige Beschäftigungsverhältnisse nicht sofort angepasst werden können, wenn die Nachfrage bei den Unternehmen sinkt.

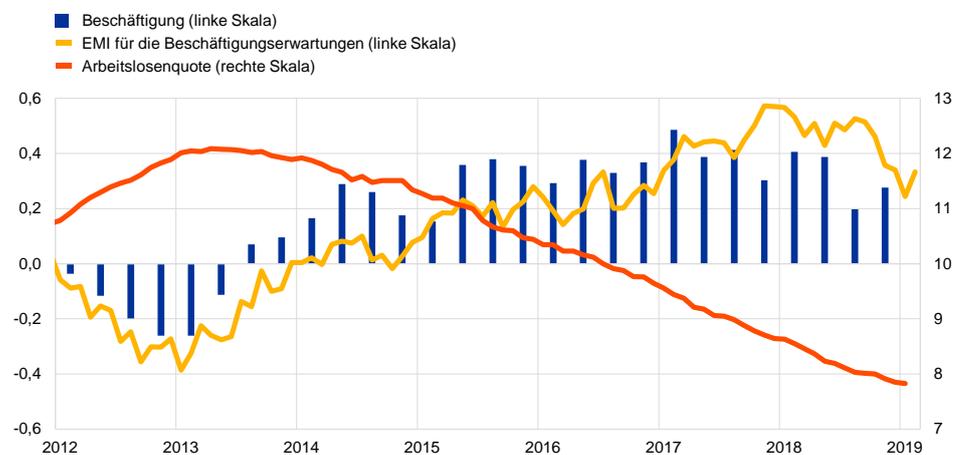
**Die aktuellen kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten nach wie vor auf einen – wenn auch moderateren – Beschäftigungszuwachs im ersten Quartal 2019 hin.** Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet belief sich im Januar 2019 auf 7,8 %.

Sie blieb damit unverändert gegenüber Dezember 2018 und liegt weiterhin auf dem niedrigsten Stand seit Oktober 2008. Die aus Umfragen abgeleiteten Indikatoren lassen für das erste Vierteljahr 2019 auf eine weitere Verlangsamung des Beschäftigungswachstums schließen.

## Abbildung 11

### Beschäftigung, 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 vierte Quartal 2018 (Beschäftigung), Februar 2019 (EMI) bzw. Januar 2019 (Arbeitslosenquote).

**Das Wachstum der privaten Konsumausgaben stieg im vierten Quartal 2018 leicht an und dürfte in den kommenden Quartalen weiter an Dynamik gewinnen, da kurzfristig dämpfende Effekte angesichts der anhaltenden Steigerung des Arbeitseinkommens der privaten Haushalte schwinden.** Im Schlussquartal 2018 nahm der private Verbrauch um 0,2 % gegenüber dem vorangegangenen Vierteljahr zu, nachdem der Zuwachs im dritten Jahresviertel etwas niedriger ausgefallen war. Die schwache Ausgabenentwicklung bei den privaten Haushalten spiegelte unter anderem vorübergehende Engpässe in der Automobilindustrie, die den Gebrauchsgüterkonsum beeinträchtigten, sowie den negativen Effekt von Energiepreiserhöhungen auf die Kaufkraft der Privathaushalte wider. Der (in Euro gerechnete) Rohölpreis stieg vom vierten Quartal 2017 bis zum dritten Jahresviertel 2018 an, was sich negativ auf die Konsumententwicklung, insbesondere bei Verbrauchsgütern (d. h. Nahrungsmitteln und Energie), auswirkte. In der Folgezeit ging der Ölpreis deutlich zurück (bevor er sich in den letzten zwei Monaten wieder etwas erholte), was dem Verbrauchsgüterkonsum auf kurze Sicht Auftrieb verleihen sollte. Darüber hinaus war im Schlussquartal 2018 vor dem Hintergrund kräftiger Lohnzuwächse ein höheres Beschäftigungswachstum zu verzeichnen. Dies lässt auf einen kontinuierlichen Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte schließen und stützt das Vertrauen und die Ausgaben der Verbraucher. Zudem erhöhte sich auch das Nettovermögen der Privathaushalte im dritten Quartal 2018 deutlich, während die Finanzierungsbedingungen sehr günstig blieben.

**Die jüngsten Indikatoren lassen auf eine leichte Belebung des privaten Verbrauchs auch im weiteren Jahresverlauf schließen.** Aktuelle Daten zu den Einzelhandelsumsätzen und Pkw-Neuzulassungen deuten auf eine moderate, aber stetige Ausweitung der privaten Konsumausgaben hin. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel stieg im Januar 2019 um 1,4 %, nachdem es im Monat davor zurückgegangen war. Infolgedessen lagen die Umsätze 1,5 % über ihrem im

Schlussquartal 2018 verzeichneten Durchschnittswert. Der Indikator der Pkw-Neuzulassungen verzeichnete im Januar mit einem Plus von 4,8 % den vierten monatlichen Anstieg in Folge. Damit bestätigen sich die bisherigen Erwartungen einer Normalisierung der Pkw-Neuzulassungen, die nach der Einführung des neuen Abgastests WLTP (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) am 1. September 2018 eine volatile Entwicklung aufwiesen. Darüber hinaus erhöhte sich das Verbrauchervertrauen im Februar den zweiten Monat in Folge, womit der über weite Strecken des vergangenen Jahres zu beobachtende Abwärtstrend gestoppt wurde. Die jüngste Verbesserung spiegelt die günstigere Einschätzung der privaten Haushalte in Bezug auf ihre vergangene und künftige finanzielle Situation sowie die erwartete allgemeine Wirtschaftslage und Arbeitslosigkeit wider. Das Verbrauchervertrauen liegt nach wie vor über seinem historischen Durchschnittswert und steht mit einem weiterhin stetigen Wachstum der privaten Konsumausgaben im Einklang.

**Die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten dürfte sich ebenfalls fortsetzen, wengleich sich das Tempo gegenüber 2018 wohl verlangsamten wird.** Im vierten Quartal 2018 erhöhten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 0,6 %, was auf die anhaltende Erholung in vielen Euro-Ländern wie auch im Euroraum als Ganzem zurückzuführen ist. Zwar fiel das Wachstum 2018 nicht so kräftig aus wie im Jahr zuvor, doch blieb es solide und robust. Im Einklang mit dieser Entwicklung deuten die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse auf eine positive, aber nachlassende Dynamik hin. Die Produktion im Hochbau stieg im vierten Quartal 2018 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal (nach einem Rückgang um 0,8 % im dritten Vierteljahr). Die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikatoren für das Baugewerbe wiesen in den letzten Monaten auf eine positive, wengleich sich abschwächende Dynamik im Schlussquartal 2018 und Anfang 2019 hin. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Wohnungsbau belief sich im vierten Quartal 2018 auf durchschnittlich 52,0 Punkte, verringerte sich im Januar 2019 aber auf 50,6 Zähler. Sowohl die Einkaufsmanagerindizes als auch die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikatoren liegen jedoch weiterhin deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt.

**Die Unternehmensinvestitionen im Euroraum scheinen im zweiten Halbjahr 2018 etwas an Schwung verloren zu haben, aber die Fundamentaldaten sind nach wie vor günstig.** Verfügbare Daten für mehrere größere Euro-Länder deuten insgesamt auf eine Wachstumsabschwächung der Unternehmensinvestitionen im Schlussquartal 2018 hin. Grund hierfür ist unter anderem eine erhöhte politische Unsicherheit und Finanzmarktvolatilität in einigen Ländern des Eurogebiets. Anhaltende Bedenken hinsichtlich der Entwicklung des Welthandels, die Möglichkeit eines ungeordneten Brexit und die Konjunkturschwäche in China scheinen das Unternehmerv Vertrauen ebenfalls belastet zu haben. Die Einschätzung der Auftragslage im Exportgeschäft und die Produktionserwartungen im Investitionsgütersektor verschlechterten sich im Januar und Februar 2019 weiter. Allerdings sind die Fundamentaldaten für die Unternehmensinvestitionen nach wie vor günstig. Erstens bleibt die Kapazitätsauslastung deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt, und ein Ausrüstungsmangel wird von einem Großteil der Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes als produktionshemmender Faktor angeführt. Zweitens stützen die geldpolitischen Maßnahmen der EZB weiterhin die günstigen

Finanzierungsbedingungen und den Zugang der Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln. Drittens haben Unternehmen während der jüngsten Erholungsphase auch durch Gewinne einen beträchtlichen Liquiditätsüberhang aufgebaut.

**Der Warenhandel des Euro-Währungsgebiets entwickelte sich Ende 2018 nach wie vor verhalten und dürfte auf kurze Sicht einen weiteren Rückgang verzeichnen.**

Den jüngsten veröffentlichten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge erhöhten sich die Gesamtausfuhren des Euroraums im Schlussquartal 2018 um 0,9 %, während die Importe in vierteljährlicher Betrachtung um 0,5 % zunahmten. Die aktuellen Monatsdaten zum Warenhandel bestätigten eine schwache Entwicklung des gesamten Handels des Eurogebiets im vierten Quartal 2018. Ausschlaggebend hierfür war vor allem der Binnenhandel. Im Dezember 2018 verringerten sich die nominalen Ausfuhren des Euroraums um 0,5 % gegenüber dem Vormonat, wobei die Exporte in Länder innerhalb des Eurogebiets mit -0,9 % sogar noch stärker zurückgingen. Die nominalen Einfuhren des Euroraums stiegen im Vormonatsvergleich leicht an (um 0,4 %). Temporäre Faktoren wie die neuen Emissionstestvorschriften für Fahrzeuge belasteten die Exporte. Allerdings lässt sich über alle Produktkategorien hinweg ein allgemeiner Rückgang beobachten. Auch in den letzten Monaten des vergangenen Jahres waren für die Schwäche des Exports in Länder außerhalb des Euroraums vor allem das Vereinigte Königreich, die Türkei und China entscheidend. Für die kommenden Monate weisen Frühindikatoren auf eine weitere Verringerung der Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets hin. Im Februar 2019 verzeichnete der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes aus Ländern außerhalb des Euroraums mit 46,4 Punkten den niedrigsten Stand seit November 2012, und die Bewertung der Europäischen Kommission verschlechterte sich im Vergleich zum Januar.

**Die jüngsten Umfrageergebnisse fielen erneut enttäuschend aus und lassen in der kurzen Frist auf eine Wachstumsabschwächung im Euro-Währungsgebiet schließen.**

Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung blieb im Februar nahezu unverändert und lag weiterhin über seinem langfristigen Durchschnitt. Der Durchschnittswert für das laufende Jahr liegt bislang mit 106,2 Zählern unter dem Durchschnitt des letzten Quartals 2018 (108,9 Punkte). Der Indikator für die Industrie und das Baugewerbe ging zwar zurück, was jedoch durch die positive Stimmung im Dienstleistungssektor, im Einzelhandel und bei den privaten Haushalten weitgehend ausgeglichen wurde. Wenngleich sich der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im Februar geringfügig erhöhte, lag der Durchschnitt für die ersten beiden Monate des laufenden Jahres mit 51,4 Punkten unter dem des Vorquartals (52,3 Punkte).

**Trotz der aktuellen Abschwächung dürfte der breit angelegte Konjunkturaufschwung auf mittlere Sicht wieder an Fahrt gewinnen und sich in nächster Zeit fortsetzen.**

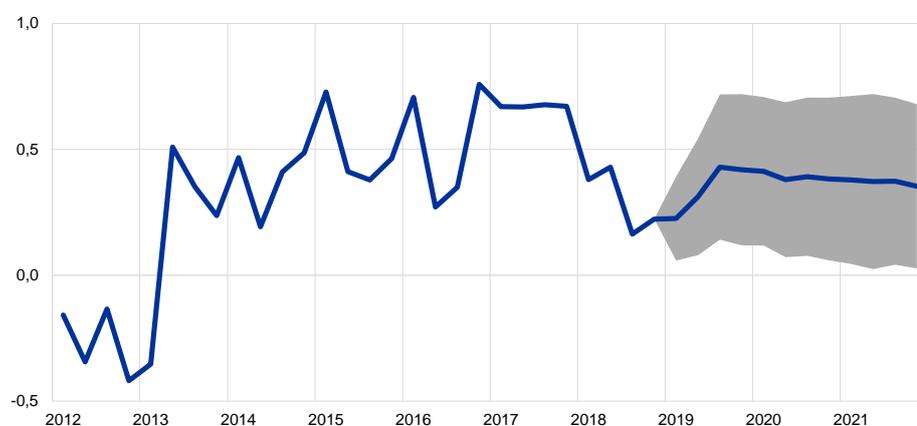
Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB stärkt weiterhin die Binnennachfrage. Aufgrund des anhaltenden Beschäftigungs- und Lohnwachstums dürfte der private Verbrauch hoch bleiben. Zugleich werden die Unternehmensinvestitionen von einer soliden Inlandsnachfrage, günstigen Finanzierungsbedingungen und Bilanzverbesserungen getragen, während die Wohnungsbauinvestitionen nach wie vor robust sind.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2019 zufolge wird das jährliche reale BIP im laufenden Jahr um 1,1 %, im kommenden Jahr um 1,6 % und 2021 um 1,5 % steigen (siehe Abbildung 12). Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2019 deutlich und für 2020 leicht nach unten korrigiert. In Bezug auf die Aussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken.

### Abbildung 12

#### Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat und EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2019](#), veröffentlicht am 7. März 2019 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 Wertes dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Bereinigung um außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) vom Dezember 2009 dargelegt.

## 4 Preise und Kosten

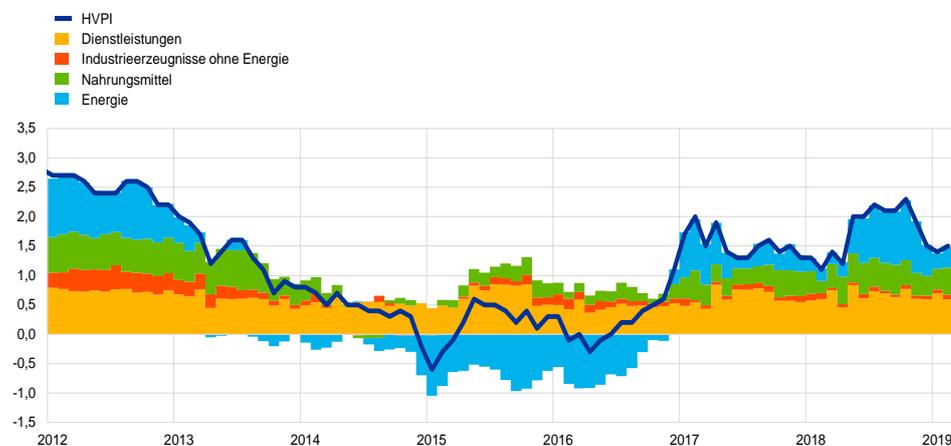
*Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge gestiegen, und zwar von 1,4 % im Januar 2019 auf 1,5 % im Februar. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation bewegten sich zwar nach wie vor seitwärts, vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten gewann der binnenwirtschaftliche Kostendruck jedoch 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 der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2019, denen zufolge sich die jährliche HVPI-Inflation 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,5 % und 2021 auf 1,6 % belaufen wird. Damit wurde über den Projektionszeitraum hinweg eine Abwärtskorrektur vorgenommen, die vor allem in den verhalteneren kurzfristigen Wachstumsaussichten begründet liegt. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2019 bei 1,2 %, im Jahr 2020 bei 1,4 % und 2021 bei 1,6 % liegen.*

**Die Gesamtinflationsrate hat sich im Februar aufgrund kräftigerer Preissteigerungen bei den volatilen Indexkomponenten erhöht.** Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge gestiegen, und zwar von 1,4 % im Januar 2019 auf 1,5 % im Februar (siehe Abbildung 13). Zurückzuführen war dies auf höhere Inflationsraten für die volatileren Komponenten – Energie und Nahrungsmittel –, während die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sank. Die Zunahme der Teuerung bei Energie war bedingt durch aufwärtsgerichtete Basiseffekte und einen moderaten Anstieg der (in Euro gerechneten) Ölpreise. Bei der Betrachtung der Angaben zum HVPI seit Januar 2019 sollte beachtet werden, dass zwei methodische Änderungen vorgenommen wurden, die Revisionen der historischen Daten nach sich ziehen (siehe Kasten 4 sowie Kasten 5 im vorliegenden Bericht).

## 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 Februar 2019 (Vorausschätzungen). Die Wachstumsraten für 2015 sind aufgrund einer methodischen Änderung nach oben verzerrt (siehe Kasten 5 im vorliegenden Bericht).

### Nach einem Anstieg gegenüber früheren Tiefständen setzten die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation ihre jüngste Seitwärtsbewegung fort.

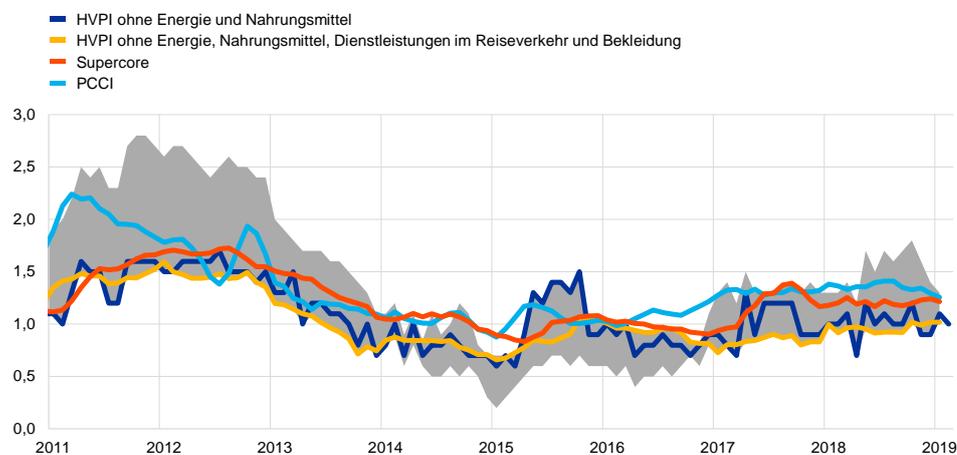
Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel betrug im Februar 1,0 % nach 1,1 % im Januar. Damit bewegte sie sich weiterhin um die Marke von 1 %, die sie nach ihrem Tiefstand von Mitte 2016 erreicht hatte. Der im Februar verzeichnete Rückgang war auf ein Absinken der Teuerungsrate bei den Dienstleistungen von 1,6 % auf 1,3% zurückzuführen, während der Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen ohne Energie mit 0,3 % 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 Januar vorliegen, deuteten ebenfalls auf eine Fortsetzung der breit angelegten Seitwärtsbewegung der letzten Monate hin (siehe Abbildung 14). Dennoch lagen alle statistischen und modellbasierten Messgrößen weiterhin über ihren jeweiligen Tiefständen von 2016. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation aufgrund eines sich weiter kräftigenden Lohnwachstums und des zunehmenden Preisauftriebs auf der inländischen Erzeugerebene allmählich steigen.

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

## Abbildung 14

### Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



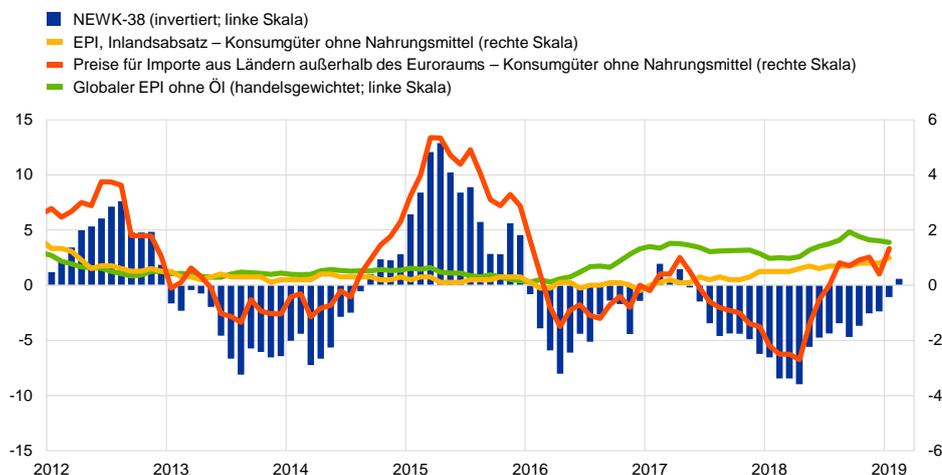
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2019 (Vorausschätzung; HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. auf Januar 2019 (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. Die Wachstumsraten für 2015 für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sind aufgrund einer methodischen Änderung nach oben verzerrt (siehe Kasten 5 im vorliegenden Bericht).

**Der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie hat sich auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette erhöht, während die von den vorgelagerten Stufen ausgehenden Signale uneinheitlich waren.** Auf den sehr weit vorn liegenden Stufen hat der Preisdruck wieder zugenommen, da die Jahresänderungsrate der Ölpreise und der Preise für Industrierohstoffe (jeweils in Euro gerechnet) im Februar deutlich angestiegen ist. Der globale Preisauftrieb auf der Erzeugerebene (ohne Energie) hingegen war im Januar erneut leicht rückläufig. Der zuvor verzeichnete schwache Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen hat Einfluss auf die Änderungsraten der Import- und der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter, die jeweils ihren Abwärtstrend seit August 2018 fortsetzen. Auf den nachgelagerten Stufen stieg die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter (ohne Nahrungsmittel) im Januar auf 1,3 %, verglichen mit 0,4 % (nach unten korrigierter Wert) im Dezember. Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für diese Güter erhöhte sich ebenfalls, und zwar auf 1,0 % im Januar 2019, nachdem diese Rate in den vorangegangenen drei Monaten in jährlicher Betrachtung beständig bei 0,8 % und damit über ihrem langfristigen Durchschnitt gelegen hatte (siehe Abbildung 15). Insgesamt blieb der Druck auf die Konsumgüterpreise auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette weitgehend stabil, wobei allerdings die auf den vorgelagerten Stufen verzeichnete Schwächephase im weiteren Verlauf noch in gewissem Umfang zum Tragen kommen könnte.

## Abbildung 15 Erzeuger- und Einfuhrpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

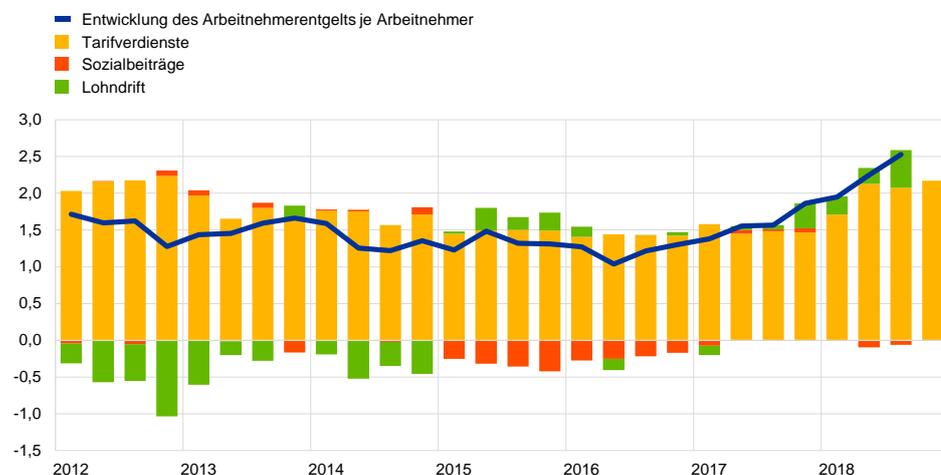
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2019 (NEWK-38) bzw. Januar 2019 (inländischer EPI, Einfuhrpreise und globaler EPI). „NEWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Der „EPI“ misst 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 erhöhte sich von 2,2 % im zweiten Quartal 2018 auf 2,5 % im dritten Jahresviertel. Das Wachstum der Tarifverdienste lag im Schlussquartal 2018 bei 2,2 %, verglichen mit 2,1 % im Vorquartal (siehe Abbildung 16). Generell liegen die Indikatoren des Lohnwachstums jetzt auf einem deutlich höheren Niveau als in der ersten Jahreshälfte 2016. Diese Entwicklung steht mit der zunehmend angespannten Lage am Arbeitsmarkt in Einklang. Zunächst war das sich beschleunigende Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer vor allem eine Folge der Lohndrift; in den letzten Quartalen war die Entwicklungsdynamik hingegen größtenteils der jährlichen Steigerung der Tarifverdienste zuzuschreiben, welche die Zuversicht hinsichtlich positiver Aussichten für das Lohnwachstum stärkte.

## Abbildung 16

### Beiträge der Komponenten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2018 (Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer) bzw. auf das vierte Quartal 2018 (Entwicklung der Tarifverdienste).

### Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der

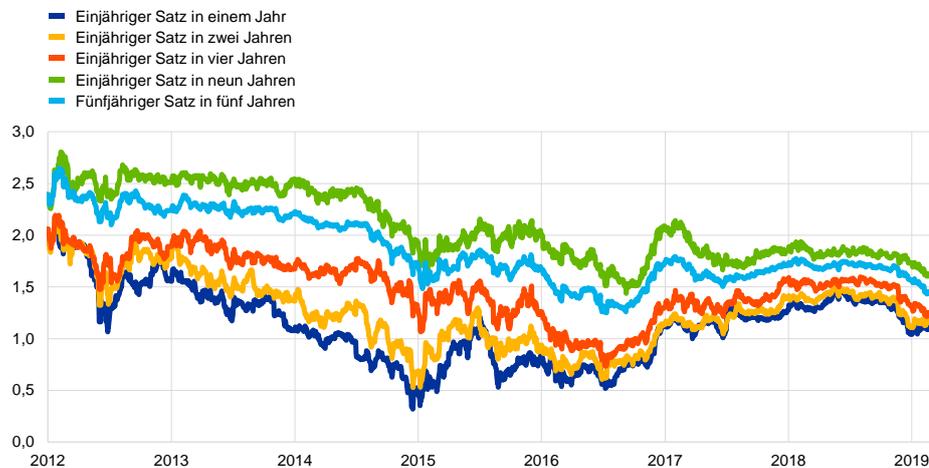
#### **längerfristigen Inflationserwartungen waren leicht rückläufig.**

Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 6. März 2019 bei 1,51 % und damit 13 Basispunkte unter dem Stand von Mitte Dezember (siehe Abbildung 17). Das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen deutet weiterhin auf eine anhaltende Phase niedriger Inflationsraten hin, wobei die Teuerungsraten schrittweise auf Werte von unter, aber nahe 2 % zurückkehren dürften. 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 erste Quartal 2019 sind die längerfristigen Inflationserwartungen nach 1,9 % in der vorangegangenen Umfrage leicht auf 1,8 % gesunken.

## Abbildung 17

### Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 6. März 2019.

#### Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2019 davon aus, dass die zugrunde liegende Inflation über den Projektionszeitraum hinweg allmählich ansteigen wird.

Auf der Grundlage der Mitte Februar vorliegenden Daten wird demnach erwartet, dass sich die durchschnittliche am HVPI gemessene Gesamtinflation 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,5 % und 2021 auf 1,6 % belaufen wird, verglichen mit Werten von jeweils 1,6 %, 1,7 % und 1,8 % in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2018 (siehe Abbildung 18). Dieser Verlauf spiegelt einen deutlichen Rückgang der HVPI-Teuerung für Energie im Jahr 2019 wider, der hauptsächlich auf den Ölpreiseinbruch Ende 2018 und abwärtsgerichtete Basiseffekte im Zusammenhang mit der vorangegangenen Ölverteuerung im Jahr 2018 zurückzuführen ist. Im weiteren Verlauf dürften die im HVPI erfassten Energiepreise im Einklang mit der relativ flachen Terminkurve für Ölpreise verhalten steigen. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wird allmählich zunehmen, gestützt durch die moderatere, aber kontinuierliche wirtschaftliche Erholung und die zunehmend angespannte Lage am Arbeitsmarkt, was einen höheren binnenwirtschaftlichen Kostendruck zur Folge hat. Der Preisauftrieb nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich von 1,2 % im Jahr 2019 auf 1,4 % im Folgejahr und 1,6 % im Jahr 2021 erhöhen; damit wurde der Wert für jedes Jahr des Projektionszeitraums um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert.

## Abbildung 18

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2019, veröffentlicht am 7. März 2019 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2018 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2021 (Projektionen). Die rund um den zentralen 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 Wertes dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation [„New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges“](#) vom Dezember 2009 dargelegt. Stichtag für die in den Projektionen enthaltenen Angaben war der 21. Februar 2019; damit lag er vor der durch methodische Änderungen bedingten Revision der historischen Daten im HVPI.

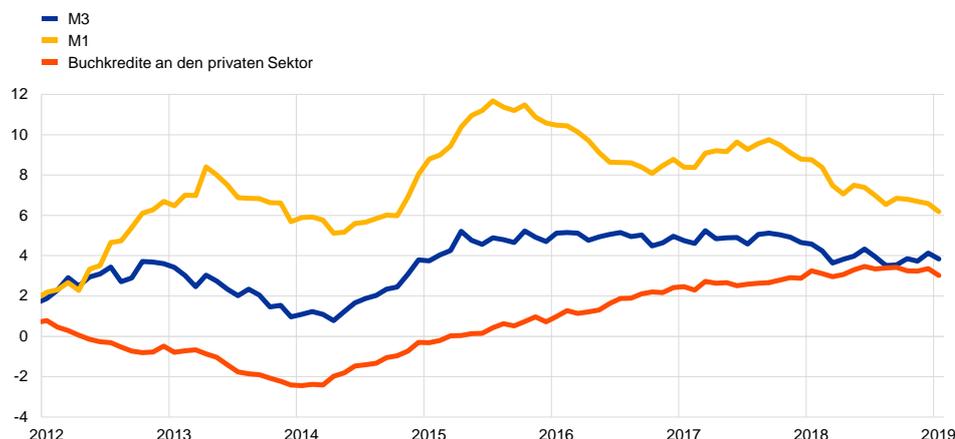
## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Das Wachstum der Geldmenge und der Kreditvergabe schwächte sich im Januar 2019 ab. Angesichts des Auslaufens der monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hat sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 sehr widerstandsfähig gezeigt. Unterdessen blieben die Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken günstig. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ging im Schlussquartal 2018 deutlich zurück. Dies geschah vor dem Hintergrund einer fortdauernden allmählichen Verschlechterung der Bedingungen an den Anleihemärkten, die Ende 2017 eingesetzt hatte.

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge schwächte sich im Januar ab, wobei sich die Zuwachsraten weiterhin um das seit März 2018 beobachtete Niveau herum bewegten.** Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 sank von 4,1 % im Dezember 2018 auf 3,8 % im Januar 2019 (siehe Abbildung 19). Diese Entwicklung zeigt die Widerstandsfähigkeit des M3-Wachstums angesichts des rückläufigen automatischen Beitrags der APP-Käufe. Das Wachstum von M3 hat sich seit Ende 2017 abgeschwächt, was mit dem Auslaufen der Nettoankäufe von Vermögenswerten zusammenfällt. Dies bedeutet wiederum, dass der positive Effekt des APP auf das M3-Wachstum nachgelassen hat. Die jährliche Zuwachsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, leistete ungeachtet ihres Rückgangs auf 6,2 % im Januar abermals einen großen Beitrag zur Zunahme der weit gefassten Geldmenge. Gestützt wurde die monetäre Dynamik weiterhin durch das nachhaltige Wirtschaftswachstum und die angesichts der sehr niedrigen Zinsen geringen Opportunitätskosten für das Halten der liquidesten Instrumente.

**Abbildung 19**  
M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

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

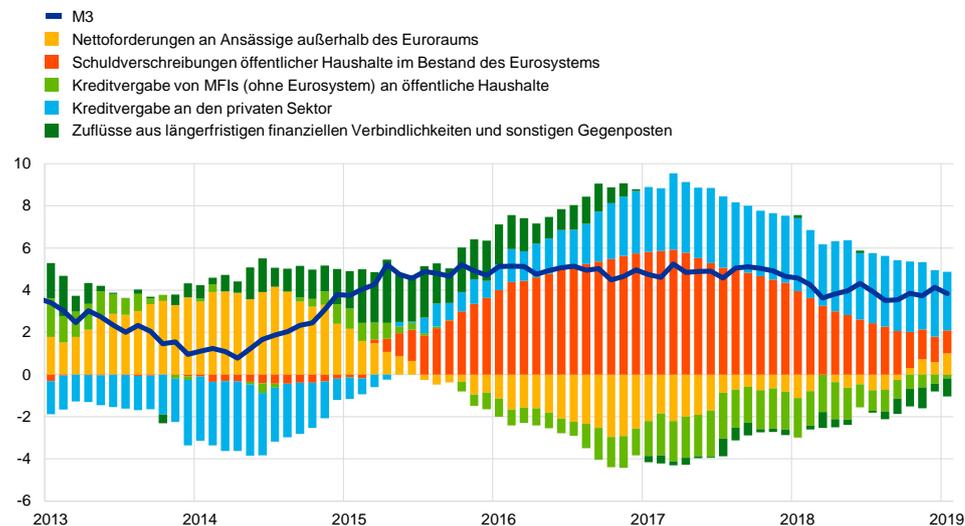
**Das M3-Wachstum wurde nach wie vor hauptsächlich von den täglich fälligen Einlagen bestimmt.** Die Jahresänderungsrate der täglich fälligen Einlagen ging im Januar auf 6,4 % zurück. Dahinter verbarg sich ein schwächerer jährlicher Zuwachs der täglich fälligen Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, während die Expansion der entsprechenden Einlagen privater Haushalte unverändert blieb. Darüber hinaus spricht das stetige Wachstum des Bargeldumschs gegen eine umfangreiche Substitution von Bargeld durch Einlagen vor dem Hintergrund der sehr niedrigen bzw. negativen Zinsen im Euroraum insgesamt. 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. Die marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2), die derzeit angesichts ihrer niedrigen Verzinsung langsam zunehmen, hatten insgesamt keine Auswirkung auf das M3-Wachstum.

**Was die Gegenposten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so ist die Kreditvergabe an den privaten Sektor nach wie vor der wichtigste Wachstums-motor von M3** (siehe Abbildung 20). Im Zuge des bereits erwähnten Auslaufens der monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des APP ging der positive Wachstumsbeitrag der Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte im Bestand des Eurosystems weiter zurück (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 20). Weitgehend kompensiert wurde dies durch den seit Ende 2017 leicht gestiegenen Beitrag der Kreditvergabe an den privaten Sektor (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 20). Während die Gewährung von Krediten an den privaten Sektor die wichtigste Quelle der Geldschöpfung blieb, wurde der rückläufige Wachstumsbeitrag des APP zuletzt durch externe monetäre Ströme – d. h. Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums – (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 20) und die Kreditvergabe an öffentliche Haushalte (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 20) ersetzt. Der steigende Beitrag der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums spiegelt zum Teil die Präferenz der Anleger für Vermögenswerte aus dem Eurogebiet wider, da aufgrund höherer Unsicherheit eine größere Risikoaversion besteht. Darüber hinaus hat der Erwerb von Staatspapieren durch Geschäftsbanken die weit gefasste Geldmenge M3 in den letzten Monaten zunehmend stabilisiert. Diese Entwicklung ist Ausdruck einer anhaltenden Verlagerung hin zu stärker selbsttragenden Quellen der Geldschöpfung.

## Abbildung 20

### M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

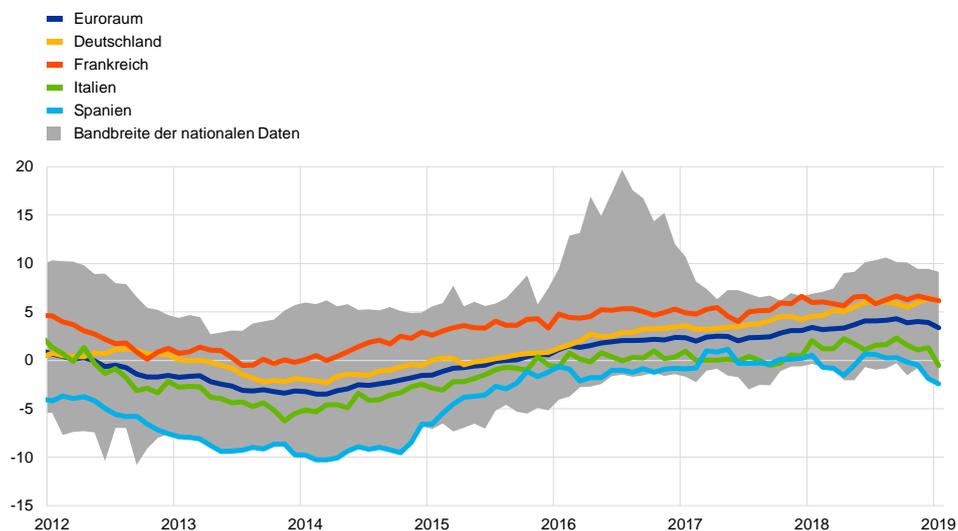
Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem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

**Das Wachstum der Kreditvergabe schwächte sich im Januar ab.** Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor verringerte sich im Januar auf 3,0 %, verglichen mit 3,4 % im Dezember (siehe Abbildung 19). Ursächlich hierfür war ein starker Rückgang der jährlichen Zuwachsrates der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 3,9 % im Dezember auf 3,3 % im Januar. Das Wachstum der Buchkreditvergabe an Unternehmen, das in den einzelnen Ländern erhebliche Unterschiede aufwies, entspricht den historischen Verlaufsmustern und lässt sich mit der Wachstumsverlangsamung des realen BIP seit Anfang 2018 erklären (siehe Abbildung 21). Bei den privaten Haushalten belief sich die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite im Januar indessen unverändert auf 3,2 %, wobei die nationalen Unterschiede auch hier beträchtlich waren (siehe Abbildung 22). Getragen wird die Kreditgewährung an den privaten Sektor weiterhin von den 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 %)



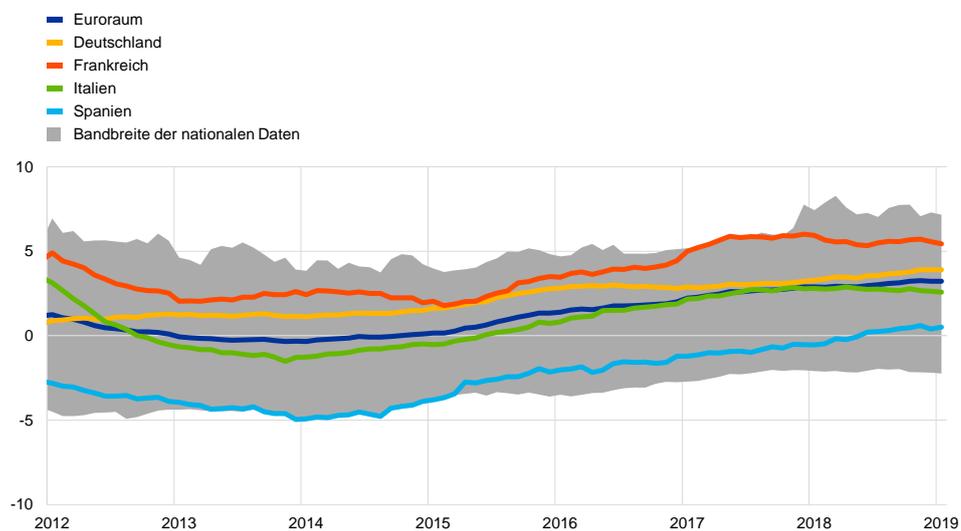
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2019.

## Abbildung 22

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen bereinigt. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2019.

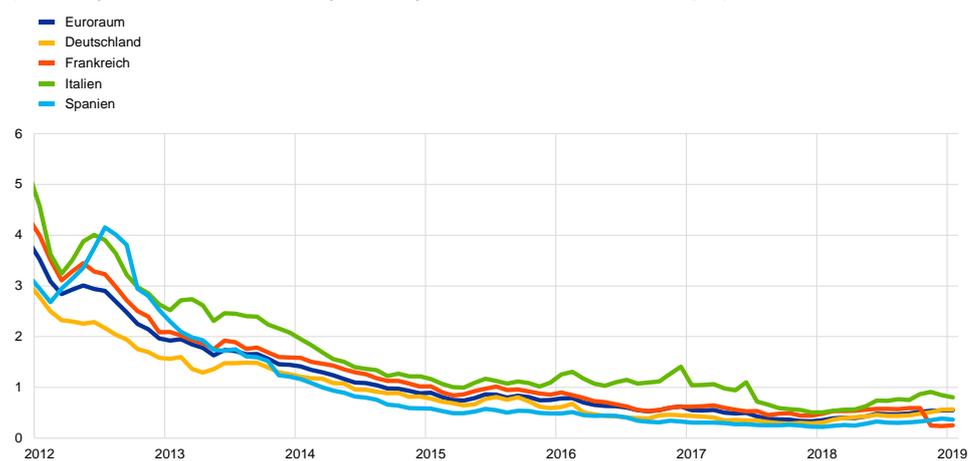
**Die Finanzierungsbedingungen der Banken blieben im historischen Vergleich günstig.** Im Januar war der Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung der Banken im Euroraum weiterhin unverändert, nachdem er seit Anfang 2018 einen kontinuierlichen Anstieg verzeichnet hatte (siehe Abbildung 23). Diese Entwicklung

spiegelte die Tatsache wider, dass die Bankanleiherrenditen im Euroraum insgesamt konstant waren. Angesichts hoher politischer Unsicherheit und eines ungleichen Zugangs der Banken zu großvolumiger Finanzierung fielen die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern erheblich aus. Indessen blieben die Kosten für die Refinanzierung über Einlagen unverändert. Die Auswirkungen der gestiegenen Kosten für die Finanzierung über Schuldverschreibungen auf die gesamten Refinanzierungskosten der Banken waren wegen der geringen Bedeutung dieser Finanzierungsart in 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 weiterhin günstig. Darüber hinaus wird die neue GLRG-Serie dazu beitragen, dass die Kreditvergabebedingungen der Banken auch in Zukunft günstig bleiben.

### 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, Markit 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 Januar 2019.

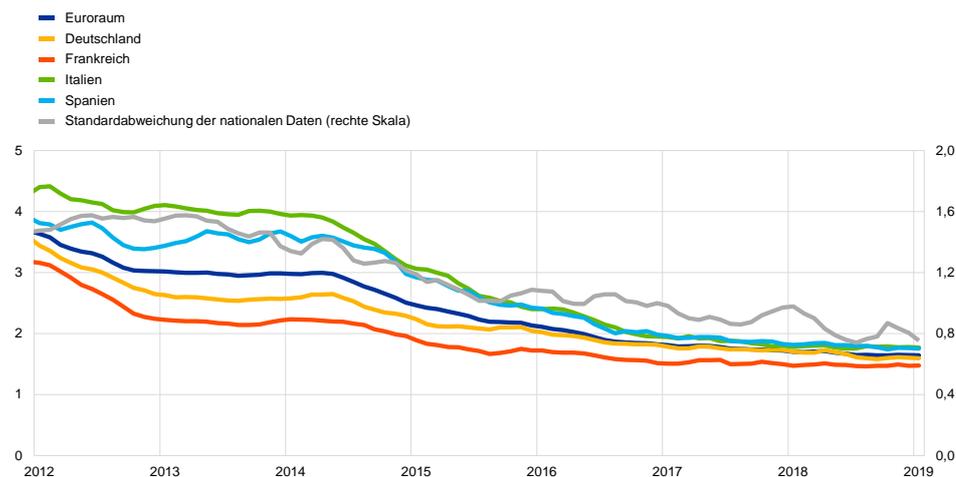
#### Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte verharrten in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Der gewichtete Zinssatz für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 24) blieb im Januar 2019 mit 1,63 % nahezu stabil und entsprach damit fast dem historischen Tiefstand vom Mai 2018 (1,62 %). Der gewichtete Zins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte war im Januar mit 1,82 % fast unverändert und wies damit ebenfalls einen Wert nahe seinem im Dezember 2016 verzeichneten historischen Tiefstand auf (siehe Abbildung 25). Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte deutlich und auch stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt, wobei nach wie vor beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern bestehen. Die gewichteten Zinssätze für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte sanken in der Zeit von Mai 2014 bis Januar 2019 um rund 130 bzw. 110 Basispunkte. In den Euro-Ländern, die am stärksten von der Finanzkrise

betroffen waren, verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an kleine Unternehmen (unter der Annahme, dass sehr kleine Kredite von bis zu 0,25 Mio € hauptsächlich an kleine Firmen ausgereicht werden) besonders deutlich. Dies ist ein Anzeichen dafür, dass die Geldpolitik über alle Euro-Länder und Unternehmensgrößen hinweg einheitlicher übertragen wird.

**Abbildung 24**  
Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

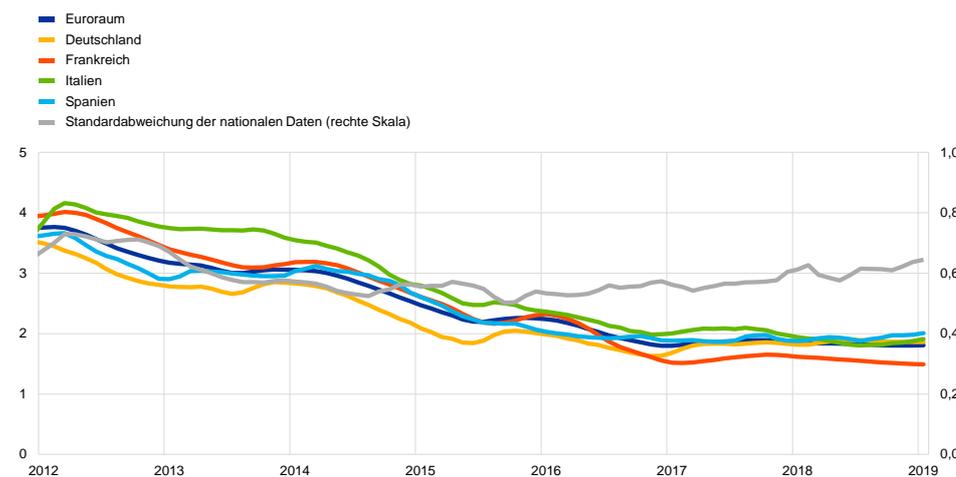


Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2019.

**Abbildung 25**  
Gewichtete Kreditzinsen für Wohnungsbaukredite

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

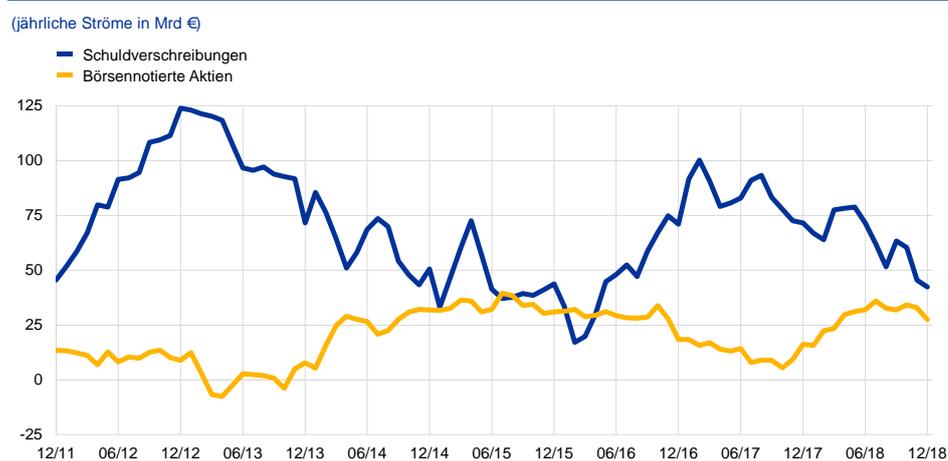
Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2019.

**Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum haben sich den Schätzungen zufolge im Schlussquartal 2018 stabilisiert.** Getragen von nach wie vor gelockerten Kreditrichtlinien und einem weiteren Rückgang der relativen Kosten der Finanzierung über Bankkredite verzeichnete die Bankkreditvergabe ein solides Wachstum. Die Nettoemission von Wertpapieren hingegen fiel über das Quartal gesehen negativ aus, was – neben anderen Faktoren – auf das nachlassende Wirtschaftswachstum, einen niedrigeren Wert von Fusionen und Übernahmen, gestiegene Kosten der marktbasierter Finanzierung und eine höhere Unsicherheit zurückzuführen war. Diese Entwicklungen verlaufen in den einzelnen Ländern jedoch zunehmend unterschiedlich.

**Vor dem Hintergrund eines anhaltenden Anstiegs der Anleiheemissionskosten fiel die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im vierten Quartal 2018 deutlich negativ aus.** Die Schwäche des Nettoabsatzes im Schlussquartal 2018 ist teilweise dem saisonalen Verlaufsmuster der Zeitreihe zuzuschreiben. Bei einer eher mittelfristigen Betrachtung zeigt sich, dass die jährlichen Ströme der Nettoemission für Dezember 2018 den niedrigsten Wert seit Mai 2016 erreichten (siehe Abbildung 26), womit sich der Anfang 2017 begonnene Abwärtstrend fortsetzte. Die Marktdaten deuten darauf hin, dass die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch Emittenten mit Investment-Grade-Rating in den ersten Monaten 2019 anstieg, während sie im Segment der hochverzinslichen Anleihen in etwa bei null verharrte. Der Nettoabsatz börsennotierter Aktien lag im vierten Quartal 2018 praktisch bei null.

### Abbildung 26

Nettoemission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Monatswerte basieren auf einem rollierenden Zwölfmonatszeitraum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2018.

**Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stiegen im Dezember 2018 weiter geringfügig an.** So lagen die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) im Dezember bei 4,8 % nach 4,7 % im November. Gegenwärtig liegen die Außenfinanzierungskosten 57 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom August 2016, aber 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

*Ein auf Ebene des Euro-Währungsgebiets leicht expansiver fiskalischer Kurs und das Wirken der automatischen Stabilisatoren stützen derzeit die Wirtschaftstätigkeit. Allerdings müssen Länder mit hohen öffentlichen Schuldenständen die Aufstockung ihrer Finanzpolster fortführen. Alle Staaten sollten ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen weiter verstärken. Darüber hinaus ist eine im Zeitverlauf und länderübergreifend transparente und einheitliche Umsetzung des finanz- und wirtschaftspolitischen Ordnungsrahmens der Europäischen Union nach wie vor unerlässlich, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft im Eurogebiet zu stärken.*

**Nachdem sich das gesamtstaatliche Defizit im vergangenen Jahr auf Euroraumebene verbessert haben dürfte, wird es sich im laufenden Jahr wahrscheinlich ausweiten und in den beiden Folgejahren weitgehend stabil bleiben.**<sup>2</sup> Dem noch unvollständigen Datenmaterial für 2018 zufolge beträgt die Defizitquote des vergangenen Jahres 0,5 %, verglichen mit 1,0 % im Jahr 2017. Der Rückgang im Jahr 2018 ist vor allem der günstigen Konjunkturlage und sinkenden Zinsausgaben zuzuschreiben. Im laufenden Jahr dürfte sich diese Verbesserung aufgrund eines deutlich niedrigeren konjunkturbereinigten Primärsaldos jedoch wieder ins Gegenteil kehren. Der höhere Haushaltsfehlbetrag dürfte auch in den beiden kommenden Jahren zu verzeichnen sein (siehe Abbildung 27).

**Der Ausblick für die euroraumweite gesamtstaatliche Defizitquote der kommenden beiden Jahre hat sich gegenüber den Projektionen vom Dezember 2018 eingetrübt.** Das höhere Defizit ist teilweise die Folge eines geringeren Primärsaldos, der wiederum darauf zurückzuführen ist, dass die Haushaltspolitik in mehreren großen Euro-Ländern expansiver als erwartet ausfällt. Des Weiteren ergibt sich aus einer Abwärtskorrektur der gesamtwirtschaftlichen Aussichten eine niedrigere Konjunkturkomponente des öffentlichen Finanzierungssaldos.

**Der Ausblick für die euroraumweite gesamtstaatliche Defizitquote der kommenden beiden Jahre hat sich gegenüber den Projektionen vom Dezember 2018 eingetrübt.** Das höhere Defizit ist teilweise die Folge eines geringeren Primärsaldos, der wiederum darauf zurückzuführen ist, dass die Haushaltspolitik in mehreren großen Euro-Ländern expansiver als erwartet ausfällt. Des Weiteren ergibt sich aus einer Abwärtskorrektur der gesamtwirtschaftlichen Aussichten eine niedrigere Konjunkturkomponente des öffentlichen Finanzierungssaldos.

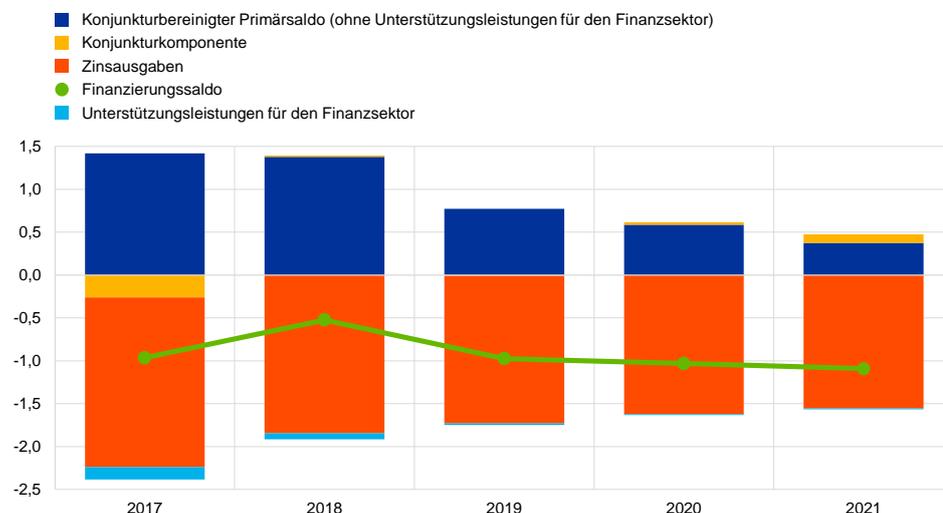
---

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2019.

## Abbildung 27

### Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2019.  
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

### Der fiskalische Kurs im Eurogebiet ist den Projektionen zufolge 2018 weitgehend neutral ausgefallen, dürfte ab 2019 aber leicht expansiv sein.<sup>3</sup>

Ausschlaggebend für diese Entwicklung sind Senkungen der direkten Steuern und der Sozialversicherungsbeiträge in Deutschland und Frankreich; doch auch eine in mehreren Ländern relativ dynamische Ausgabenentwicklung kommt hier zum Tragen.

**Der Rückgang der gesamtstaatlichen Schuldenquote im Euroraum dürfte – in verlangsamttem Tempo – weiter anhalten.** So erwartet die EZB in ihren aktuellen Stabsprojektionen, dass sich der öffentliche Schuldenstand von 86,8 % des BIP im Jahr 2017<sup>4</sup> auf 81,1 % des BIP im Jahr 2021 verringern wird. Der projizierte Rückgang der Staatsverschuldung in Relation zum BIP wird sowohl durch das negative Zins-Wachstums-Differenzial<sup>5</sup> als auch durch anhaltende Primärüberschüsse gestützt, wenngleich diese Effekte durch Deficit-Debt-Adjustments teilweise wieder aufgehoben werden dürften (siehe Abbildung 28). Während des Projektionszeitraums dürfte die Schuldenquote in allen Euro-Ländern sinken oder nur leicht ansteigen, wobei sie in einer Reihe von Ländern nach wie vor weit oberhalb des Referenzwerts von 60 % liegen wird. Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2018 wird für den gesamten Zeitraum nun mit einem verhalteneren Rückgang der Schuldenquote im Eurogebiet gerechnet. Hierfür ausschlaggebend ist in erster Linie das im laufenden Jahr steigende Zins-Wachstums-Differenzial vor dem

<sup>3</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 hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

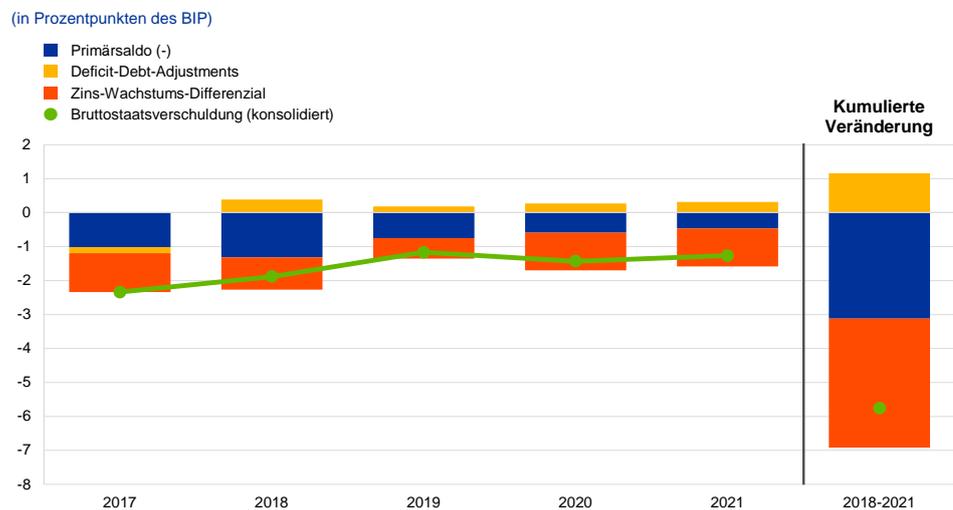
<sup>4</sup> Da in den Projektionen üblicherweise die jüngsten Datenrevisionen berücksichtigt werden, können sich Abweichungen gegenüber den aktuellen validierten Angaben von Eurostat ergeben.

<sup>5</sup> Siehe hierzu Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Hintergrund einer Abwärtskorrektur des BIP-Wachstums und niedrigerer Primärsalden.

### Abbildung 28

#### Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren



Quellen: EZB und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2019.  
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

**Die Länder müssen ihre Haushaltspolitik unter vollständiger Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts fortführen.** Hierzu gehört ggf. auch das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren. Allerdings müssen Länder mit hohen öffentlichen Schuldenständen mit der Aufstockung ihrer Finanzpolster fortfahren. Alle Staaten sollten ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen weiter verstärken.

# Kästen

## 1 Die gesamtwirtschaftliche Expansion in Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets – aktueller Stand und künftige Entwicklung

Alina Bobasu, Mariarosaria Comunale, Ramon Gomez-Salvador und Lucia Quaglietti

**Im vorliegenden Kasten wird die aktuelle Phase des Konjunkturzyklus in führenden Industrieländern außerhalb des Eurogebiets mit Blick auf die Faktoren, die dem Übergang zu einem schwächeren Wachstum zugrunde liegen, beleuchtet.**<sup>1</sup> Obwohl sich das Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums allmählich verlangsamt, gibt es derzeit nur wenig Anzeichen für eine drastische Abkühlung oder gar Rezession. Unser Basisszenario geht weiterhin von einer moderaten Eintrübung der Konjunktur aus.

**Historisch betrachtet ist die aktuelle wirtschaftliche Expansion in fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums sowohl im Hinblick auf die Länge als auch das Tempo relativ ungewöhnlich.** Im Anschluss an die globale Finanzkrise setzte die konjunkturelle Erholungsphase bei zugleich großen Produktionslücken ein. Das globale Wachstum hält nun schon fast zehn Jahre an und ist auf einem guten Weg, das längste jemals gemessene zu werden. Im historischen Vergleich verläuft der Wachstumspfad allerdings auch relativ flach, mit einem kumulierten BIP-Zuwachs von weniger als 20 % seit 2009. Dieser Wert liegt deutlich unter den in früheren Expansionsphasen verzeichneten Raten (siehe Abbildung A). Die Schwäche der wirtschaftlichen Erholung könnte zu der Einschätzung passen, dass das Potenzialwachstum im vergangenen Jahrzehnt rückläufig war.

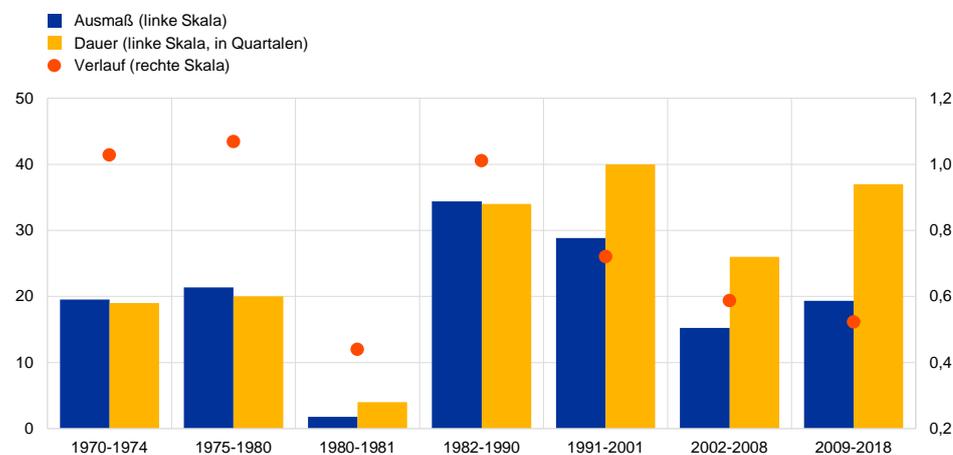
---

<sup>1</sup> Folgende Nicht-Euro-Länder wurden für die Auswertung herangezogen: Vereinigte Staaten (US), Japan (JP), Vereinigtes Königreich (UK), Kanada (CA), Schweiz (CH), Schweden (SE), Dänemark (DK), Norwegen (NO) und Australien (AU).

## Abbildung A

### Ausmaß, Dauer und Verlauf der Expansionsphasen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums

(linke Skala: in % und in Quartalen; rechte Skala: in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Konjunkturzyklen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften ergeben sich aus dem gewichteten Durchschnitt der betrachteten Länder. Siehe Fußnote 1 bezüglich der einbezogenen Länder. Das „Ausmaß“ bezieht sich auf die prozentuale Veränderung des realen BIP vom Tiefstand bis zum nächsten Höhepunkt einer Expansion; die „Dauer“ ist definiert als die Anzahl der Quartale vom Tiefstand bis zum nächsten Höhepunkt einer wirtschaftlichen Expansion; der „Verlauf“ ist das Verhältnis von Ausmaß zu Dauer.

### Eine eingehendere Analyse der dem Konjunkturzyklus zugrunde liegenden Dynamik erfordert eine genauere Abgrenzung der einzelnen Phasen.

Im vorliegenden Kasten werden dabei zwei Ansätze kombiniert. Zunächst werden Rezessionsphasen anhand der rein technischen Definition ermittelt, wonach für eine Rezession ein Rückgang des realen BIP in mindestens zwei aufeinanderfolgenden Quartalen vorliegen muss. Hierfür wird der Bry-Boschan-Algorithmus herangezogen.<sup>2</sup> In der fachwissenschaftlichen Literatur wird dies als der „klassische“ Ansatz zur zeitlichen Abgrenzung von Konjunkturzyklen bezeichnet.<sup>3</sup> Sobald die Rezessionszeitpunkte bestimmt sind, werden anhand der zyklischen Komponente des BIP, die sich aus einer Trendbereinigung der realen BIP-Werte unter Verwendung von Schätzungen des Potenzialwachstums ergibt, verschiedene konjunkturelle Aufschwungphasen ermittelt.<sup>4</sup> Dabei werden die Verläufe des BIP-Zyklus in vier weitere Phasen unterteilt, je nachdem, ob sich das reale BIP stärker oder schwächer als das Potenzialwachstum ausweitert und ob die Produktionslücke positiv oder

<sup>2</sup> Siehe G. Bry und C. Boschan, *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, NBER Books, National Bureau of Economic Research, 1971. Diese Methode liefert gute Näherungswerte und wird häufig in empirischen Studien zu wirtschaftlichen Expansions- und Rezessionsphasen verwendet. Siehe bezüglich der G-7-Länder und EU-Staaten beispielsweise M. J. Artis, Z. G. Kontolemis und D. R. Osborn, *Business Cycles for G7 and European Countries*, *The Journal of Business*, Bd. 70, Nr. 2, April 1997, S. 249-279, bzw. für die Vereinigten Staaten J. H. Stock und M. W. Watson, *Estimating turning points using large data sets*, *Journal of Econometrics*, Bd. 178, Teil 2, Januar 2014, S. 368-381. Die Ergebnisse sind weitgehend mit den zeitlichen Abgrenzungen vergleichbar, die vom Centre for Policy Research (CEPR) und dem NBER für den Euroraum bzw. die Vereinigten Staaten veröffentlicht wurden; sie basieren jeweils auf einer umfangreicheren Methodik, die nicht nur das vierteljährliche BIP, sondern – neben weiteren Variablen – auch wichtige BIP-Komponenten, die Beschäftigung und die Industriekonjunktur heranziehen. Eine Rezession wird als Rückgang des BIP in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen definiert.

<sup>3</sup> Siehe A. F. Burns und W. C. Mitchell, *Measuring Business Cycles*, NBER Books, National Bureau of Economic Research, Dezember 1946.

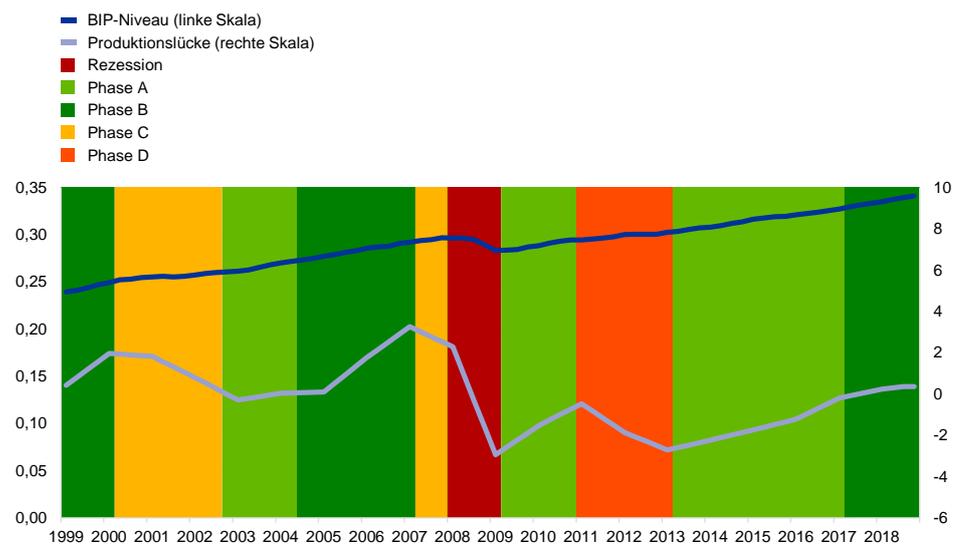
<sup>4</sup> Bezüglich eines ähnlichen Ansatzes zur Abgrenzung von Konjunkturzyklen siehe EZB, *Messung und Vorhersage des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet*, Kasten 6, Monatsbericht Mai 2011.

negativ ist, wobei wiederum eine Mindestdauer von zwei aufeinanderfolgenden Quartalen bei der Bestimmung der einzelnen Phasen vorausgesetzt wird.<sup>5,6</sup> Abbildung B illustriert beispielhaft die fünf Phasen auf aggregierter Basis für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Eurogebiets.

**Mithilfe des zweiten Schritts lassen sich die einzelnen Phasen eines konjunkturellen Aufschwungs differenzierter betrachten.** Konkret bedeutet dies, dass die Auswirkungen eines sich verlangsamenden Potenzialwachstums in Betracht gezogen werden können. Indem die in Schritt 1 identifizierten Rezessionsphasen (Abbildung B, rot schattierter Bereich) mit den in Schritt 2 zusätzlich erkannten zyklischen Phasen (hellgrün, dunkelgrün, gelb und orange schattierte Bereiche) kombiniert werden, lassen sich „harte Landungen“, d. h. echte Rezessionen, von „weichen Landungen“ unterscheiden, bei denen sich die konjunkturelle Entwicklung in Relation zum Potenzialwachstum abschwächt und die Produktionslücken zeitweise negativ ausfallen, aber keine Rezession vorliegt.<sup>7</sup>

**Abbildung B**  
Konjunkturzyklus in fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums

(linke Skala: Index (logarithmiert); rechte Skala: in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt eine Periodisierung in fünf Phasen des Konjunkturzyklus für ausgewählte Industrieländer. In einem ersten Schritt wird der klassische Ansatz der Abgrenzung von Konjunkturzyklen zugrunde gelegt, um Expansions- von Rezessionsphasen zu unterscheiden. Hierzu wird der Bry-Boschan-Algorithmus auf das reale BIP (logarithmiert) angewandt. In einem zweiten Schritt werden die Verläufe der zyklischen Komponente des realen BIP in vier Phasen unterteilt. Phase A umfasst Zeiträume, in denen die Produktionslücke noch negativ ist, das BIP aber über seiner Potenzialrate wächst. Phase B beschreibt den Fall, dass die Produktionslücke positiv ausfällt und das BIP über seiner Potenzialrate wächst. In Phase C geht eine positive Produktionslücke mit einem BIP-Wachstum unterhalb der Potenzialrate einher. Phase D beinhaltet schließlich Zeitspannen, in denen die Produktionslücke negativ ist und das BIP unterhalb seiner Potenzialrate wächst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2018.

<sup>5</sup> Die Analyse im vorliegenden Kasten und die sich daraus ergebende Abgrenzung der verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus hängen von den Schätzungen des Potenzialwachstums ab. Dabei werden diesbezügliche Schätzungen des IWF und der EZB herangezogen. Aus Jahresdaten wurden mittels einer Cubic-Spline-Interpolation Quartalswerte abgeleitet. Schätzungen des Potenzialwachstums für den Zeitraum vor 1980 wurden anhand einfacher Trendbereinigungsverfahren gewonnen.

<sup>6</sup> Die Frühindikatoren der OECD basieren auf einem alternativen Ansatz, der sich darauf konzentriert, konjunkturelle Wendepunkte vorherzubestimmen.

<sup>7</sup> Im Ergebnis zeigt der zweistufige Ansatz, dass nach jeder der vier Expansionsphasen Rezessionsphasen auftreten können. Allerdings geschieht dies in der Praxis meist nach Phase C und seltener nach Phase B oder D.

Diese Methodik lässt darauf schließen, dass die Produktionslücke in mehreren großen Industrieländern derzeit positiv ist und das Wirtschaftswachstum noch oberhalb der Potenzialrate liegt (siehe Abbildung C). Die hier vorgenommenen Schätzungen deuten darauf hin, dass in den Vereinigten Staaten, in Japan, in Kanada, in der Schweiz und in Dänemark die Produktionslücken positiv ausfallen und die Wirtschaft nach wie vor stärker expandiert als das Potenzialwachstum nahe legt. Schweden könnte hingegen bereits in eine Phase eingetreten sein, in der das BIP unterhalb der Potenzialrate wächst. Demgegenüber scheinen die Erholungsphasen im Vereinigten Königreich, in Norwegen und in Australien seit der Großen Rezession anzudauern, wobei diese Länder jedoch weiterhin einige Kapazitätsreserven aufweisen.

### Abbildung C

Periodisierung von Konjunkturzyklen ausgewählter fortgeschrittener Volkswirtschaften



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Bestimmung von Rezessionen wird der Bry-Boschan-Algorithmus auf das reale BIP (logarithmiert) angewandt. Phase A umfasst Zeiträume, in denen die Produktionslücke noch negativ ist, das BIP aber über seiner Potenzialrate wächst. Phase B beschreibt den Fall, dass die Produktionslücke positiv ausfällt und das BIP über seiner Potenzialrate wächst. In Phase C geht eine positive Produktionslücke mit einem BIP-Wachstum unterhalb der Potenzialrate einher. Phase D beinhaltet schließlich Zeitspannen, in denen die Produktionslücke negativ ist und das BIP unterhalb seiner Potenzialrate wächst. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2018.

**Frühere Erfahrungen legen nahe, dass Länder längere Zeit Zuwachsraten oberhalb des Potenzialwachstums aufweisen können und dass es dort eher zu einer sanften Landung als zu echten Rezessionen kommt.** Abbildung C macht deutlich, dass das BIP in Volkswirtschaften mit positiven Produktionslücken im Schnitt etwa zwei bis drei Jahre lang über Potenzial wachsen kann, bevor eine konjunkturelle Wende eintritt. Zudem verlangsamt sich das Wachstum meist nur ganz allmählich – mit der Folge einer sanften Landung. Historische (unbedingte) Wahrscheinlichkeiten des Übergangs zwischen den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus deuten darauf hin, dass nach einer Zeitspanne, in der die Produktionslücke positiv ist und das Wachstum über der Potenzialrate liegt (Phase B), rund ein Drittel der Länder eine Rezession durchlaufen, während zwei Dritteln der Übergang in eine Phase moderateren Wachstums gelingt, in der die Wirtschaft gemessen am Potenzial langsamer wächst.

**Nach wie vor besagt unser Basisszenario, dass sich die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften leicht abkühlt.** Nach einem Höchststand im Jahr 2017 verringerte sich der BIP-Zuwachs in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ab der ersten Jahreshälfte 2018, und umfragebasierte Indikatoren deuten auf eine weitere Abschwächung zum Jahreswechsel hin. Die Eintrübung im verarbeitenden Gewerbe scheint besonders ausgeprägt zu sein. Verstärkt wird sie vermutlich durch zunehmende Unsicherheitsfaktoren, die die globale Investitions- und Wirtschaftstätigkeit belasten. Die jüngste Aktualisierung des World Economic Outlook des IWF lässt darauf schließen, dass das Wachstum in den Industrieländern insgesamt schrittweise von 2,3 % im Jahr 2018 auf 2,0 % im laufenden und schließlich 1,7 % im kommenden Jahr zurückgehen wird. Dies steht weitgehend im Einklang mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2019.<sup>8</sup>

**In der Gesamtbetrachtung zeigt sich, dass in den Industrieländern außerhalb des Eurogebiets nur wenig Anzeichen für einen gravierenden Abschwung oder eine Rezession erkennbar sind, wenngleich sich das Wirtschaftswachstum dort verlangsamt hat.** Dessen ungeachtet gibt es zahlreiche Abwärtsrisiken, die zuletzt noch zugenommen haben. Beispielsweise würden sich durch eine Verschärfung der Handelsspannungen oder einen ungeordneten Brexit die konjunkturellen Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften eintrüben.

---

<sup>8</sup> Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2019, veröffentlicht am 7. März 2019 auf der Website der EZB.

## 2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 31. Oktober 2018 bis zum 29. Januar 2019

Toshi Nakamura und Pamina Karl

**Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des vergangenen Jahres (31. Oktober bis 18. Dezember 2018 sowie 19. Dezember 2018 bis 29. Januar 2019) 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 Nettoerwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen, Asset-Backed Securities und Wertpapieren des Unternehmenssektors im geplanten Umfang von durchschnittlich 15 Mrd € pro Monat bis Ende Dezember 2018 fort. Am 1. Januar 2019 begann die Reinvestitionsphase.

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – belief sich im aktuellen Berichtszeitraum auf 1 511,5 Mrd € und war damit 51,8 Mrd € höher als im vorherigen (fünfte und sechste Erfüllungsperiode 2018).** Ursächlich hierfür war im Wesentlichen die Entwicklung der autonomen Faktoren (netto), die um durchschnittlich 51,4 Mrd € auf 1 384,5 Mrd € stiegen. Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich unterdessen im Schnitt um 0,4 Mrd € auf 127,1 Mrd €.

**Das Wachstum der autonomen Faktoren (netto) war einem Anstieg der liquiditätsabschöpfenden Faktoren und einer Abnahme der liquiditätszuführenden Faktoren zuzuschreiben.** Bei den liquiditätsabschöpfenden Faktoren verzeichneten der Banknotenumlauf und die sonstigen autonomen Faktoren Zuwächse; sie stiegen im Schnitt um 16,8 Mrd € auf 1 210 Mrd € bzw. um 18,5 Mrd € auf 730,7 Mrd €. Dem stand ein Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte um 23,3 Mrd € auf 236,1 Mrd € gegenüber. Ausschlaggebend für die Entwicklung der autonomen Faktoren (netto) waren insbesondere die Nettoforderungen in Euro, die sich um durchschnittlich 46,7 Mrd € auf 153,5 Mrd € verringerten. Die auf Euro lautenden Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums stiegen aufgrund eines Saisonmusters, das zum Jahresende stärker ausgeprägt war als zum Quartalsende im vorherigen Berichtszeitraum,<sup>9</sup> im Schnitt

<sup>9</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 31. Dezember 2018 erhöhten sich die auf Euro lautenden Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums auf 459,3 Mrd € (verglichen mit durchschnittlich 315,3 Mrd € in der siebten und achten Erfüllungsperiode). Der Effekt war somit stärker ausgeprägt als am 30. September 2018, als diese Verbindlichkeiten auf 301,7 Mrd € angestiegen waren (im Vergleich zu durchschnittlich 264,7 Mrd € in der fünften und sechsten Erfüllungsperiode).

um 50,5 Mrd € und leisteten somit einen negativen Beitrag zu den durchschnittlichen (liquiditätszuführenden) Nettoforderungen in Euro.

## **Tabelle A**

### Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

#### **Passiva – Liquiditätsbedarf**

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Oktober 2018 bis 29. Januar 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 31. Oktober bis 18. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 19. Dezember bis 29. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>2 176,8</b>	<b>(+12,0)</b>	<b>2 162,5</b>	<b>(-19,3)</b>	<b>2 193,4</b>	<b>(+30,9)</b>	<b>2 164,8</b>	<b>(+40,9)</b>
Banknotenumlauf	1 210,0	(+16,8)	1 202,4	(+8,1)	1 218,8	(+16,4)	1 193,1	(+16,6)
Einlagen öffentlicher Haushalte	236,1	(-23,3)	240,2	(-43,0)	231,3	(-8,9)	259,4	(+20,0)
Sonstige autonome Faktoren	730,7	(+18,5)	719,9	(+15,5)	743,3	(+23,4)	712,2	(+4,3)
<b>Guthaben auf Girokonten</b>	<b>1 357,6</b>	<b>(-0,5)</b>	<b>1 379,4</b>	<b>(+10,4)</b>	<b>1 332,1</b>	<b>(-47,2)</b>	<b>1 358,0</b>	<b>(+26,2)</b>
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>764,9</b>	<b>(-14,8)</b>	<b>762,7</b>	<b>(+4,3)</b>	<b>767,4</b>	<b>(+4,6)</b>	<b>779,7</b>	<b>(-0,4)</b>
Mindestreserve-Soll <sup>1</sup>	127,1	(+0,4)	126,8	(+0,1)	127,4	(+0,6)	126,7	(+2,5)
Einlagefazilität	637,8	(-15,2)	635,9	(+4,2)	640,0	(+4,0)	653,0	(-2,9)
Liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

## Aktiva – Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Oktober 2018 bis 29. Januar 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 31. Oktober bis 18. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 19. Dezember bis 29. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>792,7</b>	<b>(-39,2)</b>	<b>802,5</b>	<b>(-23,0)</b>	<b>781,3</b>	<b>(-21,2)</b>	<b>831,9</b>	<b>(+10,9)</b>
Nettoforderungen in Fremdwährung	639,2	(+7,4)	625,1	(-0,1)	655,8	(+30,7)	631,8	(+1,9)
Nettoforderungen in Euro	153,5	(-46,7)	177,4	(-22,9)	125,5	(-51,9)	200,1	(+8,9)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>3 379,8</b>	<b>(+35,7)</b>	<b>3 375,6</b>	<b>(+18,1)</b>	<b>3 384,7</b>	<b>(+9,1)</b>	<b>3 344,1</b>	<b>(+53,0)</b>
Offenmarktgeschäfte	3 379,7	(+35,7)	3 375,5	(+18,0)	3 384,6	(+9,1)	3 344,0	(+53,0)
Tendergeschäfte	732,5	(-6,6)	733,2	(-1,5)	731,8	(-1,5)	739,1	(-14,0)
HRGs	7,3	(+2,5)	6,8	(-0,1)	7,9	(+1,1)	4,8	(+2,9)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	4,7	(+0,1)	4,4	(+0,7)	5,0	(+0,6)	4,6	(-2,8)
Erste Serie gezielter LRGs (GLRG I)	0,0	(-5,5)	0,0	(-1,5)	0,0	(+0,0)	5,5	(-5,6)
Zweite Serie gezielter LRGs (GLRG II)	720,5	(-3,7)	722,0	(-0,6)	718,8	(-3,1)	724,2	(-8,5)
Outright-Geschäfte	2 647,2	(+42,2)	2 642,3	(+19,6)	2 652,8	(+10,5)	2 604,9	(+67,0)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	4,3	(-0,2)	4,3	(-0,1)	4,3	(-0,0)	4,5	(-0,2)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,2)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	262,3	(+3,9)	262,1	(+2,2)	262,6	(+0,5)	258,4	(+3,8)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	73,0	(-1,2)	73,0	(-1,0)	73,1	(+0,1)	74,2	(-9,3)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	27,6	(+0,3)	27,7	(+0,6)	27,6	(-0,1)	27,3	(-0,2)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 098,7	(+30,9)	2 095,0	(+13,0)	2 103,1	(+8,2)	2 067,8	(+63,6)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	177,1	(+8,4)	176,3	(+4,9)	178,1	(+1,9)	168,7	(+9,5)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)

## Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Oktober 2018 bis 29. Januar 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 31. Oktober bis 18. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 19. Dezember bis 29. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungs- periode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf	1 511,5	(+51,8)	1 487,2	(+3,8)	1 539,9	(+52,8)	1 459,8	(+32,3)
Autonome Faktoren <sup>2</sup>	1 384,5	(+51,4)	1 360,4	(+3,6)	1 412,6	(+52,2)	1 333,1	(+29,8)
Überschussliquidität	1 868,2	(-16,1)	1 888,4	(+14,3)	1 844,6	(-43,7)	1 884,3	(+20,8)

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Oktober 2018 bis 29. Januar 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 31. Oktober bis 18. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 19. Dezember bis 29. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungs- periode	
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)	-0,360	(+0,01)	-0,366	(-0,01)	-0,362	(+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“.

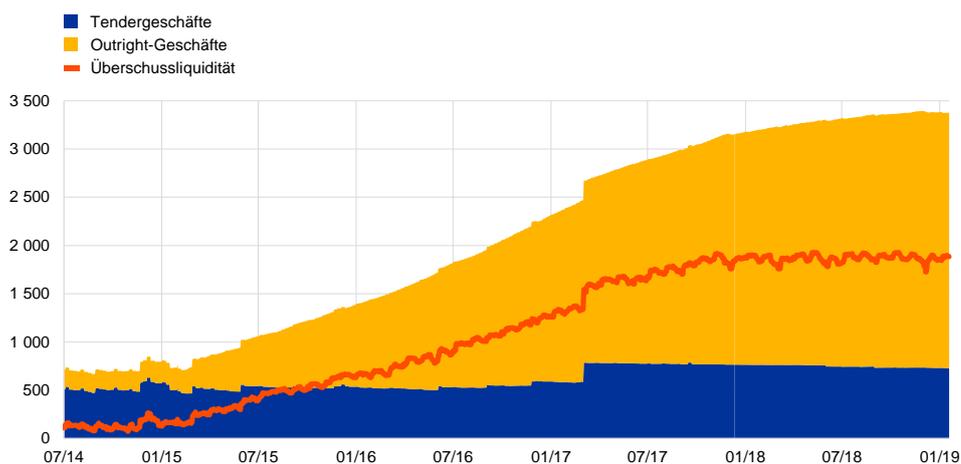
## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (darunter Tendergeschäfte und Ankäufe im Rahmen des APP) bereitgestellten Liquidität erhöhte sich um 35,7 Mrd € auf 3 379,8 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 €)



Quelle: EZB.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte sank im Berichtszeitraum geringfügig um 6,6 Mrd € auf 732,5 Mrd €** Diese Abnahme war einzig und allein auf einen Rückgang des durchschnittlichen ausstehenden Betrags der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) um 9,2 Mrd € zurückzuführen. Die im Schnitt über die HRGs bereitgestellte Liquidität erhöhte sich um 2,5 Mrd € auf 7,3 Mrd €, wodurch der Rückgang bei den GLRGs teilweise ausgeglichen wurde.

**Die Liquiditätszuführung über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierportfolios des Eurosystems stieg aufgrund der bis in den Dezember 2018 anhaltenden Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des APP um 42,2 Mrd € auf durchschnittlich 2 647,2 Mrd € an. Verglichen mit dem vorherigen Berichtszeitraum fiel die Zunahme jedoch um 24,8 Mrd € geringer aus.** Die Liquiditätsbereitstellung im Zusammenhang mit dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), dem dritten Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3), dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) und dem Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) erhöhte sich um durchschnittlich 30,9 Mrd €, 3,9 Mrd €, 8,4 Mrd € bzw. 0,3 Mrd €. 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 1,3 Mrd €.

## Überschussliquidität

**Infolge der oben beschriebenen Entwicklungen verringerte sich die Überschussliquidität im Vergleich zur Vorperiode leicht um 16,1 Mrd € auf 1 868,2 Mrd €** (siehe Abbildung A). Der Rückgang spiegelt die vor allem in der achten Erfüllungsperiode per saldo höheren autonomen Faktoren wider. Diese waren unter anderem durch die Entwicklung der auf Euro lautenden Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums zum Jahresende bedingt, die nur teilweise durch die im Zuge der APP-Käufe bereitgestellte Liquidität ausgeglichen wurden. Die Käufe wurden gegen Ende Dezember zurückgefahren, bevor am 1. Januar 2019 die Reinvestitionsphase begann. Was die Verteilung der Bestände an Überschussliquidität betrifft, so nahm das durchschnittliche Giro Guthaben der Banken beim Eurosystem geringfügig um 0,5 Mrd € auf 1 357,6 Mrd € ab, und die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität verringerte sich um 15,2 Mrd € auf 637,8 Mrd €.

## Zinsentwicklung

### **Die Tagesgeldsätze am unbesicherten und am besicherten Geldmarkt verharrten in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB.**

Am unbesicherten Geldmarkt notierte der EONIA (Euro Overnight Index Average) im Schnitt bei -0,363 % und blieb damit gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum nahezu unverändert. Dabei bewegte er sich zwischen einem Tiefstand von -0,374 % am 21. Dezember und einem Höchststand von -0,335 % am 27. Dezember. Der Spread zwischen den durchschnittlichen Tagesgeldsätzen von Repogeschäften am besicherten GC-Pooling-Markt<sup>10</sup> für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb verkleinerte sich. Gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum erhöhte sich der durchschnittliche Tagesgeldsatz für den Standardsicherheitenkorb um 2 Basispunkte auf -0,417 %, für den erweiterten Sicherheitenkorb sank er hingegen um 2 Basispunkte auf -0,406 %. Der zum Jahresultimo 2018 verzeichnete Rückgang der wichtigsten Reposätze fiel geringer aus als Ende 2017. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer inzwischen ein effizienteres Sicherheitenmanagement betreiben. Zudem trug die Wertpapierleihefazilität des Eurosystems im Rahmen des PSPP weiterhin zum reibungslosen Funktionieren des Repomarkts bei.

---

<sup>10</sup> Das General Collateral Pooling (GC Pooling) ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

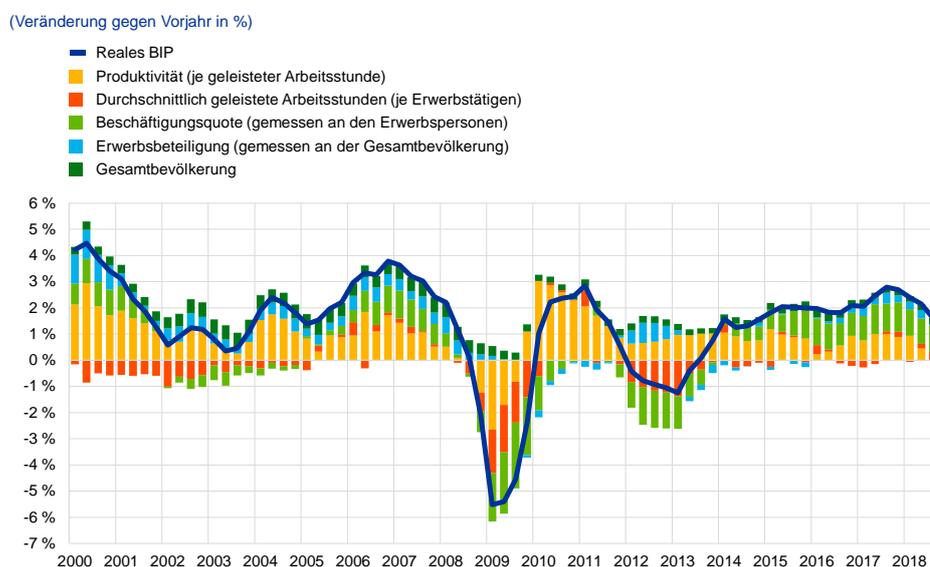
### 3 Beschäftigungswachstum und BIP im Euro-Währungsgebiet

Vasco Botelho und António Dias da Silva

#### Der vorliegende Kasten beleuchtet die Entwicklung des Arbeitsmarkts im Euro-Währungsgebiet in Bezug auf die jüngsten Veränderungen des BIP-Wachstums.

Im Verlauf des Jahres 2018 zeigte sich der Arbeitsmarkt trotz der Wachstumsverlangsamung des realen BIP weiterhin verhältnismäßig robust. Aus der Zerlegung des BIP in Arbeitsproduktivität, Arbeitsmarktergebnisse und demografische Entwicklung geht hervor, dass die Beschäftigung einen größeren Beitrag zum Wachstum des realen BIP leistete (siehe Abbildung A). In den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres wurde das Wirtschaftswachstum in hohem Maße durch den Beschäftigungszuwachs und den kontinuierlichen Rückgang der Arbeitslosenquote gestützt. Diese Entwicklung unterscheidet sich deutlich von dem in der Anfangsphase der Erholung beobachteten Trend und unterstreicht die Robustheit des Arbeitsmarkts im Euroraum in Anbetracht der Abschwächung des BIP-Wachstums im Jahr 2018. So lag die Gesamtarbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet im Dezember 2018 trotz erheblicher Unterschiede in den einzelnen Euro-Ländern auf ihrem niedrigsten Stand seit Oktober 2008, wobei die Beschäftigungsquote ein höheres Niveau erreichte als im Jahr 2008.<sup>11</sup>

**Abbildung A**  
Zerlegung des Wachstums des realen BIP

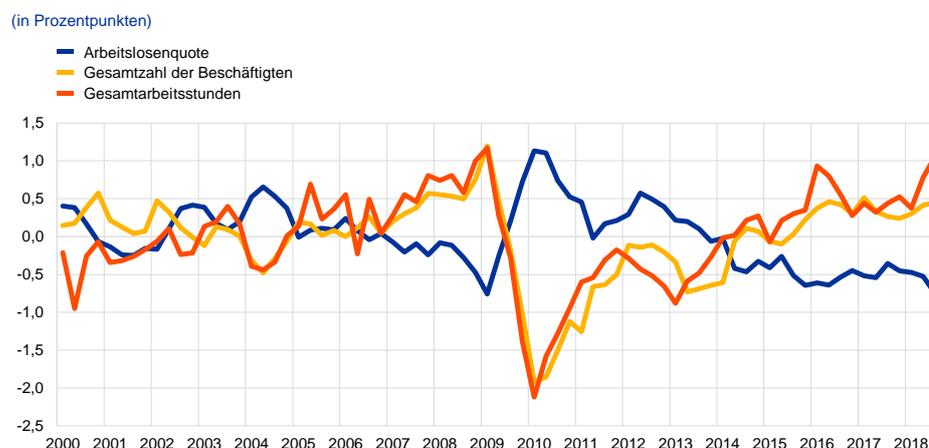


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Das reale BIP wurde aufgegliedert in Arbeitsproduktivität (reales BIP/geleistete Gesamtarbeitsstunden), durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden je Erwerbstätigen, Beschäftigungsquote (Gesamtzahl der Beschäftigten/Erwerbspersonen), Erwerbsbeteiligung (Erwerbspersonen/Bevölkerung) und Gesamtbevölkerung. Die Erwerbspersonen sind definiert als Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

<sup>11</sup> Die nationalen Unterschiede im Hinblick auf die Arbeitslosigkeit sind weiterhin groß; die Differenz zwischen der höchsten und der niedrigsten Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums beträgt mehr als 15 Prozentpunkte. Die Beschäftigungsquote – hier definiert als Gesamtzahl der Beschäftigten dividiert durch die Bevölkerungsgruppe der 15- bis 74-Jährigen – stieg vom dritten Quartal 2008 bis zum dritten Quartal 2018 von 58,7 % auf 59,5 % und damit um 0,8 Prozentpunkte.

**Eine geschätzte einfache statische Beziehung zwischen Beschäftigung/Arbeitslosigkeit und BIP zeigt, wie gut sich der Arbeitsmarkt seit Beginn der Erholung im Euro-Währungsgebiet entwickelt hat** (siehe Abbildung B). Ende 2018 lag das Beschäftigungswachstum 0,4 Prozentpunkte über dem erwarteten Stand, der auf einer langfristigen statischen Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP-Wachstum basiert. Die Residuen für die Beschäftigung waren seit Beginn der Erholung positiv und erhöhten sich in den letzten drei Quartalen des Jahres 2018 noch weiter, da die Abschwächung des jährlichen BIP-Wachstums nicht mit einer entsprechenden Verlangsamung des Beschäftigungszuwachses einherging. Dadurch ergaben sich auch positive Residuen für das Wachstum der Gesamtarbeitsstunden, d. h., die Gesamtzahl der Arbeitsstunden erhöhte sich stärker, als dies aufgrund der BIP-Wachstumsrate zu erwarten wäre. Analog hierzu deutet auch die Arbeitslosenquote, die sich unterhalb ihres gemäß dem statischen Okun'schen Gesetz geschätzten Erwartungswerts bewegt, auf eine robuste Arbeitsmarktentwicklung hin. Die beobachtete Stärke des Arbeitsmarkts ist über die Länder hinweg breit angelegt,<sup>12</sup> wobei die Okun'sche Beziehung durchweg eine bessere Arbeitsmarktentwicklung als erwartet anzeigt. Grund hierfür könnten Strukturreformen sein, die im Verlauf der jüngsten konjunkturellen Erholung zu einem stärkeren Beschäftigungsaufbau beigetragen haben.<sup>13</sup>

**Abbildung B**  
Residuen von Schätzungen gemäß dem statischen Okun'schen Gesetz



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf Angaben für den Zeitraum vom ersten Quartal 1998 bis zum dritten Quartal 2018. Die Residuen stammen aus der statischen Okun'schen Beziehung zwischen der jährlichen Veränderung von Arbeitslosenquote, Gesamtzahl der Beschäftigten sowie Gesamtarbeitsstunden und der zeitgleichen jährlichen Veränderung des realen BIP.

<sup>12</sup> Im dritten Quartal 2018 bildeten folgende Länder eine Ausnahme: Italien wies negative Residuen für die Beschäftigung und die Arbeitslosenquote, aber positive Residuen für die Gesamtarbeitsstunden auf; Estland verzeichnete negative Residuen für die Beschäftigung und die Gesamtarbeitsstunden, jedoch positive für die Arbeitslosenquote; in Bezug auf Malta waren die Residuen für die Beschäftigung, die Gesamtarbeitsstunden und die Arbeitslosenquote positiv.

<sup>13</sup> Siehe beispielsweise EZB, Beschäftigungsdynamik und Strukturreformen in jüngster Zeit, Kasten 3, in: [Zur Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP seit der Krise](#), Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016; EZB, Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness, Kasten 7, in: [Structural policies in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 210, 2018.

**Die aktuelle Arbeitsmarktentwicklung wird von der Art der Schocks abhängen, die die beobachtete Wachstumsverlangsamung des realen BIP betreffen.** Ein statischer Ansatz nach Okun stellt einen langfristigen Zusammenhang zwischen dem Wachstum des realen BIP und den Arbeitsergebnissen her, ohne kurz- und langfristige dynamische Einflüsse auf die Anpassung des Arbeitsmarkts an Konjunkturschwankungen zu berücksichtigen. Unter Berücksichtigung einer dynamischen Spezifikation zur Beurteilung des zeitlichen Profils von Wachstum des realen BIP und Arbeitsergebnissen ergäbe sich, dass die Arbeitsmarktentwicklung nicht nur von den aktuellen, sondern auch von den früheren Wachstumsveränderungen beim realen BIP abhängt.<sup>14</sup> Da die Werte der impliziten Okun-Elastizitäten unter eins liegen, könnten die Schwankungen beim Wachstum des realen BIP zudem eine etwas länger anhaltende und abgeschwächte Reaktion der Größen Gesamtzahl der Beschäftigten, Arbeitslosenquote und Gesamtarbeitsstunden implizieren. Ferner könnten der gegenwärtig robuste Arbeitsmarkt sowie die weitere Entwicklung von der spezifischen Art der auf die Wirtschaft einwirkenden Schocks beeinträchtigt werden.

**Insgesamt zeigen diese Ergebnisse, dass sich der Arbeitsmarkt seit Beginn der Erholung in einer guten Verfassung befindet und auch angesichts der Wachstumsverlangsamung des realen BIP im Jahr 2018 robust geblieben ist.**

Das BIP-Wachstum ging 2018 um 0,7 Prozentpunkte zurück, der Beschäftigungszuwachs hingegen lediglich um 0,2 Prozentpunkte. Dabei sanken die statischen Okun'schen Residuen für die Arbeitslosigkeit noch weiter in den negativen Bereich, während sich jene für die Beschäftigung und die Gesamtarbeitsstunden weiter in den positiven Bereich verschoben. Allerdings zeichnet sich der Arbeitsmarkt auch dadurch aus, dass er mit Verzögerung auf Veränderungen des BIP-Wachstums reagiert. Dies wird einer von mehreren Faktoren sein, die die Arbeitsmarktentwicklung in den kommenden Quartalen beeinflussen.

---

<sup>14</sup> Siehe EZB, Eine quantitative Untersuchung der Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP im Euro-Währungsgebiet, Kasten 1, in: [Zur Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP seit der Krise](#), Wirtschaftsbericht 6/2016, September 2016.

## Neue Elemente beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex: Analysegruppen, Scannerdaten und Web-Scraping

Martin Eiglsperger

**Harmonisierte Verbraucherpreisindizes (HVPIs) für Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse, Dienstleistungen und Energie sind Messgrößen, die von der EZB zur ausführlicheren Analyse der Teuerung im Euro-Währungsgebiet verwendet werden.** Seit der Veröffentlichung der HVPIs für Januar 2019 basieren diese Analysegruppen (Spezialaggregate) auf einer präziseren Zuordnung der Güter. Infolgedessen kann nun genauer zwischen Waren und Dienstleistungen und zwischen unverarbeiteten und verarbeiteten Nahrungsmitteln unterschieden werden. Möglich wurde diese Verbesserung, weil Spezialaggregate inzwischen aus der Standardklassifikation des HVPI – der Europäischen Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (ECOICOP) – abgeleitet werden, wodurch eine tiefere Gliederungsebene erreicht wird als durch die bislang herangezogene Güterklassifikation. Eine weitere Verbesserung ergab sich vor Kurzem durch die breitere Nutzung von Supermarkt-Scannerdaten. Auch das „Web-Scraping“ – d. h. die automatische Gewinnung von Massendaten durch das Auslesen von Webseiten – findet zunehmend Anwendung. Insgesamt wird durch diese Veränderungen die tatsächliche Entwicklung der Verbraucherpreise in einer Volkswirtschaft besser widerspiegelt, vor allem da Verkaufspreise nun umfassender abgedeckt werden.

**Die EZB beobachtet und untersucht die Teuerung anhand der HVPI-Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel, verarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse, Dienstleistungen und Energie.** Diese Spezialaggregate weisen häufig bestimmte Eigenschaften auf, z. B. eine höhere Volatilität der HVPIs für unverarbeitete Nahrungsmittel und für Energie. Die Ableitung gewisser Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation erfolgt durch Ausschluss einiger der genannten Spezialaggregate.<sup>15</sup> Im Allgemeinen werden Spezialaggregate herangezogen, um die Triebkräfte der Inflation besser untersuchen und verstehen zu können.

**Die Statistikämter in der Europäischen Union haben die für den HVPI verwendete Klassifikation nach dem Verwendungszweck um eine Gliederungsebene erweitert.** Auf der tiefsten Gliederungsebene umfasst ECOICOP rund 300 Unterkategorien, beispielsweise „Mobiltelefone“ (zuvor waren auf der tiefsten Gliederungsebene alle Telefone und anderen Geräte für die Kommunikation in einer Kategorie zusammengefasst). „Reparatur von Telefonen und anderen Geräten für die Kommunikation“ wurde ebenfalls als eine separate Kategorie erfasst. Die Statistikämter bieten Untergliederungen ihrer nationalen HVPIs entsprechend ECOICOP für unterschiedliche Zeitspannen an. So haben Frankreich und Litauen Rückrechnungen für die gesamte Zeitreihe vorgenommen, während Irland und Finnland lediglich Angaben ab 2017 veröffentlicht haben.

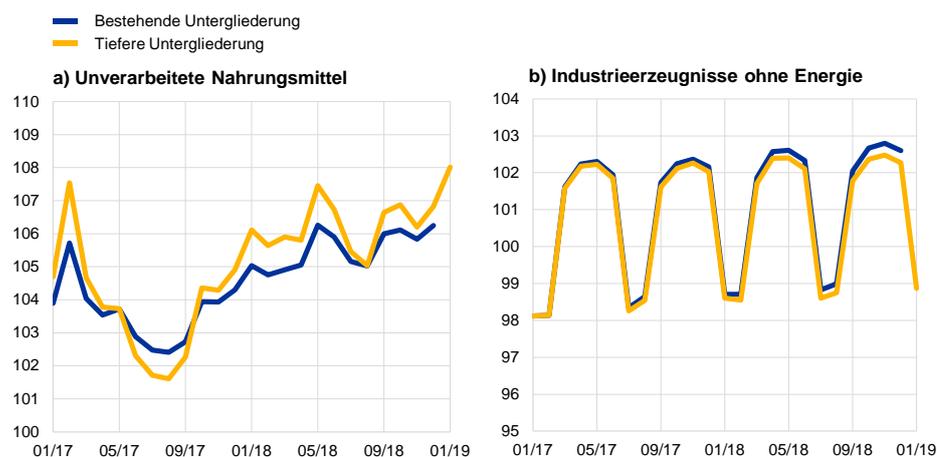
<sup>15</sup> Siehe EZB, *Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet*, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

**Mit der Veröffentlichung des HVPI für den Euroraum für Januar 2019 wurden Preisindizes für Analysegruppen auf der Grundlage einer feiner gegliederten Klassifikation der Güter nach dem Verwendungszweck eingeführt.** Eurostat, das Statistische Amt der Europäischen Union, hat Rückrechnungen für diese neuen Spezialaggregate in Bezug auf den Euroraum, die Europäische Union als Ganzes sowie alle einzelnen EU-Mitgliedstaaten bis Januar 2017 vorgenommen, und die alten HVPI-Spezialaggregate wurden ersetzt. Bis Dezember 2016 basieren die Daten für die HVPI-Spezialaggregate weiterhin auf der weniger ausführlichen Gliederung, sodass es in den einzelnen Zeitreihen zu einem statistischen Bruch kommt. Aus Abbildung A geht hervor, welchen Einfluss die feiner gegliederte Aufschlüsselung der Güter auf die HVPIs für unverarbeitete Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie ausübt. Abgesehen von der Unterteilung in unverarbeitete und verarbeitete Nahrungsmittel sind die Auswirkungen tiefer gegliederter Daten auf die Spezialaggregate relativ gering. Dennoch könnte dies die Prognose und Saisonbereinigung der HVPI-Spezialaggregate in gewissem Umfang beeinflussen.

### Abbildung A

Tiefer gegliederte Klassifikation der HVPIs für den Euroraum für unverarbeitete Nahrungsmittel und für Industrieerzeugnisse ohne Energie

(Index: 2015 = 100)



Quelle: Eurostat.

**Die Ableitung der HVPIs für Nahrungsmittel, Waren, Dienstleistungen und Energie anhand der feiner gegliederten Klassifikation der Güter nach dem Verwendungszweck stellt eine wesentliche Verbesserung dar.** Dadurch lassen sich die Triebkräfte der Inflation – wie Lohnerhöhungen für Tätigkeiten im Dienstleistungsbereich – genauer identifizieren. Auch die ökonometrische Modellierung der Teuerung nach Analysegruppen dürfte von der präziseren Zuordnung profitieren.

**Die Verwendung von durch Web-Scraping gewonnenen Daten wurde mit der Veröffentlichung der HVPIs für Januar 2019 noch ausgeweitet;**

**Supermarkt-Scannerdaten werden bereits von mehreren Statistikämtern genutzt.** Üblicherweise werden die Preise im stationären Einzelhandel durch Preisbeobachter erhoben, die sich auf die Preise der am häufigsten verkauften Produktvarianten konzentrieren und die Verkaufsstellen mindestens einmal im Monat aufsuchen; im Fall stärker schwankender Preise erfolgen diese Besuche häufiger. In zahlreichen EU-Mitgliedstaaten steht die Preiserfassung in den Läden zwar nach wie vor im Mittelpunkt der HVPI-Datenauswahl, aber zahlreiche Statistikämter haben damit begonnen, Scannerdaten oder per Web-Scraping gewonnene Angaben zu nutzen, oder intensivieren deren Anwendung.

**Die neuen Datenerhebungsmethoden liefern erheblich mehr Preisangaben, wodurch die Produktvariabilität widergespiegelt wird; zudem wird eine größere Anzahl an Verkaufstagen pro Monat in der Stichprobe abgedeckt.** Im Gegensatz zur standardmäßigen umfragebasierten Preiserfassung im stationären Einzelhandel wird bei der auf Scannerdaten basierenden Indexberechnung der Umsatz nach Produktstrichcodes (Global Trade Item Number bzw. GTIN) oder einem anderen Identifizierungscode herangezogen. Die Ableitung der Preise erfolgt durch Berechnung des Quotienten aus dem Umsatz für ein bestimmtes, durch seinen Produktcode identifiziertes Gut und der verkauften Menge. Dank der Scannerdaten werden deutlich mehr Güter über einen längeren Zeitraum berücksichtigt. Verglichen mit einer punktuellen Preiserhebung liegen die aus Scannerdaten abgeleiteten Preise näher am Monatsdurchschnitt.

**Neue Datenerfassungsmethoden erfordern neue statistische Ansätze.** Das deutlich größere Datenvolumen macht eine automatische Datenbearbeitung seitens der Statistikämter notwendig. Aus der Erstellung güterspezifischer Preisindizes anhand von Scannerdaten erwachsen verschiedene Probleme, vor allem im Zusammenhang mit der Behandlung von Preisnachlässen und des im Zuge der Preisrabatte höheren Verkaufsvolumens. Niedrige Umsätze in Zeiten nach Rabattaktionen lassen darauf schließen, dass nach Verkaufsvolumen gewichtete Preisindizes tendenziell einer Abwärtsdrift unterliegen, sobald gängige Preisindexformeln angewendet werden.<sup>16</sup> In den meisten Fällen erstellen Statistikämter, die Scannerdaten verwenden, driftfreie Indizes aktuell dadurch, dass sie keine aus gleichzeitig erhobenen Umsätzen abgeleiteten Indexgewichte aufnehmen. Statistikexperten entwickeln derzeit Methoden zur Berücksichtigung der Umsätze durch Ausgabengewichte, wobei Verzerrungen nach unten vermieden werden.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Siehe beispielsweise J. de Haan und H. van der Grient, [Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data](#), Journal of Econometrics, Bd. 161(1), S. 36-46, März 2011.

<sup>17</sup> Siehe beispielsweise A. Chessa, J. Verburg und L. Willenborg., [A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data](#), vorgestellt beim 15. Treffen der Ottawa Group vom 10.-12. Mai 2017 in Eltville am Rhein.

**Auch bei Gütern, die einem Relaunch unterzogen wurden, kann es bei der Verwendung von Scannerdaten zu Erfassungsproblemen kommen.** Solche Güter behalten zwar ihre wesentlichen Produktmerkmale, aber möglicherweise wurde ihr Produktcode geändert und ihr Verkaufspreis erhöht. Ein auf der Basis von Produktcodes erstellter Preisindex würde derartige Verteuerungen nicht erfassen. Es gilt daher, Methoden zu entwickeln, die relaunchede Produkte auch dann als solche identifizieren, wenn der Produktcode geändert wurde.

**Scannerdaten und durch Web-Scraping gewonnene Angaben beeinflussen den HVPI hauptsächlich durch drei Faktoren: eine größere Palette an Produktvarianten, eine höhere Erfassungsfrequenz und eine breitere Abdeckung des Berichtsmonats.** Scannerdaten beziehen sich in der Regel auf einen Zeitraum von zwei bis drei Wochen innerhalb eines Monats. HVPI-Vorausschätzungen decken möglicherweise einen kürzeren Zeitraum ab. Daher könnte die Nutzung von Scannerdaten gelegentlich zu höheren und/oder häufigeren Revisionen der Vorausschätzungen führen. Insgesamt hat die größere Datenmenge zur Folge, dass monatliche Preisindizes stärker durch die Preisgestaltung der Supermärkte und Online-Einzelhändler beeinflusst werden. So werden beispielsweise die Wochenendtage sowie die vor dem Oster- und dem Weihnachtsfest liegenden Einkaufstage durch die neuen Methoden besser erfasst.

**Scannerdaten zeigen drastische, rabattbedingte Preisänderungen besser an.** Die in der Weihnachtszeit erhobenen Verkaufspreise können sich vor allem im Rahmen der erstmaligen Berücksichtigung von Scannerdaten auswirken, da die HVPI-Formel eine Verkettung über den Dezember hinweg erfordert. Im Allgemeinen werden die Verkaufspreise durch die Nutzung von Scannerdaten umfassender abgebildet, sowohl im Zeitverlauf als auch produktübergreifend, was impliziert, dass auf der Basis von Scannerdaten erstellte Preisindizes möglicherweise deutlich volatiler sind.

## 5 Neue Berechnungsmethode beim deutschen Preisindex für Pauschalreisen und deren Auswirkungen auf die HVPI-Inflationsraten

Martin Eiglsperger

**Die Harmonisierten Verbraucherpreisindizes (HVPIs) werden regelmäßig aktualisiert, um Änderungen am Wägungsschema der Einzelkomponenten des Konsums und der betroffenen Positionen Rechnung zu tragen; bisweilen erfolgt diese Aktualisierung auch aufgrund methodischer Verbesserungen.** Im Rahmen einer solchen Verbesserung wurde das Verfahren geändert, mit dem der im HVPI für Deutschland enthaltene Preisindex für Pauschalreisen berechnet wird. Zum Tragen kam diese Anpassung erstmals mit der Veröffentlichung der HVPI-Daten für Januar 2019. Dies führte zu Revisionen der entsprechenden Jahresänderungsraten sowohl für Deutschland als auch für das Euro-Währungsgebiet insgesamt.

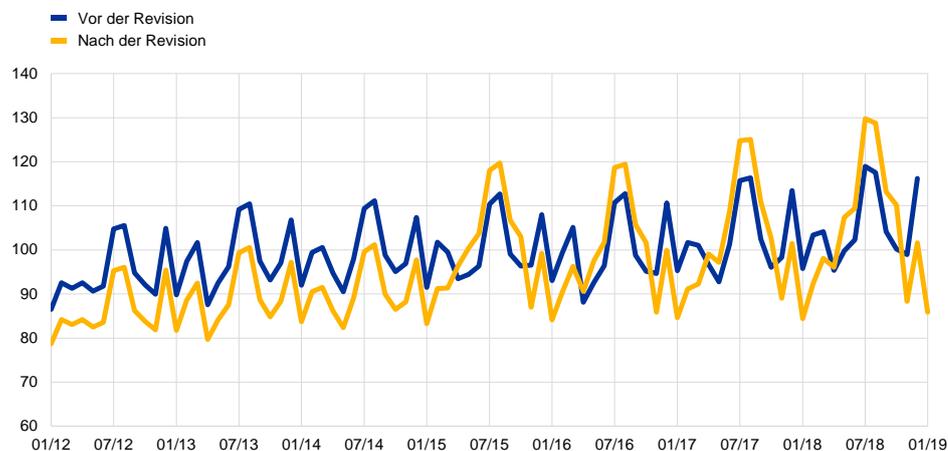
**Der deutsche Preisindex für Pauschalreisen weist nun ein aussagekräftigeres Saisonmuster auf.** Während bislang saisonale Ausgabengewichte – d. h. unterschiedliche Gewichtungen im Preisindex für Pauschalreisen zu unterschiedlichen Zeiten im Jahr – zur Anwendung kamen, werden nach dem neuen Ansatz nun über das gesamte Jahr hinweg feste jährliche Gewichte zugrunde gelegt. Dies hat zur Folge, dass der Preisindex für Pauschalreisen nicht mehr durch die Änderung der Gewichtung in den Saisonrandzeiten beeinflusst wird. Die Verwendung fester Gewichte bedeutet jedoch, dass außerhalb von Saisonphasen, wenn Preise für Saisonreisen nicht beobachtbar sind, die fehlende Preisentwicklung geschätzt werden muss. So müssen die geschätzten Preisänderungen für Winterurlaube den Sommermonaten und die geschätzte Entwicklung der Preise für Sommerurlaube den Wintermonaten zugerechnet werden. Die Schätzung erfolgt durch eine Fortschreibung der Preise, bei der Veränderungen der Urlaubspreise außerhalb der Saisonphasen auf Grundlage der Preisdynamik bei sonstigen Reisen, die in der jeweiligen Saison tatsächlich erfolgt sind, geschätzt werden. Nach dem bisherigen Verfahren wurden Winter- und Sommerurlaube getrennt behandelt, während die neue breit gefasste Stichprobe zusätzlich Reisen einbezieht, die ganzjährig möglich sind. Dadurch wird ein Zusammenhang zwischen den Preisentwicklungen von Saisonreisen hergestellt.

**Die methodischen Änderungen haben dazu geführt, dass sowohl der für Deutschland als auch der für den Euroraum ermittelte Preisindex für Pauschalreisen ein stärker ausgeprägtes saisonales Profil aufweist.** Aus Abbildung A geht hervor, dass der Index für das Eurogebiet nun größere saisonale Schwankungen zeigt als zuvor – mit höheren Werten in den Sommer- und niedrigeren Werten in den Wintermonaten. Der Index weist zwar nun stärkere Schwankungen zwischen saisonalen Hoch- und Tiefständen auf, jedoch ist sein Verlauf weniger erratisch.

## Abbildung A

### Für den Euroraum ermittelter Preisindex für Pauschalreisen vor und nach der Revision

(Index: 2015 = 100)



Quelle: Eurostat.

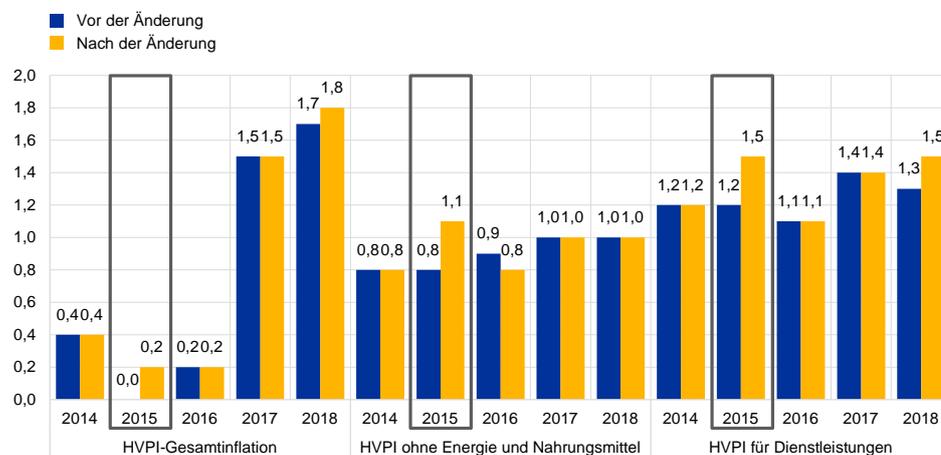
**Mit Blick auf das erste Jahr, für das die methodischen Änderungen umgesetzt wurden, hatten die revidierten Daten erhebliche Auswirkungen auf die Jahresänderungsraten mehrerer Aggregate des HVPI für den Euroraum; im weiteren Verlauf schwächte sich dieser Einfluss ab** (siehe Abbildung B). Den Indexwerten ab 2015 liegen Daten zugrunde, die gemäß der neuen Methode ermittelt wurden, während der Index bis einschließlich 2014 auf dem bisherigen Berechnungsverfahren für Pauschalreisen basiert. Die Änderungsdaten für das Jahr 2015 wurden unter Verwendung von Indexwerten ermittelt, denen unterschiedliche Berechnungsmethoden zugrunde liegen, sodass sie ein verzerrtes Bild vermitteln.<sup>18</sup> Ab dem Jahr 2016 beruhen die Jahresänderungsraten vollständig auf der neuen Methode und sind daher nicht verzerrt. Die Auswirkungen auf die Jahreswachstumsraten für den Zeitraum von 2016 bis 2018 sind relativ gering.

<sup>18</sup> Siehe Eurostat, [Improved calculation of HICP special aggregates and German package holidays methodological change](#), Februar 2019, S. 2.

## Abbildung B

### Auswirkungen der methodischen Änderungen bei der Berechnung des deutschen Preisindex für Pauschalreisen auf die Aggregate des HVPI für den Euroraum

(jährliche Inflationsraten)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Jahreswachstumsraten des HVPI für Dienstleistungen für die Jahre 2017 und 2018 (nach der Revision) werden auch durch die Einführung einer feiner gegliederten Güterklassifikation beeinflusst; siehe Kasten 4.

### Bei der Beurteilung der zurückliegenden Inflationsentwicklung sind die Verzerrungen der Jahresänderungsraten – insbesondere für das Jahr 2015 – außer Acht zu lassen.

Dies gilt beispielsweise vor allem dann, wenn die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für das Euro-Währungsgebiet als Maß für die zugrunde liegende Inflation herangezogen wird (siehe Abbildung C). Die Revision der Zeitreihen verzerrt das Bild einer über mehrere Jahre hinweg niedrigen zugrunde liegenden Inflation. Zu Analysezwecken können die Zeitreihen der Jahresänderungsraten auf verschiedene Weise korrigiert werden.<sup>19</sup> Eine einfache Methode zur Ermittlung jährlicher Inflationsraten, die keine auf Basis unterschiedlicher Methoden berechneten Daten enthalten, besteht darin, die Jahresänderungsraten bis Dezember 2015 zu verwenden, die auf dem vor der methodischen Änderung berechneten Index basieren, sowie Jahreswachstumsraten heranzuziehen, die von dem nach der neuen Methode ab Januar 2016 berechneten Index abgeleitet sind.<sup>20</sup>

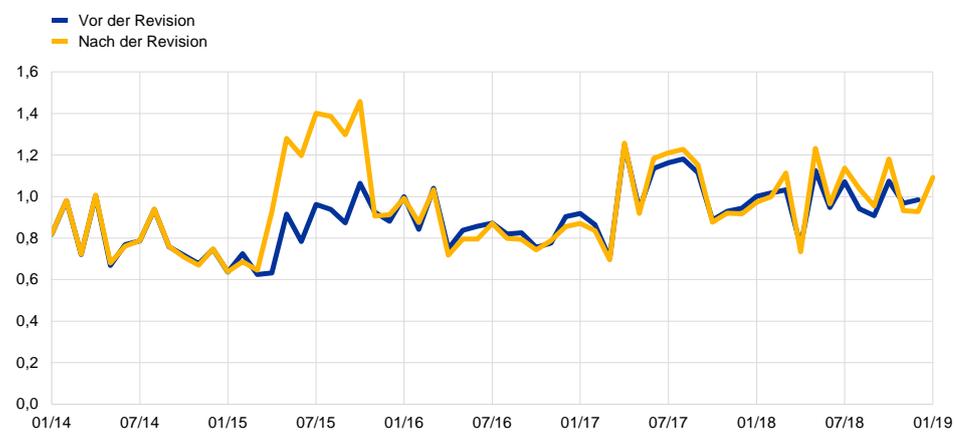
<sup>19</sup> Durch die Verwendung von Zeitreihen-Analysetechniken wie der Saisonbereinigung lassen sich die Auswirkungen der Verzerrungen minimieren.

<sup>20</sup> Dieses Verfahren kann jedoch nicht angewandt werden, um eine HVPI-Zeitreihe abzuleiten. Der HVPI ist ein auf der Laspeyres-Formel basierender Preisindex (siehe Eurostat, [Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\), Methodological Manual](#), November 2018, S. 170). Dies bedeutet, dass jährliche Ausgabengewichte und nicht deren Wachstumsraten auf die Komponentenindizes angewandt werden.

### Abbildung C

Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet gemessen am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel vor und nach der Revision

(Jahresänderungsrate)



Quelle: Eurostat.

## Zins-Wachstums-Differenzial und Entwicklung der Staatsverschuldung

Cristina Checherita-Westphal

**Die Differenz zwischen der Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld und dem nominalen Wirtschaftswachstum (Zins-Wachstums-Differenzial ( $i - g$ )) ist eine zentrale Variable für die Entwicklung der Staatsverschuldung und die Analyse der Schuldentragfähigkeit.** Die Veränderung der Staatsverschuldung im

Vorjahrsvergleich ergibt sich aus den für den Schuldenstand zu zahlenden Zinsen, dem Primärdefizit (Staatsausgaben ohne Zinsaufwendungen abzüglich Staatseinnahmen) und sonstigen Faktoren (Deficit-Debt-Adjustments). Was die Veränderung des Schuldenstands in Relation zum BIP angeht, so wird diese in erster Linie vom Primärsaldo und der Differenz zwischen Zinssatz und BIP-Wachstumsrate bestimmt. Bei einem durchweg positiven Zins-Wachstums-Differenzial ( $i > g$ ) ist für die Stabilisierung bzw. Verringerung der Schuldenquote ein Primärüberschuss nötig. Je höher der anfängliche Schuldenstand ist, desto höher muss der Primärüberschuss sein. Umgekehrt bedeutet ein bezogen auf die Staatsverschuldung durchweg negatives Zins-Wachstums-Differenzial ( $i < g$ ), dass die Schuldenquote selbst bei einem bestehenden Primärdefizit (das niedriger ist als der schuldenstandswirksame Effekt des Zins-Wachstums-Differenzials) verringert werden könnte.<sup>21</sup>

**In der jüngeren Zeit hat sich das Zins-Wachstums-Differenzial in den meisten Industrieländern, darunter auch Staaten des Euro-Währungsgebiets, ins Negative gekehrt.** So war es im Jahr 2017 gemäß der Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission in allen Euro-Staaten außer Italien negativ. Bis zum Jahr 2020 dürfte sich das Differenzial in zwölf Euro-Ländern erhöhen, aber – von Italien abgesehen – in allen Staaten im negativen Bereich bleiben.

**Die Diskussion über die Rolle der Finanzpolitik im Umfeld eines anhaltend negativen Zins-Wachstums-Differenzials wurde auf der Jahrestagung 2019 der American Economic Association von Olivier Blanchard neu angestoßen.**<sup>22</sup> Am Beispiel der USA legt Blanchard dar, dass die Kosten der Staatsverschuldung unter Umständen geringer sind, als dies in der politischen Diskussion gemeinhin angenommen wird. Grund hierfür ist, dass der (US-amerikanische) sichere Zins (eine Näherungsgröße der marginalen Staatsanleiherenditen) unter der Wachstumsrate des nominalen BIP liegt, was im historischen Vergleich eher die Regel denn die

<sup>21</sup>  $\Delta b_t = \left(\frac{i_t - g_t}{1 + g_t}\right) b_{t-1} - pb_t + dda_t$  (Gl. 1)

Gleichung 1 (die Standardgleichung der Schuldenakkumulation) erlaubt auf einfache Weise die Zerlegung der Veränderung der gesamtstaatlichen Schuldenquote ( $\Delta b_t$ ) in ihre wichtigsten Bestimmungsfaktoren, d. h.: a) den „Schneeballeffekt“, also die Auswirkung der Differenz zwischen dem auf die Staatsverschuldung zu zahlenden nominalen Durchschnittszinssatz ( $i_t$ ) und der Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g_t$ ) multipliziert mit der Schuldenquote des Vorzeitraums ( $b_{t-1}$ ), b) den Primärsaldo (hier als Überschuss definiert) ( $pb_t$ ) und c) die am BIP gemessenen Deficit-Debt-Adjustments ( $dda_t$ ), d. h. die Unterschiede zwischen dem Defizit und der Veränderung des Schuldenstands, die mitunter auch als Stock-Flow-Adjustments (Bestandsanpassungen) bezeichnet werden. Hierunter werden Faktoren wie der Erwerb bzw. die Veräußerung von Finanzvermögen erfasst, die sich auf die Staatsverschuldung, nicht aber auf den Finanzierungssaldo auswirken.

<sup>22</sup> Olivier Blanchard, Public Debt and Low Interest Rates, Präsidialanrede 2019, American Economic Association, Atlanta, 5. Januar 2019. Bei Blanchards Vortrag handelte es sich im Grunde um eine Präsentation seiner aktuellen wissenschaftlichen Arbeit mit dem Titel [Public Debt and Low Interest Rates](#).

Ausnahme darstellt. Bei einem negativen Zins-Wachstums-Differenzial erwachsen aus der Staatsverschuldung nicht zwangsläufig Haushaltsbelastungen. Es kann zwar zu Wohlfahrtsverlusten kommen, die aber niedriger ausfallen können, als üblicherweise angenommen wird. Dieser These folgend wären die USA in der Lage, einen hohen bzw. höheren Schuldenstand aufrechtzuerhalten oder bei Auslaufen der Schuldtitel zu refinanzieren, ohne hierdurch in nennenswerter Höhe den Staatshaushalt zu belasten. Blanchard betonte in seinem Vortrag jedoch, dass er nicht per se für höhere Staatsschulden plädiere, sondern vielmehr der Diskussion über Schuldenpolitik und angemessene Schuldenregeln mehr Tiefgang verleihen wolle als sie derzeit aufweise.

**Aus theoretischen Modellen lassen sich keine eindeutigen Erkenntnisse zu Vorzeichen und Umfang des Zins-Wachstums-Differenzials bezogen auf die Staatsverschuldung gewinnen.** Im Allgemeinen beruhen derartige Modelle auf der Annahme, dass die intertemporale Budgetrestriktion gilt, der aktuelle Wert künftiger Primärüberschüsse also dem derzeitigen Schuldenstand entsprechen muss (was das exzessive Ansteigen der Schuldenquote ausschließt). Der gängigen Wachstumstheorie zufolge ist das Zins-Wachstums-Differenzial in Volkswirtschaften, die sich im dauerhaften Gleichgewichtszustand (mit einem ausgewogenen Wachstumspfad) befinden, auch bei herrschendem sicherem Zinssatz positiv. Dagegen zeigen Modelle mit sich überlappenden Generationen und einer nicht diversifizierbaren Ungewissheit oder Modelle mit rationalen Blasen, dass auch in einer dynamisch effizienten Volkswirtschaft ein negatives Zins-Wachstums-Differenzial bezogen auf die Staatsverschuldung bestehen könnte.<sup>23</sup> Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass solche Modelle den „risikofreien Zinssatz“ analysieren. Würden hingegen das staatliche Kreditrisiko oder die Möglichkeit einer Staatsinsolvenz mit einbezogen, ergäben sich aus der Staatsverschuldung höhere Haushaltsbelastungen.<sup>24</sup>

**Empirisch gesehen ist das oben definierte und auf die Entwicklung der Staatsverschuldung bezogene Zins-Wachstums-Differenzial in Industrieländern über längere Zeiträume hinweg positiv gewesen** und hat sich um einen Wert von einem Prozentpunkt herum bewegt.<sup>25</sup> Auch für die größten Euro-Länder lassen sich in aller Regel positive Werte beobachten (siehe Abbildung A). Negative Werte für das Zins-Wachstums-Differenzial in Industrieländern werden dagegen in Überhitzungsphasen wie auch generell bei Schwellenländern festgestellt. Die empirische Literatur<sup>26</sup> zeigt, dass die wichtigsten Bestimmungsfaktoren des „Rätsels“

<sup>23</sup> Siehe O. Blanchard und S. Fischer, Lectures on Macroeconomics, The MIT Press, Cambridge, 1989, sowie Blanchard (2019), a. a. O.

<sup>24</sup> Eine zusammenfassende Betrachtung der einschlägigen Literatur findet sich bei P. D'Erasmus, E. Mendoza und J. Zhang, What is a Sustainable Public Debt, Handbook of Macroeconomics, Bd. 2B, 2016, S. 2557-2588.

<sup>25</sup> Siehe J. Escolano, A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates, Technical Notes and Manuals des IWF, 2010. In einer grundlegenden Studie der OECD zur Tragfähigkeit der Staatsverschuldung kommen Blanchard et al. (1990) zu dem Schluss, dass die Leichtigkeit, mit der die Konstellation eines negativen Zins-Wachstums-Differenzials aus theoretischen oder empirischen Gründen zurückgewiesen werde, ein Kuriosum der Theorie darstelle. Gleichwohl bestehe Einvernehmen darüber, dass ein Zinssatz oberhalb der Wachstumsrate zwar nicht immer, aber zumindest mittel- bis langfristig gegeben sein könne. Siehe O. Blanchard, J.-C. Chouraqui, R. Hagemann und N. Sartor, The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question, Economic Studies, Nr. 15, OECD, 1990, S. 15.

<sup>26</sup> Siehe bspw.: J. Escolano, A. Shabunina und J. Woo, The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?, Fiscal Studies, Bd. 38(2), 2017, S. 179-217.

um anhaltend negative Zins-Wachstums-Differenziale in Schwellenländern finanzielle Repressionen – auch in Hyperinflationsphasen – und bis zu einem gewissen Grad auch der Aufholeffekt bei den Einkommen sind. Der Primärsaldo ist für die Entwicklung der Staatsverschuldung ebenfalls von Bedeutung. Selbst bei einem negativen Zins-Wachstums-Differenzial stehen Primärdefizite ab einer bestimmten Höhe der Stabilisierung der Schuldenquote im Wege. So gesehen haben Primärüberschüsse in den meisten Ländern des Euroraums zu einer Reduzierung der Schuldenquote beigetragen.<sup>27</sup>

**Im Übrigen weist nicht nur der Zinssatz seit den 1980er-Jahren einen eindeutig rückläufigen Trend auf – bis zu einem gewissen Grad trifft dies auch auf die Wachstumsrate des BIP zu.** Insbesondere seit den 1980er-Jahren sind die realen Zinssätze in den Industriestaaten zurückgegangen und fielen im Gefolge der weltweiten Finanzkrise auf ausgesprochen niedrige Stände. Diese Entwicklung wird häufig mit einem Rückgang des geschätzten natürlichen oder neutralen Zinssatzes in Verbindung gebracht, der wiederum in vielen Studien auf ein Nachlassen des Potenzialwachstums zurückgeführt wird.<sup>28</sup> Offen bliebe damit noch die Frage der trendmäßigen Entwicklung der Differenz zwischen diesen beiden Variablen und insbesondere des auf die staatliche Kreditaufnahme bezogenen Zins-Wachstums-Differenzials.

---

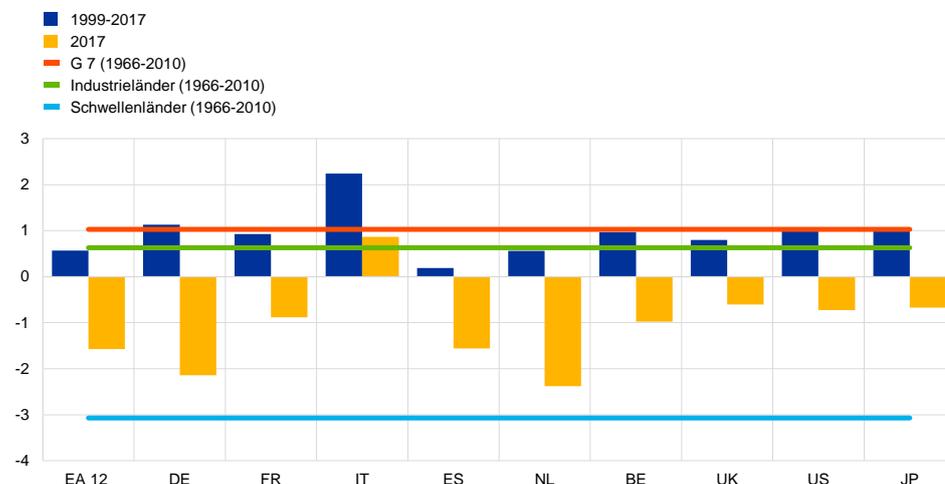
<sup>27</sup> Der Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission zufolge ist der Primärsaldo 2018 auf Euroraumebene positiv ausgefallen (1,2 % des BIP), während die USA und Japan Primärdefizite von 2,1 % des BIP bzw. 1,5 % des BIP aufwiesen. Mit Ausnahme Frankreichs, Spaniens und Lettlands dürften alle Euro-Länder für 2018 einen Primärüberschuss verzeichnen.

<sup>28</sup> Siehe C. Brand, M. Bielecki und A. Penalver, [The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 217, 2018.

## Abbildung A

### Zins-Wachstums-Differenzial bezogen auf die Staatsverschuldung

(in Prozentpunkten)



Quellen: Angaben zu 1999-2017 (Balken): Europäische Kommission, Herbstprognose 2018 (AMECO); Angaben zu 1966-2010 (Linien): Escolano et al. (2017).

Anmerkung: Dargestellt ist die Differenz von nominaler Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld ( $i$ ) und Wachstumsrate des nominalen BIP ( $g$ ). In der jährlichen Betrachtung wird  $i$  als gesamte Zinsausgaben zum Zeitpunkt  $t$  in Relation zum Schuldenstand zum Zeitpunkt  $t-1$  definiert und anschließend als Durchschnittswert für die ausgewiesenen Zeiträume berechnet. Im Allgemeinen beziehen sich die AMECO-Zeitreihen auf die gesamtstaatliche Verschuldung (USA: Verschuldung auf Bundesebene) in der Abgrenzung des ESVG 2010. Die horizontalen Linien zeigen das durchschnittliche Zins-Wachstums-Differenzial im Zeitraum 1966-2010 an (nicht zu allen Ländern der Stichprobe sind Daten für den gesamten Zeitraum verfügbar; siehe Escolano et al., 2017). Bei den ausgewiesenen Ländern handelt es sich um die sechs größten Volkswirtschaften des Euroraums. Die Kategorie EA 12 umfasst Belgien, Deutschland, Irland (ohne extreme Ausreißer in den Jahren 2015 und 2016), Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Für diese Ländergruppe werden über die gesamte Stichprobe hinweg einfache Durchschnittswerte des Zins-Wachstums-Differenzials ausgewiesen. Die anderen Ländergruppen werden in Escolano et al. (2017) beschrieben und entsprechen weitgehend den Definitionen des IWF für Industrie- und Schwellenländer.

**In der empirischen Literatur<sup>29</sup> werden mehrere Bestimmungsfaktoren der Entwicklung des Zins-Wachstums-Differenzials festgestellt.** So gilt die Alterung der Bevölkerung als ein für den Rückgang des natürlichen Zinssatzes, aber auch des Potenzialwachstums, relevanter Faktor.<sup>30</sup> Darüber hinaus werden in der Literatur die – aus den Leistungsbilanzüberschüssen von Schwellenländern als Näherungsgröße abgeleitete – „globale Sparschwemme“ sowie der Einmaleffekt der Errichtung der Europäischen Währungsunion<sup>31</sup> als wichtige Beiträge zur Verringerung des Zins-Wachstums-Differenzials in den Industrieländern identifiziert. Auch von Konjunkturlage und Wirtschaftspolitik scheinen diesbezüglich bedeutende Ausstrahlungseffekte auszugehen. Insbesondere in hoch verschuldeten Staaten steigt das Differenzial in Rezessionsphasen unter Umständen rasch an. Im Allgemeinen wird festgestellt, dass ein höheres Zins-Wachstums-Differenzial mit einer schlechteren Lage der öffentlichen Finanzen (höhere Schuldenstände und Haushaltsdefizite) einhergeht. In Tabelle A werden historische Durchschnittswerte des Zins-Wachstums-Differenzials in zwölf Ländern des Eurogebiets vor dem Hintergrund hoher öffentlicher Schuldenquoten und der Position im Konjunkturzyklus

<sup>29</sup> Siehe bspw. Escolano et al., a. a. O., sowie D. Turner und F. Spinelli, Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics, Economics Department Working Papers der OECD, Nr. 919, 2011.

<sup>30</sup> Siehe EZB, [Bevölkerungsalterung und Reformen der Alterssicherung – Relevanz für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung](#), Wirtschaftsbericht 2/2018, März 2018.

<sup>31</sup> Nachdem die Verringerung der Renditeabstände zu Beginn der dritten Stufe der WWU das Zins-Wachstums-Differenzial in einigen Euro-Ländern sinken ließ, bewirkte die Finanz- und Staatsschuldenkrise für einige Zeit eine sehr deutliche Umkehr dieses Trends.

ausgewiesen. Im Durchschnitt ergibt sich bei einer hohen Schuldenquote ein höheres Differenzial (1999-2017: 1,7 Prozentpunkte bei einer Schuldenquote von  $\geq 90\%$  gegenüber 0,0 Prozentpunkten bei einer Schuldenquote von  $< 90\%$ ; im längeren Zeitraum ab 1985 ergeben sich ähnliche Resultate). Teilweise lässt sich dies durch die Position im Konjunkturzyklus erklären: In Zeiten einer schlechten wirtschaftlichen Entwicklung ist das Zins-Wachstums-Differenzial weitaus größer als in Zeiten einer normalen oder guten wirtschaftlichen Entwicklung (3,0 Prozentpunkte, verglichen mit -0,5 Prozentpunkten im Zeitraum 1999-2017). So fällt auch das Zins-Wachstums-Differenzial in Ländern mit einer höheren Staatsverschuldung in wirtschaftlich ungünstigen Zeiten höher aus (3,8 Prozentpunkte gegenüber 2,5 Prozentpunkten).<sup>32</sup>

### Tabelle A

Historische Durchschnittswerte des Zins-Wachstums-Differenzials unter Berücksichtigung der Effekte der Staatsverschuldung und des Konjunkturzyklus

(in Prozentpunkten; EA 12)

	Insgesamt	Niedrigere Staatsverschuldung (< 90 % des BIP)	Hohe Staatsverschuldung ( $\geq 90\%$ des BIP)
1985-2017	0,9	0,4	1,9
1999-2017	0,6	0,0	1,7
	Insgesamt	Zeiten normaler/guter wirtschaftlicher Entwicklung (Produktionslücke $\geq -1,5$ )	Zeiten schlechter wirtschaftlicher Entwicklung (Produktionslücke $< -1,5$ )
1985-2017	0,9	0,1	2,9
1999-2017	0,6	-0,5	3,0
	Insgesamt	Zeiten schlechter wirtschaftlicher Entwicklung und niedrigerer Staatsverschuldung (Produktionslücke $< -1,5$ ; Staatsverschuldung $< 90\%$ des BIP)	Zeiten schlechter wirtschaftlicher Entwicklung und hoher Staatsverschuldung (Produktionslücke $< -1,5$ ; Staatsverschuldung $\geq 90\%$ des BIP)
1985-2017	2,9	2,4	3,7
1999-2017	3,0	2,5	3,8

Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission (Zeitraum 1985-2017: ggf. anhand sonstiger Quellen extrapoliert). Anmerkung: Beim ausgewiesenen Zins-Wachstums-Differenzial handelt es sich jeweils um das einfache Mittel der 12 Euro-Länder (EA 12; siehe Abbildung A) in den entsprechenden Zeiträumen. Eine hohe Staatsverschuldung ist als gesamtstaatliche Schuldenquote von mindestens 90 % definiert. Eine Produktionslücke von -1,5 % stellt in der Flexibilitätsmatrix der Europäischen Kommission (2015) den Schwellenwert für die Abgrenzung der Zeiten einer schlechten von den Zeiten einer normalen wirtschaftlichen Entwicklung dar. Ähnliche Resultate ergeben sich für eine Stichprobe von 24 Industrieländern (die 19 Euro-Staaten, Dänemark, Schweden, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten, Japan).

<sup>32</sup> Eine empirische Studie zur Stichprobe der zwölf Euro-Länder ergibt, dass die öffentlichen Schuldenstände und Haushaltsdefizite (aktuell, um ein Jahr verzögert sowie als Fünfjahresmittel) nach Berücksichtigung der Produktionslücke, des Wachstums der totalen Faktorproduktivität, des Altenquotienten und Bevölkerungswachstums, des kurzfristigen Zinssatzes, des Zins-Wachstums-Differenzials in den USA sowie der fixen Länder- und Jahreseffekte signifikante Bestimmungsfaktoren des Zins-Wachstums-Differenzials sind.

**Im Euro-Währungsgebiet sollte das derzeitige, auf die Staatsverschuldung bezogene niedrige Zins-Wachstums-Differenzial insbesondere von Ländern mit eingeschränkten Haushaltsspielräumen nicht als Anreiz zur Erhöhung des öffentlichen Schuldenstands aufgefasst werden.** Eine hohe Staatsverschuldung birgt erhebliche wirtschaftliche Herausforderungen.<sup>33</sup> Wirksam eingesetzte öffentliche Ausgaben und Investitionen können das mittelfristige Potenzialwachstum eines Landes steigern und die negativen Effekte eines Wirtschaftsabschwungs abmildern.<sup>34</sup> Allerdings stehen diese Kanäle – insbesondere die Durchführung einer antizyklischen Finanzpolitik in wirtschaftlich ungünstigen Zeiten – vielen Ländern aufgrund ihrer derzeit hohen Staatsverschuldung nur eingeschränkt zur Verfügung. Aufgrund der länderspezifischen und globalen wirtschaftlichen wie auch politischen Risiken sind Maßnahmen erforderlich, die die Anfälligkeiten der Staaten begrenzen.

---

<sup>33</sup> Zu den Risiken im Zusammenhang mit hohen öffentlichen Schuldenständen siehe EZB, [Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

<sup>34</sup> Siehe hierzu EZB, [Die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 5/2017, August 2017.

## Makroökonomische Ungleichgewichte und Reformfortschritte – die Bewertung der Europäischen Kommission 2019

Nick Ligthart

**Am 27. Februar 2019 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre jährliche Bewertung der makroökonomischen Ungleichgewichte und der Fortschritte bei Strukturreformen auf Basis der im Juli 2018 verabschiedeten länderspezifischen Empfehlungen.** Diese Bewertung ist ein Kernelement des

Europäischen Semesters, das den Rahmen für die Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik der EU-Staaten bildet. Dabei liefert das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten das Grundgerüst für die Bewertung solcher Ungleichgewichte. Es dient dazu, das Auftreten schädlicher Ungleichgewichte zu verhindern und bei übermäßigen Ungleichgewichten korrigierend einzugreifen.<sup>35</sup>

### Makroökonomische Ungleichgewichte

**Die Zahl der Länder, die laut Kommission ein Ungleichgewicht aufweisen, hat sich von 11 im Jahr 2018 auf nunmehr 13 erhöht** (siehe Tabelle A). In der aktuellen Bewertung wurden bei drei Ländern – und zwar Italien, Zypern und Griechenland – übermäßige Ungleichgewichte festgestellt. Während Italien und Zypern bereits im vergangenen Jahr in diese Kategorie fielen, wurde Griechenland nach Beendigung des Finanzhilfeprogramms im Sommer 2018 erstmals einer eingehenden Überprüfung unterzogen. Die größten Herausforderungen für Griechenland ergeben sich aus dem hohen öffentlichen Schuldenstand, dem negativen Nettoauslandsvermögensstatus, einem sehr hohen Anteil notleidender Kredite, der nach wie vor hohen Arbeitslosenquote und dem geringen Wachstumspotenzial. In Zypern bestehen noch immer erhebliche Schwachstellen, die auf das hohe Niveau der notleidenden Kredite und der Auslands-, der privaten und der öffentlichen Schulden zurückzuführen sind. In Italien werden die Fortschritte früherer Jahre nach Einschätzung der Kommission nun von Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, einer weitgehend stagnierenden Reformagenda und Rückschritten überschattet. Darüber hinaus hat die Kommission in der diesjährigen Beurteilung die Einstufung von zwei Ländern geändert: Für Kroatien wurde ein Ungleichgewicht festgestellt, nachdem 2018 noch ein übermäßiges Ungleichgewicht konstatiert worden war. Hierzu hat unter anderem eine Verringerung der öffentlichen, privaten und ausländischen Schulden beigetragen. Die Einstufung Rumäniens wurde von „keine Ungleichgewichte“ auf „Ungleichgewichte“ geändert. Die Schwachstellen hängen unter anderem mit einem

<sup>35</sup> Zur Identifizierung von Ungleichgewichten stellt die Kommission zunächst anhand eines standardisierten Scoreboard fest, welche Länder einer eingehenden Überprüfung unterzogen werden sollen. Die eingehende Überprüfung kann zu drei Ergebnissen führen: „keine Ungleichgewichte“, „Ungleichgewichte“ oder „übermäßige Ungleichgewichte“. Stellt die Kommission Ungleichgewichte fest, erhält der betreffende Mitgliedstaat entsprechende Politikempfehlungen. Werden die makroökonomischen Ungleichgewichte als so schwerwiegend eingestuft, dass sie als übermäßig gelten, kann die Kommission dem Rat empfehlen, ein Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht einzuleiten.

Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit und zunehmenden Leistungsbilanzungleichgewichten zusammen.

### **Tabelle A**

Verfahren bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht 2019 – Schlussfolgerungen der Europäischen Kommission

Keine Ungleichgewichte			Ungleichgewichte		Übermäßige Ungleichgewichte	Übermäßige Ungleichgewichte und Anwendung der korrektiven Komponente
BE	LT	PL	BG	HR	GR	
CZ	LU	SI	DE	NL	IT	
DK	HU	SK	IE	PT	CY	
EE	MT	FI	ES	RO		
LV	AT	UK	FR	SE		

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Länder in blauer Schrift (Kroatien, Rumänien und Griechenland) sind diejenigen, deren Einstufung sich 2019 geändert hat. Für alle Länder mit der Einstufung „keine Ungleichgewichte“ hatte die Kommission bereits im ersten Verfahrensschritt (dem Warnmechanismus-Bericht) keine Ungleichgewichte festgestellt. Demensprechend wurde für diese Länder keine eingehende Überprüfung durchgeführt.

**Trotz des Fortbestehens übermäßiger Ungleichgewichte in einigen Ländern wurde seit der Einführung des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht als korrektive Komponente im Jahr 2012 noch niemals ein solches Verfahren eingeleitet.** Im Rahmen dieser korrektiven Komponente des

Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten kann der Rat einen Mitgliedstaat mit übermäßigen Ungleichgewichten auffordern, einen Korrekturmaßnahmenplan vorzulegen, und im weiteren Verlauf gegebenenfalls Geldbußen verhängen. Die wiederholte Nichtanwendung der korrektiven Verfahrenskomponente droht die Glaubwürdigkeit und Wirksamkeit des Gesamtverfahrens zu untergraben. Aus Abbildung A geht hervor, dass inzwischen bereits jeder vierte EU-Mitgliedstaat mehrere Jahre hintereinander übermäßige Ungleichgewichte aufgewiesen hat. Einigen Ländern ist es zwar gelungen, das Ausmaß der Ungleichgewichte nach und nach zu verringern, doch angesichts des mehrjährigen Fortbestands übermäßiger Ungleichgewichte in einigen Mitgliedstaaten dürfte sich eine Korrektur der Ungleichgewichte besser mit dem Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten verwirklichen lassen. Durch die Anwendung des gesamten zur Verfügung stehenden Instrumentariums – einschließlich der korrektiven Komponente des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten in Ländern mit einem übermäßigen Ungleichgewicht – ließen sich die Wirksamkeit und Glaubwürdigkeit des Verfahrens steigern. Dies wurde auch ausdrücklich von den fünf Präsidenten in ihrem Bericht 2015<sup>36</sup> sowie kürzlich vom Europäischen Rechnungshof<sup>37</sup> gefordert.

<sup>36</sup> Siehe J.-C. Juncker et al., Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Juni 2015.

<sup>37</sup> Siehe Europäischer Rechnungshof, Prüfung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (MIP), Sonderbericht Nr. 03/2018, 2018.

## Abbildung A

### EU-Mitgliedstaaten mit übermäßigem Ungleichgewicht



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Dargestellt werden die Länder, bei denen die Europäische Kommission in den angegebenen Jahren übermäßige Ungleichgewichte festgestellt hat. Ein Land, das ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm durchläuft, wird nach dessen Beendigung automatisch in das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten aufgenommen. Im Jahr 2012 wurde für kein Land ein übermäßiges Ungleichgewicht festgestellt.

**Anhaltende makroökonomische Ungleichgewichte – ob übermäßig oder nicht – machen Mitgliedstaaten anfällig für negative gesamtwirtschaftliche Schocks und erhöhen tendenziell das Risiko von Rezessionen, die häufig mit hohen sozialen und ökonomischen Kosten einhergehen.** Die Wirtschaft der EU ist zwar in den letzten sieben Jahren gewachsen, doch es bestehen konjunkturelle Abwärtsrisiken aufgrund von Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Deswegen ist es wichtig, dass die Länder ehrgeizige Reformanstrengungen unternehmen, um die Widerstandsfähigkeit ihrer Volkswirtschaften gegenüber negativen Schocks zu stärken.

**In einigen Mitgliedstaaten liegen sowohl die gesamtstaatliche als auch die private Verschuldung noch immer auf einem historischen Höchststand, was Reaktionen auf einen Abschwung oder negative Schocks erschwert.** Das stärkere Wirtschaftswachstum hat zu einem Rückgang der Schuldenquoten in den vergangenen Jahren beigetragen, doch ist die Verschuldung in mehreren Fällen weiterhin sehr hoch. Bei den Unternehmen kommt der Schuldenabbau rascher voran als bei den privaten Haushalten. In einigen Staaten spiegelt sich der hohe öffentliche und private Schuldenstand in einer erheblichen Auslandsverschuldung wider, worin die Notwendigkeit zum Ausdruck kommt, für ausreichend hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu sorgen.

**Um Ungleichgewichte abzubauen und der Entstehung neuer Ungleichgewichte bei der Kostenwettbewerbsfähigkeit in der EU entgegenzuwirken, muss das in einigen Ländern anziehende Wachstum der Lohnstückkosten aufmerksam beobachtet werden.** So könnte in Ländern, die einen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen und bei denen die Kommission eine unzureichende Binnennachfrage und einen Arbeitskräftemangel konstatiert, ein über dem Durchschnitt des Euroraums liegender Anstieg der Lohnstückkosten den Abbau der Ungleichgewichte zwischen

den Euro-Ländern begünstigen. Dagegen sollte eine relative Verschlechterung der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit in anfälligeren Staaten mit vergleichsweise hoher Arbeitslosigkeit sorgfältig beobachtet werden, damit die positiven Anpassungen der letzten Jahre nicht zunichte gemacht werden.

## Reformfortschritte

**Für den Abbau solcher Ungleichgewichte sind Reformen nach wie vor unumgänglich, und die bei den empfohlenen Reformen erzielten Fortschritte werden einmal jährlich von der Kommission bewertet.** Konkret bedeutet dies, dass die Kommission die Umsetzung der im Juli 2018 vom Rat verabschiedeten länderspezifischen Empfehlungen überprüft hat. Die Empfehlungen bieten den einzelnen EU-Staaten Leitvorgaben für bestimmte Politikbereiche.

**Die Kommission ist erneut zu dem Ergebnis gekommen, dass bei den Reformempfehlungen nur begrenzte Fortschritte erzielt wurden.** Diese werden in fünf Kategorien eingeteilt: „keine Fortschritte“, „begrenzte Fortschritte“, „einige Fortschritte“, „substanzielle Fortschritte“ und „vollständige Umsetzung“.<sup>38</sup> In Tabelle B sind die diesjährigen Ergebnisse zusammengefasst. Keine der 73 länderspezifischen Empfehlungen wurde vollständig umgesetzt und lediglich zwei wurden in substantiellem Umfang realisiert. Bei der überwältigenden Mehrheit (d. h. bei mehr als 90 %) der Reformempfehlungen stellte die Kommission allenfalls einige bzw. begrenzte Fortschritte fest. In zwei Fällen wurden keine Fortschritte erzielt. Der von der Kommission angewandten Methode zufolge bedeutet „keine Fortschritte“, dass der betreffende Mitgliedstaat nicht einmal glaubwürdig Maßnahmen zur Umsetzung der an ihn gerichteten länderspezifischen Empfehlung angekündigt hat. Besonders beunruhigend ist, dass die Länder mit „übermäßigen Ungleichgewichten“ im letzten Jahr trotz ihrer besonders hohen Anfälligkeit nicht wesentlich mehr Reformfortschritte als der EU-Durchschnitt erzielten. Gleiches gilt für Staaten, bei denen „Ungleichgewichte“ festgestellt wurden. Alles in allem gingen die Reformfortschritte ebenso schleppend voran wie im Vorjahr.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> „Vollständige Umsetzung“: Der Mitgliedstaat hat sämtliche Maßnahmen umgesetzt, die erforderlich sind, um der länderspezifischen Empfehlung in angemessener Weise nachzukommen. „Substanzielle Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen beschlossen, die der Empfehlung annähernd nachkommen und die größtenteils bereits umgesetzt wurden. „Einige Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat Maßnahmen beschlossen, die der länderspezifischen Empfehlung teilweise nachkommen, bzw. die Maßnahmen kommen der Empfehlung nach, jedoch sind für ihre vollständige Umsetzung weitere Arbeiten in beträchtlichem Umfang erforderlich, da nur einige dieser Maßnahmen umgesetzt wurden. „Begrenzte Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat einige Maßnahmen angekündigt, die der länderspezifischen Empfehlung aber nur zu einem gewissen Grad nachkommen, bzw. Rechtsakte ohne Gesetzescharakter vorgelegt, ohne jedoch weitere für die Umsetzung der länderspezifischen Empfehlung erforderliche Folgemaßnahmen zu treffen. „Keine Fortschritte“: Der Mitgliedstaat hat keine Maßnahmen zur Umsetzung der an ihn gerichteten länderspezifischen Empfehlung angekündigt oder beschlossen.

<sup>39</sup> Siehe EZB, [Makroökonomische Ungleichgewichte und Reformfortschritte - die Bewertung der Europäischen Kommission 2018](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 2/2018, März 2018.

**Tabelle B**

Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen 2018 – Bewertung durch die Europäische Kommission

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
LSE 1*	Keine Fortschritte	Einige Fortschritte	Einige Fortschritte	Keine Überprüfung	Keine Überprüfung	Keine Überprüfung	Keine Überprüfung	Einige Fortschritte	Einige Fortschritte	Einige Fortschritte	Keine Fortschritte	Einige Fortschritte	Keine Überprüfung	Substanzielle Fortschritte	Keine Fortschritte													
LSE 2	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte
LSE 3	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte
LSE 4	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte
LSE 5	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte	Keine Fortschritte

Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: \* Bei der Beurteilung der länderspezifischen Empfehlung (LSE) 1 wird die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts außer Acht gelassen, da diese im Frühjahr 2019 von der Europäischen Kommission geprüft wird. „Keine Überprüfung“: Einstufung von Ländern, bei denen sich Empfehlung 1 größtenteils oder ausschließlich auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt bezieht.

**Die Fortschritte fielen uneinheitlich aus; fehlende Fortschritte waren insbesondere in den Bereichen der Gütermärkte und der öffentlichen Finanzen festzustellen.** Etwas größere Reformanstrengungen wurden im Hinblick auf den Finanzsektor und die Arbeitsmärkte unternommen. Zugleich konstatierte die Kommission, dass in einigen Fällen Reformmaßnahmen sogar zurückgenommen wurden, so etwa im Hinblick auf die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen (einschließlich Renten).

**Weitere Reformen zur Verbesserung des Investitionsumfelds sind unerlässlich, um Anreize für zielgerichtete Investitionen zur Steigerung der Produktivität, des Wachstumspotenzials und der Widerstandsfähigkeit zu schaffen.** Laut Kommission werden Investitionen vor allem durch eine geringe Qualität der Institutionen sowie eine hohe Regulierungslast gebremst. Die Schaffung eines investitionsfreundlichen Umfelds trägt zur Stärkung von produktivitäts- und wachstumssteigernden Investitionen bei, die in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus sehr wichtig sind. Damit die Investitionen von höchster Effektivität sind, müssen sie allerdings zielgerichtet vorgenommen werden. Zwar sind in den meisten EU-Staaten Investitionen in Bildung, Forschung, Entwicklung und Innovationen erforderlich, doch gilt es, diese in diejenigen Sektoren zu lenken, in denen sie das Produktivitätswachstum und die Wettbewerbsfähigkeit am stärksten steigern können. Zu diesem Zweck hat die Kommission den Länderberichten einen neuen Anhang hinzugefügt. Darin werden länderspezifische Investitionsbedürfnisse und -engpässe ermittelt, und zudem soll die Verwendung von EU-Mitteln besser mit der im Rahmen des Europäischen Semesters vorgenommenen Analyse abgestimmt werden.

# Aufsatz

## 1 Das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten: eine Bestandsaufnahme nach Beendigung der Nettoankäufe

Felix Hammermann, Kieran Leonard, Stefano Nardelli und Julian von Landesberger

*Nachdem der EZB-Rat im Dezember 2018 beschloss, die Nettoankäufe im Rahmen des Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programm – APP) zu beenden, soll nun im vorliegenden Aufsatz untersucht werden, wie die Ankäufe umgesetzt wurden und welche Auswirkungen sie hatten. Das APP hat sich als ein anpassungsfähiges und zweckmäßiges Instrument erwiesen, um die monetären und finanziellen Bedingungen zu lockern, die Konjunkturerholung zu unterstützen, einem Disinflationsdruck entgegenzuwirken, die Inflationserwartungen zu verankern und dadurch eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung von Preisstabilität zu fördern. Das APP ist Teil eines Maßnahmenpakets, zu dem auch die negative Verzinsung der Einlagefazilität, die Forward Guidance und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) gehören. Zusammengekommen wurden durch diese Maßnahmen Synergien geschaffen, die die Wirksamkeit jeder einzelnen Komponente des Pakets verbesserten. Bei der Umsetzung stellte das Eurosystem sicher, dass der Erwerb von Vermögenswerten reibungslos und flexibel vonstattenging, indem auf Marktneutralität geachtet und unbeabsichtigte Nebeneffekte auf die Funktionsfähigkeit der Märkte minimiert wurden.*

*Zwar werden keine weiteren Nettoankäufe von Vermögenswerten mehr durchgeführt, aber die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere werden bei Fälligkeit wieder angelegt, da dies gemeinsam mit der erweiterten Forward Guidance zu jener akkommodierenden geldpolitischen Ausrichtung führt, die der EZB-Rat als notwendig erachtet, um die nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht fortzusetzen.*

### 1 Einleitung

**Das APP ist Teil eines Maßnahmenpakets, das Mitte 2014 in die Wege geleitet wurde, um den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu unterstützen und das zur Gewährleistung von Preisstabilität erforderliche Maß an geldpolitischer Akkommodierung zu schaffen.** Nachdem im Zuge der Finanz- und der Staatsschuldenkrise die Geldpolitik durch Leitzinssenkungen und den Einsatz neuartiger Maßnahmen zur Förderung der geldpolitischen Transmission gelockert worden war, gab es kaum noch Spielraum für weitere Zinssenkungen. Im Zusammenspiel mit dem negativen Einlagesatz, der Forward Guidance und den GLRGs hat das APP zur Erreichung des Preisstabilitätsziels der EZB beigetragen.

Das APP umfasst das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3, Beginn 20. Oktober 2014), das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP, Beginn 21. November 2014), das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP, Beginn 9. März 2015) und das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP, Beginn 8. Juni 2016). Die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP fanden bis Ende Dezember 2018 statt und erreichten ein Gesamtvolumen von 2,6 Billionen €. Eine Betrachtung des APP-Portfolios mit Stand Dezember 2018 zeigt, dass der größte Anteil des Gesamtnettoerwerbs auf das PSPP entfiel (82 %), gefolgt vom CBPP3 (10 %), dem CSPP (7 %) und dem ABSPP (1 %). Der Umfang des APP-Portfolios wird derzeit durch die Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere stabil gehalten.

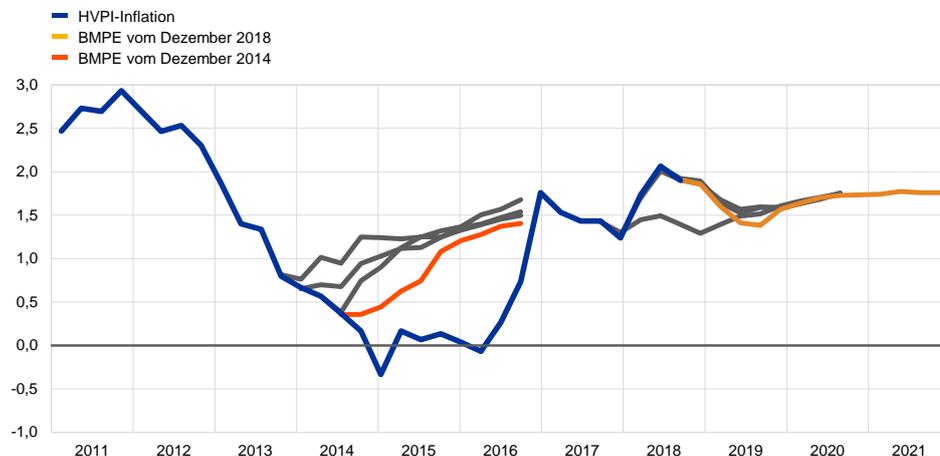
## 2 Geldpolitische Beweggründe für die Einführung des APP

**Nach einer Doppelrezession im Gefolge der Finanz- und der Staatsschuldenkrise kam es im Euroraum zu einem länger andauernden Verschuldungsabbau, einer ungewöhnlich schwachen Erholung und einer dauerhaft niedrigen Inflation.** Ende 2011 setzte eine Verschlechterung der Kreditvergabebedingungen der Banken ein, und das Buchkreditvolumen (insbesondere die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) begann zu schrumpfen. Die anhaltende Schwäche der konjunkturellen Grunddynamik führte zu einer dauerhaften Kapazitätsunterauslastung, die sich auch in einer hohen Arbeitslosigkeit niederschlug. Die Teuerungsraten wiesen einen anhaltenden Abwärtstrend auf: Bei den Kernkomponenten war dieser auf die allgemeine Wirtschaftsschwäche zurückzuführen, während der Gesamtindex vom Rückgang der Energie- und Nahrungsmittelpreise beeinflusst wurde. Es wurde allgemein prognostiziert, dass die Inflation im Eurogebiet niedrig bleiben und im Zeitverlauf sinken würde; dies spiegelte sich in einer sukzessiven Abwärtskorrektur der gesamtwirtschaftlichen Projektionen der meisten internationalen Organisationen sowie der EZB wider (siehe Abbildung 1). Im Dezember 2014 sank die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für den Euroraum auf -0,2 %, und die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet enthielten weitere substantielle Korrekturen der Inflationsprognosen nach unten, und zwar von 1,1 % auf 0,7 % im Jahr 2015 und von 1,4 % auf 1,3 % im Jahr 2016.

## Abbildung 1

### Tatsächliche und projizierte HVPI-Inflation einschließlich Revisionen

(in %, im Vorjahrsvergleich)



Quellen: Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die grauen Linien zeigen die projizierte HVPI-Inflation, die die gesamtwirtschaftlichen Projektionen ((Broad) Macroeconomic Projection Exercise – (B)MPE) der Jahre 2014 und 2018 untermauert.

### Die anhaltend geringe Teuerung in den Jahren 2013 und 2014 trug zu einem Abwärtstrend der Inflationserwartungen bei und erhöhte das Risiko einer Entankerung dieser Erwartungen vom Preisstabilitätsziel der EZB.

Die marktbasierten Indikatoren der Inflationserwartungen bewegten sich auf ein extrem niedriges Niveau zu. Ende Dezember 2014 deutete die aus Optionen abgeleitete Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion der Teuerung im Euroraum darauf hin, dass die Märkte mit einer Wahrscheinlichkeit von fast 50 % von einer Deflation ausgingen und nur mit einer Grenzwahrscheinlichkeit damit rechneten, dass die jährliche Inflation einen Wert von annähernd 2 % oder mehr erreichen würde (siehe Abbildung 9). Diese Entwicklungen ließen auf das Risiko schließen, dass sich ein zu langer Zeitraum niedriger Inflation in den Inflationserwartungen verfestigen und negative Folgen für die Preisstabilität haben könnte.

### Um den Abwärtstrend der Inflation umzukehren und eine Entankerung der Inflationserwartungen zu verhindern, wurde das APP entwickelt, das die bestehenden geldpolitischen Maßnahmen erweitern und ergänzen sollte.

Neben dem im Januar 2015 angekündigten APP wurde mit dem PSPP ein weiteres Programm eingeführt, bei dem vom öffentlichen Sektor begebene Schuldverschreibungen angekauft wurden und welches die beiden bereits laufenden Wertpapierankaufprogramme (CBPP3 und ABSPP) ergänzte.

**In der Zeit von 2015 bis 2018 stellte der Ankauf von Vermögenswerten im Rahmen des APP das wichtigste Instrument der Geldpolitik dar; Umfang und Dauer der Nettoankäufe wurden mit Blick auf eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung von Preisstabilität festgelegt.** Nach der Ankündigung des APP im Januar 2015 wurden die Nettoankäufe von Vermögenswerten zum Hauptinstrument der Geldpolitik, und der EZB-Rat beschloss eine strukturierte Forward Guidance. Der erste Baustein dieser Forward Guidance bezog sich auf das Instrument der APP-Ankäufe an sich und setzte sich aus einer zeitabhängigen und einer zustandsabhängigen Formulierung zusammen. Mit der zeitabhängigen Komponente wurde kommuniziert, dass die Nettoankäufe in einer bestimmten monatlichen Höhe mindestens bis zu einem bestimmten Datum durchgeführt werden sollten (siehe Grafik 1). Die zustandsabhängige Komponente schuf eine explizite Verbindung zum Preisstabilitätsziel („oder erforderlichenfalls darüber hinaus [...], und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht“). Wie aus Grafik 1 ersichtlich wird, weitete der EZB-Rat das Programm nach der im Januar 2015 erfolgten ersten Ankündigung über verschiedene Rekalibrierungen aus. So wurde die Mindestzeit für die monatlichen Ankäufe mehrfach verlängert und die Höhe der Ankäufe nach Bedarf angeglichen, um weitere Fortschritte in Richtung einer nachhaltigen Anpassung zu machen. Der zweite Baustein der Forward Guidance gab Orientierung darüber, wie lange es der EZB-Rat voraussichtlich nicht als angemessen ansehen würde, die Leitzinsen anzuheben. Im März 2016 wurde die Länge dieses Zeitraums an das Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten gekoppelt.

## Grafik 1

Überblick über das APP und andere geldpolitische Maßnahmen in der Zeit von Juni 2014 bis Dezember 2018

APP		Andere Maßnahmen	
	Juni 2014	<b>GLRG I</b> Laufzeit bis maximal September 2018; Inanspruchnahme an Nettokreditvergabe gekoppelt; ggf. vorzeitige Pflichtrückzahlung	HRG: 0,15 % SRF: 0,40 % ELF: -0,10 %
<b>ABSPP/CBPP3</b> Ankauf von ABS und gedeckten Schuldverschreibungen	Sept. 2014		HRG: 0,05 % SRF: 0,30 % ELF: -0,20 %
<b>Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors im Rahmen des PSPP</b> Monatlicher Ankauf i. H. v. 60 Mrd € bis September 2016 (einschließlich ABSPP/CBPP3)	Jan. 2015		
<b>1. Rekalibrierung des APP</b> Verlängerung bis März 2017 und Wiederanlage der Tilgungsbeträge	Dez. 2015		HRG: 0,05 % SRF: 0,30 % ELF: -0,30 %
<b>2. Rekalibrierung des APP</b> Monatlicher Ankauf i. H. v. 80 Mrd € und höhere Obergrenzen für den Ankauf von Wertpapieren bestimmter Emittenten	März 2016	<b>Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors im Rahmen des CSPP</b>	HRG: 0,00 % SRF: 0,25 % ELF: -0,40 %
<b>3. Rekalibrierung des APP</b> Monatlicher Ankauf i. H. v. 60 Mrd € bis Dezember 2017, Herabsetzung der Mindestrestlaufzeit PSPP-fähiger Wertpapiere von 2 Jahren auf 1 Jahr und Ankauf ggf. unter dem Einlagesatz	Juni 2016	<b>GLRG II</b> Keine vorzeitige Pflichtrückzahlung; Mindestzinssatz für die Kreditvergabe in Höhe des Einlagesatzes	
	Dez. 2016		
<b>4. Rekalibrierung des APP</b> Monatlicher Ankauf i. H. v. 30 Mrd € bis September 2018 (ab Januar 2018)	Okt. 2017		
<b>Übergangsphase des APP</b> Monatlicher Ankauf i. H. v. 15 Mrd € bis Dezember 2018	Juni 2018		
<b>Übergangsphase des APP</b> Ende der Nettoankäufe; Wiederanlage der Beträge fällig werdender Wertpapiere	Dez. 2018		

Quelle: EZB.

Anmerkung: „HRG“ bezeichnet den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, „SRF“ den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und „ELF“ den Zinssatz für die Einlagefazilität.

**Die Modalitäten des APP wurden vom EZB-Rat im Einklang mit seinem vorrangigen Ziel der Preisstabilität festgelegt.** Die Ausgestaltungsmerkmale des Programms waren darauf ausgerichtet, den Grad an geldpolitischer Akkommodierung herzustellen, der notwendig war, damit die EZB ihr Mandat zur Gewährleistung von Preisstabilität erfüllen konnte, denn eine weitere Senkung der Leitzinsen war zu diesem Zeitpunkt kaum mehr möglich. Entsprechend dem in Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union festgelegten Verbot der monetären

Staatsfinanzierung erfolgte der Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors ausschließlich am Sekundärmarkt.

**Das APP war so konzipiert, dass sowohl die Marktstrukturen als auch der institutionelle Rahmen des Euroraums Berücksichtigung fanden.** Der Erwerb öffentlicher Schuldtitel wurde durch den Kapitalschlüssel der EZB bestimmt, der festlegt, welchen Anteil die einzelnen nationalen Zentralbanken am EZB-Kapital halten. Die Ankaufprogramme für den privaten Sektor beruhten indessen auf der Marktkapitalisierung der für die Käufe zugelassenen Anleihen.

### 3 Umsetzungsaspekte

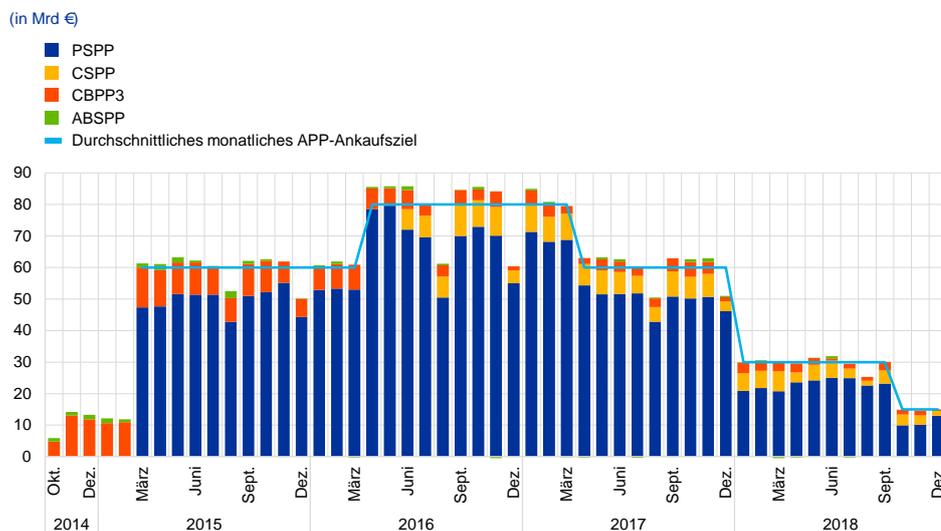
#### 3.1 Marktneutralität

**Bei der Umsetzung des APP strebte das Eurosystem die Wahrung von Marktneutralität an; dadurch sollten die Auswirkungen auf die relativen Preise der ankauffähigen Wertpapiere sowie unbeabsichtigte Nebenwirkungen auf die Funktionsfähigkeit der Märkte minimiert werden.** Beispielsweise zielten die Ankäufe im Rahmen des APP zwar darauf ab, die Anleihekurse zu beeinflussen, wurden aber zugleich mit einem Blick darauf durchgeführt, den Preisfindungsmechanismus aufrechtzuerhalten und Verzerrungen der Marktliquidität zu begrenzen. Die Hauptmerkmale zur Sicherstellung der Marktneutralität bei der Umsetzung des APP werden im Folgenden genauer beschrieben.

**Es wurden klare und beobachtbare monatliche Ziele für das APP definiert, wobei auch saisonale Muster der Marktliquidität berücksichtigt wurden.** Das durchschnittliche monatliche Ziel für das APP wurde vorab vom EZB-Rat festgelegt und intern in monatliche Richtwerte für die einzelnen Programme aufgeschlüsselt. Dabei wurde das Programm, das sich auf den liquidesten Markt bezog, nämlich das PSPP, als Puffer verwendet, um die genaue Einhaltung des monatlichen Gesamtankaufziels sicherzustellen. Darüber hinaus trug das Eurosystem auch den Saisonmustern am Markt für festverzinsliche Wertpapiere Rechnung, etwa dem üblichen Rückgang der Marktliquidität von Mitte Juli bis Ende August sowie im Dezember. Die Ankäufe wurden um diese Zeiträume herum entweder vorgezogen oder auf später verschoben (siehe Abbildung 2). Die Richtwerte bezogen sich über den gesamten Zeitraum hinweg auf monatliche Gesamtwerte und nicht auf exakte Tagesvolumina, sodass die täglichen Ankäufe flexibel gehandhabt werden konnten.

## Abbildung 2

### Höhe und Zusammensetzung der Nettoankäufe im Rahmen des APP



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die durchschnittlichen monatlichen Ankaufziele für das APP wurden vom EZB-Rat erstmals zu Beginn des PSPP im März 2015 festgesetzt.

**Eine ausführliche Vorabkommunikation über die operationalen Parameter des APP stützte den Preisfindungsmechanismus.** Die Parameter definierten den operationalen Rahmen des APP anhand von a) strengen Zulassungskriterien, die sich an den geltenden Verfahren für den Sicherheitenrahmen des Eurosystems orientierten<sup>1</sup> und unter Einbeziehung von Experten aus dem Sicherheitenmanagement des Eurosystems aufgestellt wurden, b) Laufzeitbeschränkungen,<sup>2</sup> c) Ausschlüssen bestimmter Emittenten,<sup>3</sup> d) Preissetzungsrahmen zur Gewährleistung, dass die Käufe unter Berücksichtigung verfügbarer Marktpreise durchgeführt wurden, und e) unterschiedlichen Limitregelungen<sup>4</sup>.

**Das Eurosystem legte bei der Zusammensetzung der Ankäufe einen regelgebundenen Ansatz zugrunde, um eine adäquate Diversifizierung von Emittenten und Geschäftspartnern sicherzustellen.** Die Käufe im Rahmen des APP waren breit angelegt: Sie erstreckten sich beispielsweise auf verschiedene Länder, Laufzeitenbereiche, Emittenten und Arten ankauffähiger Anleihen

<sup>1</sup> So galt für alle Vermögenswerte mithin eine Mindestbonitätsanforderung der Stufe 3 auf der harmonisierten Ratingskala des Eurosystems, d. h., sie mussten über mindestens ein Kreditrating einer gemäß dem Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem zugelassenen externen Ratingagentur verfügen. Darüber hinaus mussten die Vermögenswerte auf Euro lauten und innerhalb des Eurogebiets begeben und abgewickelt werden. Bei ABS mussten die betreffenden Schuldner überwiegend im Euroraum ansässig sein.

<sup>2</sup> Ende 2018 galt für das PSPP eine Restlaufzeit von mindestens 1 Jahr und höchstens 30 Jahren. Die Restlaufzeit beim CSPP musste zwischen 6 Monaten und 30 Jahren liegen. Für das CBPP3 und das ABSPP wurden keine Laufzeitbeschränkungen festgelegt.

<sup>3</sup> Von Kreditinstituten begebene Wertpapiere waren im Rahmen des CSPP nicht ankauffähig. Beim PSPP waren Schuldverschreibungen von Bad Banks nicht ankauffähig.

<sup>4</sup> Die emissionsbezogene Ankaufobergrenze für die Programme zum Erwerb von Wertpapieren des privaten Sektors lag bei 70 %, wobei es für das CSPP in bestimmten Fällen auch niedrigere Grenzen gab. Die emissionsbezogene Ankaufobergrenze für das PSPP betrug 33 % der noch im Umlauf befindlichen Emission, wobei von Fall zu Fall überprüft wurde, ob der Ankauf nicht zu einer Sperrminorität des Eurosystems in Bezug auf Umschuldungsklauseln führen könnte (in diesem Fall betrug das Limit 25 %). Die emittentenbezogene Ankaufobergrenze beim PSPP lag ebenfalls bei 33 %.

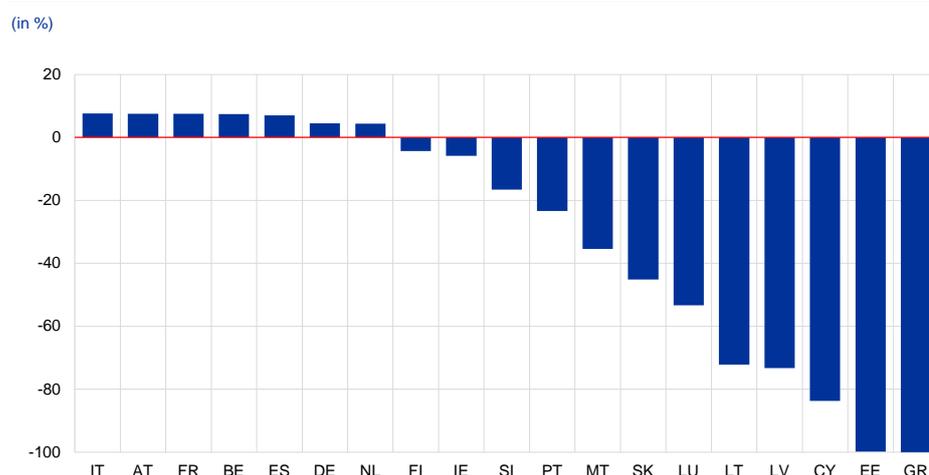
(unterschiedliche Verzinsungs- oder Sicherheitenarten). Beim PSPP stellte der Kapitalschlüssel der EZB eine einfache und zuverlässige Orientierungshilfe für die Zusammensetzung der Ankäufe in den verschiedenen Ländern dar.

**Am Ende der Phase der Nettoankäufe von Vermögenswerten richtete das Eurosystem seine monatlichen Ankäufe im Rahmen des PSPP so aus, dass der Länderanteil der im Bestand befindlichen Wertpapiere so stark wie möglich an den entsprechenden Anteil am EZB-Kapitalschlüssel angeglichen wurde.**

Abbildung 3 zeigt die Abweichung der Anteile der einzelnen Länder am kumulierten Nettoankaufvolumen zum Jahresende 2018 von ihrem jeweiligen Anteil am EZB-Kapitalschlüssel. Der Bestand an deutschen Wertpapieren lag Ende 2018 beispielsweise 4,5 % über dem Anteil Deutschlands am Kapitalschlüssel der EZB. Dieser Überbestand entspricht 22,3 Mrd €

### Abbildung 3

Abweichung der Anteile an den Nettoankäufen vom EZB-Kapitalschlüssel zum Jahresende 2018



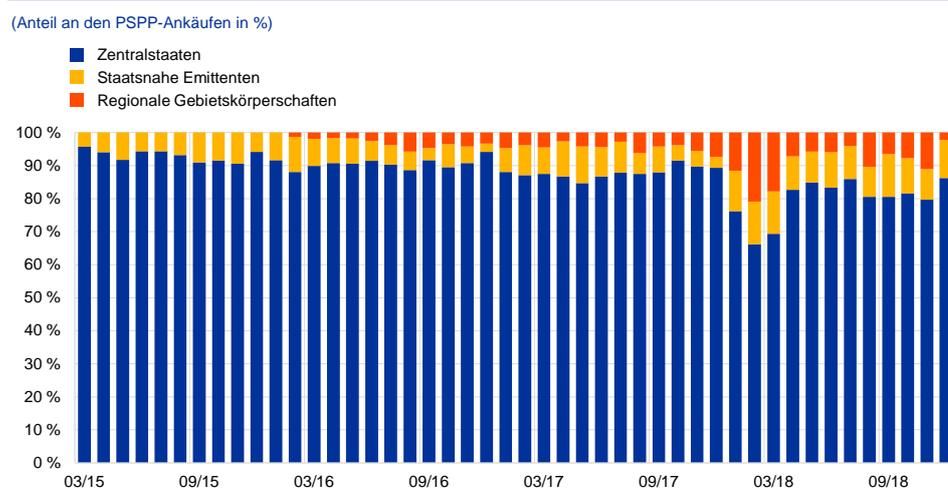
Quelle: EZB.

**Dass der relative Anteil einiger Länder an den PSPP-Beständen bisweilen über dem EZB-Kapitalschlüssel lag, ergab sich automatisch durch den erforderlichen Ausgleich von entsprechenden Abweichungen nach unten in anderen Ländern.** Diese Abweichungen nach unten hatten zwei Ursachen: Erstens waren griechische Staatsanleihen während der gesamten Phase des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des PSPP nicht ankauffähig. Zweitens war die Verfügbarkeit von Anleihen teilweise beschränkt, weil sie sich im Bestand von Anlegern befanden, die sie bis zur Endfälligkeit hielten, oder das Gesamtspektrum der ankauffähigen Wertpapiere in einigen Ländern nicht ausreichte.

**Die Ankäufe im Rahmen des APP wurden regelmäßig durchgeführt, aber es bestand dennoch eine gewisse Flexibilität, sie an die bestehenden Marktverhältnisse anzupassen** (siehe Kasten 1). Ziel des Eurosystems war es, über den Tag hinweg kontinuierlich am Markt präsent zu sein und damit eine temporäre Marktdominanz zu vermeiden. Je nach den operationalen Modalitäten der betreffenden Zentralbank kann sich die Flexibilität unter anderem auf die Auswahl der

anzukaufenden Wertpapiere, die Terminierung der Geschäfte oder den Gesamtankaufbetrag am jeweiligen Tag beziehen. Die Marktneutralität wurde zudem durch eine flexible Verteilung der Anleihekäufe über die im jeweiligen Programm enthaltenen unterschiedlichen Anlageklassen hinweg gewahrt. Ersichtlich wird diese Flexibilität etwa daran, dass der Anteil von Wertpapieren regionaler Gebietskörperschaften an den gesamten PSPP-Ankäufen im Jahr 2018 erheblich schwankte (siehe Abbildung 4).

**Abbildung 4**  
Ankauf von Wertpapieren von Zentralstaaten, staatsnahen Emittenten und regionalen Gebietskörperschaften



Quelle: EZB.

## Kasten 1

### Erwerbsmethoden

Bryan Gurhy und Beatriz Sotomayor

#### Das Eurosystem führte von 2014 bis 2018 im Rahmen des APP annähernd

**225 000 Transaktionen durch.** Diese wurden entsprechend den Konventionen der jeweiligen Märkte für festverzinsliche Wertpapiere abgewickelt; auch andere Marktteilnehmer nahmen derartige Transaktionen vor. Im Laufe der Zeit verfeinerte das Eurosystem seine Erwerbsmethoden, um den sich verändernden Marktbedingungen Rechnung zu tragen. Der vorliegende Kasten beschreibt die wichtigsten Elemente der Wertpapierankäufe im Rahmen des APP.

**Sämtliche NZBen des Eurosystems sowie die EZB tätigten Ankäufe im Rahmen des APP, wobei die EZB auch die Umsetzung der Programme koordinierte.** Ankäufe im Rahmen des PSPP wurden vom gesamten Eurosystem ausgeführt. Das CBPP3 wurde von einer großen Zahl von NZBen und der EZB durchgeführt, das CSPP von sechs darauf spezialisierten NZBen<sup>5</sup>. Die Ankäufe im Rahmen des ABSPP wurden ab April 2017 ausschließlich von sechs als interne

<sup>5</sup> Bei den sechs spezialisierten Zentralbanken handelte es sich um die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, die Deutsche Bundesbank, die Banco de España, die Banque de France, die Banca d'Italia und die Suomen Pankki – Finlands Bank.

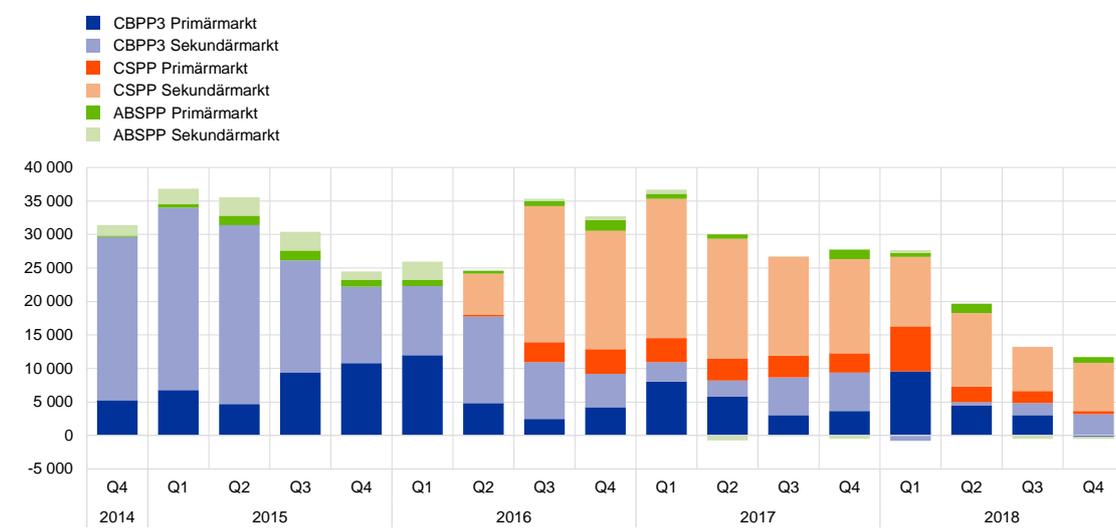
Vermögensverwalter<sup>6</sup> fungierenden NZBen vorgenommen. Davor hatten externe Vermögensverwalter und einige NZBen die ABSPP-Ankäufe gemeinsam getätigt.

**Beim Erwerb von Wertpapieren im Rahmen der Ankaufprogramme für den privaten Sektor agierte das Eurosystem sowohl auf dem Primärmarkt als auch auf dem Sekundärmarkt neben anderen Marktteilnehmern. Dabei variierte der Anteil der Primär- und Sekundärmarktankäufe im Laufe der Zeit je nach Emissionsverhalten und Sekundärmarktliquidität (siehe Abbildung A).** Die Standardhöhe der Gebote des Eurosystems auf dem Primärmarkt wurde mit Blick darauf festgelegt, ein Gleichgewicht zwischen der Stützung einzelner Emissionen und der Flexibilität, die Ankäufe am Sekundärmarkt bieten, zu finden.

### Abbildung A

Ankäufe im Rahmen der Ankaufprogramme für den privaten Sektor, aufgeschlüsselt nach Primär- und Sekundärmarkt

(in Mio €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Ankäufe anhand von Bestandsveränderungen approximiert. Negative Werte für eine Unterkategorie zeigen an, dass die Tilgungen in diesem Zeitraum die Bruttoankäufe überstiegen.

**Der Großteil der Ankäufe im Rahmen des APP erfolgte in Form bilateraler Transaktionen mit Geschäftspartnern.** Diese Transaktionen wurden über große elektronische Plattformen sowie sprachbasierte Handelssysteme abgewickelt. Bilaterale Geschäfte erlauben es, flexibel auf die Angebote von Marktteilnehmern zu reagieren, Preise für dasselbe Wertpapier bei verschiedenen Geschäftspartnern anzufragen und dann die Transaktion zum besten Preis abzuschließen. Sie sind besonders gut geeignet für die liquiden und heterogenen Anleihemärkte des Euro-Währungsgebiets, da sie auf die Marktbedingungen zugeschnitten werden können, wodurch Marktstörungen vermieden werden sollen. So wurden beispielsweise im Rahmen des PSPP Wertpapiere von 110 Emittenten<sup>7</sup> erworben, während andere große Zentralbanken bei der Umsetzung ihrer großvolumigen

<sup>6</sup> Die an dieser Aufgabe beteiligten Zentralbanken waren die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, die Deutsche Bundesbank, die Banco de España, die Banque de France, die Banca d'Italia und De Nederlandsche Bank.

<sup>7</sup> Neben Anleihen der 17 Zentralstaaten wurden im Rahmen des PSPP auch Wertpapiere von 43 für das Programm zugelassenen Emittenten, von 43 Regionalregierungen und von 6 supranationalen EU-Institutionen sowie von einem Nichtfinanzunternehmen erworben.

Wertpapierankaufprogramme in der Regel nur Anleihen eines einzelnen staatlichen Emittenten erwerben.

**Die Deutsche Bundesbank, die Banque de France, die Lietuvos Bankas und die Nederlandsche Bank hielten zur Umsetzung des PSPP regelmäßig Auktionen in bestimmten Marktsegmenten ab.** Die Entscheidung zur Durchführung von Auktionen spiegelte die Absicht wider, bestimmte Volumina zu erreichen, gleichzeitig jedoch auch Transparenzgesichtspunkte zu berücksichtigen. In den Tagen vor einer Auktion wurde den Marktteilnehmern eine Liste der Wertpapiere zur Verfügung gestellt, deren Erwerb zu jeweiligen Marktpreisen die einzelnen NZBen in Betracht zogen. Hierdurch erhielten die Geschäftspartner jede Woche ein klar definiertes „Liquiditätsfenster“, über das sie ihr Interesse am Verkauf bestimmter Wertpapiere signalisieren konnten und das ihnen gleichzeitig die Garantie für eine einheitliche Preisgestaltung bot. Einige NZBen konzentrierten sich bei ihren Auktionen auf illiquide Anleihen, die bilateral schwierig zu beziehen waren, andere nutzten Auktionen für liquide Anleihen, um die Preistransparenz für sonstige Marktteilnehmer zu erhöhen. Das Eurosystem wandte einheitliche Handelsregeln an, um den Kaufpreis bei bilateralen Geschäften und Reverse Auctions mit dem jeweiligen Marktpreis abzugleichen.

**Bid Wanted in Competition (BWIC) ist eine für den ABS-Markt charakteristische Transaktionsmethode.** BWICs werden von Händlern im Auftrag von Investoren veranstaltet. Sie dienen dem Verkauf von ABS-Beständen und sorgen gleichzeitig für eine bestmögliche Ausführung, da ein breites Spektrum potenzieller Käufer eingeladen wird. Im Rahmen des ABSPP nahm das Eurosystem regelmäßig an BWICs sowohl für liquide als auch für weniger liquide Anleihen sowie über alle Arten von ABS-Sicherheiten hinweg teil. Der Anteil der über BWICs abgewickelten ABSPP-Ankäufe war jedoch relativ gering, da das Eurosystem bestrebt war, zu Marktpreisen zu kaufen, ohne die Preise künstlich in die Höhe zu treiben. Die EZB hat eine Governance-Struktur zur Beurteilung aller erworbenen Wertpapiere und als Orientierungshilfe bezüglich angemessener Marktpreise eingeführt.

---

### 3.2 Liquidität am Markt für festverzinsliche Wertpapiere im Zusammenhang mit der Umsetzung des APP

**Die Ankäufe im Rahmen des APP wurden in einer Art und Weise durchgeführt, die die Liquidität an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere des Euroraums sicherstellen sollte.** Die Liquiditätsindikatoren an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere wurden regelmäßig von Experten des Eurosystems beurteilt. Zusammen mit Marktinformationen deuten diese Beurteilungen darauf hin, dass die Ausgestaltung des APP mögliche schädliche Einflüsse auf die Funktionsfähigkeit der Märkte minderte und der Effekt des APP auf die Marktliquidität allenfalls vorübergehender Natur war.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Siehe Jurkšas et al., [Liquidität an den Staatsanleihemärkten im Euro-Währungsgebiet seit Beginn des PSPP](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 2/2018, EZB, März 2018.

**Die Modalitäten für die täglichen Ankäufe und insbesondere die tägliche Auswahl der zu erwerbenden Wertpapiere wurden mit Blick auf die Wahrung der Liquiditätsbedingungen am Markt festgelegt.** Das Eurosystem bezog bei der täglichen Anleiheauswahl die Angebote einer Vielzahl von Geschäftspartnern aktiv mit ein. Zudem wurden beträchtliche Anstrengungen unternommen, um den Kauf von Wertpapieren zu vermeiden, die gemessen an Kennziffern wie Indikatoren des relativen Werts, der Preisgestaltung am Repomarkt und dem Handelsvolumen als knapp erachtet wurden.

**Die Höhe der einzelnen Transaktionen wurde an die beobachtete Angebotsmenge angepasst.** Eine durchschnittliche APP-Transaktion am Sekundärmarkt betrug zwischen 4 Mio € beim CSPP und 14 Mio € beim PSPP. Diese Durchschnittswerte verschleiern jedoch die Heterogenität bei der Zusammensetzung, denn das Transaktionsvolumen war bei liquideren Wertpapieren höher und bei illiquiden Anleihen niedriger.

**Durch die Inanspruchnahme einer Vielzahl von Geschäftspartnern wurde die reibungslose Durchführung der Ankäufe erleichtert und der Wettbewerb gefördert: Insgesamt handelte das Eurosystem mit mehr als 350 Geschäftspartnern.** Die weitaus meisten APP-Ankäufe wurden mit Geschäftspartnern getätigt, die in einem anderen Land als die erwerbende Zentralbank ansässig waren; dies schlug sich auch in der Verteilung der TARGET2-Salden in den verschiedenen Ländern nieder.<sup>9</sup> Einzelne Zentralbanken erweiterten ihren Kreis an Geschäftspartnern, um alle relevanten Segmente des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere abdecken zu können. Durch die wettbewerbsbasierte Nutzung von Geschäftspartnern bei der Umsetzung des APP wurden mithin dauerhafte Effekte auf die Mikrostruktur der Anleihemarktsegmente vermieden. Vor diesem Hintergrund führte das Eurosystem eine Vielzahl an Transparenzinstrumenten ein, um einen Informationsvorsprung zugelassener Geschäftspartner zu minimieren. Diese Initiativen trugen dazu bei, gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Finanzmarktteilnehmer zu schaffen, und stellten zugleich die zeitnahe Durchführung der Operationen sicher (siehe Kasten 2).

## Kasten 2

### Schaffung zusätzlicher Transparenz im Hinblick auf die aggregierten APP-Bestände

---

Kieran Leonard und Beatriz Sotomayor

**Transparenz spielte beim APP eine zentrale Rolle, wurde den Marktteilnehmern doch dadurch ein besseres Verständnis in Bezug auf die Umsetzung der Programme vermittelt.** Die regelmäßige Veröffentlichung von Informationen zu den Ankäufen im Rahmen des APP und den jeweiligen Beständen auf der Website der EZB wurde durch zusätzliche Informationen zum CSPP in einem Kasten im Wirtschaftsbericht vom Juni 2017<sup>10</sup> ergänzt. Nachstehend sind ähnliche Daten zu den aggregierten Beständen des CBPP3 und des ABSPP aufgeführt. Zudem enthält der Kasten

<sup>9</sup> Siehe EZB, [Das EZB-Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und die TARGET-Salden: Umsetzung der Geldpolitik und andere Aspekte](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017; EZB, [Die TARGET-Salden und das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 7/2016, November 2016.

<sup>10</sup> Siehe EZB, [Umsetzung und Wirkung des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

einen Vergleich der gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit der kumulierten Nettoankäufe im Rahmen des PSPP mit dem Gesamtspektrum der jeweiligen ankauffähigen Wertpapiere.

**Die Ankäufe im Rahmen des CBPP3 orientierten sich im Wesentlichen an einer auf der Marktkapitalisierung basierenden Benchmark ankauffähiger Wertpapiere, wobei die Liquiditätsbedingungen am Markt angemessen berücksichtigt wurden.** Dies ermöglichte die kontinuierliche Durchführung von Ankäufen über ein breites Spektrum von Ländern hinweg. Das Eurosystem passte die tägliche Umsetzung an die Verfügbarkeit einzelner Anleihen an.

#### **Tabelle A**

Aufgliederung der CBPP3-Bestände und der Benchmark nach Ländern und Ratingkategorien per Ende 2018

Aufgliederung nach Land			Aufgliederung nach Ratingkategorie		
Land	Bestände	Benchmark	Rating	Bestände	Benchmark
FR	26,2 %	30,0 %	AAA	68,9 %	76,5 %
DE	22,0 %	22,8 %	AA	28,1 %	20,4 %
ES	21,8 %	15,1 %	A	2,7 %	2,7 %
IT	11,5 %	9,0 %	BBB	0,3 %	0,3 %
NL	5,7 %	8,3 %			
FI	3,7 %	4,6 %			
AT	3,3 %	4,4 %			
Übrige Euro-Länder	5,7 %	5,9 %			

Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Benchmark wird anhand des Ende 2018 geltenden Spektrums ankauffähiger Wertpapiere erstellt. Bei bestimmten Klassen von gedeckten Schuldverschreibungen wurde die Gewichtung nach unten korrigiert, um ihrer mangelnden Verfügbarkeit und ihrer Illiquidität Rechnung zu tragen. Bei den Daten zur Aufgliederung nach Ratingkategorie werden ausschließlich Anleihen mit einem Rating berücksichtigt. Die Einstufung erfolgt nach dem besten Rating. Die Aufgliederung erfolgt anhand des Nominalwerts.

**Der Ansatz der Marktkapitalisierung wurde im Laufe der Zeit weiterentwickelt, wobei sich die Benchmark-Gewichtungen mancher Wertpapiere verringerten, da sich der Ankauf einiger Kategorien gedeckter Schuldverschreibungen zunehmend schwieriger gestaltete.** So wurde es etwa nach dem Start von GLRG II attraktiver, gedeckte Schuldverschreibungen als Sicherheiten einzubehalten, anstatt sie am Markt zu veräußern. Dementsprechend wurde die relative Gewichtung einbehaltener gedeckter Schuldverschreibungen in der CBPP3-Benchmark ankauffähiger Wertpapiere reduziert.

**Um dem dynamischen Charakter des Spektrums an CBPP3-fähigen Wertpapieren mit seinen unterschiedlichen Emissionsmustern und Liquiditätsbedingungen in den verschiedenen Ländern Rechnung zu tragen, wurde die auf der Marktkapitalisierung basierende Benchmark regelmäßig aktualisiert, sodass sie als Orientierungshilfe für zukünftige Ankäufe dienen konnte.** Dieser evolutionäre Ansatz ist der Hauptgrund für die in Tabelle A festzustellenden Abweichungen, wie beispielsweise die deutlich über der aktuellen Benchmark liegenden CBPP3-Bestände an spanischen gedeckten Schuldverschreibungen. Gleichzeitig hat sich der Anteil französischer gedeckter Schuldverschreibungen im Laufe der Zeit erhöht, was auf einen Anstieg ihrer Gewichtung in der Benchmark zurückzuführen ist. Auch die Abweichungen bei der Aufgliederung nach Ratingkategorie zwischen den CBPP3-Beständen und der aktuellen Benchmark sind dem evolutionären Ansatz geschuldet.

Beim ABSPP wurde die Angabe der Bestände um die kumulierten Bruttoankäufe ergänzt, um ein genaueres Bild der Umsetzung des Programms im gesamten Eurosystem zu zeichnen (siehe Tabelle B). Diese zusätzlichen Informationen sind erforderlich, um die raschere Rückzahlung von ABS-Papieren im Vergleich zu anderen festverzinslichen Anlageklassen zu veranschaulichen; so beliefen sich die kumulierten Bruttoankäufe Ende 2018 auf 51,6 Mrd €, die Bestände hingegen nur auf 27,5 Mrd €.

**Tabelle B**

Aufgliederung der ABSPP-Bestände und des Spektrums nach Ländern, Art der Sicherheit und Ratingkategorie per Ende 2018

Aufgliederung nach Land			Aufgliederung nach Ratingkategorie			
Land	Bruttoankäufe	Bestände	Spektrum	Rating	Bestände	Spektrum
NL	41,4 %	50,1 %	38,1 %	AAA	87,0 %	80,0 %
IT	18,7 %	13,5 %	15,4 %	AA	12,1 %	15,4 %
DE	17,2 %	12,7 %	16,0 %	A	0,8 %	4,4 %
ES	8,2 %	9,8 %	10,8 %	BBB	0,1 %	0,2 %
FR	8,0 %	6,9 %	10,4 %	Aufgliederung nach Art der Sicherheit		
IE	2,5 %	3,7 %	4,1 %	Sicherheit	Bestände	Spektrum
PT	2,3 %	1,6 %	3,3 %	Wohnungsbaukredite	71,5 %	61,9 %
FI	1,0 %	1,0 %	0,6 %	Autokredite	19,7 %	20,3 %
BE	0,7 %	0,7 %	1,3 %	Verbraucherkredite	6,3 %	8,4 %
				Leasingverträge	1,1 %	6,2 %
				Kreditkartenforderungen	0,8 %	1,3 %
				Kredite an KMUs	0,6 %	1,9 %

Quellen: EZB, Bloomberg und Unternehmensangaben.

Anmerkung: Das Spektrum ist eine theoretische Messgröße der zum Jahresende 2018 ausstehenden, ankauffähigen Senior-Tranchen der als notenbankfähige Sicherheiten eingestufteten Wertpapiere. Die Aufgliederung nach Ratingkategorie basiert auf dem zweitbesten Rating, das die Kriterien der Notenbankfähigkeit erfüllt. Die Aufgliederung erfolgt anhand des ausstehenden Betrags.

**Die Bruttoankäufe im Rahmen des ABSPP waren breiter über die einzelnen Länder verteilt, als es die Bestände Ende 2018 nahelegen. Darin kommt die unterschiedliche Verbreitung verschiedener Arten von Vermögenswerten in den einzelnen Ländern zum Ausdruck. So herrschen am deutschen ABS-Markt beispielsweise Autokredit-ABS vor. Diese Wertpapiere haben eine deutlich geringere gewichtete Durchschnittslaufzeit als mit Wohnimmobilienhypotheken unterlegte Wertpapiere (RMBS), die in den Niederlanden gebräuchlicher sind. Darüber hinaus spiegelte die Portfoliozusammensetzung auch die Marktkapitalisierung und Marktliquidität wider. An den Kernmärkten mit renditeschwächeren Wertpapieren wurde generell eine höhere Anzahl von Wertpapieren aktiv angeboten, was beispielsweise zu einer gewissen Überrepräsentation von niederländischen RMBS im Portfolio geführt hat. Gleichzeitig befanden sich renditestärkere, nicht an den Kernmärkten gehandelte Wertpapiere zumeist im Besitz von Anlegern, die diese bis zur Endfälligkeit hielten. Sie wurden dem Eurosystem daher nicht im selben Maße angeboten. Zudem war eine stärkere Konzentration auf nach dem Start des ABSPP emittierte Wertpapiere festzustellen, da es im Rahmen des ABSPP möglich war, Ankäufe auf dem Primärmarkt zu tätigen und daher größere Mengen dieser Wertpapiere zu erwerben. Dies führte zu einer geringeren Präsenz in Ländern wie Spanien und Portugal, die seit Oktober 2014 ein niedrigeres Emissionsvolumen aufweisen.**

**Mit Blick auf das PSPP zeigt ein Vergleich der gewichteten durchschnittlichen Laufzeit der kumulierten Nettoankäufe mit derjenigen des Spektrums ankauffähiger Wertpapiere, dass diese Ende 2018 annähernd übereinstimmten** (siehe Tabelle C). Die Verteilung der gewichteten durchschnittlichen Laufzeiten des Spektrums ankauffähiger Wertpapiere über die einzelnen Länder hinweg spiegelt das bisherige Emissionsverhalten der Emittenten PSPP-fähiger Wertpapiere wider. Bei den kumulierten Nettoankäufen sind in den gewichteten durchschnittlichen Laufzeiten auch die Beiträge von Anleihen berücksichtigt, die aufgrund einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr nicht mehr ankauffähig sind. Somit spiegelt diese Messgröße im Wesentlichen die Verfügbarkeit einzelner zum Verkauf stehender Anleihen im Zeitverlauf wider. Aufgrund der Ankäufe im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) hielt das Eurosystem zudem beim Start des PSPP bereits große Bestände an Wertpapieren mit kurzen bis mittleren Laufzeiten. Dadurch wurde es in einigen Ländern schwieriger, solche Anleihen im Rahmen des PSPP anzukaufen. Daher ist die gewichtete durchschnittliche Laufzeit der kumulierten Nettoankäufe in diesen Ländern höher, als es ansonsten der Fall gewesen wäre.

**Tabelle C**

Gewichtete durchschnittliche Laufzeit der PSPP-Bestände nach Ländern per Ende 2018

(in Jahren)

Land	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	EU	Gesamt
<b>Kumulierte Nettoankäufe</b>	9,2	6,3	0,0	8,8	0,0	8,3	7,3	7,5	5,8	8,7	8,5	4,9	10,6	7,2	8,1	7,8	10,6	9,1	7,1	7,5	7,4
<b>Spektrum ankauffähiger Wertpapiere</b>	10,1	7,2	0,0	8,8	0,0	8,2	7,9	7,7	5,1	9,8	9,1	5,7	9,9	8,2	8,1	7,2	10,2	8,9	7,6	8,2	7,9

Anmerkung: Die gewichtete durchschnittliche Laufzeit der kumulierten Nettoankäufe in Ländern, deren Anleihen im Rahmen des EZB-Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) erworben wurden, ist höher, als dies der Fall gewesen wäre, wenn nicht bereits zahlreiche Wertpapiere mit kurzer bis mittlerer Laufzeit im Rahmen des SMP in großem Umfang angekauft worden wären.

### 3.3 Wertpapierleihgeschäfte

**Mithilfe von Wertpapierleihgeschäften im Rahmen des APP wurde den schwierigen Bedingungen am Repomarkt begegnet.** In Verbindung mit der allmählichen Aufstockung der PSPP-Bestände trug die steigende Nachfrage nach hochwertigen liquiden Vermögenswerten, die den regulatorischen Anforderungen entsprechen, dazu bei, dass sich die Lage am Repomarkt im Jahr 2016 zunehmend anspannte. Durch die Ankäufe des Eurosystems standen effektiv weniger Wertpapiere für die Marktteilnehmer zur Verfügung. Dies hätte zu einer Verknappung von als Sicherheiten verwendbaren Anleihen<sup>11</sup> führen und die Marktliquidität verringern können. Gleichzeitig bestand die Gefahr einer Beeinträchtigung des Preisfindungsmechanismus. Zur Minimierung solcher unbeabsichtigter Auswirkungen des APP entschied sich das Eurosystem, Wertpapierleihen durchzuführen.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Da Staatsanleihen sicher und liquide sind, werden sie an den Euro-Repomärkten am häufigsten als Sicherheiten verwendet.

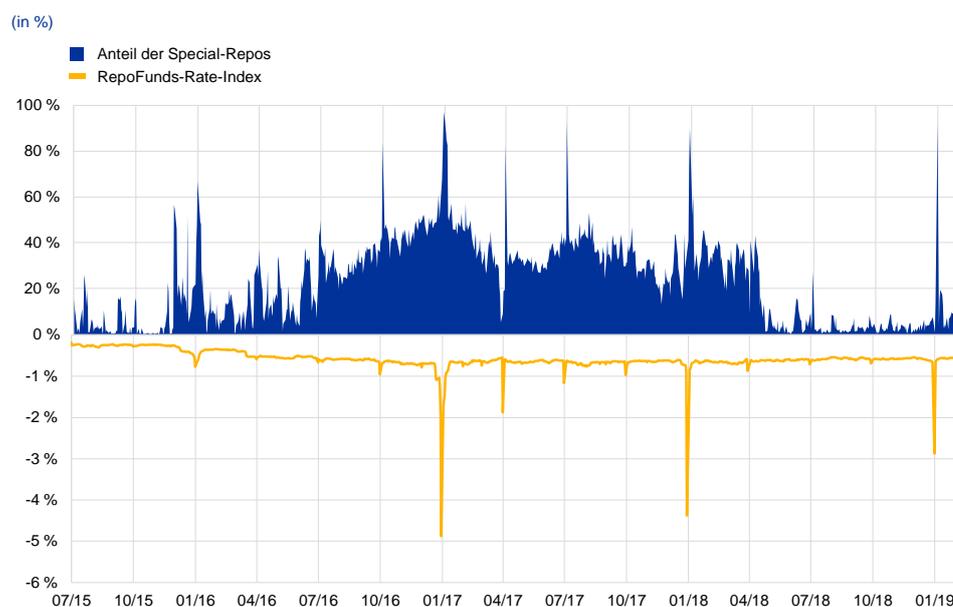
<sup>12</sup> Die PSPP-Wertpapierbestände wurden im April 2015, also kurz nach Beginn der Ankäufe, für Wertpapierleihen freigegeben. Die Leihe von CSPP-Wertpapieren ist für die NZBen des Eurosystems ebenfalls verpflichtend, bei Wertpapierbeständen aus dem CBPP3 sind die Leihgeschäfte freiwillig. Allerdings müssen gedeckte Schuldverschreibungen aus jedem Land, von dem solche Papiere angekauft wurden, von mindestens einer Zentralbank des Eurosystems für Wertpapierleihgeschäfte angeboten werden. Prinzipiell sind solche Geschäfte auch mit ABSPP-Beständen möglich, doch gab es seit Beginn des Programms hierzu noch keine Anfragen.

### Das Eurosystem führt Wertpapierleihen (auch noch in der Reinvestitionsphase des APP) dezentral und auf Basis gemeinsamer Grundsätze durch.

Dabei fungiert das Eurosystem als Sicherheitsmechanismus, ohne die normalen Aktivitäten am Repomarkt einzuschränken.<sup>13</sup> Aufgrund des institutionellen Rahmens des Eurosystems erfolgt die Umsetzung der Wertpapierleihgeschäfte dezentral und über mehrere Kanäle (z. B. in Form von bilateralen Wertpapierdarlehen oder über Wertpapierverwahrer). Wie aus dem oberen Teil von Abbildung 5 ersichtlich wird, erhöhte sich der Anteil deutscher Staatsanleihen, die als sogenannte Special-Repos gehandelt werden, d. h. mit einer Prämie gegenüber General-Collateral-Repos (GC-Repos), im Jahr 2016 deutlich. Das Eurosystem reagierte darauf mit einigen Veränderungen an den Modalitäten der Wertpapierleihen. So wurde etwa die Option eingeführt, Anleihen gegen Barsicherheiten zu entleihen. Dies war erstmals im Dezember 2016 möglich. Das Angebot an auf dem Repomarkt verfügbaren Anleihen erhöhte sich dadurch de facto, und der Anteil der als Special-Repos gehandelten Anleihen ging zurück.<sup>14</sup> Auch einige andere wirtschaftlich Berechtigte weiteten ihre Wertpapierleihgeschäfte in dieser Zeit aus.

#### Abbildung 5

Entwicklung deutscher Staatsanleihen am Repomarkt: Anteil von Special-Repos am Gesamtvolumen und Entwicklung des Reposatzes



Quellen: EZB-Berechnungen, NEX Data und MTS Markets.

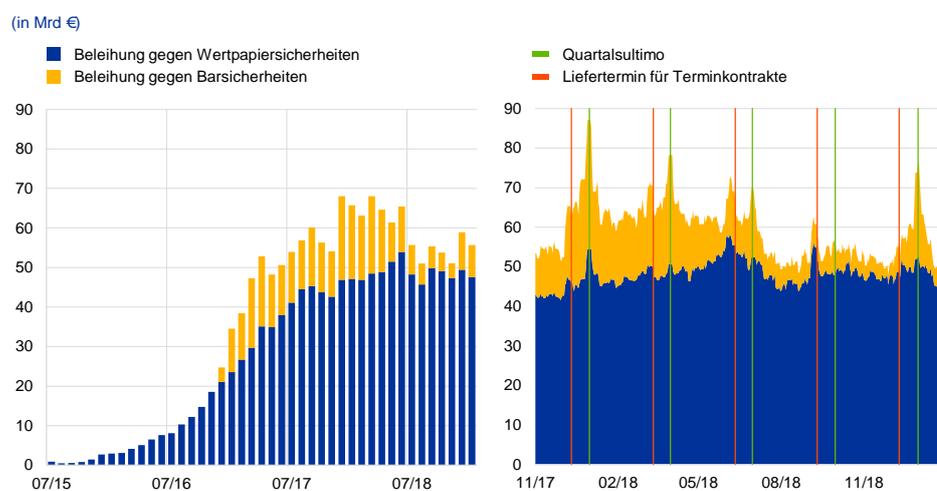
Anmerkung: „Special-Repos“ bezieht sich auf das Volumen der Anleihen, die mindestens 25 Basispunkte unterhalb der an einem gegebenen Tag günstigsten deutschen Anleihe gehandelt werden. Sie werden in % des am betreffenden Tag gehandelten Gesamtvolumens angegeben.

<sup>13</sup> Um dies sicherzustellen, wird die Wertpapierleihe zu einer bestimmten Zinsdifferenz gegenüber General-Collateral-Repos (für Wertpapierkredite) durchgeführt, und die Möglichkeit zur Hinterlegung von Barsicherheiten (die nur bei im Rahmen des PSPP erworbenen Wertpapieren besteht) wird entweder zum Zinssatz für die Einlagefazilität abzüglich 30 Basispunkten oder zum jeweils am Markt geltenden Reposatz gewährt, je nachdem, welcher dieser Zinssätze niedriger ist.

<sup>14</sup> Die Obergrenze für Wertpapierleihen gegen Barsicherheiten wurde zunächst auf 50 Mrd € festgelegt, im März 2018 aber auf 75 Mrd € angehoben. Grund hierfür war unter anderem, dass sich der Bestand an erworbenen Wertpapieren zwischenzeitlich erhöht hatte.

**Die Beleihung von PSPP-Wertpapieren schwankte im Zeitverlauf, wobei zum Quartalsultimo sowie vor Lieferterminen von Terminkontrakten Spitzen zu verzeichnen waren.** Ende 2017 erreichte der Marktwert der verliehenen Anleihen ein Rekordniveau von 87 Mrd €, davon waren 33 Mrd € gegen Barsicherheiten ausgeliehen worden (siehe Abbildung 6, rechte Grafik). Seit Mitte 2018 hat sich der Monatsdurchschnitt der Beleihung von Wertpapieren jedoch zwischen 50 Mrd € und 60 Mrd € eingependelt; dies entspricht 2,4 % bis 2,8 % der jeweiligen monatlichen PSPP-Bestände (siehe Abbildung 6, linke Grafik).

**Abbildung 6**  
 Beleihung von PSPP-Wertpapieren, aufgeschlüsselt in Beleihung gegen Wertpapiersicherheiten und Beleihung gegen Barsicherheiten



Quelle: EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Beträge sind zum Marktwert ausgewiesen. Seit dem 15. Dezember 2016 akzeptiert das Eurosystem bei PSPP-Wertpapierleihen auch Barsicherheiten.

## 4 Transmission und Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft

### 4.1 Haupttransmissionskanäle

**Das APP hat über verschiedene Transmissionskanäle eine merkliche Verbesserung der Finanzierungsbedingungen bewirkt, und da die einzelnen geldpolitischen Maßnahmen Teil eines Gesamtpakets waren, haben sie von sich wechselseitig verstärkenden Synergieeffekten profitiert.** Ereignisstudien haben belegt, dass die Renditen nach der Ankündigung des APP in allen Segmenten des Finanzmarktes deutlich zurückgingen.<sup>15</sup> Im Verlauf der Umsetzung des APP

<sup>15</sup> Siehe G. Dell'Ariccia, P. Rabanal und D. Sandri, Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom, *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 32, Nr. 4, Herbst 2018, S. 147-172; C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1864, 2015; R. De Santis, *Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1939, 2016; R. De Santis und F. Holm-Hadulla, *Flow effects of central bank asset purchases on euro area sovereign bond yields: evidence from a natural experiment*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2052, 2017.

trugen die rückläufigen Bankkreditzinsen und die Ausweitung der Kreditvergabe dazu bei, die Finanzierungsbedingungen zu lockern, die wirtschaftliche Erholung zu festigen und disinflationären Kräften entgegenzuwirken. Wie in der Fachliteratur umfangreich dokumentiert wurde, wirkt das APP über drei Hauptkanäle: den Signalkanal, den Portfolio-Rebalancing-Kanal und den direkten Weitergabekanal.<sup>16</sup> Das Maßnahmenpaket, zu dem das APP zählt, hat zu Synergieeffekten zwischen den einzelnen Maßnahmen geführt, die sich gegenseitig verstärken.

**Über den Signalkanal bekräftigte das APP die Absicht der EZB, über einen längeren Zeitraum hinweg hinreichende geldpolitische Impulse zu setzen, und trug somit auch zur Verankerung der Leitzinserwartungen bei.** Durch das APP wurde die Botschaft verstärkt, dass die Leitzinsen für lange Zeit niedrig bleiben würden. Die Signalwirkung groß angelegter Wertpapierankäufe durch Zentralbanken wird schon immer als wichtige Komponente der Transmission solcher Programme erachtet. Diese Komponente wurde im März 2016 zusätzlich dadurch untermauert, dass der EZB-Rat die Kommunikation hinsichtlich der erwarteten zukünftigen Entwicklung der Leitzinsen mit dem Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten in Bezug setzte.

**Über den Portfolio-Rebalancing-Kanal hat das APP in einer Vielzahl von Anlageklassen zu einem Renditerückgang geführt, und durch die negative Verzinsung von Zentralbankguthaben wurde ein zusätzlicher Anreiz für den Umschichtungsprozess gesetzt.** Werden die Preise für die angekauften Vermögenswerte in die Höhe getrieben, sinken ihre Renditen. Die niedrigeren Renditen veranlassen Anleger dazu, diese Wertpapiere zu veräußern und den damit verbundenen Gewinn einzustreichen. Da das Halten der aus dem Verkauf resultierenden Liquidität für die Verkäufer aber nicht unbedingt einen perfekten Ersatz für die verkauften Wertpapiere darstellt, legen sie diese wieder an und schichten ihr Portfolio zugunsten von anderen Vermögenswerten, beispielsweise Wertpapieren und Krediten, um (siehe auch Kasten 4). Dieser Prozess wird durch die negative Verzinsung der Zentralbankguthaben verstärkt.<sup>17</sup> In der Folge gingen die Renditen auch in anderen Marktsegmenten zurück, die gar nicht das eigentliche Ziel der Wertpapierankäufe der Zentralbank waren: So kam es etwa an den nicht in Euro handelnden Renten- und Aktienmärkten ebenfalls zu Umschichtungen.<sup>18</sup>

**Innerhalb des Portfolio-Rebalancing-Kanals wirkte sich insbesondere der Abzug von Durationsrisikopositionen auf die Terminprämien-Komponente mittel- und langfristiger Renditen aus** (siehe Kasten 3). Der Ankauf von Vermögenswerten senkt das Durationsrisiko privater Anleger, was ihre Risikotragfähigkeit erhöht und Anreize schafft, ihr angestrebtes Gesamtrisikoprofil durch Investitionen in andere Vermögenswerte wiederherzustellen. Aus diesem Grund wirkt

<sup>16</sup> Eine Übersicht über die Kanäle und eingehendere Analysen finden sich in: EZB, [Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB](#), Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015; EZB, [Auswirkungen der Sondermaßnahmen der EZB auf die Finanzierungsbedingungen: Bestandsaufnahme der jüngsten Erkenntnisse](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2017, März 2017.

<sup>17</sup> Siehe E. Ryan und K. Whelan, [Quantitative Easing and the Hot Potato Effect: Evidence from the Euro Area Banks](#), Research Technical Paper der Central Bank of Ireland, Bd. 2019, Nr. 1, 2019.

<sup>18</sup> Siehe [The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#), Rede von Benoît Cœuré, Mitglied des Direktoriums der EZB, anlässlich einer Sitzung der Foreign Exchange Contact Group am 11. Juli 2017 in Frankfurt am Main.

sich die Extrahierung von Durationsrisiken nicht nur in den angekauften Laufzeit- und Forderungskategorien, sondern auch darüber hinaus auf die Vermögenspreise aus.

**Über den direkten Weitergabekanal, der vor allem beim ABSPP und beim CBPP3 zum Tragen kommt, hat das APP eine unmittelbare Verbesserung der Kreditkonditionen für den nichtfinanziellen privaten Sektor bewirkt.** Gleichzeitig wurde durch das Zusammenspiel von CBPP3 und GLRGs auch die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen gefördert.<sup>19</sup> Allgemein haben die GLRGs die Refinanzierungskosten der teilnehmenden Banken gesenkt und somit mögliche ungünstige Effekte der Negativverzinsung von Zentralbankguthaben auf die Kreditvergabe der Banken eingedämmt. Durch die Ankaufprogramme sind die Preise von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen gestiegen und die Marktzinsen für die Emittenten gesunken. Dadurch erhielten die Banken einen Anreiz, mehr Kredite zu schöpfen, um sie zu bündeln und weiterzuverkaufen. Über diesen Mechanismus haben die Anleihekäufe die Kreditbedingungen im nichtfinanziellen privaten Sektor gestützt. In vergleichbarer Weise hat das CSPP die Finanzierungskosten für Unternehmen, die direkt an den Finanzmärkten agieren, verringert und dazu beigetragen, dass große Unternehmen Bankkredite durch marktbasierende Finanzierungsmittel substituierten. Dadurch wurde in den Bilanzen der Banken Spielraum für die Finanzierung von Krediten an kleine und mittlere Unternehmen geschaffen.<sup>20</sup>

### Kasten 3

#### Auswirkungen des APP auf die Renditestruktur von Anleihen aus dem Euroraum – eine modellgestützte Beurteilung

Fabian Eser, Wolfgang Lemke und Andreea Liliana Vladu

**Die Terminprämien-Komponente von Anleiherenditen spiegelt das aggregierte Durationsrisiko der Anleger wider.** Die risikofreie Rendite einer langfristigen Anleihe setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: den durchschnittlichen Erwartungen hinsichtlich des kurzfristigen Zinssatzes über die Anleihelaufzeit hinweg sowie einer Terminprämie. In der Terminprämie kommt zum einen die aktuelle und die erwartete zukünftige Risikobehaftung der jeweiligen Anleihe (d. h. das anleihespezifische Durationsrisiko) und zum anderen die Entschädigung pro Einheit des eingegangenen Risikos zum Ausdruck. Diese Entschädigung – der „Preis des Risikos“ – hängt wiederum vom aggregierten Durationsrisiko ab, das vom Markt getragen wird.

**Wertpapierankäufe durch Zentralbanken verringern das insgesamt von privaten Anlegern zu tragende Durationsrisiko und senken dadurch den Preis des Risikos und in der Folge auch die Terminprämie.** Ein wichtiger Aspekt hierbei ist, dass der Effekt von Anleihekäufen auf die Terminprämie vom gesamten Entwicklungspfad des durationsgewichteten Portfolios der erworbenen Anleihen abhängt. Dadurch, dass das aggregierte Durationsrisiko über die Laufzeit hinweg sinkt und beispielsweise bei einer zehnjährigen Anleihe nach fünf Jahren nicht mehr so hoch ist wie zu Beginn

<sup>19</sup> Siehe EZB, [Transmission geldpolitischer Sondermaßnahmen auf MFI-Zinssätze im Kreditgeschäft](#), Wirtschaftsbericht 1/2017, Februar 2017.

<sup>20</sup> Siehe De Santis et al., [Die Auswirkungen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors auf die Märkte für Unternehmensanleihen und auf die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2018, EZB, Mai 2018.

der Laufzeit, verringert sich die zukünftig geforderte Risikokompensation und damit auch die aktuelle Terminprämie.

### **Die Auswirkung des APP auf die Terminprämie kann mithilfe eines arbitragefreien**

**Renditestrukturmodells geschätzt werden.**<sup>21</sup> Die Triebfedern der Renditeentwicklung lassen sich durch drei Faktoren zusammenfassen. Einer davon betrifft die Durationsrisikopositionen, die sich im Streubesitz („free float“) befinden, d. h. von Marktteilnehmern gehalten werden, die als bereit gelten, ihre Anleiheportfolios im Fall von Preisänderungen umzuschichten.<sup>22</sup> Um zu untersuchen, wie die gegenwärtigen und künftig erwarteten APP-Volumina die Renditestrukturkurve beeinflussen, werden im Modell aktuelle und zukünftige Veränderungen des Streubesitzes mit Veränderungen der Terminprämie in Beziehung gesetzt.<sup>23</sup>

### **Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum sind infolge der APP-bedingten Verringerung des gegenwärtigen und erwarteten Streubesitzvolumens im zehnjährigen**

**Laufzeitenbereich schätzungsweise um etwa 100 Basispunkte gesunken** (siehe Abbildung A, linke Grafik). Die Grafik veranschaulicht den Effekt des APP auf die Terminprämie entlang der Renditestrukturkurve zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des PSPP sowie zum Ende des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Dezember 2018. Dabei wird ersichtlich, dass die Auswirkungen auf die Terminprämie bei den längeren Laufzeiten größer waren.

### **Was die künftige Entwicklung betrifft, so ist angesichts der umfangreichen Bestände an erworbenen Vermögenswerten und der geplanten Reinvestitionen davon auszugehen, dass auch nach Beendigung der Nettoankäufe ein beträchtlicher Teil des Durationsrisikos**

**vermindert wird** (siehe Abbildung A, rechte Grafik). Die Grafik zeigt die Entwicklung des komprimierenden Effekts des APP auf die Terminprämie zehnjähriger Anleihen basierend auf Projektionen des Streubesitzes zum Zeitpunkt der Beendigung der Nettoankäufe. Die Auswirkung auf die Terminprämie lässt mit der Zeit nach. Dies hängt mit der Alterung des Portfolios – d. h. mit der allmählichen Verringerung der Duration, wenn die im Portfolio gehaltenen Papiere nach und nach fällig werden – sowie mit dem von den Marktteilnehmern antizipierten Abbau des Portfolios nach Ablauf des erwarteten Zeithorizonts der Reinvestitionen zusammen.

---

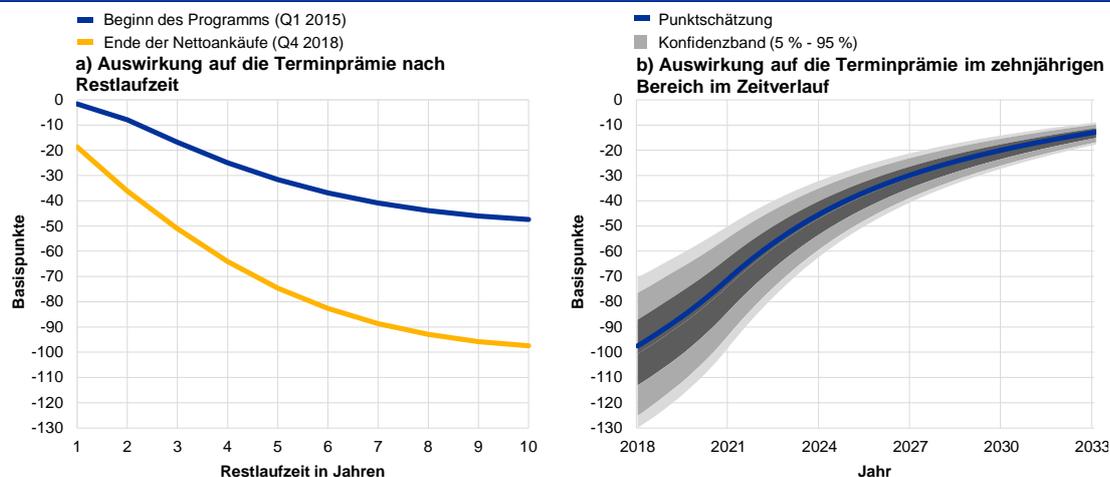
<sup>21</sup> Eine genauere Beschreibung des Modells findet sich in: F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. Vladu, Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze. Darin wird ein ähnlicher Modellrahmen zugrunde gelegt wie in: C. Li und M. Wei, [Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve's Large-Scale Asset purchase Programs](#), International Journal of Central Banking, 9(1), S. 3-39, 2013. Das dort vorgestellte Modell wird von der Federal Reserve verwendet, um die Auswirkungen umfangreicher Staatsanleihekäufe auf die Anleiherenditen zu schätzen.

<sup>22</sup> Als preissensibel gelten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte, Geldmarktfonds und monetäre Finanzinstitute (ohne Eurosystem). Demgegenüber werden sowohl die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen als auch die sonstigen Bestände des Eurosystems an von öffentlichen Haushalten außerhalb des Euroraums emittierten Wertpapieren (insbesondere Fremdwährungsreserven von Zentralbanken), die innerhalb des Euroraums gehaltenen Staatsanleihebestände sowie die Portfolios von Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen als nicht preissensibel erachtet.

<sup>23</sup> Die hierfür erforderlichen Streubesitz-Projektionen zu jedem Zeitpunkt beruhen auf den vom EZB-Rat kommunizierten APP-Parametern sowie von den aus Umfragedaten abgeleiteten Erwartungen des privaten Sektors.

## Abbildung A

### Geschätzter Effekt des APP auf die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum



Quelle: Basierend auf Eser, Lemke, Nyholm, Radde und Vladu (2019).

Anmerkung: Die linke Grafik veranschaulicht den geschätzten dämpfenden Effekt des APP auf die Terminprämien-Komponente der Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum mit Laufzeiten von einem Jahr bis zehn Jahren zum Zeitpunkt der Einführung des APP (Q1 2015) sowie zum Zeitpunkt der Beendigung der Phase der Nettoankäufe im Dezember 2018. Die rechte Grafik enthält Punktschätzungen des dämpfenden Effekts auf die Terminprämien zehnjähriger Anleihen im Zeitverlauf. Das Konfidenzband wurde mithilfe von Bootstrap-/Monte-Carlo-Resampling-Verfahren erstellt und trägt der Parameterunsicherheit der Punktschätzungen Rechnung. Als Näherungswert für die Staatsanleiherenditen im Euroraum wurden die BIP-gewichteten Nullkuponrenditen der vier größten Euro-Länder verwendet.

**Die Quantifizierung des Effekts des APP auf die Zinsstrukturkurve ist auf unterschiedlichen Ebenen mit Unsicherheit behaftet.** Unter Berücksichtigung der Parameterunsicherheit der Modellschätzung dürfte sich die Auswirkung des APP auf die Terminprämie im Zehnjahresbereich aktuell zwischen 70 und 130 Basispunkten bewegen.<sup>24</sup> Weitere Ursachen für Unsicherheit ergeben sich aus der Modellspezifikation, dem Schätzfenster sowie der Quantifizierung der Messgröße des Streubesitzes.

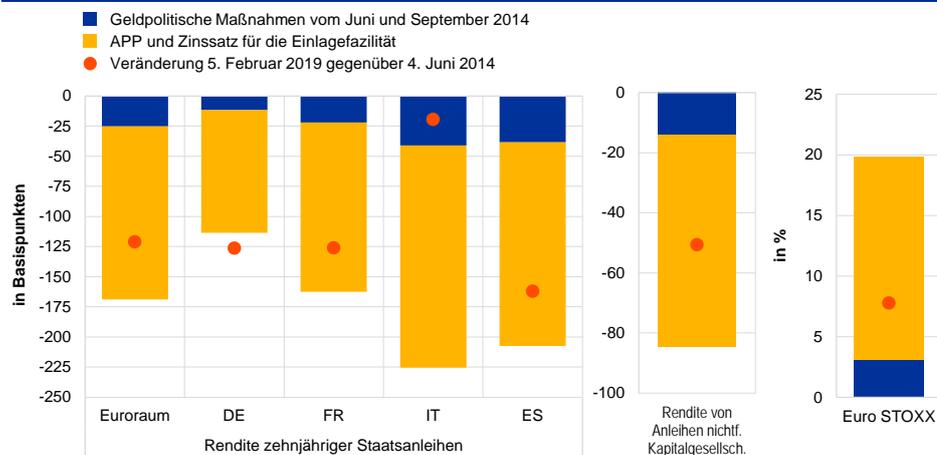
**Das APP hat zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen in allen Anlageklassen geführt.** Durch die über das Programm zugeführte Liquidität wurden die kurzfristigen Geldmarktsätze in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB gehalten, und im Zusammenspiel mit den negativen Zinssätzen und der Forward Guidance wurde die erwartete Entwicklung der Geldmarktsätze im Einklang mit dem geplanten geldpolitischen Kurs verankert. In Abbildung 7 wird der geschätzte kumulierte Lockerungseffekt des APP neben der sich aus anderen Maßnahmen ergebenden Lockerung über die verschiedenen Anlageklassen hinweg dargestellt und zu den tatsächlichen Vermögenspreisänderungen seit 2014 in Bezug gesetzt.<sup>25</sup> Das APP scheint zu einem Rückgang der Renditen von Staatsanleihen und Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften geführt sowie zu einem Anstieg der Aktienkurse beigetragen zu haben.

<sup>24</sup> Abbildung 7 liefert weitere Belege auf der Grundlage zusätzlicher methodischer Rahmen und gibt einen Überblick über den Effekt der anderen seit Juni 2014 ergriffenen Maßnahmen.

<sup>25</sup> Weitere Belege für die Wirkung des APP finden sich in Kasten 3 des vorliegenden Aufsatzes.

## Abbildung 7

### Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen auf die Preise und Renditen am Finanzmarkt



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Wirkung der im Juni und September 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen, des APP und der Herabsetzung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf die Preise und Renditen am Finanzmarkt. Der Effekt der Maßnahmen vom Juni und September 2014 wird anhand einer Ereignisstudienmethodik geschätzt, deren Fokus auf der Wirkung der Ankündigung dieser Maßnahmen liegt. Siehe hierzu EZB, *Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB*, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015. Die Auswirkung der Senkung des Einlagesatzes beruht ausschließlich auf den Ankündigungseffekten der Herabsetzung des Einlagesatzes im September 2014. Bei den nachfolgenden Senkungen des Einlagesatzes ist es hingegen schwierig, deren Einfluss von den zeitgleich vorgenommenen Anpassungen des APP zu trennen. Die beiden Effekte werden deshalb zusammen dargestellt. Die Wirkung des APP umfasst die Auswirkungen der Ankaufmaßnahmen, die der EZB-Rat im Januar und Dezember 2015, im März und Dezember 2016 sowie im Oktober 2017 beschlossen hat. Die Wirkung der APP-Maßnahme vom Januar 2015 wird anhand zweier Ereignisstudien geschätzt, in deren Rahmen eine große Spanne von Ereignissen ab September 2014 betrachtet wird, die Einfluss auf die Markterwartungen hinsichtlich des Programms hatten. Siehe hierzu C. Altavilla, G. Carboni und R. Motto, a. a. O.; R. De Santis, a. a. O. Die Quantifizierung des Einflusses des Maßnahmenpakets vom Dezember 2015 auf die Vermögenspreise basiert auf einer breit angelegten Bewertung auf Grundlage von Ereignisstudien und modellbasierten kontrafaktischen Analysen. Die Auswirkungen der Maßnahmenpakete vom März und Dezember 2016 werden ebenfalls mithilfe modellbasierter kontrafaktischer Untersuchungen beziffert. Bei der Beurteilung der Folgen des Maßnahmenpakets vom Oktober 2017 kommen zwei Modelle zum Einsatz, zum einen ein Zinsstrukturmodell ähnlich dem in Kasten 3 vorgestellten und zum anderen eine Regressionsanalyse auf Basis einzelner Wertpapiere (ISIN-by-ISIN). Vgl. hierzu S. D'Amico und T. B. King, *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply*, *Journal of Financial Economics*, Bd. 108, Ausgabe 2, 2013, S. 425-448.

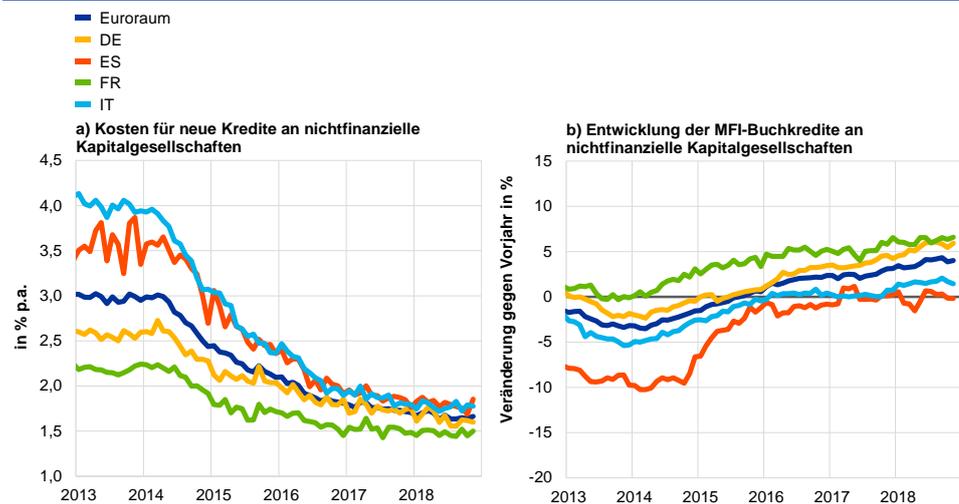
**Die Banken haben bei der Transmission der Netto-Wertpapierankäufe auf die Finanzierungsbedingungen eine wesentliche Rolle gespielt.** Der bankbasierten Finanzintermediation kommt nach wie vor eine sehr große Bedeutung zu, auch wenn die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum in den letzten zehn Jahren eine Tendenz zur Finanzierung über die Märkte aufwies. In Verbindung mit der negativen Verzinsung der Einlagefazilität und den GLRGs hat das APP die Banken dazu veranlasst, die Erträge aus Vermögensveräußerungen zur Kreditschöpfung zu verwenden (siehe Kasten 4).

**In der Folge sind die Kreditzinsen der Banken in den einzelnen Euro-Ländern seit Mitte 2014 kontinuierlich zurückgegangen und haben sich immer stärker angenähert.** Die gewichteten Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften liegen derzeit fast auf ihrem historischen Tiefstand (siehe Abbildung 8, linke Grafik). Die Ergebnisse modellgestützter Untersuchungen lassen darauf schließen, dass das APP und die Senkung des Einlagesatzes seit Juni 2014 – bedingt durch den Effekt dieser Maßnahmen auf die Zinsstruktur – eine Verringerung der Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um rund

50 Basispunkte bewirkt haben.<sup>26</sup> Die zuvor in den einzelnen Euro-Ländern sehr unterschiedlichen Kreditkosten haben sich sukzessive angenähert, sodass nun fast keine Unterschiede mehr bestehen.

### Abbildung 8

Kosten für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Entwicklung der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Kreditfinanzierungskosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Buchkredite bereinigt um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling. „MFI“ steht für „monetäres Finanzinstitut“. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2018.

**Außerdem hat das APP nachweislich in erheblichem Maße zur Erholung des Kreditwachstums beigetragen.** Das Volumen der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften wies ab Mitte 2015 wieder positive Wachstumsraten auf. Modellgestützte Simulationen lassen den Schluss zu, dass fast die Hälfte des jährlichen Wachstums der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (von 4,3 %) im dritten Quartal 2018 auf die Wirkung des APP zurückgeführt werden kann (siehe Abbildung 8, linke Grafik).<sup>27</sup> Einzelheiten zur bankbasierten Transmission des APP auf die Kreditvergabe finden sich in Kasten 4.

<sup>26</sup> Zum Vergleich: Der Gesamtrückgang der Bankkreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Zeitraum von Juni 2014 bis Oktober 2018 belief sich auf 129 Basispunkte. Die Schätzung wurde auf der Basis von Transmissionsmechanismen bei Kreditzinsen angestellt, die über den Zusammenhang zwischen Staatsanleiherenditen und Finanzierungskosten der Banken funktionieren, darunter: a) Standard-Transmissionsmechanismen, die für die Projektionen herangezogen werden, und b) Transmissionsmodelle, die auf granularen Daten aus Bankbilanzen basieren. Zu b) siehe C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through, Journal of Monetary Economics, erscheint in Kürze. Daneben übten die GLRGs zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Bankkreditzinsen aus.

<sup>27</sup> Der ausgewiesene Wert entspricht dem Durchschnitt alternativer Schätzungen: a) DGSE-Simulationen mit dem Ziel, die Wirkung des APP zu beziffern, in Anlehnung an M. Darracq Pariès und M. Kühl, [The optimal conduct of central bank asset purchases](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1973, 2016; b) Schätzungen des APP-Effekts auf Basis eines VAR-Modells mit zeitvariablen Parametern und stochastischer Volatilität auf der Grundlage von L. Gambetti und A. Musso, [The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme \(APP\)](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2075, 2017; c) Länderschätzungen des Einflusses unkonventioneller geldpolitischer Schocks auf Basis eines BVAR-Mehrländermodells von C. Altavilla, D. Giannone und M. Lenza, [The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements](#), International Journal of Central Banking, Bd. 12(3), 2016, S. 29-57.

## Kasten 4

### Auswirkungen des APP auf die Kreditvergabe an Unternehmen

---

Miguel Boucinha und Sarah Holton

**Alle seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen haben zu einer Stützung der Kreditvergabebedingungen beigetragen, wodurch es schwierig ist, den jeweiligen Einfluss einzelner Maßnahmen zu bestimmen.** Dieses Problem kann durch die Verwendung granularer Daten angegangen werden. Es ist möglich, den Beitrag des APP zur Kreditvergabe an Unternehmen zu identifizieren, indem man die qualitativen Informationen, die die Banken in der Umfrage zum Kreditgeschäft auf Institusebene melden, mit den Bilanzcharakteristika und Kreditströmen der einzelnen Banken abgleicht.

**Die granularen Daten zeigen, dass die Banken unterschiedliche Liquiditätszuflüsse in Zusammenhang mit dem APP verzeichneten.**<sup>28</sup> Der Ankauf von Anleihen durch das Eurosystem steigert die Liquidität der Banken direkt, wenn sie selbst Anleihen veräußern, und indirekt, wenn sich durch Anleiheverkäufe ihrer Kunden die Einlagen erhöhen. Betrachtet man die Daten der Umfrage zum Kreditgeschäft im Zusammenhang mit Bilanzdaten, so bestätigt sich, dass Banken, die kurz vor Beginn des APP höhere Bestände an Staatsanleihen hielten, im Durchschnitt einen stärkeren Liquiditätseffekt durch das Programm verbuchten (Abbildung A, linke Grafik): Insgesamt meldeten per saldo gut 20 % der Banken einen positiven Effekt auf die Liquidität. Bei den Banken, die Ende 2014 über relativ hohe Bestände an Staatsanleihen verfügten, lag der Anteil der Institute, die positive Auswirkungen meldeten, indes um 10 Prozentpunkte höher bei über 30 %. Die Banken, die einen Anstieg der Liquidität aufwiesen, konnten in der Folge eine Umschichtung hin zu anderen Aktiva wie Krediten vornehmen.

**Bei Banken mit höheren Liquiditätszuflüssen in Zusammenhang mit dem APP war nach der Umsetzung des Programms eine stärkere Zunahme der Kreditvergabe an Unternehmen zu konstatieren.** In der rechten Grafik von Abbildung A werden die Daten der Umfrage zum Kreditgeschäft genutzt, um Banken zu identifizieren, auf die sich die Maßnahmen stärker auswirkten. Sie verdeutlicht, dass bei dieser Gruppe von Banken nach der Einführung des APP ein höheres kumulatives Wachstum der Kreditvergabe festzustellen war, als bei anderen Banken. Obwohl Abbildung A darauf hindeutet, dass die Maßnahmen wirksam waren, wurde der Entwicklungstrend möglicherweise von anderen verzerrenden Faktoren beeinflusst, wie etwa dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld, den Geschäftsmodellen der Banken und den Nachfragebedingungen bei jenen Banken, bei denen die Maßnahmen stärkere Auswirkungen hatten. Um eine kausale Aussage über die Auswirkungen des Programms auf das Kreditangebot treffen zu können, ist es erforderlich, diesen Faktoren Rechnung zu tragen. Eine modellgestützte Analyse zeigt, dass das APP auch bei Berücksichtigung bankspezifischer Charakteristika (sowohl veränderlichen als auch unveränderlichen nicht beobachtbaren Merkmalen), Nachfragebedingungen und gesamtwirtschaftlichen Schwankungen eine starke Triebfeder für ein höheres Kreditangebot seitens der Banken darstellt, die im Zusammenhang mit den Anleiheankäufen stärkere Liquiditätszuflüsse verzeichneten.<sup>29</sup>

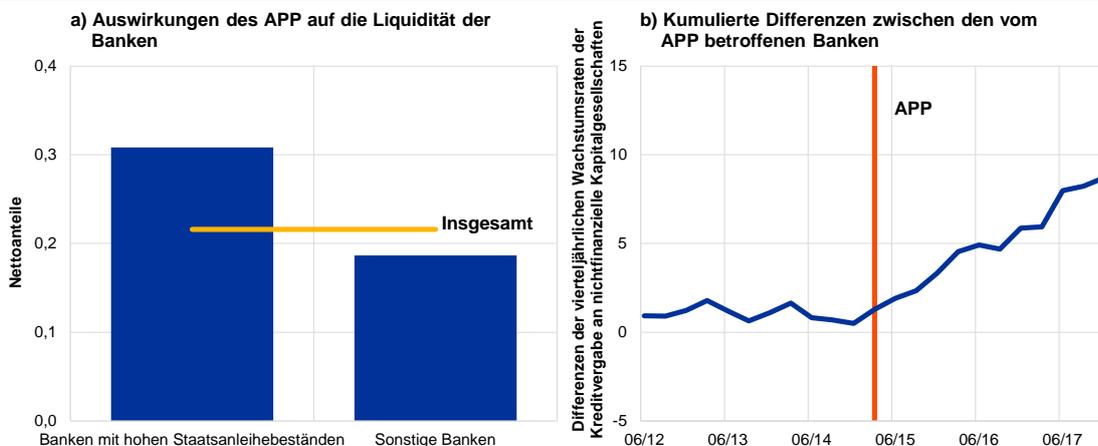
---

<sup>28</sup> Siehe auch C. Altavilla, F. Canova und M. Ciccarelli, a. a. O.; U. Albertazzi, B. Becker und M. Boucinha, [Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset programmes: evidence from the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2125, 2018.

<sup>29</sup> Siehe C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton und S. Ongena, [Credit supply and demand in unconventional times](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2202, 2018.

## Abbildung A

### Auswirkungen des APP auf Liquidität und Kreditvergabe der Banken



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen; Altavilla, Boucinha, Holton und Ongena, 2018.

Anmerkung: Die Grafik auf der linken Seite bildet Nettoanteile ab, d. h., sie zeigt die Differenz zwischen dem Prozentsatz der Banken, die einen positiven und dem Prozentsatz der Banken, die einen negativen Effekt melden. „Banken mit hohen Beständen an Staatsanleihen“ sind diejenigen, die in Bezug auf ihre Bestände an Staatsanleihen im Dezember 2014 gemessen an ihren Hauptaktiva im 75. Perzentil rangieren. Alle übrigen Banken sind unter „Sonstige Banken“ erfasst. Die rechte Grafik der Abbildung zeigt die kumulative Differenz zwischen den vierteljährlichen Wachstumsraten der Banken, die im Durchschnitt meldeten, dass die Auswirkungen des APP auf ihre Liquiditätsposition eher positiv waren, und der sonstigen Banken. Die rote Linie markiert den Start der Ankäufe im Rahmen des APP im März 2015.

## 4.2 Auswirkungen auf die Konjunktur und Inflation im Euro-Währungsgebiet sowie Fortschritte in Richtung einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung

Das APP hat in Verbindung mit den anderen geldpolitischen Maßnahmen einen wesentlichen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung und zur Erwartungsbildung in Bezug auf die Inflation geleistet. Berechnungen des Eurosystems zufolge lässt sich der Gesamteffekt der seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen auf die Inflationsrate im Euroraum kumuliert für die Jahre 2016 bis 2020 auf geschätzt rund 1,9 Prozentpunkte beziffern, wobei der stärkste Effekt 2016 und 2017 zu verzeichnen war (siehe Tabelle 1). Die Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP wiesen eine ähnliche Größenordnung auf.

**Tabelle 1**

Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen auf die Inflation und das Wachstum des realen BIP im Euroraum

	Inflation (in Prozentpunkten)						Wachstum des realen BIP (in Prozentpunkten)					
	2016	2017	2018	2019	2020	Kumuliert (2016-2020)	2016	2017	2018	2019	2020	Kumuliert (2016-2020)
<b>Alle Maßnahmen seit Juni 2014</b>	0,85	0,49	0,22	0,21	0,16	1,9	0,79	0,48	0,31	0,2	0,08	1,9

Quellen: Berechnungen des Eurosystems und länderbasierte Modelle der NZBen.

Anmerkung: In der Tabelle wird der geschätzte Effekt aller seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen dargestellt. Als Referenz für die Bewertung werden die Daten zu den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2018 zugrunde gelegt. Die Schätzungen werden aus den verschiedenen Modellierungsansätzen abgeleitet, die sowohl die von der EZB und den NZBen entwickelten Modelle als auch die länderbasierten Modelle der NZBen umfassen. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

**Im Juni 2018 signalisierte der EZB-Rat, dass er von einem Ende des Nettoankaufs von Vermögenswerten bis zum Jahresende ausgehe, und im Dezember 2018 wurde der Beschluss zur Beendigung der Anleihekäufe bestätigt.** In die Entscheidungen des EZB-Rats, die Ankäufe zu verschiedenen Zeitpunkten zu verlängern, auszuweiten, zu reduzieren und schließlich zu beenden, floss stets auch die Bewertung des Fortschritts in Richtung einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung ein. Nach einer Beurteilung der bis dato erzielten Fortschritte signalisierte der EZB-Rat im Juni 2018 seine Erwartung, dass der Nettoankauf von Vermögenswerten im Dezember 2018 eingestellt werde, sofern die eingehenden Daten die vom EZB-Rat zugrunde gelegten mittelfristigen Inflationsaussichten stützten. Im Dezember 2018 wurde das Ende der Ankäufe dann tatsächlich bestätigt.

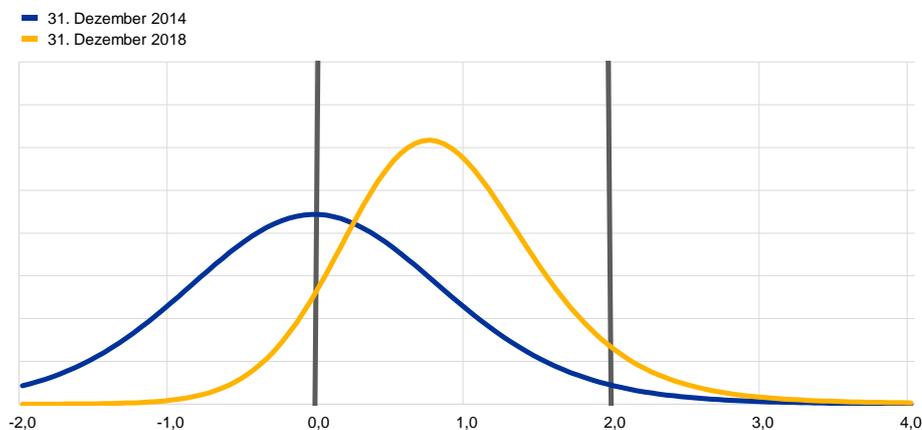
**Die Einschätzung, dass erhebliche Fortschritte erzielt worden seien, war in einer umfassenden Prüfung begründet, in die unter anderem die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems, Messgrößen des Preis- und Lohnendrucks sowie Unsicherheiten hinsichtlich des Inflationsausblicks einbezogen wurden.** Die im Juni und Dezember 2018 erfolgte positive Bewertung des EZB-Rats im Hinblick auf die bei der nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung erzielten Fortschritte wurde untermauert durch die größere Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen, die zugrunde liegende Stärke der Binnennachfrage und die nach wie vor umfangreiche geldpolitische Akkommodierung. Diese Aspekte gaben Anlass zur Zuversicht, dass sich die nachhaltige Annäherung der Teuerung an das Inflationsziel fortsetzen und auch nach Abschluss der Nettoankäufe von Vermögenswerten anhalten werde.

**Im Jahresverlauf 2018 näherten sich die mittelfristigen Projektionen zur Gesamtinflation der 2 %-Marke an** (siehe Abbildung 1). Zudem ließ die Unsicherheit bezüglich der Inflationsaussichten spürbar nach, und das Deflationsrisiko löste sich praktisch auf. Die anhand verschiedener Quellen gemessenen Inflationserwartungen verbesserten sich allmählich und näherten sich dem Inflationsziel der EZB an. Die Verteilung der Prognosen, die sich aus modellgestützten Analysen, marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (siehe Abbildung 9) und umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen ergab, zeigte, dass erhebliche Fortschritte erzielt worden waren. Überdies waren die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation zwar insgesamt nach wie vor gedämpft, doch nahm der Lohnkostendruck aufgrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage am Arbeitsmarkt weiter zu und lieferte somit weitere Belege dafür, dass die Rückkehr der Gesamtinflationsrate in Richtung des EZB-Ziels nachhaltig war.

## Abbildung 9

Aus Optionen abgeleitete Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion des Inflationsausgleichs im Euroraum in den kommenden zwei Jahren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Dichte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die aus Optionen abgeleitete Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion auf Basis von zweijährigen Nullkupon-Inflationsoptionen. Diese risikoneutralen Wahrscheinlichkeiten können erheblich von den physikalischen (also tatsächlichen) Wahrscheinlichkeiten abweichen. Sie werden anhand von Call- und Put-Optionen („Caplets“ und „Floorlets“) mit unterschiedlichen Strike-Sätzen auf den (um drei Monate verzögerten) HVPlxT (ohne Tabakwaren) im Euroraum geschätzt; dabei werden das Optionspreismodell von Black und Scholes sowie eine Veränderlichkeit der Volatilitäten je nach Strike-Satz („Volatilitäts-Smile“) als Annahmen zugrunde gelegt.

**Abschließend ist festzuhalten, dass die zukünftige Inflationsentwicklung der Einschätzung zufolge immer widerstandsfähiger werden und somit immer weniger von Nettoankäufen von Vermögenswerten abhängen dürfte.** Im Einklang mit den Transmissionsmustern, die typisch für geldpolitische Standard- und Sondermaßnahmen sind, sind die geschätzten Auswirkungen des Nettozugangs zum APP-Portfolio im Laufe der Zeit tendenziell rückläufig. Auf Basis dieser Befunde ist davon auszugehen, dass die aktuelle und die künftige Inflationsentwicklung weniger stark von den Wertpapierankäufen abhängig sein werden.

## 5 Ausblick

**Der Beschluss des EZB-Rats vom Dezember 2018, den Nettoankauf von Vermögenswerten einzustellen, wurde zusammen mit der Entscheidung gefasst, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit auch weiterhin wieder anzulegen und die Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen und die Wiederanlagepolitik auszuweiten.** Im Dezember vollendete der EZB-Rat den Übergang vom Nettoerwerb von Vermögenswerten auf die Leitzinsen als neues Hauptinstrument der Geldpolitik. Angelehnt an die Struktur während der Zeit der Nettoankäufe besteht der erste Baustein der Forward Guidance des EZB-Rats in Bezug auf die Zinssätze seit Dezember 2018 aus einer zeitabhängigen Komponente (d. h. die Leitzinsen der EZB werden voraussichtlich „mindestens über den Sommer 2019 [...] auf ihrem aktuellen Niveau bleiben“) und einer zustandsabhängigen Komponente, die die Entwicklung der Leitzinsen an das Preisstabilitätsziel koppelt („und in jedem Fall so lange wie erforderlich [...], um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein

Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen“). Durch den zweiten Baustein der Forward Guidance wird der Wiederanlagezeitraum unmittelbar mit dem Hauptinstrument der Geldpolitik verkettet und eine zeitliche Abfolge hergestellt. Dementsprechend kommuniziert der EZB-Rat derzeit seine Absicht, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen begonnen werde, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

**Auch während der Reinvestitionsphase wird das Eurosystem das auf einer reibungslosen und flexiblen Umsetzung fußende Prinzip der Marktneutralität verfolgen.** Zu diesem Zweck werden die Tilgungsbeträge wieder angelegt, um eine regelmäßige und ausgewogene Marktpräsenz zu ermöglichen. Im Jahr 2019 werden sich die Tilgungsbeträge im Rahmen des APP auf 203 Mrd € belaufen, was einer durchschnittlichen monatlichen Wiederanlage von fast 17 Mrd € entspricht. Während des Wiederanlagezeitraums kann es aus operationalen Gründen in begrenztem Maße zu vorübergehenden Abweichungen beim Gesamtumfang und bei der Zusammensetzung des APP kommen. Etwaige Anpassungen der Portfoliozusammensetzung im Hinblick auf die Anteile der einzelnen Länder werden schrittweise vollzogen und so kalibriert, dass die Wahrung geordneter Marktverhältnisse gewährleistet ist.

**Insgesamt ist festzuhalten, dass das APP zur Erfüllung des Preisstabilitätsmandats der EZB beigetragen und sich damit als zweckmäßiges Werkzeug im geldpolitischen Instrumentarium der EZB erwiesen hat.** Neben den anderen seit Mitte 2014 ergriffenen Maßnahmen stellt das APP ein anpassungsfähiges und zweckdienliches geldpolitisches Instrument dar, das die EZB bei der Ausübung ihres Mandats unterstützt hat.

# 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
- .
- ... 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	
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	4,5	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	9,1	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2018	.	3,0	1,4	0,7	6,6	.	10,4	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2018 Q1	0,9	0,5	0,1	-0,2	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	0,6	1,7	0,4	2,6	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7	
Q3	0,8	0,8	0,6	-0,7	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1	
Q4	.	0,6	0,2	0,3	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9	
2018 Sept.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1	
Okt.	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3	
Nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9	
Dez.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5	
2019 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4	
Febr. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,5	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,1	2,9	4,9
2018 Q1	53,5	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,7	53,5	52,3	1,3	0,6	1,7
Q2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	0,0	-0,8	0,4
Q3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,8	2,7
Q4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,6	1,2	-3,3
2018 Sept.	52,4	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,2	52,5	49,5	2,0	0,8	2,7
Okt.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,3	50,0	1,6	1,5	1,6
Nov.	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,2	1,3	-0,5
Dez.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,2	-3,3
2019 Jan.	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	53,0	49,6	.	.	.
Febr.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	51,0	53,4	49,6	.	.	.

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
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	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 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
Dez.	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2019 Jan.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
Febr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08

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
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	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 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
Oct.	-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
Dez.	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 Jan.	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
Febr.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06

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
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	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2018 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
Dez.	335,2	3 057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2 567,3	21 032,4
2019 Jan.	340,5	3 088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2 607,4	20 460,5
Febr.	355,0	3 223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2 754,9	21 123,6

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		
2018	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	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84
	April	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,94	5,67	6,14	2,37	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	4,82	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	6,05	16,84	4,50	5,64	6,11	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	4,84	5,75	6,22	2,41	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	5,42	5,88	6,41	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81
	Sept.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,28	5,74	6,27	2,38	1,60	1,81	1,91	1,85	2,09	1,79
	Okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,04	5,71	6,23	2,46	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
	Nov.	0,03	0,44	0,29	0,72	5,94	16,54	4,92	5,68	6,18	2,38	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	Dez.	0,03	0,43	0,30	0,77	5,87	16,55	4,91	5,47	5,98	2,30	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019	Jan. <sup>(p)</sup>	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,30	5,82	6,33	2,37	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82

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		
2018	Febr.	0,04	0,09	0,43	2,36	2,37	2,49	2,33	1,66	1,63	1,74	1,18	1,35	1,64	1,71
	März	0,04	0,08	0,40	2,33	2,41	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73
	April	0,04	0,06	0,32	2,32	2,37	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,71
	Mai	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,38	1,65	1,61	1,74	1,07	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	1,71	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	1,64
	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	0,08	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
	Okt.	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,34	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64
	Nov.	0,03	0,07	0,63	2,19	2,20	2,40	2,34	1,66	1,60	1,69	1,20	1,35	1,69	1,66
	Dez.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,21	2,28	2,26	1,61	1,59	1,69	1,21	1,39	1,59	1,64
2019	Jan. <sup>(p)</sup>	0,03	0,07	0,56	2,22	2,15	2,39	2,32	1,68	1,61	1,73	1,13	1,30	1,61	1,63

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Juli	1 313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42
Aug.	1 311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33
Sept.	1 295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28
Okt.	1 280	525	171	.	92	439	54	411	184	66	.	46	77	38
Nov.	1 270	518	166	.	89	445	52	353	154	57	.	36	74	31
Dez.	1 200	499	159	.	72	424	47	267	109	53	.	36	44	26
<b>Langfristig</b>														
2015	15 250	3 786	3 270	.	1 075	6 481	637	216	68	46	.	14	80	9
2016	15 380	3 695	3 234	.	1 126	6 684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15 362	3 560	3 109	.	1 185	6 865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 Juli	15 555	3 570	3 158	.	1 203	7 003	621	220	54	55	.	16	87	8
Aug.	15 564	3 578	3 167	.	1 186	7 010	622	131	50	38	.	2	38	3
Sept.	15 683	3 616	3 183	.	1 206	7 055	623	254	79	60	.	29	82	4
Okt.	15 719	3 672	3 188	.	1 205	7 026	628	215	60	61	.	14	69	10
Nov.	15 802	3 697	3 215	.	1 208	7 054	629	223	67	70	.	8	72	7
Dez.	15 747	3 694	3 194	.	1 212	7 020	626	175	60	74	.	14	24	3

Quelle: EZB.

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

### 2.7 Wachstumsraten und Umlauf 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>Umlauf</b>											
2015	16 518,8	4 303,2	3 417,2	.	1 137,0	6 958,9	702,4	6 814,4	584,3	968,3	5 261,9
2016	16 621,2	4 213,3	3 369,3	.	1 185,3	7 149,9	703,5	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 602,8	4 079,7	3 264,5	.	1 255,2	7 303,6	699,8	7 954,7	612,5	1 249,4	6 092,8
2018 Juli	16 867,9	4 095,9	3 335,9	.	1 299,3	7 455,8	681,0	8 168,5	576,1	1 293,6	6 298,8
Aug.	16 874,8	4 102,8	3 345,2	.	1 281,6	7 457,7	687,5	8 019,9	521,1	1 282,5	6 216,3
Sept.	16 978,4	4 147,2	3 361,8	.	1 295,4	7 499,3	674,8	7 955,7	543,5	1 293,9	6 118,4
Okt.	16 999,6	4 197,4	3 358,4	.	1 296,9	7 464,9	682,0	7 546,6	515,4	1 201,8	5 829,4
Nov.	17 072,6	4 214,6	3 381,3	.	1 296,7	7 499,0	681,0	7 475,0	512,1	1 179,2	5 783,6
Dez.	16 947,3	4 192,7	3 353,5	.	1 283,7	7 444,7	672,7	7 030,7	465,1	1 099,0	5 466,6
<b>Wachstumsraten</b>											
2015	0,2	-7,0	5,8	.	4,1	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	-0,2	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3
2018 Juli	1,2	-0,8	0,6	.	5,0	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6
Aug.	1,4	-0,2	1,2	.	4,2	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5
Sept.	1,8	0,9	1,3	.	5,1	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5
Okt.	1,9	0,9	2,0	.	4,9	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6
Nov.	2,0	1,3	2,5	.	3,7	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5
Dez.	1,7	1,7	1,6	.	3,4	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4

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
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,4	89,1	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,8	89,9	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	.	.	.	117,9	93,7
2018 Q1	99,6	93,9	94,4	88,2	80,1	91,8	117,0	93,3
Q2	98,4	92,9	93,2	87,3	78,8	90,6	117,0	93,2
Q3	99,2	93,5	93,5	87,8	79,5	91,4	119,2	94,6
Q4	98,5	92,8	93,0	.	.	.	118,4	93,6
2018 Sept.	99,5	93,7	93,7	-	-	-	120,4	95,4
Okt.	98,9	93,2	93,3	-	-	-	119,0	94,2
Nov.	98,3	92,7	92,8	-	-	-	117,9	93,4
Dez.	98,4	92,6	93,0	-	-	-	118,0	93,2
2019 Jan.	97,8	92,0	92,5	-	-	-	117,3	92,5
Febr.	97,4	91,5	92,2	-	-	-	116,6	91,8
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2019 Febr.	-0,4	-0,5	-0,4	-	-	-	-0,6	-0,8
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2019 Febr.	-2,2	-2,4	-2,4	-	-	-	-0,6	-1,8

Quelle: EZB.

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

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

### 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
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
Q4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2018 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
Dez.	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019 Jan.	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
Febr.	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2019 Febr.	-1,3	-0,2	0,3	0,0	-0,6	0,8	0,6	-1,5	0,9	2,2	0,6	-0,6
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2019 Febr.	-2,0	-0,3	1,6	0,2	2,0	-6,0	3,7	-1,3	2,0	5,6	-1,5	-8,1

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 Q4	24 840,3	25 526,8	-686,5	10 675,3	8 735,2	8 550,4	10 967,5	-55,7	5 000,6	5 824,1	669,7	13 890,4
2018 Q1	24 898,2	25 761,3	-863,1	10 643,9	8 825,8	8 532,1	10 933,7	-75,8	5 124,8	6 001,8	673,2	14 134,5
Q2	25 526,6	26 196,4	-669,8	10 828,6	8 922,0	8 743,6	11 010,0	-83,1	5 347,4	6 264,4	690,0	14 369,5
Q3	25 832,2	26 425,6	-593,5	10 939,9	9 011,5	8 883,2	11 099,3	-61,4	5 396,5	6 314,8	673,9	14 450,1
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2018 Q3	224,8	230,0	-5,2	95,2	78,4	77,3	96,6	-0,5	47,0	55,0	5,9	125,8
<b>Transaktionen</b>												
2018 Q1	440,6	319,3	121,3	62,7	-77,8	192,3	196,5	3,1	171,1	200,7	11,4	-
Q2	167,7	105,1	62,6	-2,2	-29,7	-1,9	-41,4	38,0	127,3	176,2	6,6	-
Q3	174,1	81,3	92,8	49,1	28,9	41,0	6,3	33,3	49,5	46,1	1,2	-
Q4	-309,8	-428,1	118,2	-108,2	-219,7	-124,6	-123,0	17,9	-100,6	-85,3	5,7	-
2018 Juli	143,0	140,1	2,9	43,1	36,9	20,9	13,4	12,8	70,6	89,8	-4,4	-
Aug.	31,6	1,5	30,1	-2,4	8,8	29,0	-42,3	14,1	-12,4	35,1	3,3	-
Sept.	-0,5	-60,4	59,9	8,4	-16,8	-8,8	35,2	6,4	-8,7	-78,7	2,2	-
Okt.	91,7	74,3	17,4	68,3	-2,7	-30,8	-17,5	1,7	53,2	94,5	-0,7	-
Nov.	-101,6	-126,4	24,8	-105,9	-97,4	-45,3	-34,0	9,9	36,5	5,0	3,2	-
Dez.	-299,9	-376,0	76,0	-70,6	-119,7	-48,5	-71,5	6,3	-190,3	-184,8	3,2	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2018 Dez.	472,6	77,6	395,0	1,3	-298,3	106,8	38,3	92,4	247,3	337,6	24,8	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2018 Dez.	4,1	0,7	3,4	0,0	-2,6	0,9	0,3	0,8	2,2	2,9	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	10 534,3	10 060,1	5 743,1	2 172,5	2 110,8	1 014,6	640,4	449,7	33,6	474,3	4 866,6	4 392,3
2016	10 827,7	10 349,6	5 877,4	2 223,3	2 210,8	1 053,2	679,3	472,3	38,2	478,0	4 942,9	4 464,9
2017	11 206,0	10 682,9	6 058,2	2 279,5	2 302,8	1 121,6	716,3	459,2	42,4	523,0	5 295,5	4 772,5
2017 Q4	2 844,1	2 702,4	1 530,7	576,0	588,2	287,1	185,4	114,3	7,5	141,7	1 361,5	1 219,8
2018 Q1	2 865,2	2 725,4	1 543,7	578,3	592,1	291,3	184,1	115,3	11,3	139,8	1 357,4	1 217,7
Q2	2 889,4	2 757,3	1 553,4	585,7	604,4	297,9	188,8	116,4	13,8	132,1	1 379,2	1 247,1
Q3	2 904,4	2 788,1	1 562,3	587,7	615,0	302,0	192,9	118,8	23,1	116,2	1 392,3	1 276,0
<i>In % des BIP</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,5	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2018 Q1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,8	0,4	-	-	-0,7	-0,6
Q2	0,4	0,5	0,2	0,4	1,6	1,3	2,4	0,7	-	-	1,2	1,3
Q3	0,2	0,6	0,1	0,3	0,7	0,2	1,3	1,1	-	-	0,1	1,0
Q4	0,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,6	7,7
2016	2,0	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
2018 Q1	2,4	1,8	1,7	1,0	3,4	3,4	5,4	0,6	-	-	3,8	2,7
Q2	2,2	1,5	1,4	1,1	2,9	4,0	6,1	-4,3	-	-	4,0	2,7
Q3	1,6	1,9	1,0	0,9	3,7	2,2	5,8	4,2	-	-	2,8	3,6
Q4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2018 Q1	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	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	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	-	-
Q4	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<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	2,0	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	-	-
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	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
Q3	1,6	1,8	0,6	0,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	-	-
Q4	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2015	9 461,6	159,5	1 901,2	468,0	1 784,9	433,4	470,2	1 078,0	1 031,0	1 805,1	330,3	1 072,6
2016	9 715,8	158,6	1 962,6	486,8	1 836,0	452,7	464,1	1 098,7	1 069,2	1 849,8	337,4	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	344,4	1 157,3
2017 Q4	2 551,4	43,7	519,9	131,5	486,4	119,1	114,0	285,3	284,9	479,7	86,9	292,8
2018 Q1	2 568,6	43,1	518,5	134,3	490,0	120,9	114,3	287,5	289,3	483,2	87,7	296,5
Q2	2 589,8	42,9	520,7	137,1	494,1	122,7	114,2	289,5	292,5	488,4	87,8	299,8
Q3	2 603,3	43,4	521,9	139,6	495,8	123,8	115,0	291,2	294,2	490,0	88,2	301,9
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2017 Q4	0,7	0,8	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,2	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	1,1	0,3	0,1	0,3
Q2	0,4	-0,5	0,3	1,2	0,5	1,3	0,6	0,1	0,7	0,2	0,0	0,6
Q3	0,2	-0,6	0,0	0,6	0,1	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
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	1,0	2,7
2017	2,4	0,7	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	3,5	1,4	1,2	1,6
Q2	2,2	1,3	2,4	3,8	2,6	5,1	0,5	1,2	3,3	1,2	0,7	1,8
Q3	1,6	0,4	0,9	3,8	2,1	4,3	1,0	1,2	2,6	1,0	0,5	1,5
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
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	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
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>													
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
2018	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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
2018	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,6	2,1	1,5	2,6	-0,9	1,5	3,1	1,2	0,5
Q2	1,5	1,8	-0,4	-0,4	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,8	1,5	3,0	1,2	0,8
Q3	1,3	1,6	-0,3	0,3	1,2	2,5	1,3	3,4	-1,2	0,9	2,5	1,1	-0,8
Q4	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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	-0,5	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	-0,6	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,5	3,7	1,3	0,7
2018 Q1	1,4	2,0	-0,9	-1,0	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	2,9	3,2	1,2	0,2
Q2	1,7	2,2	-0,5	0,4	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,4	1,4	3,6	1,4	0,7
Q3	1,6	2,0	-0,2	0,5	1,7	3,4	1,3	3,7	-1,0	1,2	3,2	1,1	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	0,5	-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	0,8	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	0,2	0,4	0,8	0,0	0,3	0,2	0,3	0,7	0,0	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		
2016	162,028	4,3	16,254	10,0	5,0	13,291	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,772	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,765	9,1	4,4	12,098	8,1	2,667	18,8	7,639	8,7	7,126	9,5	1,9
2018	.	.	13,393	8,2	.	10,957	7,3	2,436	17,0	6,902	7,9	6,491	8,6	2,1
2018 Q1	162,591	4,0	13,941	8,5	4,2	11,436	7,7	2,505	17,6	7,193	8,2	6,748	8,9	2,1
Q2	163,180	3,9	13,495	8,3	3,9	11,061	7,4	2,433	17,0	6,954	7,9	6,541	8,7	2,1
Q3	163,709	3,6	13,156	8,1	3,6	10,750	7,2	2,407	16,8	6,800	7,7	6,356	8,4	2,1
Q4	.	.	12,979	7,9	.	10,581	7,1	2,398	16,6	6,659	7,6	6,320	8,3	2,3
2018 Aug.	-	-	13,121	8,0	-	10,717	7,2	2,404	16,8	6,782	7,7	6,338	8,4	-
Sept.	-	-	13,108	8,0	-	10,695	7,2	2,414	16,8	6,779	7,7	6,329	8,4	-
Okt.	-	-	13,102	8,0	-	10,672	7,1	2,430	16,9	6,739	7,7	6,363	8,4	-
Nov.	-	-	12,965	7,9	-	10,583	7,1	2,382	16,5	6,661	7,6	6,304	8,3	-
Dez.	-	-	12,871	7,8	-	10,489	7,0	2,382	16,5	6,578	7,5	6,292	8,3	-
2019 Jan.	-	-	12,848	7,8	-	10,465	7,0	2,383	16,5	6,568	7,5	6,279	8,2	-

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 %													
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,6	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,5	1,1	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,7
2018	1,0	1,3	0,6	2,1	1,3	-1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	1,8	0,6	0,8
2018 Q1	3,1	3,4	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,6	1,7	1,6	1,8	0,1	5,3
Q2	2,4	2,8	1,8	4,6	2,0	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,8	3,2
Q3	0,7	0,9	-0,2	1,9	1,0	-1,2	2,2	1,5	1,2	1,0	1,4	-0,1	3,4
Q4	-1,9	-1,7	-2,3	-2,0	-0,3	-3,6	1,4	-1,7	1,5	1,3	1,7	1,4	-9,4
2018 Aug.	1,1	1,4	-0,2	1,8	3,1	-1,0	0,9	2,4	2,3	1,8	2,7	-0,3	30,9
Sept.	0,6	0,9	-0,4	2,2	0,6	-1,4	3,6	0,4	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
Okt.	1,3	1,6	0,0	3,7	0,8	-2,6	0,8	-0,2	2,5	2,4	3,0	1,1	-11,8
Nov.	-3,0	-2,9	-3,1	-4,4	0,4	-4,0	1,1	1,0	1,9	0,8	2,4	1,7	-8,9
Dez.	-4,2	-4,0	-4,0	-5,5	-2,2	-4,2	0,7	-5,7	0,3	0,7	-0,1	1,4	-7,5
2019 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	2,2	1,7	4,3	-2,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2018 Aug.	1,2	1,2	0,4	1,9	2,0	1,5	0,7	2,8	0,4	0,4	0,6	-0,5	21,9
Sept.	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-2,0	2,0	-1,1	-0,4	-0,4	-0,6	0,8	-37,1
Okt.	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-1,0	-1,4	0,1	0,7	0,7	0,6	0,5	9,1
Nov.	-1,7	-1,7	-1,2	-2,7	-0,5	0,2	0,3	2,2	0,8	-0,3	1,5	0,4	6,7
Dez.	-0,9	-1,0	0,0	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-4,3	-1,4	-0,1	-2,4	0,1	2,5
2019 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,6	1,7	1,6	4,8

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	
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-12,3	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,6	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-6,0	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-5,5	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 Q1	113,2	8,9	84,1	-4,2	4,5	3,0	16,8	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
Q2	111,8	7,8	83,9	-5,2	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
Q3	110,9	5,9	83,7	-5,6	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
Q4	108,9	3,6	83,6	-6,9	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2018 Sept.	110,4	5,5	-	-6,2	8,3	2,7	15,2	-	53,2	52,7	54,7	54,1
Okt.	109,7	4,2	83,6	-5,9	8,0	-0,5	14,0	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
Nov.	109,5	4,4	-	-6,6	8,3	-0,2	14,0	-	51,8	50,7	53,4	52,7
Dez.	107,4	2,3	-	-8,3	7,3	-0,1	12,2	-	51,4	51,0	51,2	51,1
2019 Jan.	106,3	0,6	83,6	-7,9	8,4	-2,1	11,0	90,7	50,5	50,5	51,2	51,0
Febr.	106,1	-0,4	-	-7,4	6,4	-1,6	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <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	12,4	94,0	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	6,2	138,8	5,0	7,8	2,9
2016	12,3	94,2	1,8	2,0	6,2	3,4	2,8	35,2	7,7	139,0	4,9	6,2	2,9
2017	11,8	94,1	1,2	1,9	6,9	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	5,0	2,0
2017 Q4	11,8	94,1	1,5	1,9	6,4	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	1,4	2,0
2018 Q1	11,8	93,8	1,8	1,9	5,7	3,6	4,5	34,8	7,0	136,8	3,0	0,0	1,6
Q2	12,0	93,8	1,9	1,9	8,4	3,8	4,6	34,9	6,9	137,6	3,1	1,0	1,7
Q3	12,1	93,7	1,4	1,9	8,5	3,8	5,1	34,5	6,9	137,0	2,8	8,1	1,7

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	
2018 Q1	993,0	888,1	104,9	577,5	492,1	218,8	189,0	168,5	147,9	28,3	59,1	9,0	6,4
Q2	1 020,4	924,3	96,1	585,2	505,2	220,9	191,8	186,2	163,5	28,1	63,8	8,1	6,4
Q3	1 029,7	953,5	76,2	591,8	523,0	228,7	200,1	180,5	161,5	28,8	68,8	8,2	5,9
Q4	1 003,8	938,5	65,3	586,2	531,1	225,6	191,9	163,3	146,0	28,7	69,5	18,8	11,3
2018 Juli	338,8	316,5	22,3	194,8	173,2	76,2	66,7	58,6	53,3	9,2	23,3	2,9	1,9
Aug.	348,1	315,4	32,8	199,6	173,6	76,7	66,4	61,8	53,2	10,1	22,2	3,0	1,8
Sept.	342,8	321,6	21,2	197,3	176,2	75,9	67,0	60,1	55,1	9,5	23,3	2,3	2,2
Okt.	334,9	308,4	26,5	198,8	179,2	72,5	61,3	54,1	45,7	9,5	22,2	3,3	2,2
Nov.	340,0	317,4	22,6	196,5	176,9	76,9	65,0	57,0	51,1	9,6	24,3	4,1	3,1
Dez.	328,9	312,7	16,2	190,8	175,0	76,2	65,6	52,3	49,1	9,6	22,9	11,4	6,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2018 Dez.	4 046,9	3 704,3	342,6	2 340,7	2 051,5	894,0	772,8	698,4	618,9	113,8	261,1	44,1	30,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2018 Dez.	35,2	32,2	3,0	20,3	17,8	7,8	6,7	6,1	5,4	1,0	2,3	0,4	0,3

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus- fuhren	Ein- fuhren	Zusammen			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2018 Q1	2,1	2,1	561,2	270,5	114,0	167,9	470,2	504,5	291,8	81,0	123,7	357,8	65,2
Q2	4,3	5,8	566,0	271,3	117,7	166,5	473,8	515,1	300,8	79,8	126,9	364,1	65,6
Q3	4,7	10,0	572,4	277,7	117,0	167,2	476,7	530,9	310,1	86,2	126,6	372,4	68,4
Q4	3,7	7,0	578,7	.	.	.	480,8	533,5	.	.	.	374,7	.
2018 Juli	9,4	14,0	189,2	91,7	38,9	55,2	155,9	177,0	103,7	28,7	42,3	124,4	22,7
Aug.	5,5	8,7	192,7	93,5	38,9	56,5	161,0	176,3	102,8	28,3	42,2	123,4	23,0
Sept.	-0,6	7,4	190,5	92,5	39,2	55,5	159,9	177,6	103,6	29,2	42,2	124,6	22,7
Okt.	11,1	14,2	194,1	93,6	40,1	56,3	160,6	180,4	105,7	29,1	43,9	126,4	24,2
Nov.	2,2	4,6	192,4	92,7	40,7	55,8	161,4	176,6	101,7	28,6	43,4	125,3	21,2
Dez.	-2,5	1,9	192,2	.	.	.	158,7	176,6	.	.	.	123,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2018 Q1	2,2	2,4	125,8	125,5	123,5	131,5	126,2	114,4	114,9	113,0	115,2	117,6	110,3
Q2	3,0	2,5	125,6	124,4	126,8	129,2	126,3	115,2	115,3	112,0	118,3	119,3	101,7
Q3	0,9	1,6	125,2	125,4	124,5	127,9	125,5	115,2	114,8	118,0	115,1	119,5	99,4
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Juni	3,5	2,0	126,3	125,2	128,4	131,3	127,1	114,9	115,6	112,3	117,3	118,5	101,5
Juli	6,3	6,6	124,7	124,5	124,9	127,1	123,6	116,0	115,7	119,0	116,3	120,5	100,3
Aug.	1,6	0,1	126,6	126,8	124,4	129,9	127,3	115,1	114,9	117,2	114,6	119,1	102,4
Sept.	-4,7	-1,8	124,4	124,9	124,2	126,7	125,7	114,5	114,0	117,7	114,4	119,0	95,6
Okt.	6,9	4,5	126,8	126,2	127,8	128,7	126,7	116,1	115,6	118,4	119,2	121,1	98,1
Nov.	-1,6	-1,5	125,3	124,6	128,9	126,8	126,3	113,9	112,7	113,6	117,0	118,4	94,8

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							Administrierte Preise	
	Index: 2015 = 100	Insgesamt			Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2019)	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4	
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,2	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2018 Q1	102,1	1,3	1,0	1,1	1,4	0,5	0,5	0,2	0,1	1,9	0,5	1,2	1,8	
Q2	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	0,9	0,0	1,9	0,5	1,7	1,7	
Q3	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,3	
Q4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,2	0,4	0,1	1,6	0,2	1,8	2,6	
2018 Sept.	104,4	2,1	1,0	2,6	1,4	0,2	0,1	1,3	0,0	1,3	0,1	2,0	2,3	
Okt.	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,8	0,1	2,2	2,7	
Nov.	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	1,8	2,7	
Dez.	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,3	0,0	1,3	2,5	
2019 Jan.	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,9	0,1	1,2	2,3	
Febr. <sup>3)</sup>	103,3	1,5	1,0	.	1,3	0,2	0,2	0,7	0,0	0,6	0,0	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungs-dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten-übermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2019)	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 Q1	1,7	2,2	0,2	0,8	0,3	2,2	1,3	1,3	1,7	-0,2	1,9	1,2
Q2	2,6	2,3	3,3	1,6	0,2	5,6	1,2	1,2	1,3	0,1	1,9	1,3
Q3	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3
Q4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2018 Sept.	2,6	2,1	4,3	2,6	0,2	9,6	1,1	1,1	1,3	0,0	2,0	1,3
Okt.	2,2	2,1	2,4	3,0	0,2	10,8	1,2	1,1	1,8	-0,2	2,5	1,7
Nov.	1,9	2,0	1,8	2,6	0,2	9,1	1,2	1,1	1,6	-0,5	1,5	1,7
Dez.	1,8	1,7	1,8	1,6	0,2	5,5	1,2	1,1	1,2	-0,3	1,6	1,7
2019 Jan.	1,8	1,8	1,8	0,9	0,3	2,7	1,2	1,1	1,6	-0,4	2,2	1,5
Febr. <sup>3)</sup>	2,4	2,2	2,9	.	0,3	3,5	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-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 <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien <sup>3)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	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			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	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	2,2	3,7	5,1
2018	104,0	3,2	2,5	1,5	2,7	1,0	0,4	0,2	0,7	8,1	.	.	.
2018 Q1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,4	4,3	4,7
Q2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,4	4,2	4,2
Q3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,7	4,3	.
Q4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	.	.	.
2018 Aug.	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	-	-	-
Sept.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	1,1	0,0	-0,4	0,7	13,0	-	-	-
Okt.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,7	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-
Nov.	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,8	11,0	-	-	-
Dez.	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,7	-	-	-
2019 Jan.	105,5	3,0	1,0	1,2	1,7	1,4	0,5	0,0	1,0	7,3	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 Q1	108,9	1,4	1,5	1,2	1,5	1,8	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4
Q2	109,4	1,4	1,8	1,5	2,0	1,9	1,0	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
Q3	109,8	1,4	2,1	1,8	1,9	2,5	2,2	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	2,0	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2018 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	-0,9	4,1	1,7	-1,2	4,8
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1
2019 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,3	4,0	-1,1	1,5	3,8	-0,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,5	2,2	4,4	0,3	2,7	4,7	0,7

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	
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	31,7	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,3	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,0	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 Q1	12,5	6,7	9,1	10,8	17,2	68,4	57,2	57,9	52,9
Q2	10,3	6,9	9,4	12,1	18,4	65,6	57,6	56,5	52,3
Q3	11,1	7,5	9,0	12,4	20,8	65,2	58,4	55,5	52,8
Q4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,5	62,6	58,4	54,5	52,7
2018 Sept.	11,9	7,4	8,4	12,0	22,4	63,6	59,1	55,7	52,8
Okt.	10,4	9,0	8,8	13,0	24,1	65,1	58,5	54,8	52,8
Nov.	12,2	7,4	10,1	12,4	23,6	63,6	58,9	54,7	52,8
Dez.	13,0	9,2	11,1	13,6	22,7	59,1	57,9	54,1	52,5
2019 Jan.	10,7	8,8	11,5	12,9	18,9	55,7	58,3	53,8	53,2
Febr.	8,9	8,1	9,2	12,3	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7

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	
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	.	.	.	.	.	.	2,0
2018 Q1	102,6	2,0	1,8	2,8	2,3	1,5	1,7
Q2	113,9	2,3	2,0	3,0	2,5	1,7	2,1
Q3	106,4	2,5	2,4	3,0	2,7	2,2	2,1
Q4	.	.	.	.	.	.	2,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

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											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile		
1	2	3	4	5	Bestände								
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11 388,9	
2017	1 111,6	6 637,8	7 749,4	1 197,0	2 261,2	3 458,2	11 207,7	74,7	512,0	71,6	658,4	11 866,0	
2018	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2	
2018 Q1	1 116,9	6 743,6	7 860,5	1 170,4	2 260,2	3 430,6	11 291,1	71,4	511,4	61,5	644,3	11 935,4	
Q2	1 133,6	6 892,3	8 025,8	1 178,1	2 270,8	3 448,9	11 474,7	73,7	507,8	65,5	647,1	12 121,8	
Q3	1 150,6	7 010,0	8 160,5	1 126,6	2 285,0	3 411,5	11 572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12 199,4	
Q4	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2	
2018 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	63,5	637,0	12 153,5	
Sept.	1 150,6	7 010,0	8 160,5	1 126,6	2 285,0	3 411,5	11 572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12 199,4	
Okt.	1 154,4	7 044,8	8 199,3	1 137,8	2 290,3	3 428,1	11 627,3	72,0	505,7	60,9	638,6	12 266,0	
Nov.	1 158,2	7 091,6	8 249,7	1 125,8	2 295,1	3 420,9	11 670,6	73,8	503,5	58,2	635,4	12 306,1	
Dez.	1 162,6	7 118,6	8 281,2	1 128,3	2 294,2	3 422,5	11 703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,2	
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	1 167,5	7 127,1	8 294,6	1 124,2	2 298,5	3 422,7	11 717,3	75,8	516,6	64,7	657,1	12 374,3	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0	
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2	
2018	50,0	461,3	511,3	-71,5	45,0	-26,5	484,8	-3,4	11,3	-1,7	6,2	491,0	
2018 Q1	5,3	102,5	107,8	-24,9	7,6	-17,3	90,5	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	77,7	
Q2	16,6	137,7	154,3	4,8	9,8	14,6	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,1	
Q3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,6	94,5	-2,4	-12,6	-4,7	-19,7	74,8	
Q4	12,1	105,0	117,1	0,4	13,4	13,8	130,9	3,0	27,7	9,8	40,5	171,4	
2018 Aug.	6,5	33,8	40,3	-16,6	3,9	-12,7	27,6	3,2	-6,7	2,3	-1,2	26,4	
Sept.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,3	53,9	-0,5	-6,2	-2,6	-9,3	44,6	
Okt.	3,9	31,4	35,2	9,2	5,5	14,7	49,9	0,4	10,3	-0,9	9,8	59,7	
Nov.	3,8	47,7	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-2,7	-3,2	41,3	
Dez.	4,5	25,9	30,4	3,0	3,1	6,1	36,5	0,9	19,6	13,5	33,9	70,3	
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4,9	11,9	16,8	-4,1	5,1	1,0	17,8	1,2	-7,6	-6,6	-13,0	4,8	
Wachstumsraten													
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0	
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7	
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1	
2018 Q1	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,1	3,6	
Q2	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3	
Q3	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5	
Q4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1	
2018 Aug.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,6	-14,9	-4,7	3,5	
Sept.	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5	
Okt.	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,6	-3,8	-17,4	-5,0	3,8	
Nov.	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,1	-3,1	-22,4	-5,8	3,7	
Dez.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1	
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4,7	6,4	6,2	-6,2	2,0	-0,8	4,0	-2,8	-0,1	9,1	0,4	3,8	

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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2016	2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2 255,7	1 801,7	285,8	159,1	9,1	6 305,6	3 698,9	561,9	2 044,1	0,7	994,3	204,0	411,1
2018	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018 Q1	2 260,5	1 821,6	274,0	157,2	7,6	6 376,3	3 787,0	543,5	2 044,2	1,6	983,2	210,6	415,1
Q2	2 296,8	1 855,2	277,9	156,7	7,0	6 462,2	3 870,0	535,2	2 055,9	1,1	1 010,3	220,0	425,6
Q3	2 323,5	1 891,3	268,0	157,3	6,8	6 538,7	3 945,5	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Q4	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018 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	214,4	434,2
Sept.	2 323,5	1 891,3	268,0	157,3	6,8	6 538,7	3 945,5	524,6	2 067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
Okt.	2 316,3	1 892,2	271,1	147,1	5,9	6 587,5	3 984,3	520,9	2 081,1	1,1	992,6	208,3	440,2
Nov.	2 322,4	1 892,2	275,6	146,5	8,1	6 610,7	4 005,1	517,9	2 086,6	1,2	1 001,0	208,3	443,8
Dez.	2 335,9	1 901,4	280,8	145,9	7,8	6 645,6	4 039,2	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	2 324,7	1 899,7	271,7	145,6	7,8	6 680,5	4 068,5	517,4	2 093,0	1,7	976,3	203,7	440,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,8	181,5	-3,1	-0,6	1,0	255,3	304,9	-81,6	33,4	-1,3	54,9	6,2	26,9
2018	89,1	100,2	-7,1	-2,8	-1,3	330,1	327,5	-45,0	47,2	0,5	-1,5	-4,5	18,2
2018 Q1	8,1	22,3	-10,8	-2,0	-1,4	73,0	81,2	-18,1	9,0	0,9	-9,4	6,8	3,6
Q2	28,9	29,1	1,1	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-8,8	11,2	-0,5	19,9	9,1	9,9
Q3	26,4	36,1	-10,0	0,6	-0,2	76,5	75,5	-10,7	11,6	0,0	-29,6	-8,2	11,0
Q4	25,7	12,7	12,7	-0,7	1,0	97,1	89,0	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018 Aug.	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,6	-3,9	2,3	0,0	-16,1	-1,9	9,0
Sept.	17,0	18,0	-1,0	-0,2	0,1	23,3	24,0	-3,7	3,8	-0,8	6,6	-2,6	2,4
Okt.	3,0	1,6	2,2	0,0	-0,9	38,5	37,5	-4,1	5,0	0,1	6,3	-3,8	2,4
Nov.	7,2	0,3	4,9	-0,2	2,2	23,1	20,9	-2,9	5,2	0,0	8,8	-0,4	3,8
Dez.	15,5	10,8	5,6	-0,6	-0,3	35,4	30,6	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	-6,5	2,0	-8,8	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-26,7	3,2	9,1
<b>Wachstumsraten</b>													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,4	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,1	7,0
2018	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 Q1	5,3	8,1	-7,7	-0,5	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,2	10,4	5,3
Q2	4,9	7,1	-5,4	-1,1	7,0	4,4	8,6	-10,8	1,7	-53,9	5,8	12,8	5,7
Q3	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
Q4	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 Aug.	4,3	6,5	-7,2	-0,6	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,8	8,1	4,6
Sept.	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
Okt.	4,2	6,0	-4,7	-1,0	5,7	4,7	8,4	-9,5	2,0	-45,2	3,0	2,8	5,1
Nov.	3,8	5,4	-3,4	-1,2	0,5	4,9	8,6	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,6	6,9
Dez.	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-21,6	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,6	-1,4	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 Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen			
												Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2016	4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,4	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 171,2	4 326,5	5 598,8	839,2	109,6	1 442,4	799,8
2018	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2018 Q1	4 605,0	1 023,1	3 568,0	13 195,9	10 941,2	11 233,7	4 343,8	5 633,0	851,7	112,8	1 467,4	787,4
Q2	4 602,9	1 017,7	3 571,0	13 276,2	10 990,8	11 328,3	4 358,1	5 659,7	853,2	119,8	1 496,6	788,7
Q3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,0	11 064,5	11 398,1	4 396,8	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Q4	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2018 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	1 515,3	782,6
Sept.	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,0	11 064,5	11 398,1	4 396,8	5 701,3	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Okt.	4 612,0	1 000,6	3 597,4	13 394,2	11 090,4	11 423,6	4 404,2	5 716,2	849,3	120,8	1 524,7	779,1
Nov.	4 612,6	1 003,4	3 594,3	13 411,9	11 112,4	11 446,1	4 421,2	5 731,8	838,7	120,7	1 516,8	782,8
Dez.	4 686,9	1 007,4	3 668,1	13 418,6	11 127,4	11 481,7	4 409,2	5 741,5	848,8	127,9	1 520,1	771,0
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4 685,7	1 006,7	3 667,6	13 453,2	11 157,5	11 499,9	4 409,3	5 758,5	862,1	127,7	1 523,5	772,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,3	332,3	361,8	273,9	314,8	82,8	173,6	21,1	-3,5	64,3	23,6
2018	92,1	-28,5	120,7	373,0	304,8	373,4	122,4	167,3	-3,1	18,1	89,5	-21,2
2018 Q1	-31,0	-10,1	-20,8	115,7	98,1	94,4	41,3	40,1	13,6	3,2	27,5	-9,9
Q2	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	103,7	17,1	34,9	-3,4	6,9	29,7	0,4
Q3	48,0	-16,2	64,5	105,2	90,9	87,1	48,6	49,8	-12,1	4,5	18,6	-4,2
Q4	40,5	3,8	36,7	66,5	60,3	88,2	15,4	42,6	-1,2	3,4	13,7	-7,5
2018 Aug.	14,4	-6,6	21,1	29,9	31,1	30,5	13,6	18,0	-0,2	-0,2	4,3	-5,5
Sept.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	28,6	9,3	14,9	-6,0	4,2	-0,9	2,3
Okt.	-9,5	-3,3	-6,3	33,3	22,0	20,7	5,6	15,5	4,7	-3,7	12,6	-1,3
Nov.	-7,9	2,8	-11,7	26,6	29,9	32,1	22,6	18,4	-11,0	0,0	-6,4	3,2
Dez.	57,9	4,2	54,7	6,6	8,4	35,5	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	-10,9	-0,8	-10,1	33,0	34,5	20,8	3,0	18,2	13,6	-0,2	0,3	-1,8
<b>Wachstumsraten</b>												
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	-3,1	4,6	3,0
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 Q1	3,9	-4,0	6,5	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,0	-0,3	3,9	-0,1
Q2	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4
Q3	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
Q4	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 Aug.	3,3	-4,5	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,7	6,1	-1,8
Sept.	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1
Okt.	2,7	-4,3	4,8	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,4	7,2	-1,5
Nov.	2,1	-3,9	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,8	5,2	6,6	-1,8
Dez.	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	2,4	-2,8	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,6	13,0	5,3	-2,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im 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>										
2016	4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3
2017	4 326,5	4 364,8	987,7	820,4	2 518,4	5 598,8	5 865,5	654,0	4 217,0	727,9
2018	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2018 Q1	4 343,8	4 381,2	997,8	820,8	2 525,2	5 633,0	5 904,5	663,3	4 243,8	725,9
Q2	4 358,1	4 425,0	986,0	828,3	2 543,8	5 659,7	5 940,5	669,8	4 273,2	716,6
Q3	4 396,8	4 464,3	1 000,1	836,2	2 560,5	5 701,3	5 978,6	678,3	4 311,6	711,4
Q4	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2018 Aug.	4 394,3	4 453,8	1 001,3	835,0	2 558,0	5 693,2	5 972,2	677,3	4 300,9	715,0
Sept.	4 396,8	4 464,3	1 000,1	836,2	2 560,5	5 701,3	5 978,6	678,3	4 311,6	711,4
Okt.	4 404,2	4 469,7	985,0	844,1	2 575,0	5 716,2	5 996,5	681,7	4 324,0	710,4
Nov.	4 421,2	4 486,5	989,2	850,9	2 581,0	5 731,8	6 010,7	685,6	4 336,4	709,8
Dez.	4 409,2	4 491,1	995,7	844,6	2 568,9	5 741,5	6 023,4	683,7	4 353,9	703,9
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4 409,3	4 489,3	980,1	846,7	2 582,5	5 758,5	6 037,0	687,5	4 367,5	703,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,8	131,8	-0,3	38,0	45,0	173,6	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	122,4	170,3	19,0	33,1	70,3	167,3	188,8	40,1	136,5	-9,2
2018 Q1	41,3	39,0	17,6	6,1	17,6	40,1	45,5	11,3	27,7	1,1
Q2	17,1	48,2	-12,2	10,3	19,0	34,9	44,3	10,5	29,0	-4,6
Q3	48,6	47,8	16,4	9,5	22,6	49,8	47,7	10,3	40,4	-0,9
Q4	15,4	35,4	-2,9	7,2	11,1	42,6	51,3	8,1	39,4	-4,9
2018 Aug.	13,6	12,5	3,8	1,7	8,1	18,0	17,2	4,0	14,0	0,0
Sept.	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
Okt.	5,6	3,3	-16,9	8,0	14,5	15,5	19,1	3,7	12,1	-0,3
Nov.	22,6	22,7	5,7	8,3	8,6	18,4	18,2	4,2	14,1	0,0
Dez.	-12,7	9,4	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	3,0	-0,8	-13,6	2,3	14,2	18,2	15,1	4,1	14,1	0,0
<b>Wachstumsraten</b>										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 Q1	2,3	3,3	2,6	4,6	1,5	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
Q2	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
Q3	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
Q4	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 Aug.	3,1	4,1	3,1	5,3	2,5	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
Sept.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
Okt.	2,8	3,9	0,7	5,0	3,0	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
Nov.	3,0	4,0	1,3	5,2	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
Dez.	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	2,2	3,3	-0,4	3,5	2,8	3,2	3,2	6,1	3,5	-1,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

### 5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)<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>										
2016	307,7	6 955,9	2 089,5	70,9	2 145,9	2 649,6	1 124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,4	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,6	300,1	143,5	92,5
2018	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2018 Q1	340,8	6 744,7	1 952,7	59,4	2 014,7	2 717,9	903,8	316,2	135,9	86,2
Q2	330,4	6 708,6	1 950,7	58,4	2 025,6	2 673,9	858,9	422,8	174,1	183,8
Q3	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
Q4	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2018 Aug.	391,6	6 676,1	1 942,9	57,3	2 016,1	2 659,9	845,8	410,5	181,4	189,0
Sept.	403,3	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
Okt.	398,1	6 795,5	1 936,3	56,6	2 104,4	2 698,2	993,4	460,0	167,1	174,3
Nov.	390,3	6 782,9	1 929,9	55,8	2 098,7	2 698,5	1 036,3	418,5	196,1	204,4
Dez.	378,7	6 816,6	1 941,4	56,0	2 096,0	2 723,3	1 026,7	436,2	187,0	194,9
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	377,2	6 859,1	1 939,8	55,6	2 112,5	2 751,2	1 066,7	405,1	199,2	208,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,2	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,3	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	47,1	-38,6	-4,9	16,9	73,7	70,1	41,8	21,8	24,2
2018 Q1	-2,7	8,0	-17,1	-1,4	9,3	17,2	53,2	-55,0	-7,6	-6,3
Q2	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4	19,4
Q3	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2	-0,8
Q4	-24,1	19,3	-0,4	-0,9	3,4	17,2	40,2	19,4	9,7	11,9
2018 Aug.	36,8	-6,6	-9,1	-0,4	-5,8	8,6	-6,7	18,9	-2,6	-3,5
Sept.	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1	-6,0
Okt.	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	19,6	25,1	-10,2	-8,7
Nov.	-7,9	-6,6	-6,1	-0,9	-2,3	2,7	45,1	-37,0	29,0	30,0
Dez.	-10,8	11,6	5,7	0,2	1,3	4,5	-24,5	31,2	-9,1	-9,5
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	-1,5	15,4	-5,8	-0,4	16,5	5,1	24,6	-27,9	12,2	13,6
<b>Wachstumsraten</b>										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 Q1	11,9	-0,6	-4,1	-9,8	-1,5	3,2	-	-	-25,6	-22,2
Q2	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
Q3	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
Q4	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 Aug.	16,3	-0,7	-2,7	-9,9	-2,6	2,5	-	-	24,6	34,2
Sept.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
Okt.	18,1	0,6	-1,8	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
Nov.	24,7	0,5	-2,2	-9,1	0,8	2,5	-	-	-0,1	-24,6
Dez.	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	18,9	0,8	-1,9	-7,7	0,8	2,9	-	-	28,2	22,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86,1	2,6	13,5	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									Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2014	0,2	-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 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	-0,3	-1,3	0,5	
Q3	-2,1	-1,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,1	1,0	

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		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung			
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2017 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
Q3	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
2018 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.	13,3	11,8	3,6	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	1,0
Nov.	13,4	11,9	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0
Dez.	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 Jan.	13,3	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9
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 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	-0,3	1,1	-2,9	-2,7	-2,2	2,5
Q2	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	0,9	-2,7	-2,8	-1,9	3,0
Q3	-0,1	1,9	0,0	-0,1	0,8	-2,7	-2,7	-1,8	-4,0
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 Q4	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1
2018 Q1	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,8	93,4
Q2	105,9	61,5	8,3	69,2	177,4	98,1	99,1	133,1	104,0
Q3	105,4	61,0	8,0	68,8	182,2	98,3	99,5	133,0	110,9

	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 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	1,4	3,1	1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
Q2	0,3	0,7	1,5	3,9	1,9	0,2	-1,0	0,6	-0,7	-0,9
Q3	0,0	0,6	1,9	3,6	2,1	0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,8
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 Q4	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 Q1	35,5	36,0	22,2	49,8	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
Q2	36,9	35,0	22,0	49,0	54,0	76,5	125,0	72,7	51,9	59,6
Q3	37,1	35,0	21,7	45,9	52,9	75,6	125,0	71,0	51,5	58,8

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2019

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 6. März 2019.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-19-002-DE-N (Online-Version)