



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2019



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2 Finanzielle Entwicklungen	11
3 Konjunktorentwicklung	14
4 Preise und Kosten	19
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	22
Kästen	27
1 Was bedeutet die zunehmende Reife des Technologiezyklus für die Weltkonjunktur?	27
2 Die Währungen der Schwellenländer und die Bedeutung globaler Risiken, des US-Dollar und inländischer Faktoren	31
3 Die Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet im Jahr 2018 – maßgebliche Faktoren	36
4 Der Prognosegehalt der realen Geldmenge M1 für die realwirtschaftliche Aktivität im Euro-Währungsgebiet	41
Aufsätze	46
1 Auswirkungen des zunehmenden Protektionismus auf die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets und die Weltwirtschaft	46
2 Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus anderen Währungsräumen	72
Statistik	97

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Die seit der letzten EZB-Ratssitzung im März neu verfügbaren Informationen bestätigen, dass sich die geringere Wachstumsdynamik im laufenden Jahr fortsetzt. Auch wenn es Anzeichen dafür gibt, dass einige der wachstumshemmenden idiosynkratischen Binnenfaktoren nachlassen, wird die Expansion der Wirtschaft im Euroraum weiterhin durch widrige globale Bedingungen beeinträchtigt. Angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften überwiegen mit Blick auf die Wachstumsaussichten des Eurogebiets immer noch die Abwärtsrisiken. Indessen werden die Widerstandsfähigkeit der Binnenwirtschaft und der allmählich zunehmende Inflationsdruck weiterhin durch den anhaltenden Beschäftigungszuwachs und steigende Löhne getragen. Es ist jedoch nach wie vor eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich, um die günstigen Finanzierungsbedingungen zu wahren und das Wirtschaftswachstum zu stützen und so eine fortgesetzte nachhaltige Inflationsentwicklung auf ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht sicherzustellen. Die Forward Guidance des EZB-Rats im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB erzeugt erhebliche geldpolitische Impulse, was durch die Reinvestitionen der Tilgungsbeträge aus dem beträchtlichen Bestand an erworbenen Vermögenswerten und die neue Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) noch verstärkt wird.

Die Umfrageindikatoren zur globalen Konjunkturerwicklung sind im ersten Quartal 2019 schwächer ausgefallen. Insbesondere das Wachstum des Welthandels ließ angesichts der Wende im globalen Industriezyklus und verstärkter Handelsspannungen weiter nach. Die weltweite Inflation hat sich in den ersten Monaten des Jahres vor allem aufgrund des geringeren Beitrags der Energiekomponente abgeschwächt.

Staatsanleihen aus dem Euroraum verzeichneten im Zuge eines weltweiten Rückgangs der risikofreien Zinssätze und einer Abwärtsverschiebung der EONIA-Terminzinskurve insgesamt etwas niedrigere Renditen. Die Renditeabstände der Staatsanleihen entwickelten sich im Euro-Währungsgebiet mit einer gewissen Heterogenität. An den Aktienmärkten wurden vor dem Hintergrund der rückläufigen risikofreien Zinssätze sowie einer stabilen und niedrigen Volatilität Kursgewinne verbucht. Dementsprechend verringerten sich die Spreads von Unternehmensanleihen. An den Devisenmärkten blieb der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend unverändert.

Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraums erhöhte sich im Schlussquartal 2018 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal nach einem Zuwachs von

0,1 % im dritten Jahresviertel. Die eingehenden Daten fielen erneut schwach aus; dies war in erster Linie auf die Verlangsamung der Auslandsnachfrage zurückzuführen, die durch länder- und sektorenspezifische Faktoren noch verstärkt wurde. Da sich der Einfluss besagter Faktoren als etwas länger anhaltend erweist, dürfte sich die geringere Wachstumsdynamik im laufenden Jahr fortsetzen. Auf längere Sicht dürften die Auswirkungen dieser ungünstigen Aspekte nachlassen. Wachstumsfördernd werden im Eurogebiet weiterhin die günstigen Finanzierungsbedingungen, erneute Beschäftigungszuwächse, steigende Löhne und der anhaltende – wenn auch etwas schwächere – weltweite Konjunkturaufschwung wirken.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im März 2019 auf 1,4 % nach 1,5 % im Februar. Dies war in erster Linie einem geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln, Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen (ohne Energie) geschuldet. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten zurückgehen. 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 zunehmen.

Was die monetäre Entwicklung betrifft, so erhöhte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) von 3,8 % im Januar auf 4,3 % im Februar 2019. Gestützt wird diese Zunahme immer noch durch die Vergabe von Bankkrediten, wobei das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge leistete. Die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erholte sich im Februar 2019 und stieg auf 3,7 %. In den vergangenen Monaten schwächte sie sich etwas ab. Hierin zeigt sich die typische Reaktionsverzögerung auf die konjunkturelle Abkühlung. Die Jahresänderungsrate der Buchkredite an private Haushalte blieb indessen im Februar mit 3,3 % weitgehend unverändert. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2019 ist davon auszugehen, dass die Kreditvergabebedingungen der Banken insgesamt weiterhin vorteilhaft waren.

Bei der Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht weiterhin eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung voraussetzt.

Auf Basis dieser Einschätzung beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu belassen. Er geht weiterhin davon aus, dass sie mindestens über das Ende 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.

Der EZB-Rat bestätigte, dass das Eurosystem auch weiterhin die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anlegen wird, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Der EZB-Rat bekräftigte zudem seine Bereitschaft, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate weiterhin auf nachhaltige Weise dem vom EZB-Rat gesetzten Inflationsziel nähert.

Die genauen Bedingungen der neuen GLRG-Serie werden bei einer der kommenden Ratssitzungen bekannt gegeben. In die Preisgestaltung dieser GLRG-III-Geschäfte werden insbesondere eine sorgfältige Beurteilung des bankbasierten Transmissionskanals der Geldpolitik sowie die weitere Entwicklung der Konjunkturaussichten einfließen. Bei seiner regelmäßigen Einschätzung wird der EZB-Rat überdies erwägen, ob zur Erhaltung der günstigen Wirkung negativer Zinssätze auf die Wirtschaft gegebenenfalls vorhandene Nebenwirkungen auf die Bankenintermediation abgemildert werden müssen.

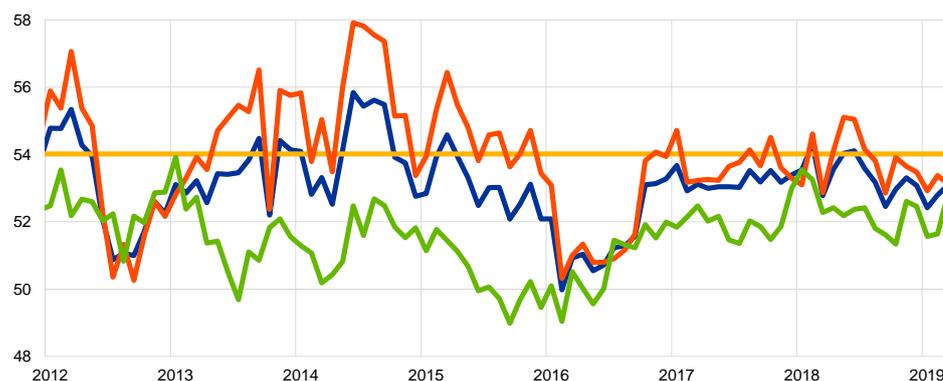
Die globalen Umfrageindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Konjunktur im ersten Quartal 2019 weltweit leicht eingetrübt hat. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) legte im März zu (siehe Abbildung 1), da ein geringfügiger Rückgang im verarbeitenden Gewerbe durch einen Anstieg im Dienstleistungssektor mehr als ausgeglichen wurde. Auf Quartalsbasis lag der EMI im ersten Jahresviertel 2019 allerdings unter dem 2017 und im ersten Halbjahr 2018 verzeichneten Stand, was mit der leichten Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums im Einklang steht. Bezüglich der fortgeschrittenen Volkswirtschaften war festzustellen, dass sich der von Markit veröffentlichte Einkaufsmanagerindex für die Vereinigten Staaten weitgehend stabil entwickelte. Indessen war der für die Gesamtindustrie erhobene Umfrageindikator des Institute for Supply Management (ISM) im ersten Vierteljahr – ausgehend von recht hohen Werten – rückläufig. Die EMIs im Vereinigten Königreich und in Japan sanken ebenfalls, wofür schwächere Ergebnisse im März maßgeblich waren. Mit Blick auf die Schwellenländer legte der vierteljährliche EMI für Brasilien stark zu, während er in Indien und Russland nachgab. In China blieb der entsprechende Index im ersten Quartal unverändert, wenngleich im März ein kräftiger Anstieg ausgewiesen wurde.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindex)

- Zusammengesetzter EMI für die Produktion, weltweit ohne Euroraum
- Zusammengesetzter EMI für die Produktion, weltweit ohne Euroraum – langfristiger Durchschnitt
- Fortgeschrittene Volkswirtschaften ohne Euroraum
- Schwellenländer



Quellen: Haver Analytics, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2019. Der langfristige Durchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis März 2019.

Die Indikatoren des Welthandels lassen auf eine anhaltende Schwäche zu Jahresbeginn schließen.

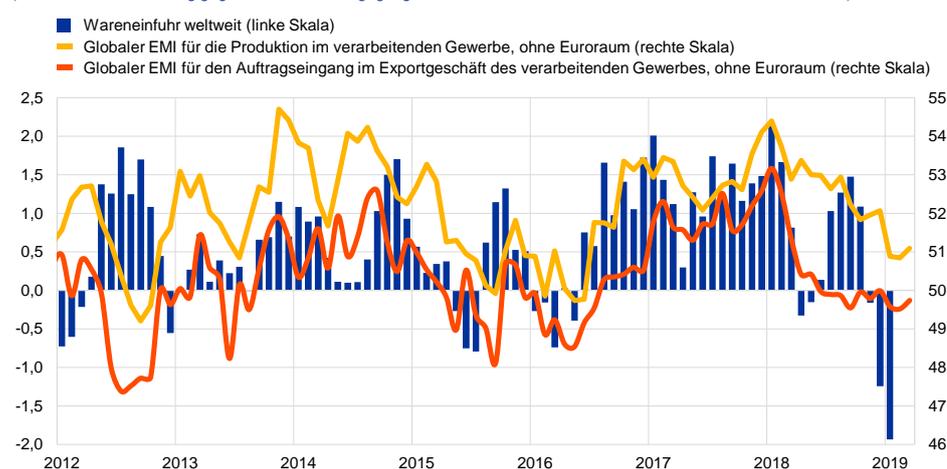
So verringerte sich das Volumen der globalen Warenimporte im Januar 2019 auf Dreimonatsbasis vor allem aufgrund deutlicher Einbußen in asiatischen Ländern um 1,9 %. Dieser Rückgang hing unter anderem mit der hohen Volatilität der chinesischen Handelsdaten in der Zeit rund um das chinesische Neujahrsfest zusammen, die eine Interpretation der Januar-Werte

erschwert. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft lag unterdessen im März erneut unter der Wachstumsschwelle (siehe Abbildung 2). Bei Verwendung einer weiter gefassten Messgröße, deren Hauptkomponente aus Vorlaufindikatoren des Welthandels besteht, relativiert sich dieses Bild allerdings. In diesem Fall ergibt sich nämlich eine leichte Ausweitung des internationalen Handels im ersten Quartal 2019 nach einer verhaltenen Entwicklung im zweiten Halbjahr 2018.

Die weiter nachlassende Dynamik des Welthandels ist teilweise durch die Wende im globalen Industriezyklus bedingt. Ein reifender globaler Konjunkturzyklus führt in der Regel über geringere Investitionen zu einer Verlangsamung des Welthandels. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt wird dieses Muster noch dadurch verstärkt, dass sich die weltwirtschaftliche Schwäche zu einem großen Teil auf den Industriesektor konzentriert. Tatsächlich besteht der Tendenz nach eine enge Korrelation zwischen dem Konjunkturzyklus in der Industrie und im Handel.

Abbildung 2
Welthandel und Umfrageergebnisse

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



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

Der internationale Handel wurde aber auch durch andere Faktoren wie die erhöhten Spannungen im Außenhandel beeinflusst. In den Vereinigten Staaten sind die Einfuhren aus China in den von den Zöllen betroffenen Industriezweigen besonders drastisch gesunken. Doch auch in anderen asiatischen Volkswirtschaften kam es zu starken Rückgängen. Wenngleich dies als Zeichen einer geringeren Inlandsnachfrage in China gesehen werden kann, wären auch branchenspezifische Entwicklungen, insbesondere im Bereich der elektronischen Erzeugnisse und in der Automobilindustrie, als Ursache denkbar. Beide Sektoren sind äußerst handelsintensiv und machen einen Großteil des asiatischen Handels aus. In Kasten 1 wird erörtert, welche Rolle der reifende Technologiezyklus für das langsamere Wachstum des Handels in China und anderen wichtigen Volkswirtschaften Asiens gespielt haben könnte.

Die Inflation weltweit hat sich im Februar anhaltend stabil entwickelt. So lag der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Mitgliedstaaten im besagten

Monat unverändert bei 2,1 %, nachdem es seit dem im Oktober 2018 verzeichneten Höchststand durchweg zu Rückgängen gekommen war. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet verlangsamte sich die jährliche Teuerungsrate im OECD-Raum geringfügig und betrug ebenfalls 2,1 %. Die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten wichtiger fortgeschrittener Volkswirtschaften hat bislang zu einem nur moderaten Lohnwachstum geführt, was darauf hinweist, dass der Druck auf die zugrunde liegende Inflation nach wie vor gedämpft ist. Mit Blick auf die Zukunft dürfte der Preisauftrieb auf kurze Sicht verhalten bleiben, während die weltweit abnehmenden Kapazitätsreserven die zugrunde liegende Inflation mittelfristig stützen sollten.

Die Ölnotierungen haben seit Mitte März weiter angezogen. Bereits Mitte Februar waren die Preise kräftig gestiegen, da veröffentlichten Daten zufolge die Vereinbarungen zur Drosselung der Ölproduktion zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Staaten (OPEC+) konsequenter eingehalten wurden. Ab Anfang März erhöhten sie sich weiter und lagen zuletzt auf einem Stand von rund 70 USD je Barrel. Nachdem Ende vergangenen Jahres die Gruppe der OPEC+ ihr zwei Jahre altes Abkommen mit dem Ziel neu aufgesetzt hatte, das Ölangebot zu reduzieren, ging die Gesamtförderung des Kartells ab Januar 2019 zurück. Überdies wirkten sich die US-amerikanischen Sanktionen gegen den Iran und Venezuela weiterhin einschränkend auf das Angebot aus; erschwerend hinzu kamen die Stromausfälle in Venezuela, durch die die Ölproduktion in Mitleidenschaft gezogen wurde. Mit Blick auf die Notierungen von sonstigen Rohstoffen entwickelten sich die Metall- und die Nahrungsmittelpreise seit Anfang März im Großen und Ganzen stabil.

Das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten kann sich weiter behaupten, wenngleich der Konjunkturzyklus Anzeichen zunehmender Reife aufweist. Das reale BIP in den USA stieg im Schlussquartal 2018 binnen Jahresfrist um 2,2 %. Diese Zunahme war in erster Linie durch positive Beiträge der privaten Konsumausgaben und der Anlageinvestitionen außerhalb des Wohnungsbaus bedingt, während von den Nettoexporten und den Staatsausgaben negative Wachstumsimpulse ausgingen. Das BIP-Wachstum insgesamt wird zwar nach wie vor durch solide Fundamentaldaten gestützt, doch dürfte sich die Konjunktur im ersten Quartal des laufenden Jahres abgeschwächt haben. Grund hierfür sind ungünstige Sonderfaktoren, wie der partielle Verwaltungsstillstand, und die zuletzt durchwachsenen Daten. Unterdessen bleibt der Inflationsdruck trotz steigender Löhne begrenzt. Die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate sank im Februar leicht auf 1,5 %. Verantwortlich hierfür war vor allem ein Einbruch der Energiepreise. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet ging die VPI-Inflationsrate im selben Monat geringfügig auf 2,1 % zurück. Demgegenüber stieg der durchschnittliche Stundenlohn angesichts einer angespannten Arbeitsmarktlage im Vorjahresvergleich um 3,4 % an und setzte damit den seit 2015 verzeichneten Aufwärtstrend fort.

In Japan verlor die Konjunktur Anfang 2019 an Schwung, nachdem sie sich gegen Ende des vorangegangenen Jahres belebt hatte. Das reale BIP legte im Schlussquartal 2018 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal zu, was vor allem der inländischen Nachfrage und hier besonders den Investitionen außerhalb des

Wohnungsbaus zu verdanken war. Allerdings lassen die hochfrequenten Indikatoren auf eine Verringerung der zugrunde liegenden Dynamik am Jahresanfang schließen. Die Industrieproduktion zeigte sich sehr schwach und liegt derzeit unter dem Stand des letzten Jahresviertels 2018. Die realen Warenausfuhren waren im Durchschnitt der Monate Januar und Februar niedriger als im vergangenen Jahr, was auf eine fortgesetzte Schwäche der Auslandsnachfrage hindeutet. Der Teuerung auf der Verbraucherstufe verlangsamte sich zu Jahresbeginn vor allem aufgrund der Entwicklung der Nahrungsmittel- und Energiepreise weiter. Die jährliche Gesamtinflationsrate verringerte sich und betrug im Januar und Februar jeweils 0,2 %; dies war hauptsächlich Ausdruck eines rückläufigen Beitrags der Energiepreise und eines spürbaren Rückgangs der Preise für frische Nahrungsmittel. Die Kerninflation (d. h. die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel) legte geringfügig zu und belief sich auf 0,3 %.

Im Vereinigten Königreich schwächte sich das BIP-Wachstum im Schlussquartal 2018 vor dem Hintergrund einer hohen, durch den Brexit ausgelösten Unsicherheit deutlich ab. So ging das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im vierten Quartal 2018 auf 0,2 % zurück, nachdem im vorangegangenen Jahresviertel noch eine robuste Zuwachsrate erzielt worden war. Die Konjunkturindikatoren lassen auf ein anhaltend gedämpftes BIP-Wachstum im ersten Vierteljahr 2019 schließen, da die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit den Konsum und die Investitionen belastet. Ungeachtet der schwächeren globalen Wachstumsdynamik erhöhten sich die Ausfuhren des Vereinigten Königreichs im zweiten Halbjahr 2018 deutlich, wozu auch die leichte Abwertung des Pfund Sterling einen Beitrag leistete. Vom Außenhandel gingen jedoch weiterhin negative Wachstumsimpulse aus, denn die Einfuhren zogen noch stärker an. Zurückzuführen war dies im Wesentlichen auf eine Aufstockung der Vorräte bei Unternehmen und Verbrauchern in Erwartung des Brexit. Nach einer leichten Aufwärtsbewegung Mitte 2018 ging die jährliche VPI-Inflationsrate erneut zurück und betrug in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres 1,8 %. Dieser Wert liegt deutlich unter dem abwertungsbedingten Höchststand von 3,0 %, der im Vorjahr zu Buche stand, und spiegelt sowohl den nachlassenden Einfluss des vorausgegangenen starken Anstiegs der Importpreise als auch den drastischen Rückgang der Energiepreise seit Herbst 2018 wider.

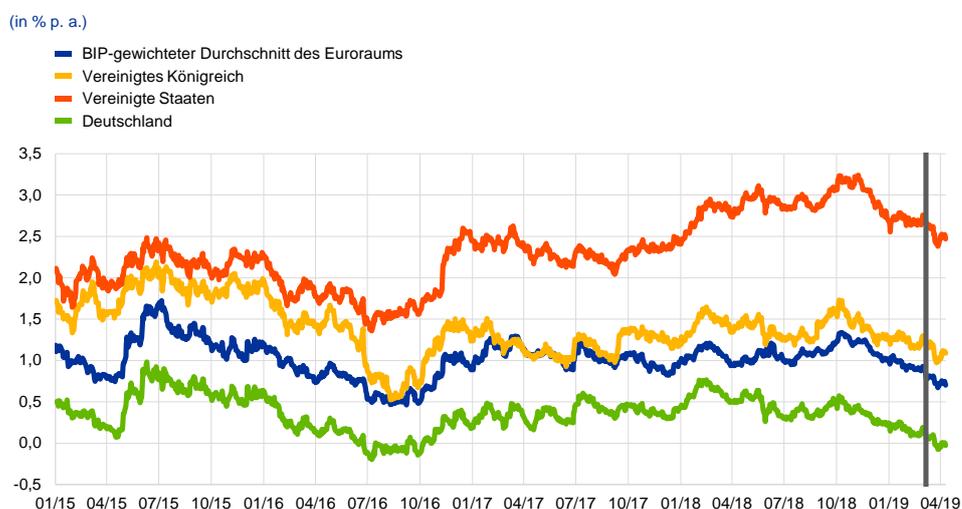
Das Wirtschaftswachstum in China stabilisiert sich. Die schwächere Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe wird durch die robuste Aktivität im Dienstleistungssektor teilweise ausgeglichen. Die Industrieproduktion wurde in den ersten beiden Monaten des Jahres weiter gedrosselt. Die Anlageinvestitionen nahmen jedoch wieder etwas stärker zu, und zugleich erwies sich das Wachstum der nominalen Einzelhandelsumsätze als weiterhin solide. Dieses uneinheitliche Bild fand durch die Ergebnisse der EMIs für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor im ersten Quartal Bestätigung, wobei der Index für den Dienstleistungsbereich besser abschnitt. Die Daten zum Außenhandel fielen indes in den vergangenen Monaten sehr volatil aus, was zum Teil durch Verzerrungen im Zusammenhang mit dem chinesischen Neujahrsfest bedingt war. Nach schwachen Daten für Februar rechnen die Behörden für März mit einer gewissen Erholung. Die am Verbraucherpreisindex gemessene Gesamtinflationsrate verlangsamte sich im Februar aufgrund des deutlich

rückläufigen Beitrags der Nahrungsmittelpreise auf 1,5 % zum Vorjahr. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet gab die Preissteigerungsrate ebenfalls nach und lag bei 1,8 %. Unterdessen blieb die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise im Februar stabil bei 0,1 %, da die rückläufigen Ölpreise durch Preiserhöhungen im Bergbau und bei der Gewinnung von Steinen und Erden kompensiert wurden.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die langfristigen Renditen waren sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten rückläufig. Vor dem Hintergrund eines Rückgangs der globalen risikofreien Zinssätze und einer gleichbleibenden bzw. nachlassenden Finanzmarktvolatilität sank die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet im Berichtszeitraum (7. März bis 9. April 2019) geringfügig um rund 5 Basispunkte auf 0,72 % (siehe Abbildung 3). In den Vereinigten Staaten fiel die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen um rund 15 Basispunkte auf 2,50 % und im Vereinigten Königreich um knapp 10 Basispunkte auf 1,10 %.

Abbildung 3
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Tageswerte. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 7. März 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. April 2019.

Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet und dem risikofreien Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) entwickelten sich von Land zu Land etwas unterschiedlich. Die Spreads italienischer Staatsanleihen weiteten sich um 16 Basispunkte auf gut 2,2 % aus, und die Renditeabstände spanischer Anleihen erhöhten sich um 10 Basispunkte auf 0,74 %. Bei deutschen Anleihen vergrößerte sich die Renditedifferenz marginal um 2 Basispunkte auf -0,34 %, während jene französischer Papiere unverändert bei etwa null lag. Im Fall portugiesischer Staatsanleihen verkleinerten sich die Spreads dagegen um 7 Basispunkte auf 0,86 %.

Die marktbreiten Indizes der Aktienkurse im Euroraum erhöhten sich vor dem Hintergrund gesunkener risikofreier Zinssätze und einer weitgehend unveränderten Volatilität. Die Börsennotierungen von Banken und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet verbuchten im Berichtszeitraum ein Plus von 3,4 % bzw. 2,9 %. Trotz einiger unerwartet schlechter gesamtwirtschaftlicher Daten und der damit einhergehenden Kursschwankungen legten die Kurse im Berichtszeitraum insgesamt zu. Grund hierfür war möglicherweise die Entwicklung der risikofreien Zinsen, die angesichts stabiler und historisch niedriger Erwartungen der

Marktteilnehmer bezüglich der künftigen Volatilität an den Aktienmärkten gesunken waren. Weitere Faktoren, die sich günstig auf die Aktienbewertungen auswirkten, waren die nach wie vor positive Ertragslage und geringere Bedenken hinsichtlich geopolitischer Spannungen.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet verkleinerten sich im Beobachtungszeitraum leicht. Der Renditeaufschlag von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gegenüber dem risikofreien Satz hat sich seit Anfang März um rund 10 Basispunkte auf 70 Basispunkte verringert. Darin spiegelten sich die bereits erwähnten Aktienkursgewinne wider. Bei Anleihen des Finanzsektors war ebenfalls ein Rückgang der Renditen zu beobachten, sodass sich der Spread hier um etwa 12 Basispunkte auf 89 Basispunkte verkleinerte. Wenngleich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen derzeit größer sind als die Anfang 2018 verzeichneten zeitweiligen Tiefstände, befinden sie sich nach wie vor etwa 30 Basispunkte unter dem Niveau, das vor der Ankündigung und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) im März 2016 zu beobachten war.

Der EONIA (Euro Overnight Index Average) notierte im Berichtszeitraum bei durchschnittlich -37 Basispunkten. Die Überschussliquidität erhöhte sich um rund 6 Mrd € auf etwa 1 904 Mrd €

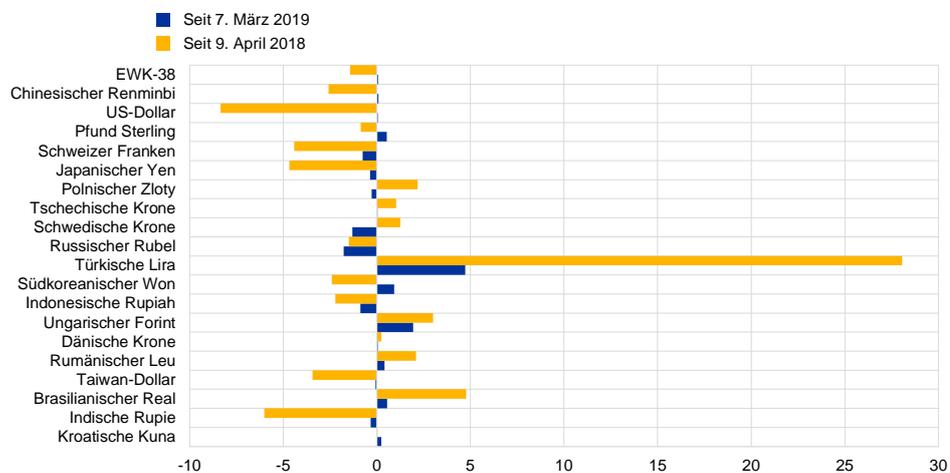
Die EONIA-Terminzinskurve verschob sich im Berichtszeitraum nach unten. Mit rund 15 Basispunkten war diese Verlagerung bei den Laufzeiten von etwa fünf Jahren am größten. Insgesamt liegt die Kurve bei den Zeithorizonten bis Ende September 2022 nach wie vor unter null, da die Märkte mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen.

An den Devisenmärkten notierte der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend unverändert (siehe Abbildung 4). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, stieg im Berichtszeitraum um 0,1 % an. Zurückzuführen war dies auf moderate Kursgewinne des Euro gegenüber dem US-Dollar (+0,1 %) und dem chinesischen Renminbi (+0,1 %) sowie auf eine deutlichere Aufwertung zum Pfund Sterling (+0,5 %) und gegenüber den Währungen der meisten anderen nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten (mit Ausnahme der schwedischen Krone und des polnischen Zloty). Diese Entwicklungen wurden durch Kurseinbußen des Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen, insbesondere dem japanischen Yen (-0,4 %) und dem Schweizer Franken (-0,7 %), und den Währungen einiger Schwellenländer nur teilweise ausgeglichen.

Abbildung 4

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

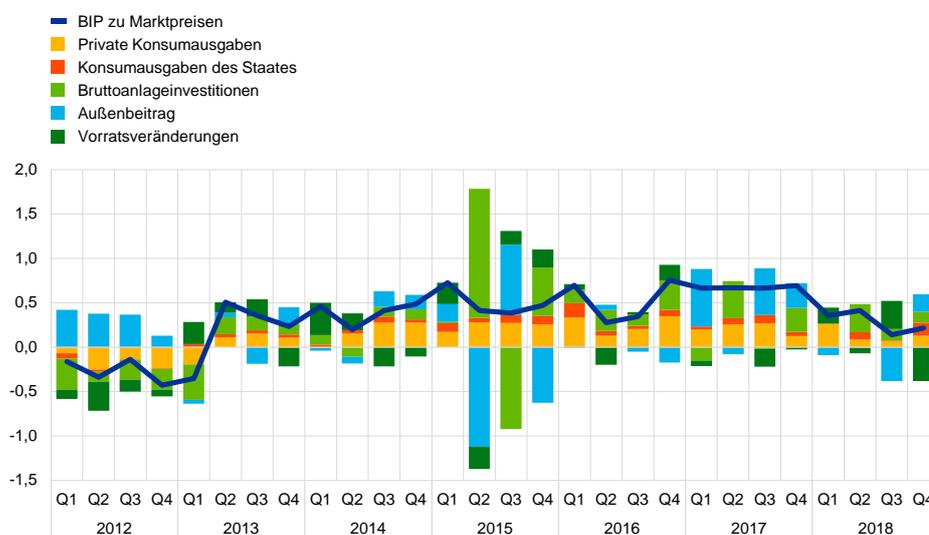
Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 9. April 2019.

3 Konjunktorentwicklung

Die Wachstumsverlangsamung hat sich fortgesetzt; dies geht aus den im ersten Quartal 2019 eingegangenen Daten hervor, die insgesamt schwächer ausfielen als erwartet. Mit einem vierteljährlichen Anstieg von 0,2 % lag das reale BIP im letzten Jahresviertel 2018 nur geringfügig über dem Vorquartalsniveau und blieb nach wie vor hinter dem Wachstum des ersten Halbjahrs 2018 zurück (siehe Abbildung 5). Von der inländischen Nachfrage und vom Außenbeitrag gingen im Schlussquartal des vergangenen Jahres positive Impulse aus, wohingegen die Vorratsveränderungen stark wachstumsdämpfend wirkten. In jährlicher Betrachtung verzeichnete das reale BIP infolgedessen mit einem Plus von 1,8 % im Jahr 2018 eine deutlich geringere Zuwachsrate als 2017 (2,4 %). Die weichen Konjunkturindikatoren entwickelten sich gemessen an ihren historischen Durchschnittswerten zwar weiterhin insgesamt robust, liegen aber immer noch auf einem niedrigen Niveau. Die schwache Entwicklung insbesondere im verarbeitenden Gewerbe und im Sektor der handelbaren Güter spiegelt einen Rückgang der Auslandsnachfrage wider, was in Verbindung mit einigen länder- und sektorenspezifischen Faktoren auf eine anhaltend schwache Wachstumsdynamik im ersten Quartal 2019 schließen lässt.

Abbildung 5
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

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



Quelle: Eurostat.

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

Die privaten Konsumausgaben sind weiter gestiegen, wenn auch mit einer niedrigeren Wachstumsrate als in den Vorjahren. Im Schlussquartal 2018 nahm der private Verbrauch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem der Zuwachs im dritten Jahresviertel etwas geringer ausgefallen war. Hauptgründe für die jüngste Konsumschwäche sind der im ersten Halbjahr 2018 gestiegene Ölpreis, Lieferengpässe in der Automobilindustrie, die erhöhte gesamtwirtschaftliche Unsicherheit und zum Teil auch länderspezifische Faktoren. In jährlicher Betrachtung belief sich die Zunahme der Konsumausgaben im vierten Quartal 2018 wie bereits im

dritten Vierteljahr auf 1,0 %. Die jährliche Wachstumsrate des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte kletterte von 1,5 % im dritten Quartal 2018 auf 1,7 % im vierten Jahresviertel. Wichtigste Triebfeder des verfügbaren Einkommens ist weiterhin der kontinuierliche Anstieg des Arbeitseinkommens, der die robuste Arbeitsmarktlage widerspiegelt. Dementsprechend erhöhte sich die Sparquote (ausgedrückt als gleitender Vierquartalsdurchschnitt) von 12,0 % im dritten auf 12,1 % im vierten Quartal 2018.

Trotz einer leichten Abschwächung bleiben die Arbeitsmärkte im

Euro-Währungsgebiet robust. Die Beschäftigung nahm im letzten Jahresviertel 2018 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem im dritten Vierteljahr ein Zuwachs von 0,2 % verzeichnet worden war. Insgesamt erhöhte sich die Beschäftigung 2018 um 1,5 %. In der zweiten Jahreshälfte 2018 verlangsamte sich der Beschäftigungsanstieg etwas, blieb aber verglichen mit dem BIP-Wachstum hoch. Dieser anhaltende Zuwachs hat im Verbund mit einem geringeren BIP-Anstieg im vergangenen Jahr zu einer Abschwächung des Produktivitätswachstums geführt, das sich 2017 noch leicht beschleunigt hatte. Dies dürfte zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass die Erwerbstätigkeit in der Regel mit zeitlicher Verzögerung auf Veränderungen der Wirtschaftsleistung reagiert. Einer der Gründe hierfür könnte darin liegen, dass die Unternehmen unter anderem aufgrund ihrer begrenzten Flexibilität im Hinblick auf die Anpassung längerfristiger Beschäftigungsverhältnisse bei ihren Einstellungsentscheidungen vorsichtig sind.

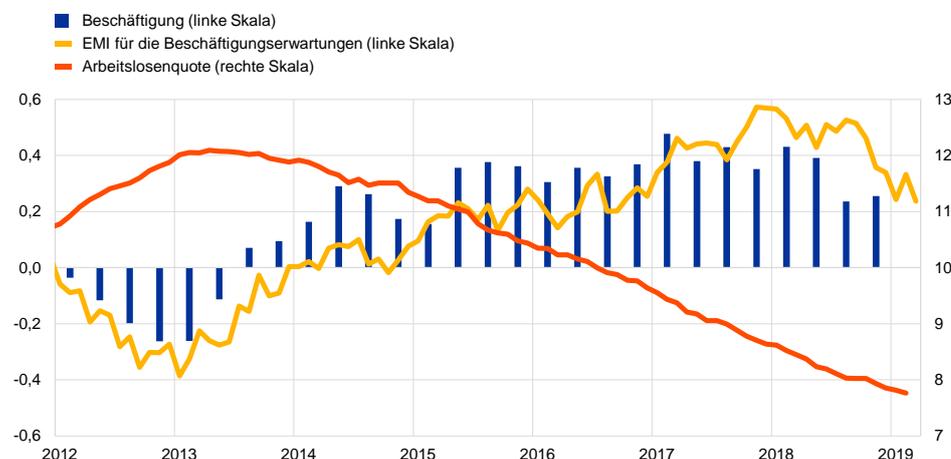
Die aktuellen kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten nach wie vor auf einen – wenn auch moderateren – Beschäftigungszuwachs im ersten

Quartal 2019 hin. Die Arbeitslosenquote im Euroraum belief sich sowohl im Januar als auch im Februar 2019 auf 7,8 % und lag damit unter dem Niveau des Schlussquartals 2018 (7,9 %). Dies deutet zusammen mit den Umfrageindikatoren zur Beschäftigung auf einen anhaltenden, aber sich abschwächenden Anstieg der Erwerbstätigkeit hin.

Abbildung 6

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

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



Quellen: Eurostat, Markt 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), März 2019 (EMI) bzw. Februar 2019 (Arbeitslosenquote).

Der private Verbrauch dürfte weiterhin kräftig zunehmen. Die aktuellen Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen lassen auf einen fortgesetzten Anstieg der privaten Konsumausgaben im ersten Quartal 2019 schließen. Die jüngsten Umfrageergebnisse sprechen für einen anhaltenden, wenn auch moderateren Beschäftigungszuwachs, der das Einkommen und damit den Verbrauch der privaten Haushalte weiter stützen sollte. Darüber hinaus stieg das Reinvermögen der privaten Haushalte im Schlussquartal 2018 abermals an, was dem privaten Konsum zusätzlich Auftrieb verleiht. Zusammengefasst dürften diese Faktoren erklären, warum sich das Verbrauchervertrauen im ersten Quartal 2019 zum Teil wieder von dem im Jahresverlauf 2018 verzeichneten Rückgang erholte und weiterhin deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt lag.

Der Anstieg der Unternehmensinvestitionen verlangsamte sich im vierten Quartal 2018, und die Kurzfristindikatoren deuten auf eine mögliche weitere Abschwächung im ersten Jahresviertel 2019 hin. Das Wachstum der Investitionen (ohne Bauinvestitionen) blieb im Quartalsvergleich zwar positiv, verringerte sich aber von 1,0 % im dritten Vierteljahr auf 0,4 % im Schlussquartal 2018. Auch für das erste Jahresviertel 2019 deuten die verfügbaren Kurzfristindikatoren auf eine Wachstumsabschwächung hin. Verglichen mit dem vierten Quartal 2018 lassen die für das erste Vierteljahr 2019 verfügbaren Daten auf einen Rückgang der Investitionsgüterproduktion schließen. Diese Entwicklung spiegelt auch das abnehmende Vertrauen der Industrie und die gestiegene Volatilität an den Finanzmärkten wider. Positiv stimmt, dass die Kapazitätsauslastung nach wie vor hoch ist, was auf angebotsseitige Beschränkungen hinweist, die eine Aufstockung der Investitionen erforderlich machen könnten. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Investitionsdynamik moderat bleiben. Da der Konjunkturzyklus seinen Reifepunkt erreicht, dürften sich die Unternehmensinvestitionen im Zuge einer nachlassenden Auslands- und Binnennachfrage abschwächen. Vor diesem Hintergrund deuten die

Einschätzung der Auftragslage im Exportgeschäft und die Produktionserwartungen im Investitionsgütersektor bisher für das laufende Jahr auf eine anhaltende Schwäche hin. Wenngleich sich die Gewinnentwicklung (d. h. die internen Mittel für Investitionen) verlangsamt, meldeten die Banken im ersten Jahresviertel 2019 weiterhin eine positive Nettonachfrage nach Krediten zu Investitionszwecken.

Der Handel des Euro-Währungsgebiets hat zwar zu Jahresbeginn 2019 etwas an Dynamik gewonnen, doch könnte diese Entwicklung Frühindikatoren zufolge von kurzer Dauer sein. Laut den jüngsten nominalen Monatsangaben erholten sich die Ausfuhren in Länder innerhalb des Euroraums und verzeichneten im Januar 2019 ein Plus von 1,5 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im Dezember 2018 um 0,6 % gesunken waren. Die Exporte in Länder außerhalb des Euroraums stiegen im Vormonatsvergleich mit 0,8 % stärker als im Dezember 2018 (0,3 %). Nach 0,1 % im Dezember fiel das Wachstum der Gesamteinfuhren auch im Januar mit 0,3 % gegenüber dem Vormonat schwach aus. Dabei entwickelten sich die Importe sowohl aus Ländern innerhalb als auch außerhalb des Euroraums ähnlich. Zwar nahm der Warenhandel des Eurogebiets zu Beginn des laufenden Jahres zu, doch reichte diese Erholung nicht aus, um im Verlauf des ersten Quartals das Wachstum stärker anzutreiben. Mit Blick auf die Zukunft dürfte der Handel des Euroraums im ersten Halbjahr 2019 schwach bleiben.

Die jüngsten Konjunkturindikatoren lassen auf eine erhebliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums schließen. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) erholte sich im ersten Jahresviertel 2019. Erstmals seit 2017 erhöhte sie sich geringfügig, und zwar um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im Schlussquartal 2018 noch um 1,2 % gesunken war. Umfrageergebnisse signalisieren eine Abschwächung der Wachstumsdynamik auf kurze Sicht. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im ersten Vierteljahr 2019 auf durchschnittlich 51,5 Punkte, verglichen mit 52,3 Punkten im vierten Quartal 2018. Im selben Zeitraum gab der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) von 108,9 Punkten auf durchschnittlich 106,0 Zähler nach. Während der ESI über seinem langfristigen Durchschnitt lag, bewegte sich der EMI weiterhin zwischen der Schwelle von 50 Punkten (die den Übergang von einer Kontraktion zu einer Expansion markiert) und seinem historischen Durchschnittswert von 52,9 Zählern.

Diese Abschwächung spiegelt zum Teil eine Verlangsamung der Auslandsnachfrage wider, die durch einige länder- und sektorenspezifische Faktoren verstärkt wird. Zwar lässt die Wirkung einiger länder- und sektorenspezifischer idiosynkratischer Faktoren auf die Konjunktur nach, doch wird das Wachstum im Eurogebiet nach wie vor durch widrige globale Faktoren belastet, und die Erholung verläuft schleppend. Insgesamt dürfte sich das Wachstum in geringem Tempo fortsetzen.

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB werden auch in Zukunft die Binnennachfrage stützen. Die privaten Konsumausgaben werden von der soliden Arbeitsmarktlage und dem anhaltenden Beschäftigungszuwachs getragen. Begünstigt vom steigenden Vermögen der privaten Haushalte sollten sich die

Wohnungsbauinvestitionen weiter erhöhen. Die Unternehmensinvestitionen werden den Erwartungen zufolge aufgrund der hohen Kapazitätsauslastung und der günstigen Finanzierungsbedingungen weiter – wenn auch verhalten – zunehmen. Außerdem dürfte sich die Expansion der Weltwirtschaft fortsetzen, obgleich sich die Aussichten für den Welthandel eingetrübt haben. Die Ergebnisse des aktuellen, im April 2019 von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Ende Januar für 2019 um 0,3 Prozentpunkte und für 2020 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert wurden. Die Prognose für 2021 blieb indessen mit 1,4 % unverändert.

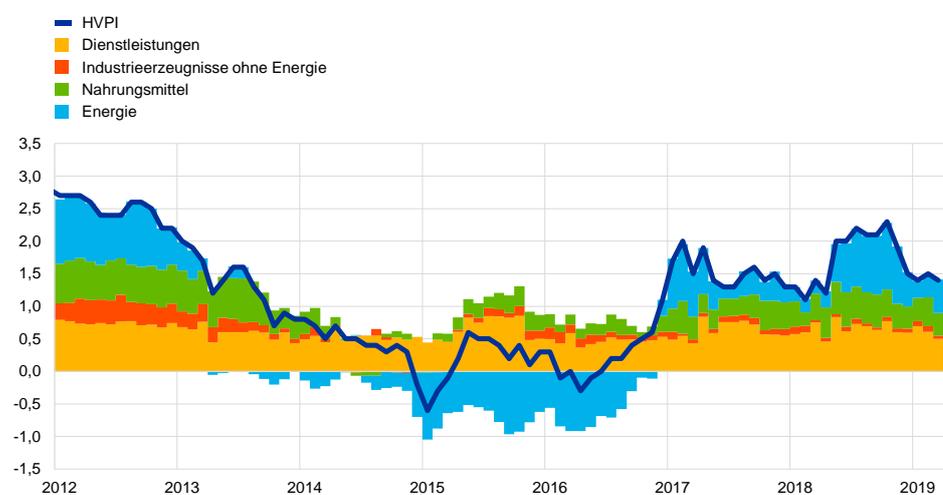
In Bezug auf die Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken. Sie ergeben sich aus anhaltenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, der Gefahr von Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

Die jährliche am HVPI für den Euroraum gemessene Teuerungsrate hat sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 1,5 % im Februar 2019 auf 1,4 % im März verringert (siehe Abbildung 7). Dieser Rückgang erfolgte ungeachtet kräftigerer Preissteigerungen bei Energie und spiegelte einen geringeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln sowie insbesondere auch einen niedrigeren Anstieg des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wider.

Abbildung 7

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich nach wie vor insgesamt verhalten und setzten ihre jüngste Seitwärtsbewegung fort. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich im März auf 0,8 % nach 1,0 % im Februar. Inwieweit diese Abnahme durch die Entwicklung der volatileren Preise, beispielsweise für Reisen und Bekleidung, oder die zeitliche Lage der Osterferien bedingt war, lässt sich erst mit der Veröffentlichung des vollständig aufgeschlüsselten HVPI beurteilen. Andere Maße der zugrunde liegenden Inflation, einschließlich der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (PCCI) und des Supercore-Indikators¹, die nur für den Zeitraum bis Februar vorliegen, deuteten ebenfalls auf eine Fortsetzung der breit angelegten Seitwärtsbewegung der letzten Monate hin. 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

¹ Weitere Einzelheiten zu den Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation finden sich in: D. O'Brien, Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 2, und M. Porqueddu, 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, EZB, Juni 2018.

kräftigeren Lohnwachstums und des zunehmenden Preisauftriebs auf der inländischen Erzeugerebene allmählich steigen.

Der Preisdruck in der Wertschöpfungskette für im HVPI erfasste Industrieerzeugnisse ohne Energie hat sich weiter erhöht. Diese Zunahme zeigt sich auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, wobei die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Februar weiter auf 1,1 % stieg. Damit erreichte sie ihren höchsten Stand seit März 2012 und war doppelt so hoch wie der historische Durchschnitt. Auch die Teuerungsrate für Importe von Konsumgütern ohne Nahrungsmittel stieg weiter an, und zwar von 0,8 % im Januar auf 1,2 % im Februar. Auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette zog der Preisdruck wieder etwas an; die Jahresänderungsraten der Preise für Öl und sonstige Rohstoffe bewegten sich im Februar zurück in den positiven Bereich und legten im März weiter zu.

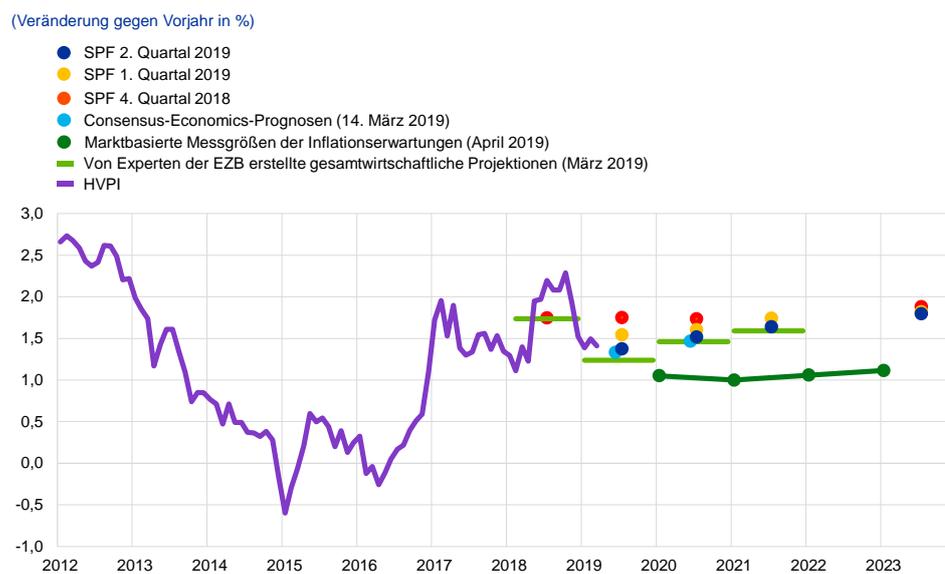
Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums stützt weiterhin den Eindruck, dass sich allmählich ein binnenwirtschaftlicher Kostendruck aufbaut. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im vierten Quartal 2018 mit 2,2 % weiterhin über ihrem langfristigen Durchschnitt. Der Rückgang gegenüber dem Wert von 2,5 % im Vorquartal war auf Einmalzahlungen in diesem Zeitraum zurückzuführen. Da das Wachstum der Tarifverdienste mit einer Rate von 2,1 % im dritten Jahresviertel und 2,2 % im Schlussquartal weiter zugenommen hatte, spiegelte sich der geringere Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in einer rückläufigen Lohndrift wider. Generell liegen die Indikatoren des Lohnwachstums derzeit auf einem deutlich höheren Niveau als in der ersten Jahreshälfte 2016. Diese Entwicklung steht mit der zunehmend angespannten Lage am Arbeitsmarkt in Einklang.

Der Effekt des zunehmenden Arbeitskostendrucks auf die inländische Preisentwicklung insgesamt wurde durch die Gewinnmargen abgefedert. Der sich aus den Lohnstückkosten ergebende Preisdruck nahm auch im vierten Quartal 2018 zu, worin vor allem ein sich weiter abschwächendes Arbeitsproduktivitätswachstum zum Ausdruck kam. Dennoch blieb die jährliche prozentuale Veränderung des BIP-Deflators, die sich 2018 in einem Bereich von 1,3 % bis 1,5 % bewegte, relativ stabil, da die insgesamt abflauende Konjunkturdynamik und Verschlechterungen der Terms of Trade (vor allem infolge zurückliegender Ölverteuerungen) die Entwicklung der Gewinnmargen belasteten.

Die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen waren rückläufig, während die umfragebasierten Erwartungen stabil blieben. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag bei 1,36 % und damit rund 15 Basispunkte unter dem Stand von Mitte März (siehe Abbildung 8). Trotz des weiteren Rückgangs, der einen im November 2018 beginnenden Abwärtstrend fortsetzt, bleibt die – aus Inflationsoptionen abgeleitete – risikoneutrale Wahrscheinlichkeit einer negativen Inflationsrate im Durchschnitt der nächsten fünf Jahre vernachlässigbar. Gleichwohl deutet das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen weiterhin auf eine anhaltende Phase niedriger Inflationsraten hin, und die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % dürfte sich nur in sehr kleinen Schritten vollziehen. Die Ergebnisse des

von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters \(SPF\)](#) für das [zweite Quartal 2019](#) zeigen durchschnittliche Gesamtinflationserwartungen für das Eurogebiet von 1,4 % für 2019, 1,5 % für 2020 und 1,6 % für 2021. Dies stellt für jedes dieser Jahre eine Abwärtskorrektur um 0,1 Prozentpunkte gegenüber der vorherigen Befragung dar, die vor allem auf schwächere Wachstumsaussichten und überraschende Abwärtstendenzen bei den jüngsten Inflationsergebnissen zurückzuführen ist. Laut der SPF-Umfrage beliefen sich die längerfristigen Inflationserwartungen im Schnitt weiterhin auf 1,8 %.

Abbildung 8
 Marktbasierete und umfragebasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

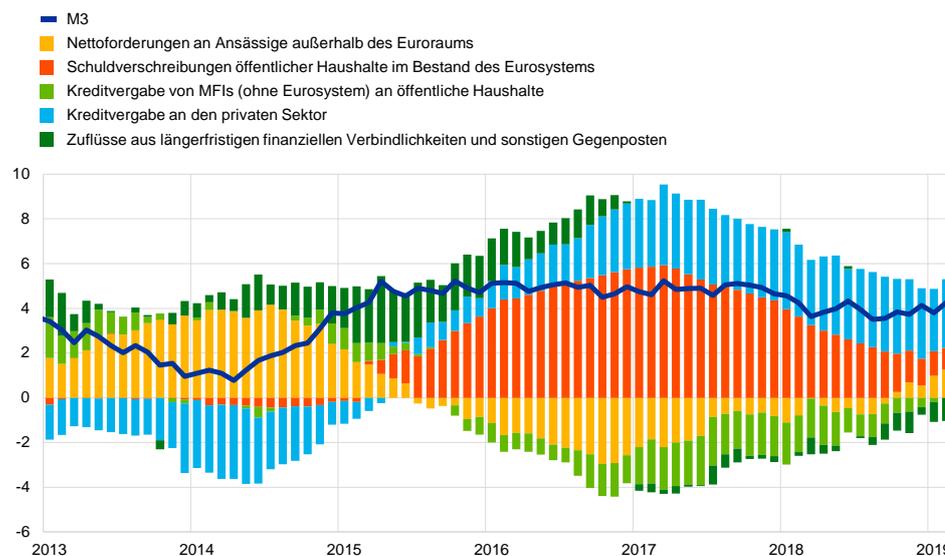


Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet und Consensus Economics.
 Anmerkung: Die SPF-Umfrage für das zweite Quartal 2019 wurde vom 18. März bis zum 22. März 2019 durchgeführt. Die aus Marktpreisen abgeleitete Kurve basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zur aus Marktpreisen abgeleiteten Teuerung beziehen sich auf den 9. April 2019.

Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 erholte sich im Februar. Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich von 3,8 % im Januar auf 4,3 % im Februar und bewegte sich damit weiter um die seit Anfang 2018 verzeichneten Werte (siehe Abbildung 9). Durch das Auslaufen des Nettoerwerbs von Vermögenswerten Ende 2018 hat sich der positive Effekt des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) auf das Wachstum der Geldmenge M3 abgeschwächt. Die jährliche Zuwachsrate des Geldmengenaggregats M1 – der M3-Komponente mit dem größten Wachstumsbeitrag – stieg im Februar auf 6,6 % (nach 6,2 % im Januar). Da das Wachstum der realen Geldmenge M1 gegenüber dem Wachstum des realen BIP tendenziell einen Vorlauf von etwa einem Jahr aufweist (siehe hierzu Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht), stehen diese Entwicklungen mit der derzeit nachlassenden realen Wirtschaftstätigkeit im Einklang. Mit Blick auf die Zukunft deutet das aktuelle Niveau des realen M1-Wachstums darauf hin, dass eine Rezession im Euroraum im kommenden Jahr wenig wahrscheinlich ist.

Abbildung 9
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an 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 Februar 2019.

Das M3-Wachstum zeigte sich gegenüber der allmählich nachlassenden Wirkung des APP weiterhin robust. Was die Gegenposten der Geldmenge M3 betrifft, so ging der positive Wachstumsbeitrag der Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte im Bestand des Eurosystems im Zuge des bereits erwähnten Auslaufens der Nettoankäufe im Rahmen des APP weiter zurück (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 9). Kompensiert wurde dies bis Oktober 2018 weitgehend durch den höheren Beitrag der Kreditvergabe an den privaten Sektor (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 9). Zwar ist die Kreditvergabe an den

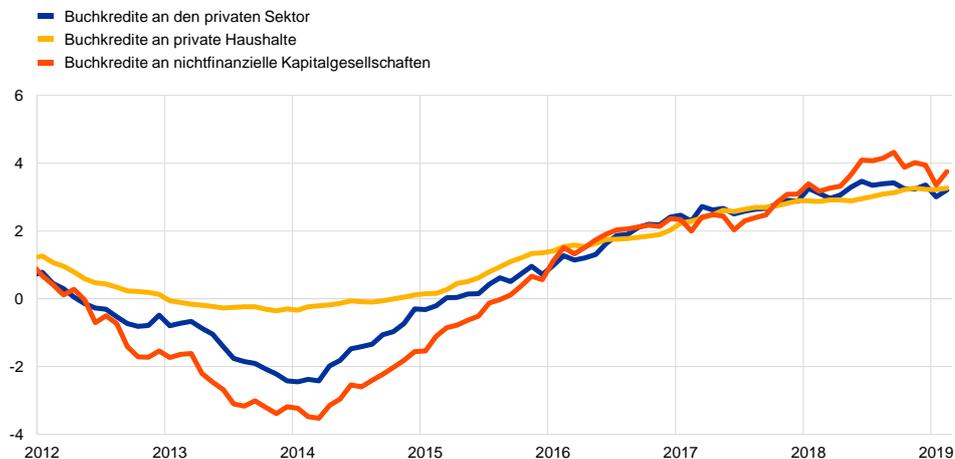
privaten Sektor in den vergangenen Monaten der wichtigste Wachstumsmotor von M3 geblieben, ihr Wachstumsbeitrag stagniert jedoch. Seit Oktober 2018 haben ein zunehmend stimulierender Impuls der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 9) – der unter anderem die geringere Präferenz von Anlegern aus dem Eurogebiet für gebietsfremde Vermögenswerte widerspiegelt – und eine nachlassende Bremswirkung durch die Kreditvergabe von MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 9) zur Widerstandsfähigkeit des M3-Wachstums beigetragen. Zugleich hat eine höhere Emission von längerfristigen MFI-Schuldverschreibungen die Geldschöpfung etwas gedämpft (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 9).

Nachdem das jährliche Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor im Januar noch zurückgegangen war, beschleunigte es sich im Februar wieder. Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im Februar auf 3,2 %, verglichen mit 3,0 % im Januar (siehe Abbildung 10). Ausschlaggebend hierfür war ein Wiederanstieg der jährlichen Zuwachsrates der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 3,4 % auf 3,7 % im selben Zeitraum, der in erster Linie auf einen Basiseffekt zurückzuführen war. Lässt man die kurzfristige Volatilität außer Acht, hat sich diese Rate in den letzten Monaten – im Einklang mit der typischen verzögerten Reaktion auf die seit Anfang 2018 zu beobachtende konjunkturelle Abkühlung – abgeschwächt. Das jährliche Wachstum der Buchkredite an private Haushalte blieb indessen im Februar mit 3,3 % stabil. Die Ausweitung des Buchkreditwachstums wurde durch die Entwicklung der Bankkreditzinsen, die seit Mitte 2014 (vor allem aufgrund der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB) im gesamten Euroraum deutlich gesunken sind, und durch die insgesamt verbesserte Angebots- und Nachfragesituation bei den Bankdarlehen gefördert. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt, wenngleich das Volumen an notleidenden Krediten (NPL) in einigen Ländern nach wie vor hoch ist und die Finanzintermediation belasten könnte.²

² Siehe auch EZB, [Financial Stability Review](#), Kapitel 3, November 2018.

Abbildung 10 Buchkredite an den privaten Sektor

(Jahreswachstumsrate)



Quelle: EZB.

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

Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2019 zufolge wurde das Kreditwachstum weiterhin von den günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken insgesamt und einer steigenden Nachfrage nach Wohnungsbaudarlehen gestützt.

Im ersten Quartal 2019 blieben die Kreditrichtlinien für Ausleihungen an Unternehmen weitgehend unverändert; sie entwickelten sich damit etwas besser als von den Banken noch in der vorherigen Umfrage erwartet worden war. Die Kreditrichtlinien für private Haushalte wurden indessen gestrafft. Die Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen der Banken trugen zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien in allen Darlehenskategorien bei, während sich der Wettbewerbsdruck weiterhin lockernd auf die Kreditrichtlinien auswirkte. Nachdem die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten seit dem zweiten Quartal 2015 zugenommen hatte, blieb sie im ersten Jahresviertel 2019 stabil und wurde vor allem durch das niedrige allgemeine Zinsniveau gestützt. Zugleich nahm die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiter zu, was ebenfalls hauptsächlich dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau geschuldet war. Die Banken im Euroraum bestätigten erneut, dass sich das APP der EZB in den vergangenen sechs Monaten, also unter Berücksichtigung des bis Dezember 2018 erfolgten Nettoerwerbs von Vermögenswerten durch das Eurosystem, weiterhin positiv auf ihre Liquiditätsposition und die Finanzierungsbedingungen am Markt, aber negativ auf ihre Ertragslage ausgewirkt hätte. Das APP hätte zu einer Lockerung der Bedingungen für die Kreditgewährung geführt und einen positiven Einfluss auf das Kreditvergabevolumen der Institute gehabt. Darüber hinaus hätte der negative Einlagesatz der EZB zwar die Nettozinserträge der Banken beeinträchtigt, zugleich aber weiterhin die Kreditgewährung gefördert.

Die sehr günstigen Kreditzinsen stützten weiterhin das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet.

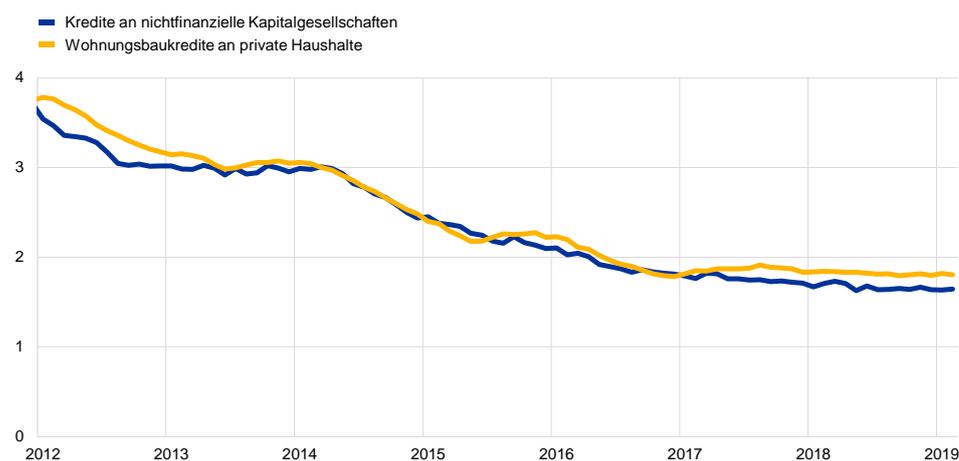
Im Februar 2019 blieb der gewichtete Zinssatz für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit 1,65 % insgesamt stabil und lag in der Nähe

seines historischen Tiefs vom Mai 2018. Der gewichtete Zins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte betrug im Februar unverändert 1,80 % und wies damit ebenfalls einen Wert nahe seinem historischen Tiefstand auf, der im Dezember 2016 verzeichnet worden war (siehe Abbildung 11). 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 stärker nachgegeben als die Referenzzinssätze am Geldmarkt. In den Euro-Ländern, die am meisten 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 auf die Bankkreditzinsen übertragen wird.

Abbildung 11

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

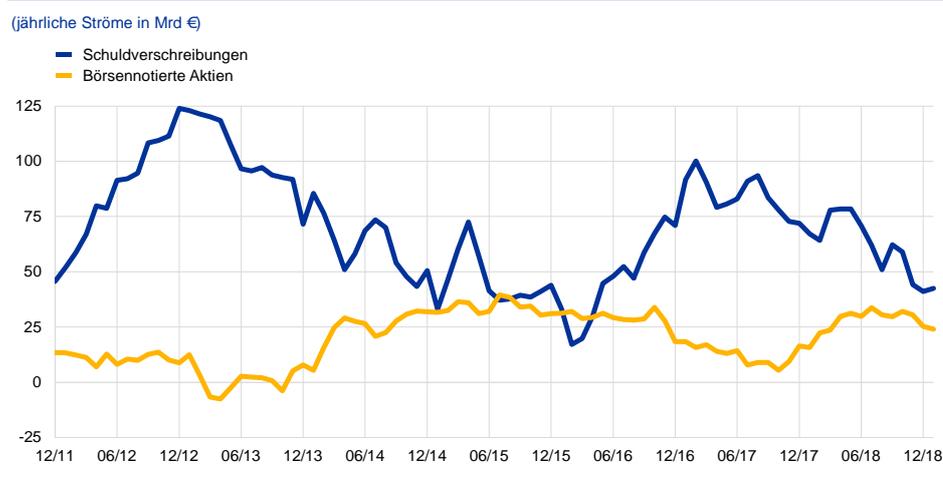
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2019.

Im Januar 2019 machte die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum den im Schlussquartal 2018 verzeichneten Rückgang teilweise wieder gut. Aus aktuellen Daten der EZB geht hervor, dass sich der gesamte Nettostrom an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen im Januar 2019 wieder ins Positive kehrte, nachdem er im November und Dezember 2018 ein negatives Vorzeichen aufgewiesen hatte. Dies entspricht der in den vergangenen Jahren beobachteten saisonalen Entwicklung, bei der die Emission nach einer in den letzten Monaten des jeweils vorangegangenen Jahres verzeichneten Schwächephase zu Beginn des neuen Jahres tendenziell wieder anstieg. In einer eher mittelfristigen Betrachtung (siehe Abbildung 12) zeigt sich, dass die jährlichen Ströme an Schuldverschreibungen im Januar 2019 bei knapp über 40 Mrd € und damit in der Nähe des Niveaus lagen, auf dem sie sich seit November 2018 offenbar stabilisiert hatten. Die verfügbaren Marktdaten deuten darauf hin, dass die Nettostrome von

begebenen Schuldverschreibungen im Februar 2019 recht kräftig blieben. Im März schwächten sie sich dann ab, waren aber nach wie vor positiv. Im Januar 2019 setzte sich die Talfahrt der gesamten Nettoemission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von dem im Sommer 2018 erreichten Höchststand fort. Gemessen an den jährlichen Strömen war der Nettoabsatz börsennotierter Aktien gleichwohl weiterhin hoch und lag in der Nähe des 2014 verzeichneten Niveaus.

Abbildung 12

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 Januar 2019.

Die Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet verbilligte sich im Januar 2019 gegenüber dem Ende 2018 verzeichneten Stand marginal. Die gesamten nominalen Kosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Beteiligungsfinanzierungen) sanken im Januar auf 4,7 % und dürften im Februar und März 2019 deutlich weiter zurückgegangen sein. Die Finanzierungskosten im März dieses Jahres liegen Schätzungen zufolge lediglich 16 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom Dezember 2014 und erheblich unter dem Niveau vom Sommer 2014. Der geschätzte Rückgang der Finanzierungskosten seit Ende des vierten Quartals 2018 spiegelt sowohl niedrigere Eigenkapitalkosten als auch gesunkene Kosten für die marktbasiertere Fremdfinanzierung wider. Gründe für das Absinken dieser beiden Messgrößen sind in erster Linie der rückläufige langfristige risikofreie Zinssatz und in etwas geringerem Maße die niedrigeren Risikoaufschläge.

Kästen

1 Was bedeutet die zunehmende Reife des Technologiezyklus für die Weltkonjunktur?

Marcel Tirpák

Die signifikante Abschwächung des chinesischen Außenhandels um die Jahreswende stand unter anderem mit der Reifung des Technologiezyklus in Zusammenhang. Diese These stützt sich darauf, dass China durch

Wertschöpfungsketten eng mit anderen bedeutenden asiatischen Volkswirtschaften (einschließlich Japans) verbunden ist, und zwar insbesondere im Bereich der Fertigung von Computern und anderen elektronischen Geräten – also im Technologiesektor¹. Die Reifung des Technologiezyklus könnte auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sein: Zum einen könnte er mit eher strukturellen, sektorspezifischen Bestimmungsfaktoren zusammenhängen, etwa einer möglicherweise zunehmenden Sättigung des internationalen Marktes für Smartphones und neuen Datenzentren. Daneben spielen unter Umständen auch Minizyklen eine Rolle, die durch die Einführung neuer Modelle bereits existierender Technologieprodukte bedingt sind. Und ganz allgemein könnte er schließlich auch Vorbote einer globalen Konjunkturwende sein. Der vorliegende Kasten befasst sich mit den grundlegenden Merkmalen des asiatischen Technologiesektors und zeigt auf, dass diesem in Bezug auf die jüngste Schwäche des chinesischen Außenhandels eine große Bedeutung zukommt. Zugleich wird auch angedeutet, dass der Trend des globalen Technologiezyklus, der mit der schwächeren Handelsaktivität in Asien zusammenhängt, die Talsohle durchschritten haben könnte.

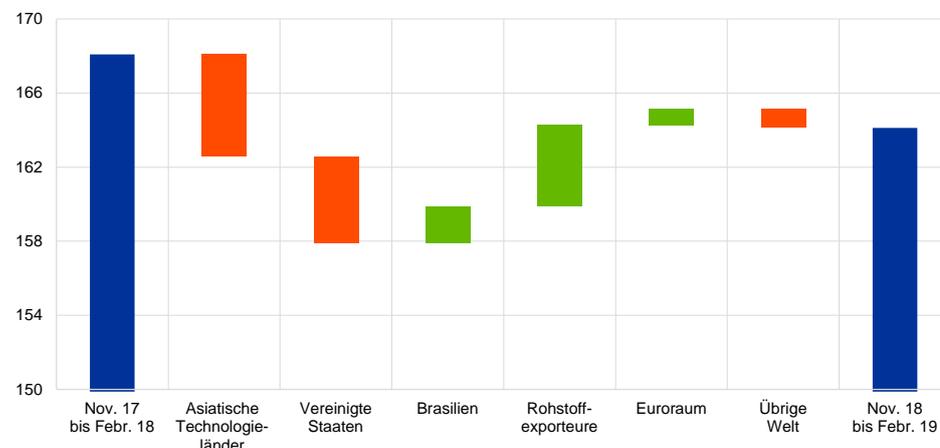
Die chinesische Importflaute der letzten Monate war maßgeblich den schwachen Wareneinfuhren aus anderen bedeutenden Volkswirtschaften Asiens zuzuschreiben (siehe Abbildung A). Auch die Einfuhren aus den Vereinigten Staaten waren rückläufig, was teilweise darauf zurückzuführen war, dass die chinesische Sojabohnennachfrage – infolge der Vergeltungszölle auf Sojabohnen aus den USA – auf brasilianische Erzeugnisse umgelenkt wurde. Zugleich weitete China die Einfuhren verschiedener Rohstoffe, darunter auch Rohöl, erheblich aus.

¹ In diesem Kasten bezieht sich der Begriff „Technologiesektor“ auf die Herstellung von Computern, elektronischen Erzeugnissen und elektrischen Ausrüstungen.

Abbildung A

Chinesische Einfuhren nach Exportland und -region

(in Mrd USD)



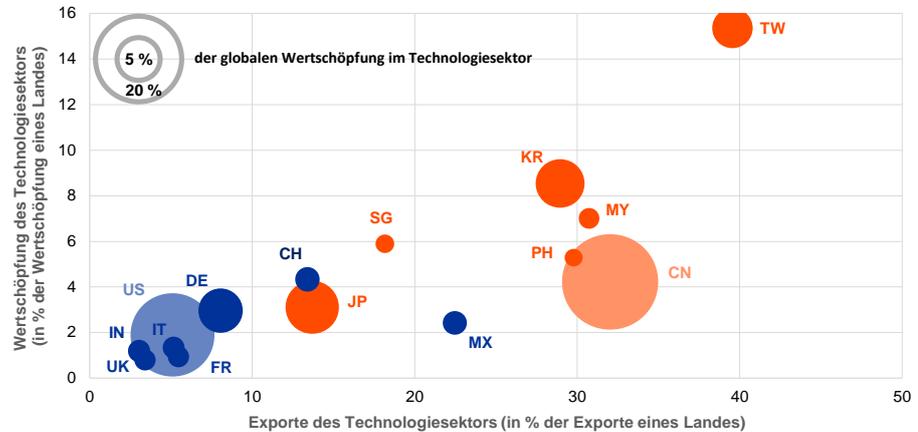
Quellen: China Customs Administration, aufbereitet von Haver Analytics, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blauen Balken zeigen die gesamten nominalen Einfuhren Chinas an, die roten und grünen Balken stellen die Exportländer und -regionen dar. Die Importe Chinas aus den betreffenden Ländern und Regionen vom ersten bis zum zweiten Zeitraum werden durch die (niedrigeren) roten und (höheren) grünen Balken abgebildet. „Asiatische Technologieländer“ umfasst Japan, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Thailand und Vietnam. „Rohstoffexporteure“ bezeichnet alle rohstoffexportierenden Schwellenländer sowie Australien, Kanada, Neuseeland und Norwegen.

China und andere asiatische Volkswirtschaften sind auf die Produktion im Technologiesektor spezialisiert und decken etwa die Hälfte der weltweiten Nachfrage nach technologischen Erzeugnissen ab. Auf China allein entfällt mehr als ein Viertel der globalen Wertschöpfung im Technologiesektor. Die Struktur der asiatischen Volkswirtschaften – mit der besonderen Ausnahme Indiens, das sich auf IT-Dienstleistungen spezialisiert hat – ist stark auf die Fertigung technologischer Güter ausgerichtet. Im Durchschnitt entstehen rund 7 % der gesamten Wertschöpfung der Region in diesem Sektor. Auf der Exportseite ist diese hohe Spezialisierung auf den Technologiesektor noch stärker ausgeprägt; so machen technologische Produkte insgesamt mehr als ein Viertel der gesamten Warenausfuhren der Region aus (siehe Abbildung B). Auch aus globaler Sicht ist Asien in der Technologiebranche führend: Etwa die Hälfte der weltweiten Wertschöpfung in diesem Sektor und mehr als zwei Drittel der globalen Exporte des Technologiesektors sind asiatischen Ursprungs. Gemessen am gesamten Welthandel entfallen 10 % auf asiatische Exporte technologischer Güter.

Abbildung B Spezialisierung asiatischer Volkswirtschaften auf den Technologiesektor

(in %; Index: 2015)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Technologiesektor“ bezeichnet den Sektor Computer, elektronische Erzeugnisse und elektrische Ausrüstungen (Computers, electronic and electrical equipment, D26T27) gemäß der Branchenaufschlüsselung der OECD-Datenbank zum Handel auf Wertschöpfungsbasis (Trade in Value Added - TIVA). Die Größe der Kreise in der Abbildung gibt den relativen Anteil der Wertschöpfung des Technologiesektors des betreffenden Landes an der globalen Wertschöpfung des Technologiesektors an. Die asiatischen Länder sind in rot dargestellt.

In der asiatischen Technologie-Wertschöpfungskette sind Industrie- und Schwellenländer miteinander verbunden; dabei ist China der größte Erzeuger von Endprodukten. Japan und Südkorea nehmen eine vorgelagerte Position in der Lieferkette ein und sind zusammen mit Taiwan auf die Erzeugung von Halbleitern und Chips spezialisiert. China ist nach wie vor führend auf dem Gebiet der Endmontage von Produkten, wengleich sich die Importintensität des Landes stark verringert hat. So ist der Importgehalt der von China produzierten und anschließend exportierten Technologiegüter innerhalb von nur zehn Jahren von 40 % auf 27 % im Jahr 2015 gesunken, was auf eine nachlassende Abhängigkeit Chinas von Zwischenprodukten aus anderen Ländern der Region hindeutet. Ob die makroökonomische Entwicklung eines Landes auch wertvolle Signale in Bezug auf globale Trends liefern kann, hängt von dessen relativer Position in der Wertschöpfungskette ab.

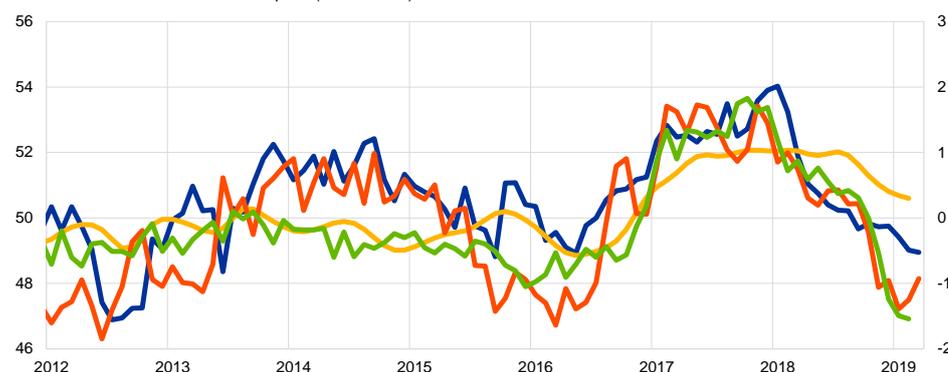
Nachdem es Anfang 2018 zu einer Wende im globalen Technologiezyklus kam, scheint eine geordnete Wachstumsverlangsamung, gefolgt von einer gewissen Stabilisierung, das wahrscheinlichste Zukunftsszenario zu sein. Aktuelle Indikatoren des Technologiezyklus deuten auf eine Abschwächung der globalen Konjunktur in diesem Sektor hin (siehe Abbildung C). Allerdings gibt es Anzeichen dafür, dass in nächster Zeit eine Stabilisierung eintreten könnte. Erstens deuten die Erwartungen der Finanzmärkte in Bezug auf die sektoralen Entwicklungen in der Region – näherungsweise dargestellt durch den Philadelphia Semiconductors Index (siehe die rote Linie in Abbildung C) – darauf hin, dass nach dem Rückgang im Jahr 2018 nun im laufenden Jahr allmählich die Talsohle erreicht sein könnte. Zweitens bewegt sich der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes zwar weiterhin unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, ist aber in den letzten Monaten deutlich langsamer gesunken als in der ersten Jahreshälfte 2018. Wengleich der Index eine größere Palette an Exportgütern umfasst, weist er doch eine recht enge Korrelation mit den Aktienkursen von

Technologieunternehmen auf und könnte somit weitere Evidenz für eine Stabilisierung im globalen Technologiesektor liefern. Und drittens zeichnet sich auch bei den südkoreanischen Halbleiterexporten, die häufig als ein weiterer Vorlaufindikator der Konjunktur in diesem Sektor herangezogen werden, in letzter Zeit eine gewisse Stabilisierung ab. Breitere Indizes der Wirtschaftstätigkeit in der Technologiebranche, die mit etwas längerem Nachlauf veröffentlicht werden – darunter der US-amerikanische Tech Pulse Index –, wie auch die Entwicklung des internationalen Handels mit elektronischen Komponenten lassen auf eine gewisse Wachstumsabschwächung im Technologiesektor schließen. Insgesamt scheint die Wende im globalen Technologiezyklus zum Teil eine außerordentlich starke Dynamik im Jahr 2017 widerzuspiegeln, die durch umfangreiche Investitionen in die Ausweitung der Kapazitäten von Datenzentren weltweit bedingt war. Auch wenn die Aussichten mit hoher Unsicherheit behaftet sind, ist gegenwärtig wohl am ehesten mit einer weichen Landung zu rechnen.

Abbildung C Entwicklung des globalen Technologiezyklus

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

- Globaler EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft (linke Skala)
- Tech Pulse Index der Federal Reserve Bank of San Francisco (rechte Skala)
- Philadelphia Semiconductors Index (rechte Skala)
- Südkoreanische Halbleiterexporte (rechte Skala)



Quellen: Markit, Thomson Financial Datastream, Federal Reserve Economic Data (FRED), Korean International Trade Association (KITA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die prozentualen jährlichen Veränderungen des US-amerikanischen Tech Pulse Index, des Philadelphia Semiconductor Index und der südkoreanischen Halbleiterexporte sind mittelwert- und varianzadjustiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2019 (EMI, Philadelphia Semiconductor Index) bzw. Februar 2019 (Tech Pulse Index, südkoreanische Halbleiterexporte).

Die Währungen der Schwellenländer und die Bedeutung globaler Risiken, des US-Dollar und inländischer Faktoren

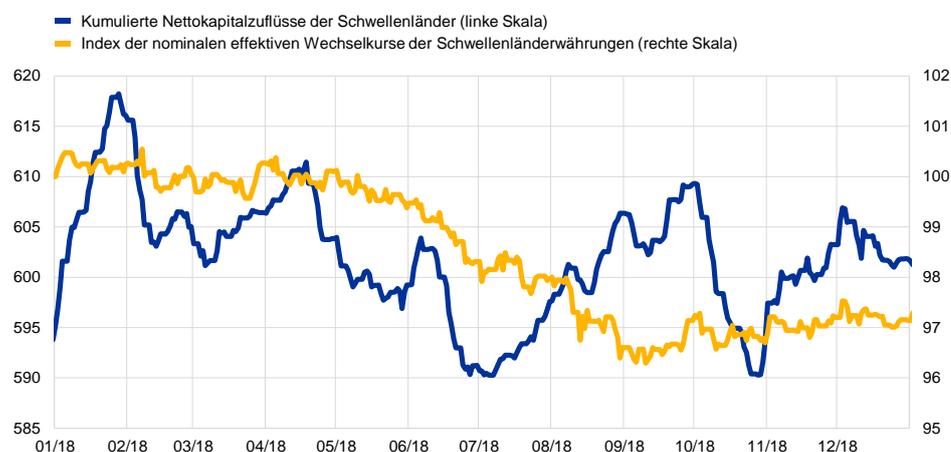
Massimo Ferrari

Wie sich die Wechselkurse der Schwellenländer in Relation zum US-Dollar entwickeln, ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Konjunkturaussichten dieser Volkswirtschaften, da deren Kredite, Handel und Schulden zu einem großen Teil in Dollar bepreist sind. Abrupte Wechselkursausschläge in den Schwellenländern sind in der Regel mit Kapitalabflüssen, restriktiveren Finanzierungsbedingungen und erhöhter Instabilität an den Finanzmärkten verbunden. Welche Antriebskräfte diesen Entwicklungen im Einzelnen zugrunde liegen, ist allerdings schwer zu ermitteln, weil die relative Stärke dieser Währungen sowohl von globalen als auch von inländischen Faktoren abhängt. Im vorliegenden Kasten wird eine Methode vorgestellt, mit deren Hilfe sich die vier wichtigsten Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften herausfiltern lassen. Dies sind Übertragungseffekte aufgrund von Schocks in den Vereinigten Staaten, die weltweite Risikobereitschaft, Zinseffekte und idiosynkratische inländische Schocks. Anhand dieser Methode werden jene Faktoren analysiert, die im Jahresverlauf 2018 für die kräftige Abwertung und die anschließende Erholung der Schwellenländerwährungen verantwortlich waren.

Abbildung A

Entwicklung der Nettokapitalzuflüsse und Wechselkurse der Schwellenländer

(linke Skala: in Mrd USD; rechte Skala: Index: 1. Januar 2018 = 100)



Quellen: EZB, Institute of International Finance, J. P. Morgan und EZB-Berechnungen.

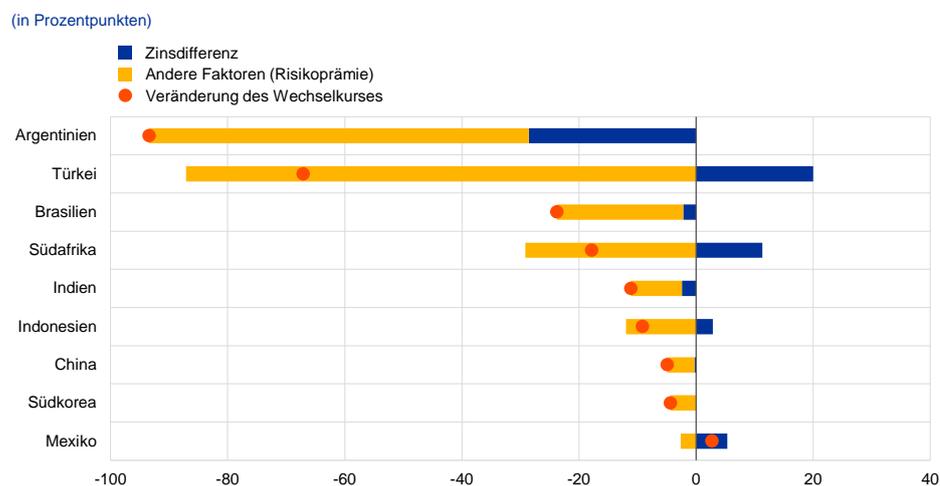
Anmerkung: Der Wechselkursindex für die Schwellenländer basiert auf dem von J. P. Morgan berechneten nominalen effektiven Wechselkurs der Schwellenländerwährungen, der als gewichteter Durchschnitt der Wechselkurse dieser Länder gebildet wird. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. Dezember 2018.

Die Währungen der Schwellenländer verbuchten im Zeitraum von Januar bis August 2018 kräftige Kursverluste. In den ersten acht Monaten des Jahres standen sie unter starkem Abwertungsdruck, der mit Kapitalabflüssen und einer steigenden Volatilität an den Finanzmärkten einherging (siehe Abbildung A). Der zusammengesetzte Index der nominalen effektiven Wechselkurse der Schwellenländerwährungen sank in dieser Zeit um 3,6 %, während die bilateralen Wechselkurse zum US-Dollar wesentlich heftiger reagierten und in einigen Fällen um

mehr als 20 % nachgaben. Die abrupten Veränderungen an den Finanzmärkten einiger Schwellenländer stellen eine Gefahr für die Finanzstabilität dar und können zu Ansteckungseffekten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften führen. Starke Kursrückgänge tragen auch zu einem Anstieg der Finanzierungskosten in den aufstrebenden Volkswirtschaften bei, deren Finanzsysteme sich für gewöhnlich in US-Dollar refinanzieren. Infolgedessen trüben sich die Wirtschaftsaussichten dieser Länder ein.

Zinsdifferenzen allein vermögen Wechselkursbewegungen indes nicht zu erklären. Das theoretische Konzept der ungedeckten Zinsparität besagt, dass Wechselkursbewegungen durch Zinsdifferenzen bestimmt werden. Dieser Theorie zufolge sollte die Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen zwei Ländern für die Veränderung des bilateralen Wechselkurses maßgeblich sein, wobei die Hochzinswährung gegenüber der Niedrigzinswährung abwertet. Tatsächlich sind Wechselkursbewegungen zu einem großen Teil jedoch nicht durch Zinsunterschiede begründet, sondern werden häufig Veränderungen der Risikoprämie zugeschrieben.² Diese wiederum korreliert mit verschiedenen Wirtschaftsfaktoren, die sich nicht gut anhand von Differenzen der kurzfristigen Zinssätze erfassen lassen, beispielsweise Messgrößen der Risikobereitschaft der Anleger oder der Marktvolatilität. Zinsdifferenzen eignen sich tatsächlich nur in sehr begrenztem Maße, um die Wechselkursentwicklung der Schwellenländerwährungen zum US-Dollar im Jahr 2018 zu erklären (siehe Abbildung B).

Abbildung B
Beitrag der Zinsdifferenzen und anderer Faktoren zu den Wechselkursbewegungen gegenüber dem US-Dollar



Quellen: Haver Analytics, Board of Governors des Federal Reserve System, Global Financial Data und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die blauen Balken zeigen den Beitrag der Zinsdifferenz zur Veränderung der bilateralen Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar (ausgedrückt in US-Dollar je Einheit der Landeswährung) im Zeitraum von Januar bis August 2018. Die Beiträge werden anhand einer Regression der täglichen Veränderung des bilateralen Wechselkurses auf die Zinsdifferenz zwischen dem betreffenden Land und den Vereinigten Staaten berechnet. Referenzzins ist der kurzfristige Geldmarktsatz. Die Komponente „andere Faktoren“ ist die Restgröße in dieser Regression. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. August 2018.

² Siehe beispielsweise E. F. Fama, Forward and spot exchange rates, Journal of Monetary Economics, Bd. 14, Nr. 3, 1984, S. 319-338; M. Evans, Exchange-Rate Dark matter, Working Papers der Georgetown University, 2012; C. Engel, M. Nelson und K. West, Factor Model Forecasts of Exchange Rates, Econometric Reviews, Bd. 34(1-2), 2015, S. 32-55.

Ein Modell, das sich nicht nur auf die standardmäßige Zinsregression, sondern auch auf Messgrößen der globalen Risikobereitschaft und US-spezifische Faktoren stützt, ermöglicht ein besseres Verständnis der Antriebskräfte für die Wechselkursentwicklung. Neben den Zinssätzen gibt es zwei wesentliche Faktoren, die die Wechselkursbewegungen in den Schwellenländern bestimmen:

Veränderungen der globalen Risikobereitschaft und Übertragungseffekte aufgrund von Entwicklungen in den USA. Die weltweite Risikoneigung wirkt auf die Wechselkurse ein, weil eine höhere Risikobereitschaft der Marktteilnehmer tendenziell zu Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer führt, wodurch die Währungen dieser Länder aufwerten. Die besondere Stellung des US-Dollar im internationalen Währungssystem spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Wenn der US-Dollar, wie in Zeiten einer kräftigen Wachstumsdynamik und hoher Zinsen in der US-Wirtschaft, stark ist, fließt das Kapital der Tendenz nach aus den Schwellenländern in die Vereinigten Staaten, und die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften werten ab. Durch diesen Kanal können Schocks in der US-Wirtschaft auf die Schwellenländer übergreifen.

Verdelhan (2018)³ hat ein einfaches Modell zur Bewertung der relativen Bedeutung der beiden Einflussfaktoren für die Kursbewegungen der Schwellenländerwährungen vorgelegt.⁴ Dabei wird das Standardmodell, das Wechselkursbewegungen zu Zinsdifferenzen in Beziehung setzt, um zwei Komponenten erweitert. Mit der einen, auch als „Dollar-Faktor“ bezeichneten Komponente soll festgestellt werden, welche Auswirkungen die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten auf die Währungen der Schwellenländer haben. Hierfür wird zusätzlich ein Element in die Regression eingefügt, mit dem sich die durchschnittliche Veränderung der Wechselkurse der Schwellenländer im Verhältnis zum US-Dollar messen lässt. Da zu erwarten ist, dass sich ein ausschließlich von den USA ausgehender Schock in ähnlicher Weise auf alle bilateralen Wechselkurse des US-Dollar auswirkt, dürften bei Betrachtung von Veränderungen, die mehrere dieser Währungen betreffen, US-Dollar-spezifische Schocks sichtbar werden.⁵ Die zweite Komponente erfasst risikobedingte, nicht direkt auf US-Schocks zurückführbare Kursbewegungen der Schwellenländerwährungen und wird in der Literatur allgemein als „Carry-Faktor“ bezeichnet. Er ist definiert als Differenz zwischen den Wechselkursen von Hochzins- und Niedrigzinswährungen. Wenn Anleger in Carry Trades investieren, indem sie Vermögenswerte in Niedrigzinswährungen verkaufen und in Hochzinswährungen kaufen, sind sie über den Wechselkurs globalen Risiken ausgesetzt. Grund hierfür ist, dass Hochzinswährungen in wirtschaftlichen Abschwungphasen oder bei ungünstiger Risikoneigung tendenziell abwerten. Wenn also die globalen Risiken steigen, weitet sich die Differenz der Wechselkursrendite zwischen den beiden Portfolios aus. Dies führt unweigerlich zu einer engen

³ Siehe A. Verdelhan, The Share of Systemic Variation in Bilateral Exchange Rates, Journal of Finance, Bd. 73, Nr. 1, 2018.

⁴ Das Modell ist für die Analyse frei schwankender Währungen von Ländern mit freiem Kapitalverkehr ausgelegt. Wird der Wechselkurs gesteuert (z. B. indem er an den US-Dollar gekoppelt ist), dann lassen sich die Veränderungen natürlich nicht unmittelbar anhand von makroökonomischen Entwicklungen erklären.

⁵ Ein einfacher Durchschnitt der bilateralen Wechselkurse wird hier gegenüber dem nominalen effektiven Wechselkurs des US-Dollar bevorzugt, da Letzterer von Schocks beeinflusst sein kann, die die bilateralen Wechselkurse wichtiger Handelspartner der USA betreffen.

Korrelation dieser Komponente mit den globalen Risiken. Durch Einbeziehung der beiden Variablen in das Basismodell lässt sich der Anteil der erklärbaren Kursbewegungen der Schwellenländerwährungen deutlich erhöhen.⁶ Hinter der Restgröße, die weder durch globale noch durch US-bezogene Faktoren begründet ist, verbergen sich länderspezifische Entwicklungen. Dies können Umstände sein, die sich nicht vollständig anhand der kurzfristigen Geldmarktzinsen abbilden lassen, wie zum Beispiel politische Instabilität in einem Land, veränderte Erwartungen hinsichtlich der künftigen binnenwirtschaftlichen Entwicklung oder die Stimmung der Marktteilnehmer gegenüber der jeweiligen Währung.

Das Modell deutet darauf hin, dass der starke Abwertungsdruck während der ersten acht Monate 2018 hauptsächlich auf Übertragungseffekte aus den Vereinigten Staaten und eine zunehmende globale Risikoaversion zurückzuführen war (siehe Abbildung C).

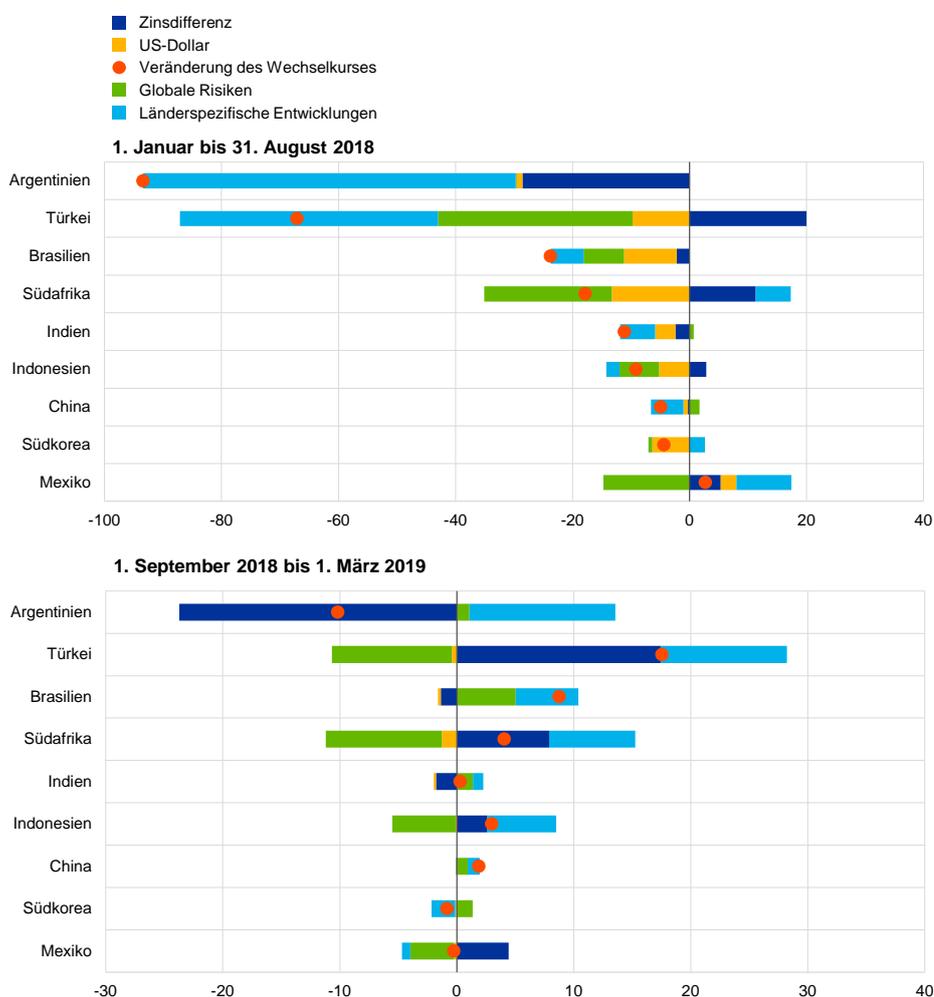
Aus der Zerlegung resultieren zwei wesentliche Faktoren, die dafür ausschlaggebend waren, dass die Schwellenländerwährungen in der Zeit bis August 2018 gegenüber dem US-Dollar abwerteten: Ansteckungseffekte aufgrund von Schocks in der US-Wirtschaft und globale Risiken. Dies steht im Einklang mit der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern und einem Anstieg der US-Renditen zur gleichen Zeit. Eine Ausnahme bilden hier die Türkei und Argentinien, wo innenpolitische Spannungen die Wechselkursentwicklung maßgeblich bestimmt haben dürften. Das Modell zeigt auch, dass es der Geldpolitik der einzelnen Länder – in ihrem Bestreben, die Zinsdifferenz gegenüber der US-Währung auszuweiten – weitgehend nicht gelungen ist, die Auswirkungen der globalen und US-bezogenen, die Wechselkurse belastenden Faktoren abzufedern.

⁶ Die zusätzlichen Regressoren erhöhen die Anpassungsgüte des Modells von 0,02 % auf 27 % in Bezug auf die gesamte Stichprobe und auf knapp 40 % in Bezug auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Abbildung C

Beiträge zur Abwertung und anschließenden Erholung der Schwellenländerwährungen gegenüber dem US-Dollar

(in Prozentpunkten)



Quellen: Haver Analytics, Board of Governors des Federal Reserve System, Global Financial Data und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Balken zeigen die Beiträge zur Varianz anhand einer Regression der Wechselkursveränderungen gegenüber dem US-Dollar (ausgedrückt in US-Dollar je Einheit der Landeswährung) auf die Zinsdifferenzen, den Dollar-Faktor und den Carry-Faktor (auf täglicher Basis). Referenzzins ist der kurzfristige Geldmarktsatz. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. März 2019.

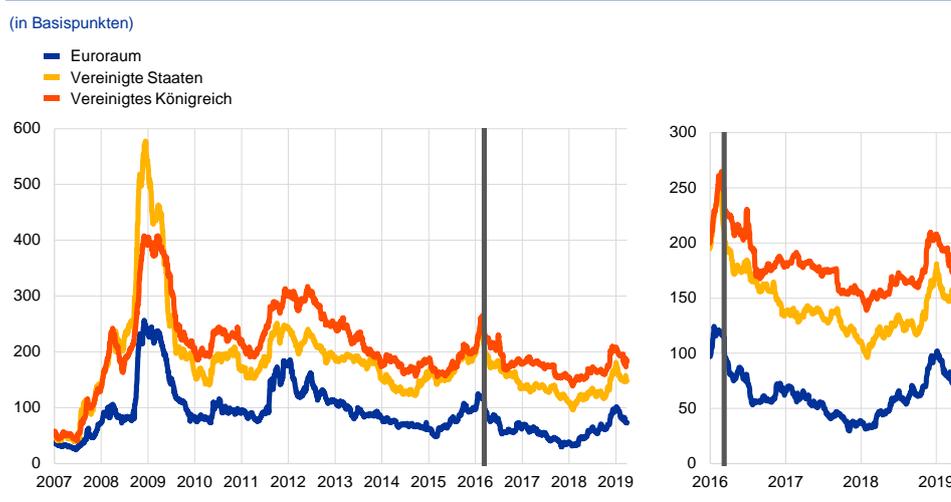
Die anschließende Erholung scheint hingegen vornehmlich durch innenpolitische Reaktionen der Schwellenländer und positive idiosynkratische Entwicklungen bedingt gewesen zu sein (siehe Abbildung C). Aus der Zerlegung geht hervor, dass die globalen Risiken weiterhin Abwärtsdruck auf die Währungen der Schwellenländer ausgeübt haben. Die Bedeutung des US-Dollar-Faktors hat sich seit August 2018 jedoch verringert, woraus geschlossen werden kann, dass sich die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten seitdem nicht noch zusätzlich auf die Schwellenländerwährungen ausgewirkt haben. Dagegen haben länderspezifische Faktoren tendenziell zur Stützung der Schwellenländerwährungen beigetragen. Dies legt nahe, dass sich die binnenwirtschaftlichen Bedingungen seit den Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2018 etwas positiver entwickelt und die Wachstumsaussichten verbessert haben.

Die Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet im Jahr 2018 – maßgebliche Faktoren

Lena Boneva, Gregory Kidd und Ine Van Robays

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen weiteten sich im Jahresverlauf 2018 weltweit tendenziell aus. Die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (NFK) im Euroraum erhöhten sich um rund 60 Basispunkte auf einen Höchststand von gut 1 % und lagen damit in etwa auf demselben Niveau wie vor der Bekanntgabe des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) im März 2016 (siehe Abbildung A). Bei den Spreads von Schuldtiteln nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Non-Investment-Grade-Segment war ein stärkerer Anstieg – um etwa 200 Basispunkte auf ein Hoch von rund 4 % – zu verzeichnen. Der trendmäßige Anstieg der Renditeabstände von NFK-Anleihen im Euroraum spiegelte die Entwicklungen an den weltweiten Märkten für Unternehmensanleihen wider; in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich weiteten sich die Spreads im selben Zeitraum um rund 80 bzw. 60 Basispunkte aus und erreichten einen Höchststand von 1,80 % bzw. 2,10 %. Seit der Jahreswende hat sich bei den weltweiten NFK-Anleihespreads ein Großteil des 2018 verzeichneten Anstiegs wieder zurückgebildet, wobei die Renditeaufschläge im Vergleich zu 2017 weiterhin auf erhöhtem Niveau liegen. Darüber hinaus weist der in diesem Zeitraum weitgehend synchrone Verlauf der Spreads weltweit darauf hin, dass hier eher ein gemeinsamer globaler Faktor als ein euroraumspezifischer Faktor zum Tragen kam.

Abbildung A
Spreads von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften weltweit

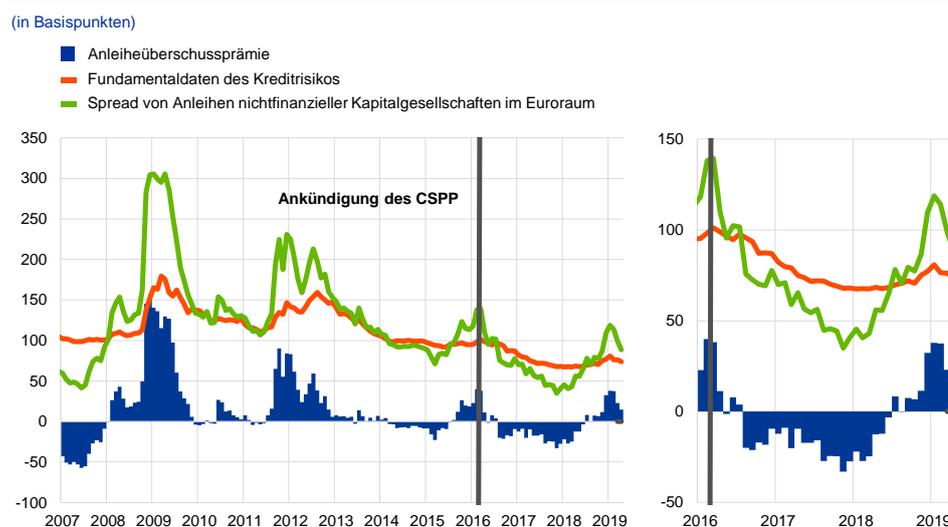


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Indizes berücksichtigen ausschließlich vorrangige unbesicherte Anleihen. Die vertikale Linie markiert die Ankündigung des CSPP am 10. März 2016. Die Indizes der Vereinigten Staaten (des Vereinigten Königreichs) beziehen sich auf Unternehmen, deren Anleihen auf US-Dollar (Pfund Sterling) lauten, und sind daher nicht ausschließlich auf Unternehmen mit Sitz in den Vereinigten Staaten (im Vereinigten Königreich) beschränkt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. März 2019.

Mit der Veränderung der zugrunde liegenden Fundamentalfaktoren des Kreditrisikos lässt sich der überwiegende Anteil des 2018 verzeichneten Anstiegs der Unternehmensanleihespreads im Euroraum nicht erklären. Eine modellbasierte Zerlegung der NFK-Anleihespreads in Fundamentaldaten des Kreditrisikos und eine Restkomponente – die Anleiheüberschussprämie (excess bond premium) – kommt zu dem Ergebnis, dass Letztere den größten Beitrag zur Entwicklung im Jahr 2018 leistete (siehe Abbildung B).⁷ Die als Restgröße ausgewiesene Anleiheüberschussprämie bildet die Bestimmungsfaktoren von Kreditspreads ab, die nicht mit den Fundamentaldaten des Kreditrisikos zusammenhängen. Letztere werden im Modell anhand erwarteter Ausfallwahrscheinlichkeiten und veränderter Bonitätsbeurteilungen gemessen. Demnach hat sich die jüngste Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet bislang weder in Bonitätsherabstufungen noch in einer Zunahme der erwarteten Unternehmensausfälle niedergeschlagen.

Abbildung B
Zerlegung der Spreads von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum in Fundamentaldaten des Kreditrisikos und Anleiheüberschussprämie



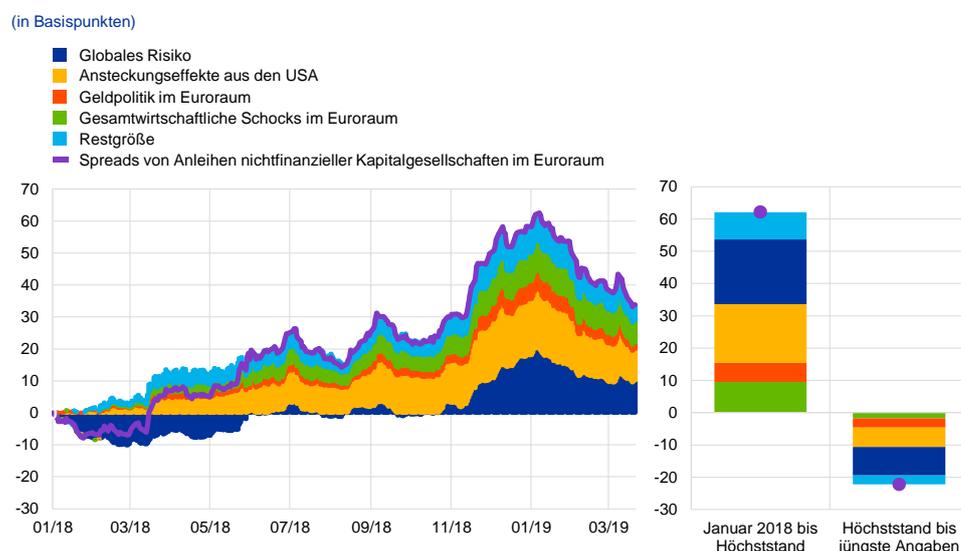
Quellen: Thomson Reuters, BofAML und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Bei der Anleiheüberschussprämie handelt es sich um die Abweichung der Unternehmensanleihespreads vom Kreditrisiko des Emittenten. Siehe R. A. De Santis, Unobservable country bond premia and fragmentation, *Journal of International Money and Finance*, Bd. 82, Ausgabe C, 2018, S. 1-25.
Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2019.

Eine tiefer gehende Analyse deutet darauf hin, dass vor allem Ansteckungseffekte aus den Vereinigten Staaten und die höhere globale Risikoaversion zur Ausweitung der Renditeabstände beitragen, während die Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten des Euroraums eine untergeordnete Rolle spielte. Dabei wird ein bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (BVAR-Modell) geschätzt, um makroökonomische und geldpolitische Schocks im Eurogebiet sowie in den USA entstandene Schocks und

⁷ Das Modell unterstellt im Einzelnen, dass der (logarithmierte) Kreditspreiz für eine bestimmte Anleihe einen linearen Zusammenhang aufweist zu: a) dem Kreditrisiko, gemessen an der Summe der Bonitätsbeurteilungen und der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit, b) sonstigen Risikofaktoren, die anhand der Addition von Kupon, Laufzeit und Nennwert gemessen werden, und c) einer Restkomponente.

einen globalen Risikofaktor zu identifizieren, was mithilfe von Vorzeichenrestriktionen auf die Veränderungen der Variablen von Vermögenspreisen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum geschieht (siehe Abbildung C).⁸ Es zeigt sich, dass alle identifizierten Schocks im Jahresverlauf 2018 einen Aufwärtsdruck auf die NFK-Renditeaufschläge im Euroraum ausgeübt haben. Am stärksten wirkten dabei offenbar die Ansteckungseffekte aus den Vereinigten Staaten und der damit verbundene globale Risikofaktor. Auch von der Eintrübung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten im Euroraum gingen einige – wenn auch weniger starke – Aufwärtsimpulse aus.

Abbildung C
 Modellbasierte Zerlegung der Unternehmensanleihepreads im Euroraum seit Januar 2018



Die Ausweitung der NFK-Anleihepreads im vierten Quartal 2018 lässt sich überwiegend auf den globalen Risikofaktor zurückführen. Andere Märkte für Risikoaktiva entwickelten sich in diesem Zeitraum ebenfalls rückläufig, wie die merklich gesunkenen Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zeigen. Ein Dividendenbarwertmodell deutet darauf hin, dass der Rückgang der Aktienkurse nicht primär eine Folge nach unten revidierter Analystenerwartungen zur künftigen Ertragslage der Unternehmen darstellte, sondern durch einen Anstieg der Aktienrisikoprämien bedingt war. Demnach dürfte die Zunahme der globalen Risikokomponente auf einen umfassenderen Rückgang der Risikoneigung über alle Märkte für Risikoaktiva hinweg zurückzuführen sein. Grund hierfür war höchstwahrscheinlich die gestiegene makroökonomische und politische Unsicherheit,

⁸ Die Schätzung des Modells erfolgt mithilfe der BEAR toolbox. Siehe hierzu A. Dieppe, B. van Roye und R. Legrand, *The BEAR toolbox*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1934, 2016.

insbesondere im Zusammenhang mit globalen Handelskonflikten. Seit der Jahreswende spielt der globale Risikofaktor abermals eine tragende Rolle in Bezug auf den Rückgang der Spreads, da an einer Reihe von Märkten für Risikoaktiva – etwa dem Kredit- und dem Aktienmarkt – die Risikobereitschaft auf breiter Front wieder gestiegen ist. Gestützt wurde diese Entwicklung dadurch, dass zuvor wahrgenommene Risiken zerstreut wurden. Dazu trug die Mitteilung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve im Zuge der Januarsitzung bei, wonach der Ausschuss im Hinblick auf künftige Leitzinsanpassungen Geduld walten lassen werde.

Die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet trägt nur in begrenztem Maße zur Ausweitung der Unternehmensanleihespreads bei. Dem BVAR-Modell zufolge sind lediglich 5 der insgesamt 60 Basispunkte umfassenden Ausweitung der Anleihespreads auf die Geldpolitik im Euroraum zurückzuführen. Diese Schlussfolgerung wird auch durch andere Daten untermauert. Im Jahresverlauf 2018 weiteten sich die Renditeaufschläge sowohl CSPP-fähiger Anleihen als auch nicht ankauffähiger Anleihen in ähnlichem Umfang aus. Im Gegensatz dazu waren die Spreads CSPP-fähiger Anleihen nach Bekanntgabe des Ankaufprogramms im März 2016 stärker zurückgegangen als jene nicht CSPP-fähiger Anleihen.⁹ Ferner zeigten die Renditeabstände von Unternehmensanleihen keine erkennbare Reaktion auf die Ankündigungen der EZB in diesem Zeitraum. Insgesamt lässt die anekdotische Evidenz der Marktteilnehmer darauf schließen, dass das Auslaufen der Anleihekäufe des Eurosystems weitgehend antizipiert wurde und daher 2018 insgesamt nur eine untergeordnete Rolle spielte, also keinen nennenswerten Einfluss auf die Spreads ausübte.

Wenngleich sich die NFK-Anleihespreads seit Januar 2018 ausgeweitet haben, sind die allgemeinen Finanzierungsbedingungen nach wie vor sehr günstig. Die marktbasierende Fremdfinanzierung stellt nur einen geringen Anteil der allgemeinen Finanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dar. Da die Kosten anderer Finanzierungsquellen stabiler geblieben sind, legt dies den Schluss nahe, dass die gewichteten durchschnittlichen Finanzierungskosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften insgesamt nach wie vor nur moderat gestiegen sind (siehe Abbildung D).¹⁰ Bezogen auf das Emissionsvolumen herrschen am Primärmarkt für Unternehmensanleihen weiterhin bessere Angebotsbedingungen als in den Jahren vor der Einführung des CSPP.

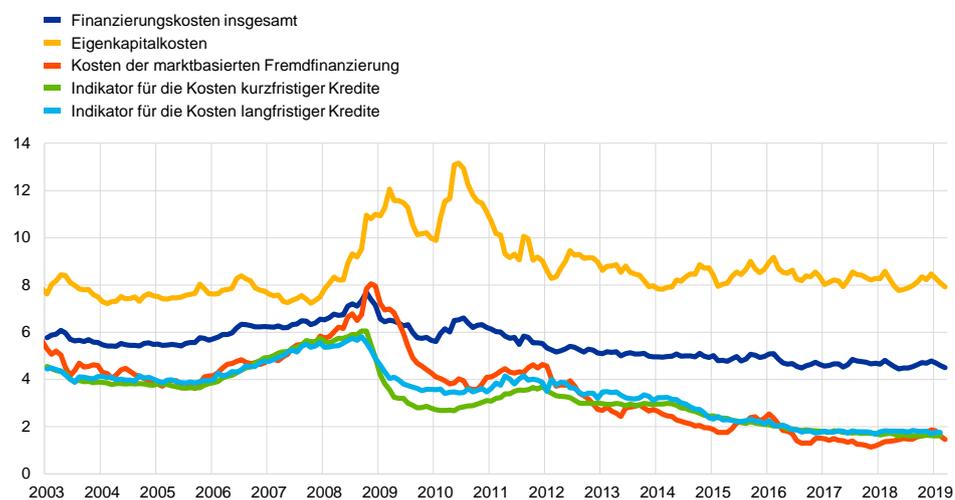
⁹ Siehe EZB, [Die Auswirkungen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors auf die Märkte für Unternehmensanleihen und auf die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2018, Mai 2018.

¹⁰ Auf den Markt für Schuldverschreibungen entfallen weniger als 20 % der ausstehenden Schulden der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und rund 10 % ihres Außenfinanzierungsvolumens.

Abbildung D

Außenfinanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters, Merrill Lynch und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zu den Finanzierungskosten insgesamt im März 2019 sind eine Schätzung der aktuellen Entwicklung (Nowcast) und basieren auf der Annahme, dass die Bankkreditzinsen auf dem im Februar 2019 verzeichneten Stand verharren. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2019.

Der Prognosegehalt der realen Geldmenge M1 für die realwirtschaftliche Aktivität im Euro-Währungsgebiet

Alberto Musso

Das Wachstum der realen Geldmenge M1 im Euro-Währungsgebiet hat sich in den letzten Quartalen abgeschwächt, was angesichts der robusten Beziehung zwischen dem Konjunkturzyklus und der eng gefassten Geldmenge dazu geführt hat, dass die Bedenken hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten zugenommen haben. Im vorliegenden Kasten wird aufgezeigt, dass der Vorlauf und die Prozyklizität der realen Geldmenge M1 in Bezug auf das reale BIP im Euroraum robuste stilisierte Fakten bleiben. Darüber hinaus gibt es Anhaltspunkte dafür, dass diese Eigenschaften die über den Einfluss von Zinssätzen hinausgehende Prognosefähigkeit der eng gefassten Geldmenge widerspiegeln. Derzeit deuten Modelle, die den Prognosegehalt der realen Geldmenge M1 ausnutzen, darauf hin, dass der stetige Rückgang des realen M1-Wachstums von seinem zuletzt verzeichneten Höchststand Mitte 2017 auf sehr geringe Risiken für eine Rezession im Eurogebiet bis Anfang 2020 schließen lässt.

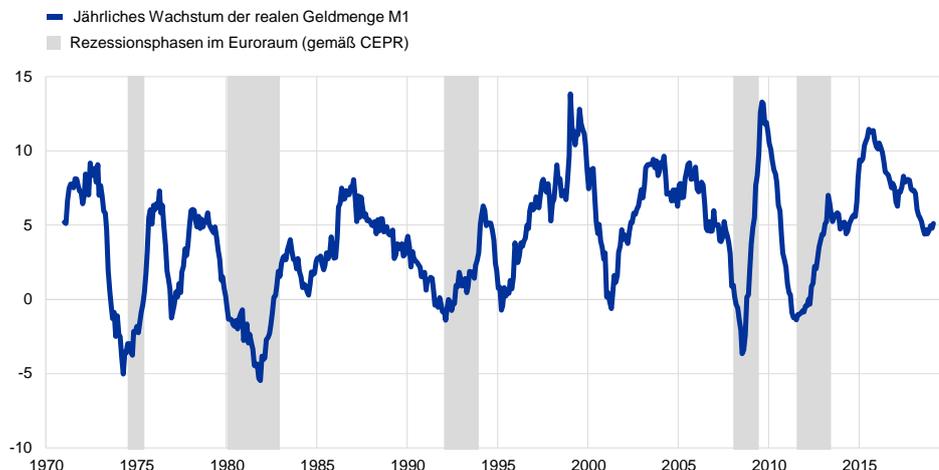
Der Vorlauf und die Prozyklizität der realen Geldmenge M1 in Bezug auf das reale BIP bleiben im Euroraum robuste stilisierte Fakten. Diese Eigenschaften, die die Beziehung zwischen der realen eng gefassten Geldmenge und der realwirtschaftlichen Aktivität im Hinblick auf Niveau und Wachstumsrate kennzeichnen, sind in unterschiedlichen Veröffentlichungen für frühere Zeiträume dokumentiert worden.¹¹ Eine visuelle Darstellung der Monatswerte für das jährliche Wachstum der realen Geldmenge M1 – d. h. des nominalen, mit dem HVPI deflationierten eng gefassten Geldmengenaggregats M1 – von Januar 1970 bis Februar 2019 veranschaulicht diese Eigenschaften. Dabei wird besonders augenfällig, dass diese Wachstumsrate kurz vor (oder parallel zu) allen historischen Rezessionsphasen im Euro-Währungsgebiet – wie vom Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR datiert – für längere Zeit deutlich im negativen Bereich verharrte (siehe Abbildung A).

¹¹ Siehe beispielsweise C. Brand, H.-E. Reimers und F. Seitz, [Forecasting real GDP: what role for narrow money?](#), Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, EZB, 2003, S. 302-333; EZB, [Der Informationsgehalt des realen M1-Wachstums im Hinblick auf das reale BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Monatsbericht Oktober 2008; EZB, [Stilisierte Fakten zur Geldmenge und zur Kreditvergabe im Verlauf des Konjunkturzyklus](#), Kasten 1, Monatsbericht Oktober 2013.

Abbildung A

Jährliches Wachstum der realen Geldmenge M1 und Rezessionsphasen im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: CEPR und EZB.

Anmerkung: Die reale Geldmenge M1 wird ermittelt, indem die nominale Geldmenge M1 mit dem HVPI deflationiert wird. Die schattierten Bereiche stehen für Rezessionsphasen nach Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2019.

Was die Wendepunkte in Bezug auf das Niveau der realen Geldmenge M1 und des realen BIP angeht, so lassen die statistischen Indikatoren darauf schließen, dass der Vorlauf und die Prozyklizität von Höchst- und Tiefständen der realen Geldmenge M1 in Relation zu den Höchst- und Tiefständen des realen BIP ein historisches Muster aufweisen. So deuten bei unterschiedlichem

Vor- und Nachlauf ermittelte Konkordanzindizes¹² darauf hin, dass die Wendepunkte der realen Geldmenge M1 den Wendepunkten des realen BIP tendenziell im Schnitt vier Quartale vorausgehen, und dass sich angesichts dieses Vorlaufs der eng gefassten Geldmenge die reale Geldmenge M1 und das reale BIP geschätzt annähernd 90 % der Zeit in derselben Phase des Konjunkturzyklus befinden (siehe Abbildung B). Des Weiteren scheint der starke Synchronisationsgrad zwischen den Wendepunkten seit den 1970er-Jahren – auch in einzelnen Zeitabschnitten der jüngeren Vergangenheit – stabil geblieben zu sein.¹³

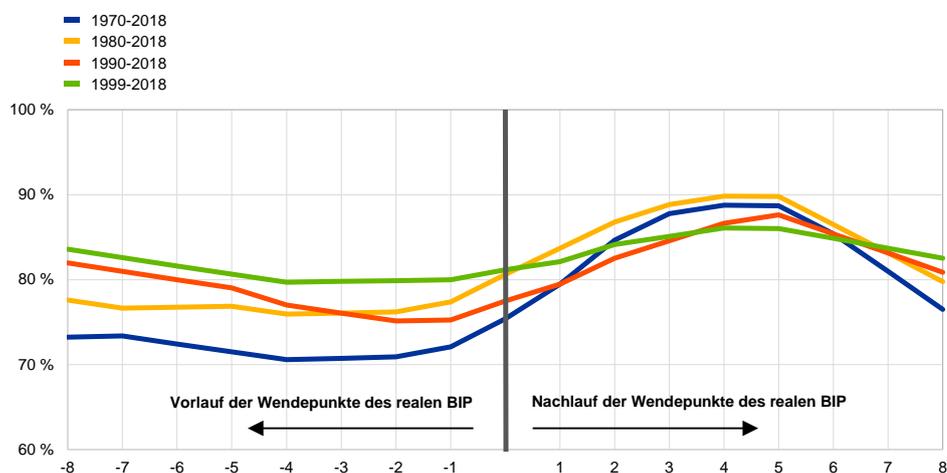
¹² Die Konkordanzindizes (nach D. Harding und A. Pagan, Dissecting the cycle: a methodological investigation, Journal of Monetary Economics, Bd. 49, Nr. 2, 2002, S. 365-381) erfassen den prozentualen Anteil der Zeit, in der sich zwei binäre Zeitreihen (ermittelt auf der Grundlage eines Algorithmus zur Feststellung von Wendepunkten bei Konjunkturzyklen wie z. B. des Bry-Boschan-Algorithmus) in derselben Phase befinden.

¹³ Da die jüngsten Wendepunkte (Tiefstände) des realen BIP und der realen Geldmenge M1 im ersten Quartal 2013 bzw. im zweiten Quartal 2011 liegen, ergeben sich dieselben Konkordanzindizes, wenn Daten ab 2014 unberücksichtigt bleiben. Auch wenn ausschließlich Daten bis 2006, also dem Zeitraum vor der Krise, verwendet werden, ist eine große Ähnlichkeit der Ergebnisse festzustellen.

Abbildung B

Konkordanzindizes des realen BIP und der realen Geldmenge M1 bei unterschiedlichem Vor- und Nachlauf

(in %, in Quartalen)



Quellen: CEPR und EZB.

Anmerkung: Die Konkordanzindizes bei unterschiedlichem Vor- und Nachlauf wurden zwischen binären Zeitreihen, die sich aus Auf- und Abschwüngen des Niveaus des realen BIP und der realen Geldmenge M1 ergeben, ermittelt; Grundlage war eine auf Quartalswerten beruhende Version des Bry-Boschan-Algorithmus zur Feststellung von Wendepunkten bei Konjunkturzyklen. Die x-Achse gibt die Anzahl der Quartale an, die die Wendepunkte des realen BIP den Wendepunkten der realen Geldmenge M1 vorgelagert (positive Werte) oder nachgelagert (negative Werte) sind. Die Angaben beruhen auf Quartalswerten bis zum vierten Quartal 2018, beginnend beim jeweils ersten Quartal der Jahre 1970, 1980, 1990 bzw. 1999.

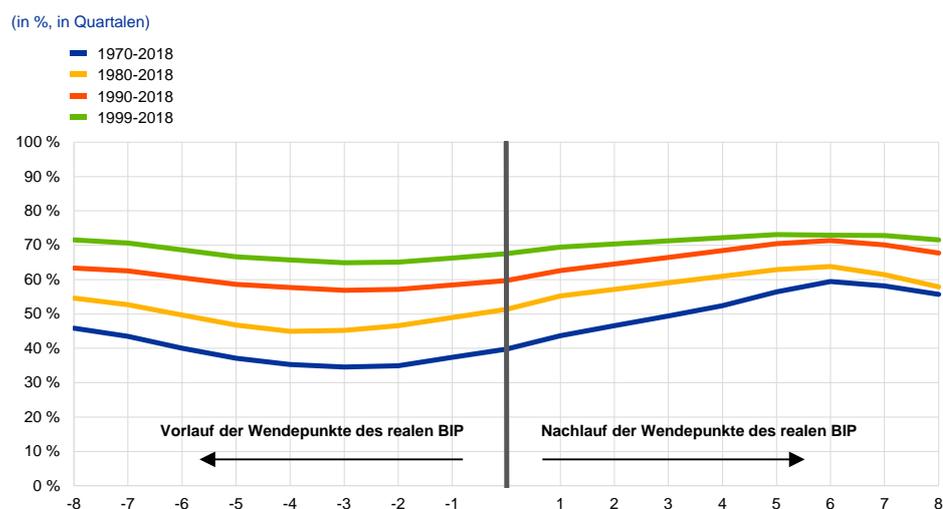
Empirische Belege lassen darauf schließen, dass der Prognosegehalt der realen Geldmenge M1 im Hinblick auf das reale BIP im Euroraum mehr als nur die in der Zinsstrukturkurve enthaltenen Informationen widerspiegelt.

Angesichts der zahlreichen Belege dafür, dass die Steigung der Zinsstrukturkurve Vorlaufeigenschaften für die Vorhersage von Rezessionen aufweist, stellt sich natürlich die Frage, wie stark das Verlaufsmuster der Zinsstrukturkurve den Vorlauf und die Prozyklizität der realen Geldmenge M1 beeinflusst und in welchem Maße eine Berücksichtigung der Konstellationen der Zinsstrukturkurve die Verwendung des eng gefassten Geldmengenaggregats als Prädiktor für die Konjunktorentwicklung überflüssig machen würde. Historische Daten für den Euroraum deuten darauf hin, dass die Steigung der Zinsstrukturkurve einen positiven Zusammenhang mit der realen Geldmenge M1 aufweist, wobei der Vorlauf zwei Quartale beträgt. Entsprechend dieser historischen Gesetzmäßigkeit legen Konkordanzindizes mit unterschiedlichen Vor- und Nachlaufzeiten die Vermutung nahe, dass die Wendepunkte der Zinsstrukturkurve den Wendepunkten des realen BIP tendenziell im Schnitt sechs Quartale vorausgehen, und dass sich die Steigung der Zinsstrukturkurve und das reale BIP angesichts dieses Vorlaufs in geschätzt rund 60 % der Zeit derselben Phase des Konjunkturzyklus zuordnen lassen (siehe Abbildung C). In dieser Gesetzmäßigkeit spiegelt sich die Tatsache wider, dass Zinssätze tatsächlich zentrale Einflussgrößen für die Portfolioentscheidungen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sind. Allerdings bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass die Vorhersagekraft der realen Geldmenge M1 für die realwirtschaftliche Aktivität im Allgemeinen und Rezessionsrisiken im Besonderen ausschließlich durch ihre Beziehung zur Zinsstrukturkurve bestimmt wird. Tatsächlich deuten die Konkordanzindizes für das reale BIP darauf hin, dass diese Größe einen

stärkeren Zusammenhang mit der realen Geldmenge M1 (mit einem Vorlauf von einem Jahr; siehe Abbildung B) als mit der Steigung der Zinsstrukturkurve (mit einem Vorlauf von anderthalb Jahren; siehe Abbildung C) aufweist. Diesen Indizes zufolge scheint der Zusammenhang zwischen der realen Geldmenge M1 und dem realen BIP über einzelne Zeitabschnitte hinweg überdies stabiler zu sein als zwischen der Steigung der Zinsstrukturkurve und dem realen BIP.

Abbildung C

Konkordanzindizes des realen BIP und der Steigung der Zinsstrukturkurve bei unterschiedlichem Vor- und Nachlauf



Quellen: CEPR und EZB.

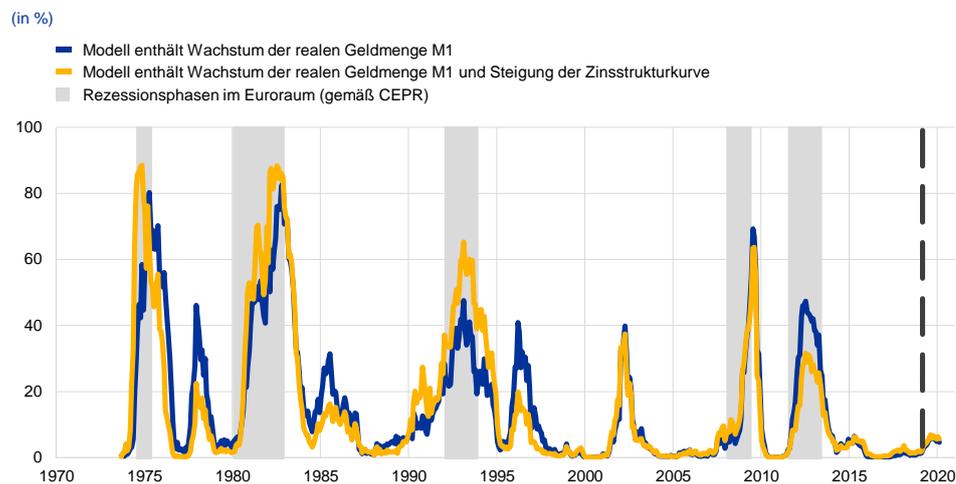
Anmerkung: Die Konkordanzindizes bei unterschiedlichem Vor- und Nachlauf wurden zwischen binären Zeitreihen, die sich aus Auf- und Abschwüngen des Niveaus des realen BIP und der Steigung der Zinsstrukturkurve ergeben, ermittelt; Grundlage war eine auf Quartalswerten beruhende Version des Bry-Boschan-Algorithmus zur Feststellung von Wendepunkten bei Konjunkturzyklen. Die x-Achse gibt die Anzahl der Quartale an, die die Wendepunkte des realen BIP den Wendepunkten der Zinsstrukturkurve vorgelagert (positive Werte) oder nachgelagert (negative Werte) sind. Die Angaben beruhen auf Quartalswerten bis zum vierten Quartal 2018, beginnend beim jeweils ersten Quartal der Jahre 1970, 1980, 1990 bzw. 1999.

Zum jetzigen Zeitpunkt deutet eine formale, auf Probit-Modellen basierende ökonometrische Untersuchung, die den Prognosegehalt der realen Geldmenge M1 ausnutzt, auf keine signifikanten Rezessionsrisiken im Eurogebiet für das Jahr 2019 und Anfang 2020 hin. Auf der Grundlage von Daten seit 1970 erhöhte sich die Wahrscheinlichkeit einer Kontraktion des realen BIP im Euroraum, abgeleitet aus einem auf der realen Geldmenge M1 (mit einer Verzögerung von zwölf Monaten) beruhenden Probit-Modell, im Vorfeld aller bisherigen Rezessionen im Euro-Währungsgebiet deutlich (siehe Abbildung D). Dies ist ein fundierter Beleg dafür, dass das eng gefasste Geldmengenaggregat ein nützliches Instrument für die Vorhersage von Rezessionen im Euroraum darstellt. Die auf diesem Modell beruhenden Prognosen weisen auf ein im Jahr 2019 leicht ansteigendes Rezessionsrisiko hin, und zwar von rund 1 % im Januar auf 5 % bis 7 % im zweiten Halbjahr, bevor es im Februar 2020 dann unter 5 % fällt; es bleibt damit sehr gering (blaue Linie). Berücksichtigt man die Steigung der Zinsstrukturkurve, so verändern sich die Ergebnisse nur geringfügig (gelbe Linie). Insgesamt liegt das aktuelle Niveau

des realen M1-Wachstums immer noch deutlich über dem Bereich, der mit dem Risiko einer Rezession in naher Zukunft verbunden wäre.¹⁴

Abbildung D

Rezessionswahrscheinlichkeit im Euroraum basierend auf Probit-Modellen mit einer verzögerten realen Geldmenge M1



Quellen: CEPR und EZB.

Anmerkung: Anhand monatlicher Daten bis Februar 2019 geschätzte Probit-Modelle; die vertikale gestrichelte Linie stellt den Beginn der Prognosen für den Zeitraum von März 2019 bis Februar 2020 dar. Die schattierten Bereiche stehen für Rezessionsphasen nach Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR.

¹⁴ Zwar könnte der Mitte 2017 verzeichnete jüngste Höchststand der Jahreswachstumsrate der realen Geldmenge M1 bis zu einem gewissen Grad durch Sonderfaktoren, einschließlich Cash-Pooling-Effekten und dem Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten beeinflusst worden sein, es gilt jedoch zu beachten, dass nicht die Wendepunkte in Bezug auf das Jahreswachstum der realen Geldmenge M1, sondern die Wendepunkte in Bezug auf das Niveau der realen Geldmenge M1 für die Einschätzung der Rezessionsrisiken relevant sind. Da sich die jährliche Zuwachsrate der realen Geldmenge M1 im Februar 2019 auf 5,1 % belief, ist sie weit davon entfernt, in den negativen Bereich abzurutschen.

Aufsätze

1 Auswirkungen des zunehmenden Protektionismus auf die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets und die Weltwirtschaft

Vanessa Gunnella und Lucia Quaglietti

Das Risiko eines Handelskriegs rückte im Jahr 2018 klar in den Fokus, als die Regierung der Vereinigten Staaten und auch deren Handelspartner ihre Drohungen, protektionistische Maßnahmen zu ergreifen, wahr machten und konkrete Schritte einleiteten. Nachdem die Spannungen im Sommer zugenommen hatten, entschärfte sich die Lage an einigen Fronten wieder, doch die Gefahr einer weiteren Eskalation ist noch nicht gebannt. Die Auswirkungen der bislang umgesetzten Maßnahmen auf die weltweiten Konjunkturaussichten und den Ausblick für den Euroraum dürften sich weiterhin in Grenzen halten. Sollten sich die Handelsspannungen aber weiter verschärfen, könnten sich erhebliche nachteilige Auswirkungen ergeben. Die mit den protektionistischen Maßnahmen verbundene Unsicherheit wirkt sich negativ auf die Stimmung in der Wirtschaft aus, und sie könnte sich weiter erhöhen, was zu einem Vertrauensverlust führen und die Wirtschaft im Euroraum und weltweit stärker belasten könnte. Auch die Komplexität der international verflochtenen Produktionsketten könnte den nachteiligen Einfluss vergrößern. Vor diesem Hintergrund beleuchtet der vorliegende Aufsatz die Veränderungen des handelspolitischen Umfelds in den letzten zehn Jahren. Dabei werden die makroökonomischen Implikationen der jüngsten Zunahme des Protektionismus erörtert und die möglichen Auswirkungen verschärfter Handelsspannungen auf die Wirtschaft weltweit und im Euroraum bewertet.

1 Einleitung

Die Handelsintegration hat sich im vergangenen Jahrzehnt verlangsamt. Der Prozess der Handelsintegration begann nach dem Zweiten Weltkrieg. In den 1980er-Jahren erhielt er neuen Schwung und verzeichnete im Zeitraum von 1990 bis 2008 einen Höhepunkt, als sich der Anteil des gesamten Außenhandels mit Waren und Dienstleistungen am weltweiten BIP von 39 % auf 61 % erhöhte. Seitdem sind eine Abschwächung der Handelsdynamik (auf derzeit 58 % des weltweiten BIP) sowie ein Anstieg protektionistischer Tendenzen zu beobachten, der auf die Zunahme der nichttarifären und in jüngerer Zeit auch der tarifären Handelshemmnisse zurückzuführen ist. Zugleich hat die öffentliche Unterstützung der Globalisierung auf beiden Seiten des Atlantiks abgenommen. In Europa werden die Grundsätze der Freizügigkeit und der Wirtschaftsintegration durch Phänomene wie den Brexit und den Euroskeptizismus infrage gestellt, während in den Vereinigten Staaten die Vorteile des freien Handels offen hinterfragt werden. Die Handelsspannungen haben sich im Jahr 2018 verschärft. Als auf die Androhung protektionistischer Maßnahmen durch

die US-Regierung und die Gegenreaktionen der wichtigsten Handelspartner des Landes konkrete Maßnahmen folgten, rückte das Risiko eines Handelskriegs deutlich in den Blickpunkt der Öffentlichkeit.

Ein verstärkter Protektionismus könnte dem Handel und der Konjunktur schaden. Unter Ökonomen herrscht weitgehend Konsens darüber, dass die positiven Effekte außenwirtschaftlicher Offenheit insgesamt überwiegen und die negativen Folgen, die sich dadurch für manche Bevölkerungsgruppen ergaben, abgedeckt werden müssen. Dieses Problem kann jedoch nicht durch die Errichtung von Handelsbarrieren gelöst werden. Eine Umkehr der Handelsintegration könnte den wirtschaftlichen Nutzen gefährden, den sie unter dem Strich gebracht hat. Ein Rückzug auf eine protektionistische Position schmälert die langfristigen Vorteile engerer Handels- und Investitionsverflechtungen und kann dadurch auch zu Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten führen.

Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Aufsatz die makroökonomischen Implikationen des zunehmenden Protektionismus erörtert und dessen Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und den Euroraum bewertet.

In Abschnitt 2 wird der jüngste Anstieg der Handelsspannungen in einem größeren Zusammenhang betrachtet und dargelegt, wie sich das handelspolitische Umfeld im vergangenen Jahrzehnt entwickelt hat. Abschnitt 3 befasst sich mit den von der US-Regierung im Jahr 2018 angekündigten Maßnahmen und den darauf folgenden Gegenreaktionen. In Abschnitt 4 werden die kurz- und langfristigen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des verstärkten Protektionismus aus einer theoretischen und einer modellbasierten Perspektive beleuchtet. Dabei wird auch untersucht, ob sich die im Jahr 2018 eingeführten Zollmaßnahmen – unter anderem über Unsicherheitseffekte – bereits jetzt in der fortschreitenden Verlangsamung der Konjunktur weltweit und im Euroraum sowie in den Handelsaktivitäten der vergangenen Monate bemerkbar machen. Eine abschließende Zusammenfassung findet sich in Abschnitt 5.

2 Veränderung des handelspolitischen Umfelds

Die handelspolitische Landschaft hat sich in den vergangenen zehn Jahren erheblich gewandelt. Die in vorangegangenen Jahrzehnten vorherrschende Tendenz zu wirtschaftlicher Integration hat sich abgeschwächt, was im gedämpften Handelswachstum der letzten Jahre zum Ausdruck kommt. Nachdem das Verhältnis des durchschnittlichen Importwachstums zum BIP-Wachstum – d. h. die Einkommenselastizität des Handels – in den Jahren vor der weltweiten Finanzkrise etwa doppelt so schnell gestiegen war wie das globale BIP, ist es seit 2011 auf rund eins gesunken.¹ Bis 2016 setzte sich dann mehr und mehr die Auffassung durch,

¹ In den Ländern, die keine finanzielle Globalisierung durchlaufen haben, müssen die Investitionen mit inländischen Ersparnissen finanziert werden. In „finanziell globalisierten“ Ländern ist die Finanzierung von Investitionen auch durch Kreditaufnahme im Ausland möglich, und daher weisen inländische Investitionen und inländische Ersparnisse keinen so engen Zusammenhang auf. In den OECD-Ländern stieg die Korrelation zwischen inländischen Ersparnissen und Investitionen im Jahr 2017 sprunghaft wieder auf ein Niveau von knapp 70 %, nachdem sie im Zeitraum von 2000 bis 2006 weniger als 50 % betragen hatte. Dies ist ein weiteres Anzeichen dafür, dass sich der Prozess der Deglobalisierung möglicherweise verfestigt hat.

dass das geringere Handelswachstum ein dauerhaftes Merkmal der Weltwirtschaft geworden war. So ergab beispielsweise eine von der EZB durchgeführte Untersuchung², dass der Welthandel vermutlich nicht mehr zu seinem Vorkrisentrend zurückkehren wird und die Entwicklungen seit dem Jahr 2011 einen „neuen Normalzustand“ darstellen.

Für die jüngste Abschwächung des Handels wurden verschiedene Ursachen ermittelt, darunter Kompositionseffekte und strukturelle Faktoren. Analysen der EZB und des IWF³ deuten darauf hin, dass geografische Verlagerungen der Wirtschaftstätigkeit und Veränderungen in der Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage (z. B. zugunsten von Dienstleistungen, die weniger handelsintensiv sind, wenngleich sie sich immer mehr in diese Richtung entwickeln) die Konjunkturreaktivität des Handels beeinträchtigt haben könnten. Insbesondere wurde festgestellt, dass der von 1995 bis 2007 und von 2012 bis 2016 verzeichnete Rückgang der Handelselastizität etwa zur Hälfte auf Kompositionseffekte zurückzuführen war, genauer gesagt auf das zunehmende weltwirtschaftliche Gewicht der aufstrebenden Volkswirtschaften, die in der Regel eine geringere Handelsintensität aufweisen als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Zudem haben Länder wie China nach und nach den Schritt von der Montage ausländischer Vorleistungsgüter zur Produktion unter zunehmender Verwendung inländischer Vorleistungsgüter vollzogen. Andere Studien⁴ lassen darauf schließen, dass auch weitere strukturelle Entwicklungen zur Verringerung der Handelselastizität beigetragen haben könnten, darunter das nachlassende Wachstum der globalen Wertschöpfungsketten, die Verlagerung der Produktion näher an die Absatzmärkte sowie der rückläufige marginale Effekt der Vertiefung der Finanzmärkte.⁵

² Siehe EZB, [Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#), Occasional Paper Series, Nr. 178, September 2016. Siehe auch C. Constantinescu, A. Mattoo und M. Ruta, *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?*, Working Paper des IWF, Nr. 15/6, Washington, 2015; D. Haugh et al., *Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It?*, OECD Economic Policy Paper, Nr. 18, Paris, 2016.

³ Siehe IWF, *World Economic Outlook*, Oktober 2016.

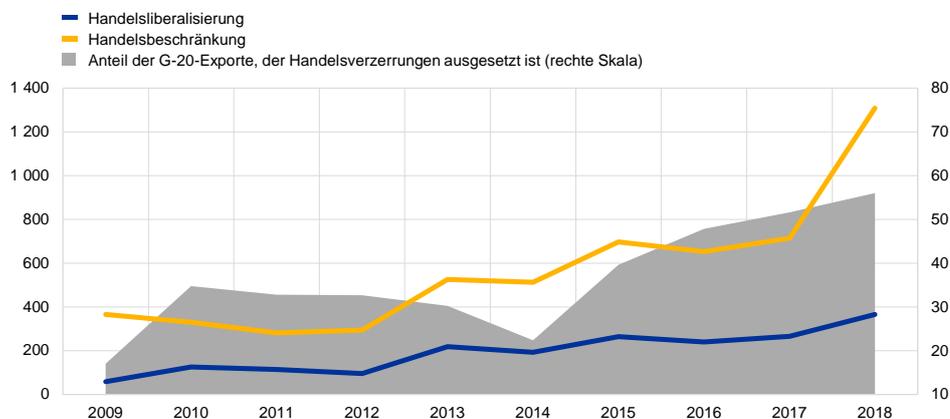
⁴ Siehe C. Constantinescu, A. Mattoo und M. Ruta, *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?*, *The World Bank Economic Review*, Mai 2018; ECB Working Group on Global Value Chains, *The impact of global value chains on the euro area economy*, Occasional Paper Series, im Erscheinen.

⁵ Siehe M. Gächter und I. Gkrintzalis, *The finance-trade nexus revisited: Is the global trade slowdown also a financial story?*, *Economics Letters*, Elsevier, Bd. 158(C), September 2017, S. 21-25.

Abbildung 1

Ankündigung neuer Handelsmaßnahmen

(linke Skala: Anzahl; rechte Skala: in %)



Quelle: Global Trade Alert Database.

Anmerkung: Die Daten wurden um Meldeverzögerungen bereinigt. Stichtag ist jeweils der 31. Dezember des betreffenden Jahres.

Der stetig zunehmende Protektionismus könnte durchaus zusätzlich zum Rückgang der Handelsaktivitäten beitragen.

Nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs wurden die Zölle bis Anfang des 21. Jahrhunderts sowohl in den Industriestaaten als auch in den Schwellenländern immer weiter gesenkt, bevor sie in den letzten Monaten wieder angehoben wurden.⁶ Zugleich wurde verstärkt auf regulatorische Maßnahmen und nichttarifäre Handelshemmnisse wie Ausfuhrsubventionen, Beschränkungen hinsichtlich Zulassungsverfahren oder ausländischen Direktinvestitionen sowie die Zugrundelegung inländischen Vertragsrechts im öffentlichen Beschaffungswesen zurückgegriffen, was insgesamt zu erheblicheren Handelsverzerrungen geführt hat.⁷ Aus Daten der [Global Trade Alert Database](#), die sowohl traditionelle als auch nicht traditionelle Handelsmaßnahmen erfasst, geht hervor, dass die G-20-Länder seit 2012 immer mehr diskriminierende Maßnahmen ergreifen und sich die Zahl im Jahr 2018 erneut erhöhte (siehe Abbildung 1). Dabei waren Antidumping-Maßnahmen⁸ und Einfuhrzölle mit einem Anteil von zusammen rund 30 % aller eingeleiteten Maßnahmen die beiden am häufigsten eingesetzten Instrumente. Ferner haben auch indirekte Maßnahmen wie staatliche Kredite an Exportunternehmen allmählich zugenommen.

Der Anstieg des Protektionismus legt nahe, dass ein immer größerer Teil des Welthandels durch Handelsverzerrungen beeinträchtigt wird. Den Daten aus der Global Trade Alert Database zufolge waren mehr als 50 % der Exporte aus den

⁶ Siehe L. Quaglietti, [Weltwirtschaftliche Folgen der zunehmenden Handelsspannungen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2018, EZB, Mai 2018.

⁷ Die Handelspolitik war durch unilaterale Maßnahmen gekennzeichnet. Seitdem die Doha-Runde zum Stillstand gekommen ist, haben die einzelnen Staaten verstärkt präferenzielle Handelsabkommen (PTAs) geschlossen, um sich neue Märkte zu erschließen und handelsbezogene Angelegenheiten zu regeln, die derzeit nicht innerhalb der Welthandelsorganisation (WTO) angegangen werden. Die Zahl der PTAs lag Anfang der 1990er-Jahre bei 50 und stieg bis zum Beginn des neuen Jahrtausends auf rund 200. Alle WTO-Mitgliedsländer haben mindestens ein PTA abgeschlossen, einige wie die Europäische Union, Chile und Mexiko sogar mehr als 20.

⁸ Weitere Informationen zur Anwendung von Antidumping-Maßnahmen gemäß den Regeln der WTO stehen auf der [Website der WTO](#) zur Verfügung.

G-20-Ländern im Jahr 2017 Handelshemmnissen ausgesetzt, verglichen mit 20 % im Jahr 2009 (siehe Abbildung 1). Entsprechend ging das Handelswachstum in den Sektoren, in denen umfangreiche diskriminierende Maßnahmen ergriffen wurden, stärker zurück als in den Sektoren, in denen der Handel liberalisiert wurde.

Parallel hierzu nimmt die Akzeptanz von Handelsoffenheit in der Bevölkerung ab, während der Protektionismus weltweit auf dem Vormarsch ist. Eine stärkere Wahrnehmung der mit offenem Handel verbundenen Risiken hat die Befürchtungen in Bezug auf die Globalisierung zusätzlich intensiviert.⁹ So wird zuweilen angenommen, der Freihandel habe die Anfälligkeit einzelner Länder für internationale Krisen und Ansteckungseffekte aus dem Ausland erhöht. Aufgrund seiner Verteilungswirkung wird er auch als ein Grund für die zunehmende Ungleichheit angesehen, die sowohl auf nationaler Ebene als auch länderübergreifend zu beobachten ist.¹⁰ Die Vorteile des freien Handels sind jedoch ebenfalls weithin anerkannt. Der internationale Handel ermöglicht den Ländern eine Spezialisierung ihrer Produktion auf Güter, bei denen sie einen komparativen Kostenvorteil aufweisen, während den Verbrauchern zugleich eine breitere Palette an Konsumgütern zur Verfügung steht. Empirische Studien belegen, dass die Handelsöffnung länderübergreifend das Pro-Kopf-Einkommen erhöht, indem sie das Produktivitätswachstum beflügelt und weltweit zur Verringerung von Armut beiträgt.¹¹ Gleichwohl sind die Vorteile der Handelsöffnung und ihre Verteilung auf die verschiedenen sozialen Gruppen von Land zu Land unterschiedlich. Es wurde festgestellt, dass Faktoren wie die Art der Exportspezialisierung, der Diversifikationsgrad der Produktion und die Qualität der Institutionen wichtige Voraussetzungen sind, damit ein Land die Vorteile der Handelsöffnung in vollem Umfang ausschöpfen kann.¹² Bisweilen wird der Nutzen des Freihandels auch mit dem Argument infrage gestellt, dass „unfaire Handelspraktiken“ das Wachstum und den Beschäftigungsaufbau im Inland beeinträchtigt hätten.¹³

3 Zollankündigungen der US-Regierung im Jahr 2018

Die Regierung der Vereinigten Staaten drohte 2017 protektionistische Maßnahmen an und ließ 2018 dann konkrete Schritte folgen. Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, wurden im Januar 2018 zunächst US-Zölle auf Solarpaneele und

⁹ Siehe M. Draghi, Sustaining openness in a dynamic global economy, Rede anlässlich des Economic Policy Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 25. August 2017.

¹⁰ Siehe beispielsweise P. Antràs, A. de Gortari und O. Itskhoki, Globalization, Inequality and Welfare, *Journal of International Economics*, Nr. 108, September 2017, S.387-412; D. Rodrik, *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, W. W. Norton, New York und London, 2011. Es wurden jedoch auch andere Faktoren wie beispielsweise der technologische Wandel als Gründe für die wachsende Ungleichheit identifiziert. Ein Überblick über die einschlägige Literatur findet sich in: E. Helpman, *Globalization and Wage Inequality*, Working Paper des NBER, Nr. 22944, National Bureau of Economic Research, 2016.

¹¹ Siehe Weltbank und Welthandelsorganisation, *The role of Trade in Ending Poverty*, 2015.

¹² Siehe beispielsweise E. Helpman, a. a. O.; D. Rodrik, A. Subramanian und F. Trebbi, Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography and Integration in Economic Development, *Journal of Economic Growth*, Bd. 9, Nr. 2, Juni 2004, S.131-165.

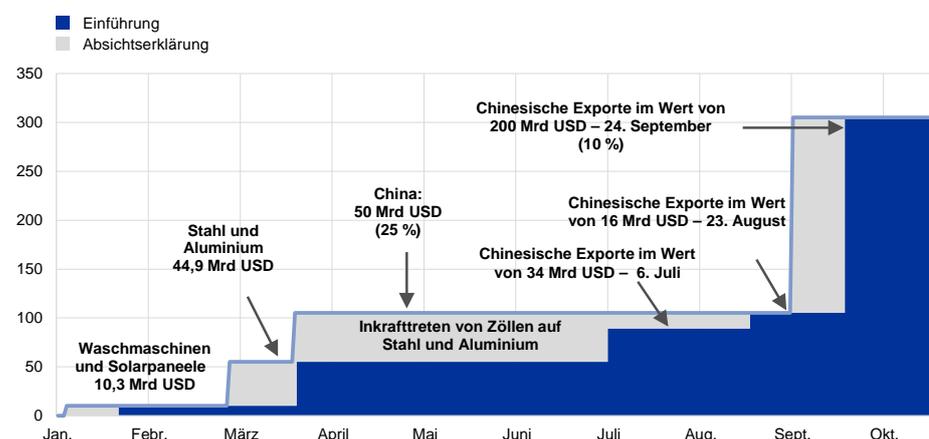
¹³ Beispielsweise erregt die erzwungene Übertragung von Rechten an geistigem Eigentum durch multinationale Unternehmen, die in China investieren, sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der Europäischen Union schon seit Längerem Besorgnis. Eine Zusammenfassung der jüngsten Streitigkeiten über Technologietransfer und Rechte an geistigem Eigentum findet sich in: H. Jiming und A. S. Posen (Hrsg.), *US-China Economic Relations: From Conflict to Solutions*, PIIE Briefing, Januar 2019.

Waschmaschinen verhängt. Danach wurden im März Stahl- und Aluminiumimporte aus vielen verschiedenen Ländern mit einem Zoll von 25 % bzw. 10 % belegt. Nach anfänglichen Ausnahmeregelungen werden diese Zölle seit Juni auch für Stahl- und Aluminiumimporte aus Kanada, Mexiko und der Europäischen Union erhoben, was eine Reihe von Vergeltungsmaßnahmen nach sich zog. Die Europäische Union verhängte einen Importzoll in Höhe von 25 % auf verschiedene US-Produkte im Gesamtwert von 3,2 Mrd USD, der ebenfalls im Juni 2018 in Kraft trat. Daraufhin leitete die US-Regierung eine neue Untersuchung der Einfuhr von Kraftfahrzeugen und Kraftfahrzeugteilen ein, um deren Auswirkungen auf die nationale Sicherheit zu ermitteln, wobei sie die Möglichkeit einer Zollerhöhung um 20 % bis 25 % andeutete. In Kasten 1 wird untersucht, welchen Einfluss eine Umsetzung dieser Maßnahme auf die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet haben könnte.

Abbildung 2

Absichtserklärung zur Erhebung von Zöllen und Einführung von Zöllen im Jahr 2018

(in Mrd USD)



Quellen: Peterson Institute for International Economics, Amt des Handelsbeauftragten der Vereinigten Staaten und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Bei den Angaben zur Höhe der von den Zöllen auf Waschmaschinen und Solarpaneele sowie Stahl und Aluminium betroffenen Einfuhren handelt es sich um Schätzungen des Peterson Institute for International Economics. Die Prozentwerte in Klammern geben die Höhe der erhobenen Zölle an.

Die Spannungen mit China eskalierten in der zweiten Jahreshälfte 2018.

Nachdem eine Untersuchung der US-Behörden über den Umgang Chinas mit Rechten an geistigem Eigentum ergab, dass das Land eine Politik erzwungener Technologietransfers verfolgt,¹⁴ leitete die US-Regierung Handelsmaßnahmen gegen China ein.¹⁵ Dabei wurde unter anderem im Juli 2018 eine Abgabe von 25 % auf chinesische Importwaren im Wert von jährlich 50 Mrd USD eingeführt, die 1 300

¹⁴ Die Untersuchung kam zu dem Schluss, dass China Beschränkungen für ausländisches Eigentum – was die Verpflichtung zur Gründung von Gemeinschaftsunternehmen einschließt – sowie Eigenkapitalbeschränkungen und sonstige Anlagerestriktionen einsetzt, um einen Transfer von Technologie US-amerikanischer Unternehmen auf chinesische Unternehmen vorzuschreiben bzw. zu erzwingen. Weiterhin wurde festgestellt, dass China einen solchen Technologietransfer darüber hinaus im Rahmen von administrativen Prüfungen und Zulassungsverfahren vorschreibt bzw. erzwingt, was unter anderem den Wert US-amerikanischer Investitionen und Technologie und die weltweite Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Firmen vermindert. Weitere Informationen über diese Untersuchung sind in der [Pressemitteilung vom März 2018](#) zu finden, die vom Amt des Handelsbeauftragten der Vereinigten Staaten herausgegeben wurde.

¹⁵ Weitere Informationen über Zollmaßnahmen, die aufgrund der Untersuchung des Umgangs Chinas mit Rechten an geistigem Eigentum gemäß Section 301 des Trade Act ergriffen wurden, sind in der [Pressemitteilung vom Juni 2018](#) zu finden, die vom Amt des Handelsbeauftragten der Vereinigten Staaten veröffentlicht wurde.

Produktarten betraf (siehe Abbildung 2). Im September 2018 kündigte die US-Regierung eine weitere Welle von Zöllen auf chinesische Exporte im Gesamtwert von 200 Mrd USD an. China reagierte mit Zöllen auf Exporte aus den USA im Wert von 60 Mrd USD.

Zugleich haben sich die Handelskonflikte andernorts zum Teil etwas entschärft.

Die Besorgnis über die Spannungen zwischen den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union ließ nach dem Gipfel im Juli 2018 nach. Ferner vereinbarten Kanada, Mexiko und die USA, das Nordamerikanische Freihandelsabkommen durch ein neues Abkommen (United States-Mexico-Canada Agreement – USMCA) zu ersetzen, das einen weiterhin zollfreien Handel für die meisten Waren vorsieht. Der Konflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China wurde durch eine am 1. Dezember 2018 erzielte vorläufige Einigung vorübergehend entschärft, wonach die Zölle auf Einfuhren aus China im Wert von 200 Mrd USD bei 10 % belassen und nicht – wie zuvor angekündigt – auf 25 % erhöht werden sollen. Gleichwohl ist das Risiko einer neuerlichen Eskalation weiterhin hoch.¹⁶

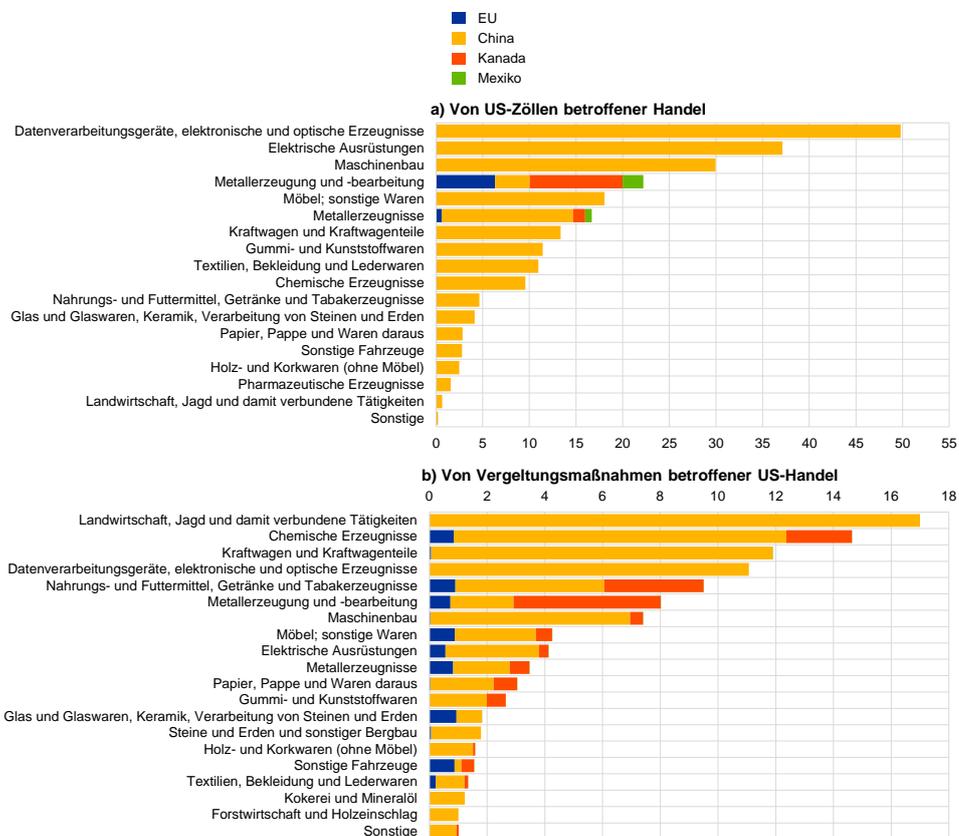
Die US-Zölle auf chinesische Produkte zielen im Wesentlichen auf den Elektronik- und Maschinenbausektor ab. Die direkten Zölle auf Waren aus China betreffen eine Vielzahl von Wirtschaftszweigen und einen Nominalwert von insgesamt 217 Mrd USD bzw. 2 % der nominalen Wertschöpfung Chinas. Am stärksten in Mitleidenschaft gezogen sind die Hersteller von elektronischen Komponenten, elektrischen Ausrüstungen und Maschinen (siehe Abbildung 3, Grafik a), also Branchen, die im Industrieplan „Made in China 2025“ der chinesischen Regierung eine Rolle spielen. Was den Euroraum angeht, so betreffen die von den USA verhängten Zölle eine Wertschöpfung des Eurogebiets im Gesamtwert von rund 5,5 Mrd USD, die hauptsächlich im Sektor Metallerzeugung und -bearbeitung sowie in geringerem Maße im Sektor Metallerzeugnisse erzielt wird.

¹⁶ Am 8. April 2019 veröffentlichte das [Amt des Handelsbeauftragten der Vereinigten Staaten](#) eine Liste von Produkten, die als Reaktion auf den angeblichen Schaden, der den USA durch die europäischen Subventionen für Flugzeughersteller entstanden ist, mit Zöllen belegt werden sollen. Weiterhin wurde bestätigt, dass der Wert der betroffenen Produkte vom Ergebnis eines Schlichtungsverfahrens bei der WTO abhängt, das für den Sommer erwartet wird.

Abbildung 3

Von den Zollmaßnahmen des Jahres 2018 betroffener Handel

(in Mrd USD)



Quellen: World Bank World Integrated Trade Solution (WITS), WTO und Comtrade.

Anmerkung: Die Liste der Sektoren basiert auf der zweistelligen Ebene der Internationalen Standardklassifikation der Wirtschaftszweige der Vereinten Nationen (ISIC Rev. 4). Die Aggregation der Beträge erfolgte anhand von Produktlisten auf Basis des sechsstelligen Codes des Harmonisierten Systems zur Bezeichnung und Codierung der Waren der Weltzollorganisation (HS6).

Die von den Handelspartnern der Vereinigten Staaten – allen voran China – im Gegenzug verhängten Strafzölle richten sich gegen US-Importe aus vielen verschiedenen Wirtschaftszweigen und Sektoren.

Am stärksten von den Retorsionsmaßnahmen Chinas betroffen waren der Nahrungsmittel- und der Chemiesektor sowie die Automobilindustrie (siehe Abbildung 3, Grafik b), wobei rund 7,5 % der kombinierten Wertschöpfung dieser Branchen unter die Zölle fallen. Die Gegenzölle der EU sind deutlich moderater und werden auf Glas und Glaswaren, Keramik, die Verarbeitung von Steinen und Erden sowie elektrische Ausrüstungen, Textilien, Möbel, Nahrungs- und Futtermittel, sonstige Fahrzeuge (einschließlich Leichtfahrzeugen wie Motorrädern) und chemische Erzeugnisse erhoben. Insgesamt betreffen diese Zölle 0,04 % der industriellen Wertschöpfung der USA.

Die jüngsten gegen China gerichteten US-Zölle zielen auf einen großen Teil des bilateralen Handels zwischen den beiden Staaten ab, während der Handel des Euroraums sowie der Welthandel noch immer nur in begrenztem Maße direkt hiervon betroffen sind.

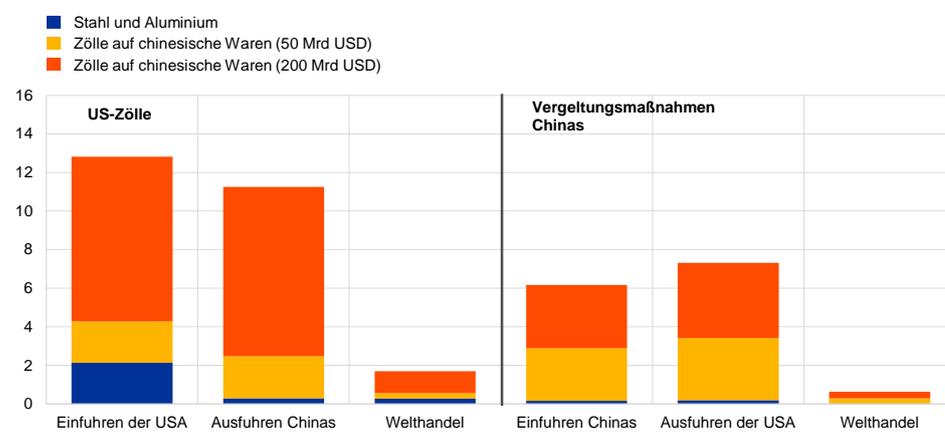
Wie aus Abbildung 4 hervorgeht, wird nur ein relativ geringer Teil des Handels der USA (2 %), des Euro-Währungsgebiets (0,2 %) und Chinas (2 %) sowie des Welthandels (0,4 %) von den in der ersten Hälfte des Jahres 2018 von den

Vereinigten Staaten und ihren Handelspartnern angekündigten Zöllen tangiert. Ihre Auswirkungen auf die Weltwirtschaft dürften sich daher weiterhin in Grenzen halten. Demgegenüber ist fast die Hälfte des bilateralen Handels zwischen China und den USA von der jüngsten US-Zollrunde und den chinesischen Gegenmaßnahmen vom September 2018 betroffen. Im Ergebnis werden Abgaben auf etwa 12 % des gesamten Warenhandels der Vereinigten Staaten und rund 8 % des gesamten chinesischen Warenhandels erhoben. Diese Zölle könnten einen gewissen nachteiligen Effekt auf die Konjunktur in den USA und China entfalten, der durch die Abwicklung der Produktion über Lieferketten zusätzlich verstärkt werden könnte. Der betroffene Anteil des Euroraum- sowie des Welthandels ist weiterhin gering (2 %).

Abbildung 4

US-Zölle und chinesische Vergeltungsmaßnahmen: betroffene Anteile des US-amerikanischen, chinesischen und weltweiten Warenhandels

(in % des gesamten Warenhandels der Vereinigten Staaten, Chinas und der Welt)



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

4 Makroökonomische Implikationen des zunehmenden Protektionismus

Im vorliegenden Abschnitt werden die kurz- und langfristigen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des verstärkten Protektionismus aus einer theoretischen und einer modellbasierten Perspektive beleuchtet. Abschnitt 4.1 beschreibt, über welche Kanäle sich die höheren Zölle auf Konjunktur und Handel auswirken können. Angesichts der in den letzten Monaten weltweit und im Euroraum beobachteten fortschreitenden Verlangsamung der Konjunktur und der schwächeren Handelsdaten wird in Abschnitt 4.2 untersucht, ob hierzu auch die 2018 eingeführten tarifären Maßnahmen – unter anderem über Unsicherheitseffekte – beigetragen haben könnten. Schließlich wird in Abschnitt 4.3 auf die möglichen Auswirkungen eines erneuten Anstiegs der Handelsspannungen eingegangen.

4.1 Transmissionskanäle des zunehmenden Protektionismus

Ein verstärkter Protektionismus kann sich über verschiedene Kanäle auf die Konjunktur auswirken. Durch höhere Einfuhrzölle steigen die Handelskosten, was sowohl die Quantität als auch den Preis international gehandelter Güter verändern kann. Dieser Effekt wird häufig als der „Handelskanal“ der Transmission bezeichnet. Er kann durch komplexe globale Lieferketten in der Produktion zusätzlich verstärkt werden. Außerdem können höhere Handelskosten die Finanzströme und Kreditbedingungen beeinflussen, beispielsweise wenn es aufgrund einer gestiegenen Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Handelspolitik zu Finanzmarktspannungen und einer breit angelegten Neubewertung von Risikoprämien kommt. Wie die verschiedenen Transmissionskanäle in einem Handelskonflikt konkret zum Tragen kommen und sich letztlich auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken, hängt von mehreren Faktoren ab, unter anderem davon, ob die Handelspartner mit Vergeltungsmaßnahmen reagieren und ob dieser Konflikt auf einige wenige Länder beschränkt bleibt oder sich zu einem offenen Handelskrieg ausweitet.

Die Auswirkungen auf die Konjunktur im zollerhebenden Land sind davon abhängig, a) ob sich die importierten Güter durch heimische Produkte substituieren lassen und b) ob die Handelspartner mit entsprechenden Retorsionsmaßnahmen reagieren. Sofern die höheren Handelskosten, die sich durch steigende Zölle ergeben, nicht durch niedrigere Gewinnmargen auf der Erzeugerseite absorbiert werden, steigen die Einfuhrpreise, und die relativen Preise verändern sich. Höhere Importpreise treiben die Produktionskosten der heimischen Unternehmen sowie die Binneninflation in die Höhe und verringern dadurch das reale verfügbare Einkommen der privaten Haushalte. Diese Effekte belasten den Konsum, die Investitionen und die Beschäftigung und dämpfen die Konjunktur. Allerdings kann eine Verteuerung von Importgütern inländische Verbraucher auch dazu veranlassen, von importierten auf im Inland produzierte Güter umzusteigen. Die relative Bedeutung dieser beiden Effekte – und somit der per saldo zu beobachtende Impuls für das Wirtschaftswachstum – hängt vom Grad der Substituierbarkeit der Einfuhren durch im Inland hergestellte Güter ab. Lassen sich die Importgüter leicht durch inländische Produkte ersetzen, nehmen der Konsum und die Wirtschaftstätigkeit zu.¹⁷ Allerdings kann der positive konjunkturelle Effekt geringer ausfallen, wenn es durch die höheren Importpreise zu einem Wechselkursanstieg kommt.¹⁸ Darüber hinaus können sich potenzielle Vorteile auflösen, wenn die von den Zöllen betroffenen Handelspartner – wie das häufig geschieht – mit Vergeltungsmaßnahmen reagieren. Dann büßen inländische Unternehmen auf ausländischen Märkten an Wettbewerbsfähigkeit ein,

¹⁷ Der Fachliteratur zufolge ähneln die dynamischen Effekte protektionistischer Maßnahmen einem negativen angebotsseitigen Schock, da sie rezessiv und inflationär sind und sich gleichzeitig nicht eindeutig bzw. nur geringfügig auf die Handelsbilanz auswirken. Siehe A. Barattieri, M. Cacciatore und F. Ghironi, Protectionism and the Business Cycle, Working Paper des NBER, Nr. 24353, National Bureau of Economic Research, 2018; D. Furceri et al., Macroeconomic Consequences of Tariffs, Working Paper des NBER, Nr. 25402, National Bureau of Economic Research, 2018.

¹⁸ Siehe C. Erceg, A. Prestipino und A. Raffo, The Macroeconomic Effects of Trade Policy, International Finance Discussion Paper, Nr. 1242, 2018. Wenn Zölle zusammen mit Ausfuhrsubventionen zum Einsatz kommen und davon auszugehen ist, dass diese Maßnahmen nur zeitlich begrenzt in Kraft bleiben, dann wird die dadurch bedingte Änderung der Ausgabenstruktur den Autoren der angeführten Studie zufolge möglicherweise nicht vollständig durch den Wechselkurs ausgeglichen, was einen expansiven Effekt haben kann. Dies ist jedoch maßgeblich durch die Subventionierung der Ausfuhren bedingt (während Einfuhrzölle eine vernachlässigbare oder kontraktive Wirkung entfalten) und gilt nur, wenn die ausländischen Handelspartner keine Vergeltungsmaßnahmen ergreifen.

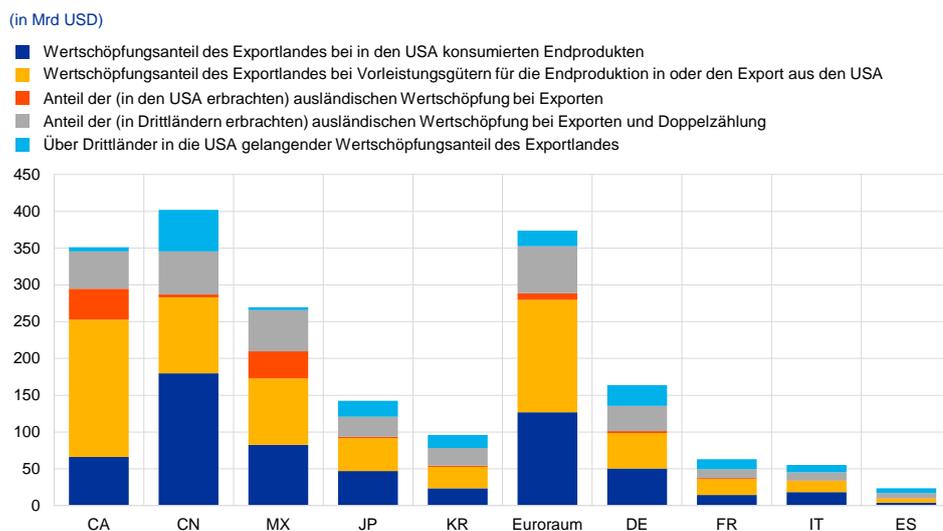
und in der Folge sinken die Exporte und die Wirtschaftstätigkeit. Grundsätzlich ziehen zunehmende Handelsverzerrungen für alle betroffenen Länder höhere Handelskosten nach sich. Dies kann die optimale Ressourcenallokation behindern, sodass letzten Endes alle beteiligten Länder schlechter gestellt wären als zuvor.

Bei Handelskonflikten, die sich zwischen zwei Ländern abspielen, können Drittländer vorübergehend von verstärktem Protektionismus profitieren.

Drittländer können sich Marktanteile in Ländern sichern, die ihre Zölle erhöht haben. In einem Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China würden Güter aus dem Euroraum beispielsweise in China gegenüber US-Gütern und in den USA gegenüber chinesischen Gütern an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen. Dies resultiert daraus, dass sich US-amerikanische Güter durch die höheren Zollsätze in China und chinesische Güter entsprechend in den Vereinigten Staaten verteuern, wodurch die bilateralen Handelsströme zwischen den beiden Ländern letztlich abnehmen. In welchem Umfang Drittstaaten von einer solchen Handelsumlenkung profitieren, hängt davon ab, wie leicht ein Land Importgüter durch Einfuhren aus anderen Ländern substituieren kann. Eine höhere Substituierbarkeit impliziert eine stärkere Umlenkung von Handelsaktivitäten.

Abbildung 5

Ausfuhren in die Vereinigten Staaten: Verflechtungen entlang der Produktionskette



Quellen: World Input-Output Database (Release 2016), Z. Wang, S. J. Wei und K. Zhu, Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels, Working Paper des NBER, Nr. 19677, National Bureau of Economic Research, 2013, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2014. Die Abbildung zeigt die Aufschlüsselung der nominalen Bruttoausfuhren in die Vereinigten Staaten nach Wertschöpfungskomponenten. „Wertschöpfungsanteil des Exportlandes bei in den USA konsumierten Endprodukten“ bezieht sich auf den Anteil an der Wertschöpfung, der bei in die Vereinigten Staaten ausgeführten Endprodukten dem exportierenden Land zuzuschreiben ist; „Wertschöpfungsanteil des Exportlandes bei Vorleistungsgütern für die Endproduktion in oder den Export aus den USA“ bezeichnet den auf das Exportland entfallenden Wertschöpfungsgehalt von Zwischenprodukten, die als Vorleistungen in die US-Inlandsproduktion oder in die Produktion von US-Exportgütern einfließen; „Anteil der ausländischen Wertschöpfung bei Exporten“ betrifft den Anteil der im Ausland (sei es in den USA oder in Drittländern) erfolgten Wertschöpfung bei Ausfuhrsgütern; „Doppelzählung“ bezieht sich auf den Wertschöpfungsgehalt von Vorleistungsgütern, die mehrmals Ländergrenzen überqueren; „Über Drittländer in die USA gelangender Wertschöpfungsanteil des Exportlandes“ bezeichnet den Anteil der im Exportland erbrachten Wertschöpfung bei Vorleistungsgütern, die in Drittländern zur Produktion von für die USA bestimmten Exportgütern verwendet werden. In Bezug auf den Euroraum gelten nur Nicht-Euro-Länder als Drittländer. CA steht für Kanada, CN für China, MX für Mexiko, JP für Japan und KR für Südkorea.

Die globalen Wertschöpfungsketten haben sich zwar in den letzten Jahren nicht mehr so stark ausgeweitet, sind aber weiterhin hochgradig fragmentiert und

können somit die Auswirkungen von Zöllen auf den Handel und die Wirtschaftstätigkeit verstärken.

Die globalen Wertschöpfungsketten sind zunehmend komplexer geworden; so überqueren Waren während des Produktionsprozesses häufig mehrfach Ländergrenzen. Eine Analyse¹⁹ der OECD legt nahe, dass sich die Ausweitung der globalen Wertschöpfungsketten seit 2011 verlangsamt haben könnte; gleichwohl ist die Produktion nach wie vor über Ländergrenzen hinweg stark fragmentiert. Dies wird auch aus Abbildung 5 deutlich, die die Waren-Exporte einer Reihe von Handelspartnern in die USA mit Blick auf die globalen Wertschöpfungsverflechtungen beleuchtet. Im Fall des Euroraums werden nur etwa ein Drittel der Exporte in den Vereinigten Staaten konsumiert (siehe die dunkelblauen Balkenabschnitte in Abbildung 5). Tatsächlich bestehen die Ausfuhren des Eurogebiets in die Vereinigten Staaten zu einem erheblichen Teil aus Vorleistungsgütern, die in den USA für die Güterherstellung verwendet und dann in Drittländer weiterexportiert werden (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 5). Umgekehrt sind in der heimischen Produktion und in den Exporten auch Vorleistungsgüter aus Drittländern enthalten. Beispielsweise beinhalten die Ausfuhren des Euroraums in die Vereinigten Staaten auch Güter aus Ländern, die eng in die europäischen Produktionsketten eingebunden sind, z. B. aus den Ländern Mittel- und Osteuropas im Fall des Automobilsektors (siehe die grauen Balkenabschnitte in Abbildung 5). Die Exporte des Euro-Währungsgebiets in die USA enthalten sogar Wertschöpfungsanteile, die in den Vereinigten Staaten selbst erbracht wurden (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 5). Teilweise werden Waren aus dem Eurogebiet auch zunächst zur Weiterverarbeitung in Drittländer wie Mexiko ausgeführt, ehe sie dann in die Vereinigten Staaten exportiert werden (siehe die in hellerem Blau gehaltenen Balkenabschnitte in Abbildung 5).

In einer durch komplexe Wertschöpfungsketten geprägten Welt überqueren Güter im Produktionsprozess häufig mehrmals Ländergrenzen, wobei sich die Zollkosten durch den Kaskadeneffekt anhäufen können.

Dies geschieht, wenn Zölle auf Zwischenprodukte erhoben werden. Bei Vorleistungen entstehen jedes Mal Zollkosten, wenn sie zur Weiterverarbeitung in ein anderes Land transportiert werden. Bis das fertige Produkt tatsächlich den Endverbraucher erreicht, kann sich der Endpreis erheblich erhöht haben. Darüber hinaus werden auch in der heimischen Produktion häufig importierte Zwischenprodukte verwendet. Werden auf diese Güter Zölle erhoben, kann dies auch die heimischen Erzeuger im zollerhebenden Land belasten. Höhere Produktionskosten werden mit großer Wahrscheinlichkeit über die verschiedenen Stufen der Wertschöpfungskette weitergegeben und beeinträchtigen in allen Phasen Nachfrage, Produktion und Investitionen. Hinzu kommt, dass Zölle üblicherweise auf den Bruttowert von Importgütern erhoben werden. Wenn in den Exporten ein großer Anteil an im Ausland erbrachten Vorleistungen enthalten ist, kann es somit für die Exporteure auch bei niedrigen nominalen Einfuhrabgaben letztlich zu einer hohen Verzollung der Wertschöpfung kommen. In solchen Fällen können sich Zölle verhältnismäßig stärker auf die Gewinne von Exportunternehmen auswirken als bei einer komplett heimischen Wertschöpfung. Dadurch steigt der Anreiz, höhere Kosten entlang der Wertschöpfungskette weiterzureichen. Drittländer, die an den Zwischenstufen der Produktion beteiligt sind, können ebenfalls mit höheren

¹⁹ Siehe OECD, [Trade Policy Implications of Global Value Chains](#), Trade Policy Brief, 2018.

Produktionskosten konfrontiert werden, was die potenziellen Vorteile der Handelsumlenkung schmälert.

Eine gestiegene Unsicherheit könnte im Zusammenspiel mit Finanzmarktspannungen die Auswirkungen eines zunehmenden Protektionismus auf die Wirtschaftstätigkeit verstärken.

Eine erhöhte Unsicherheit in Bezug auf die zukünftige Handelspolitik kann auf verschiedene Weise die Nachfrage schwächen. Beispielsweise können private Haushalte Ausgaben aufschieben, wenn der konjunkturelle Ausblick ungewisser wird. Außerdem kann es sein, dass Firmen vor dem Hintergrund einer steigenden Unsicherheit ihre wirtschaftlichen Aussichten neu bewerten, eine abwartende Haltung einnehmen und Investitionen hinauszögern.²⁰ Als Reaktion auf Unsicherheitsschocks können Unternehmen zudem ihre Lagerhaltung anpassen, indem sie ihre Bestellungen ausländischer Vorleistungsgüter überproportional verringern, wodurch sich ein unverhältnismäßig großer Effekt auf die internationalen Handelsströme ergibt.²¹ Ungewisse handelspolitische Aussichten können Firmen auch dazu veranlassen, einen Eintritt in einen Auslandsmarkt oder Investitionen in neue Technologien aufzuschieben. Und schließlich kann eine erhöhte Unsicherheit auch die Kreditkosten der privaten Haushalte und Unternehmen in die Höhe treiben, weil Anleger eine höhere Entschädigung verlangen, um sich gegen künftige Risiken abzusichern.²² Das Eintreten eines globalen Unsicherheitsschocks (z. B. eines Handelskriegs) könnte für die Investoren auch ein Grund sein, ihre Portfolios in Safe-Haven-Währungen umzuschichten, was dann Auswirkungen auf die internationale Allokation der Kapitalströme hätte.

Höhere Handelskosten können auch die Produktivität belasten. Bei steigender Unsicherheit werden die Finanzierungsbedingungen restriktiver. Dies kann zu höheren Kapitalkosten führen und die Investitionen beeinträchtigen, was den Produktivitätszuwachs in den von den Zöllen betroffenen Ländern bremsen könnte. Handelshemmnisse können zudem unternehmens- und länderübergreifend zu einer Fehlallokation der Produktionsfaktoren führen. Ein geringerer Öffnungsgrad der Märkte verringert den globalen Wettbewerb; dadurch sinken die Anreize für Innovationen und technologische Neuerungen, und unproduktivere Unternehmen werden am Markt gehalten. In der Folge kann es zu einem Rückgang der Gesamtproduktivität kommen.²³

²⁰ Siehe N. Bloom, The Impact of Uncertainty Shocks, *Econometrica*, Bd. 77, Nr. 3, Mai 2009; K. Handley und N. Limão, Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence, *American Economic Journal: Economic Policy*, Bd. 7, Nr. 4, November 2015, S. 189-222.

²¹ Siehe D. Novy und A. M. Taylor, Trade and Uncertainty, CEP Discussion Paper, Nr. 1266, Centre for Economic Performance, The London School of Economics and Political Science, 2014; K. Handley und N. Limão, a. a. O.

²² Siehe P. Goldberg und N. Pavcnik, The Effects of Trade Policy, in: K. Bagwell und R. W. Staiger (Hrsg.), *Handbook of Commercial Policy*, Bd. 1, Teil A, Februar 2016.

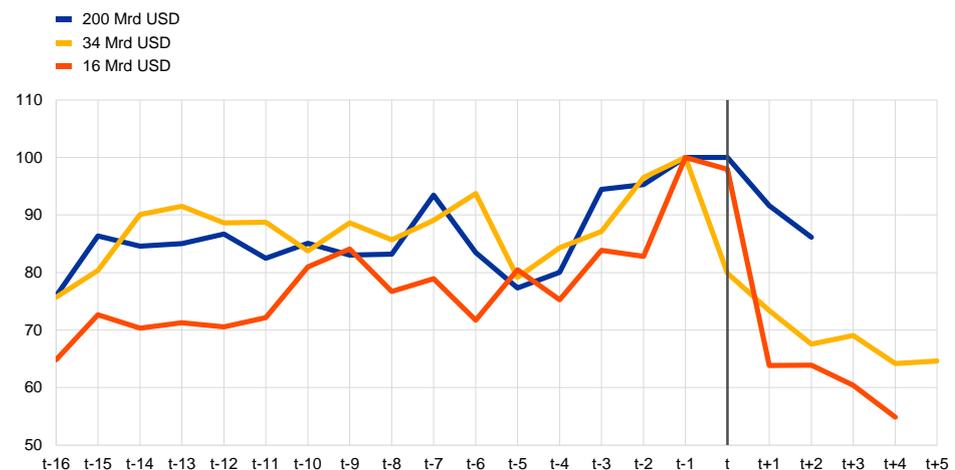
²³ Ein Überblick und eine Analyse der Auswirkungen der Handelsoffenheit auf die gesamtwirtschaftliche Produktivität finden sich in: M. J. Melitz, The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity, *Econometrica*, Bd. 71, Nr. 6, November 2003, S. 1695-1725; A. Berthou et al., [Quantifying the losses from a global trade war](#), Eco Notepad, Banque de France.

4.2 Lassen sich die Auswirkungen der von den Vereinigten Staaten und ihren Handelspartnern angekündigten Zölle bereits in den Handelsdaten erkennen? Hierzu einige vorläufige Belege

In den Vereinigten Staaten scheinen die Unternehmen in den betroffenen Sektoren die negativen Auswirkungen der neuen Zölle anfangs teilweise durch ein Vorziehen ihrer Einfuhren umgangen zu haben. So stiegen die Importe von mit US-Einfuhrzöllen belegten chinesischen Waren in die USA vor dem Inkrafttreten der Zölle und fielen anschließend wieder ab (siehe Abbildung 6).²⁴ Auch das Gesamtvolumen der US-Importe erhöhte sich merklich (im dritten Quartal 2018 mit einer jährlichen Zuwachsrate von 9,1 %), und zwar teilweise aufgrund einer verstärkten Lagerbildung. Während die Vorratsbestände aufgestockt wurden, waren die Unternehmensinvestitionen rückläufig. Dies deutet zwar auf Frontloading-Effekte hin, doch daneben könnte der starke Anstieg der Importe auch Ausdruck einer robusten US-Binnennachfrage vor dem Hintergrund prozyklischer finanzpolitischer Impulse und einer soliden Arbeitsmarktsituation sein.

Abbildung 6
US-Einfuhren aus China und Inkrafttreten der Zölle

(t = Monate des Inkrafttretens der Zölle)



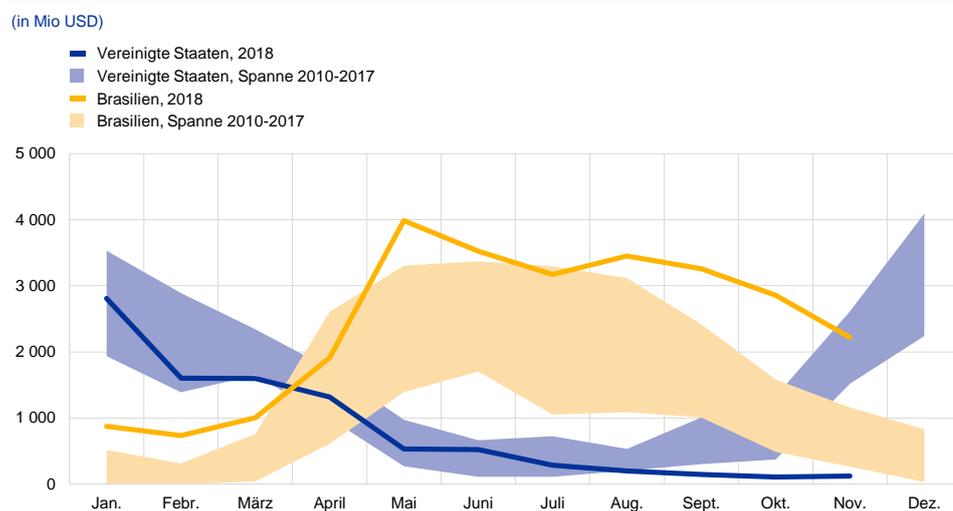
Quellen: United States Census Bureau und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf die nominalen Importe.

Auch handelsumlenkende Effekte spielen möglicherweise eine Rolle. Als Vergeltungsmaßnahme für die US-Zölle auf chinesische Waren verhängten die chinesischen Behörden im Juli 2018 einen Zoll in Höhe von 25 % auf die chinesischen Importe US-amerikanischer Sojabohnen. Während Chinas Gesamteinfuhren an pflanzlichen Erzeugnissen (überwiegend Sojabohnen) nach der Ankündigung dieser Maßnahme weitgehend stabil blieben, fielen die Importe aus den USA erheblich geringer aus als üblich. Demgegenüber haben sich die Einfuhren aus Brasilien, die

²⁴ Siehe M. Amiti, S. J. Redding und D. E. Weinstein, The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, CEPR Discussion Paper, Nr. 13564, 2019. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die im Jahr 2018 auf US-Importe verhängten Zölle vollständig auf die Inlandspreise der betroffenen Güter durchgereicht wurden und einen Rückgang der Importe in diesen Sektoren um rund 54 % (verglichen mit den Importen in nicht betroffenen Sektoren) bewirkten.

nicht von zusätzlichen Zöllen betroffen sind, zuletzt überdurchschnittlich stark ausgeweitet (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7
Chinesische Einfuhren pflanzlicher Erzeugnisse nach Handelspartner



Quellen: CEIC und EZB-Berechnungen.

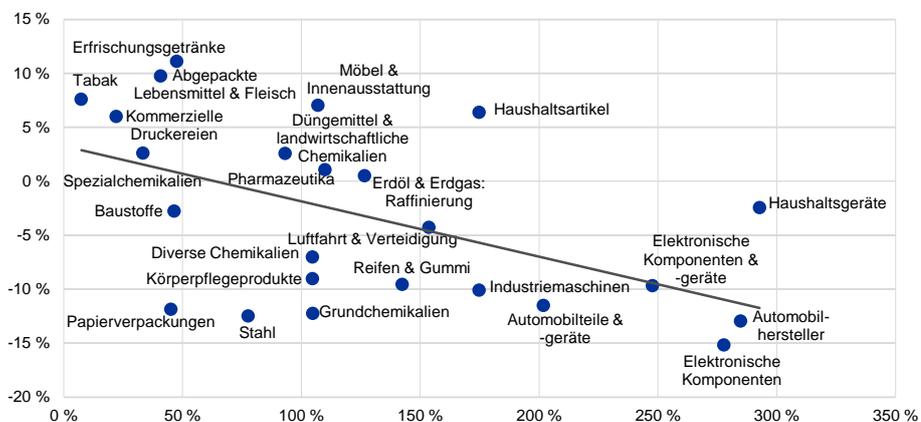
Anmerkung: Um die typischen saisonalen Muster zu veranschaulichen, stellen die schattierten Bereiche die Spanne der (wertmäßigen) chinesischen Einfuhren pflanzlicher Erzeugnisse aus den Vereinigten Staaten und Brasilien für jeden Monat eines Jahres im Zeitraum von 2010 bis 2017 dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2018.

Die Auswirkungen steigender Zölle auf die Finanzmärkte scheinen sich auf die betroffenen Sektoren zu beschränken. Die globalen Finanzmärkte haben sich insgesamt als widerstandsfähig gegenüber der Ankündigung neuer Zölle erwiesen. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die Zölle bislang nur einen geringen Anteil des Welthandels betreffen. Indessen haben sich die US-Unternehmen, die potenziell von höheren Zöllen betroffen sind – beispielsweise Firmen, die einen Großteil ihrer Umsätze außerhalb der Vereinigten Staaten generieren –, deutlich schlechter entwickelt als erwartet (siehe Abbildung 8). Einer Analyse der EZB zufolge lässt sich das unterdurchschnittliche Abschneiden der Unternehmen in den betroffenen Sektoren fast immer auf veränderte Risikoprämien zurückführen, während Fundamentaldaten wie die Gewinnerwartungen und das Kreditrisiko nahezu gleich blieben.²⁵ Auch der chinesische Aktienmarkt wurde 2018 nach einigen Mitteilungen zu Handelsthemen stärker in Mitleidenschaft gezogen.

²⁵ Eine eingehendere Analyse der Implikationen des steigenden Protektionismus für die Finanzstabilität findet sich in: A. G. Dizioli und B. van Roye, [The resurgence of protectionism: potential implications for global financial stability](#), Financial Stability Review, EZB, November 2018.

Abbildung 8 Entwicklung der Aktienrenditen nach Sektoren

(x-Achse: Handelsoffenheit der Sektoren in %; y-Achse: kumulierte Rendite in % nach sechs Zollankündigungen)



Quellen: Haver Analytics, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die kumulierte Reaktion der Aktienmärkte auf insgesamt sechs bedeutende Zollankündigungen durch die Vereinigten Staaten und China seit Anfang 2018. Dazu werden die Teilsektoren gemäß der achtstelligen Branchenklassifikation des Global Industry Classification Standard (GICS) der S&P-500-Sektorindizes den Importen/Exporten sowie Wertschöpfungsdaten gemäß dem drei- und vierstelligen North American Industry Classification System (NAICS) zugeordnet. Der außenwirtschaftliche Öffnungsgrad der Sektoren wird berechnet als Summe der Ein- und Ausfuhren, geteilt durch die Bruttowertschöpfung des betreffenden Teilsektors im Jahr 2016. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 5. Oktober 2018. Die in der Abbildung ausgewiesenen Teilsektoren nach GICS machen 35 % der Marktkapitalisierung der fünf dem S&P 500 zugrunde liegenden Sektoren aus, für die Daten zum Handel und zur Wertschöpfung verfügbar waren (Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, Industrie, Nicht-Basiskonsumgüter, Basiskonsumgüter und Informationstechnologie), und 20 % der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500. Auf Basis der NAICS-Klassifikation entfiel auf die ausgewiesenen Teilsektoren im Jahr 2016 ein Anteil von 58 % am gesamten US-Warenhandel.

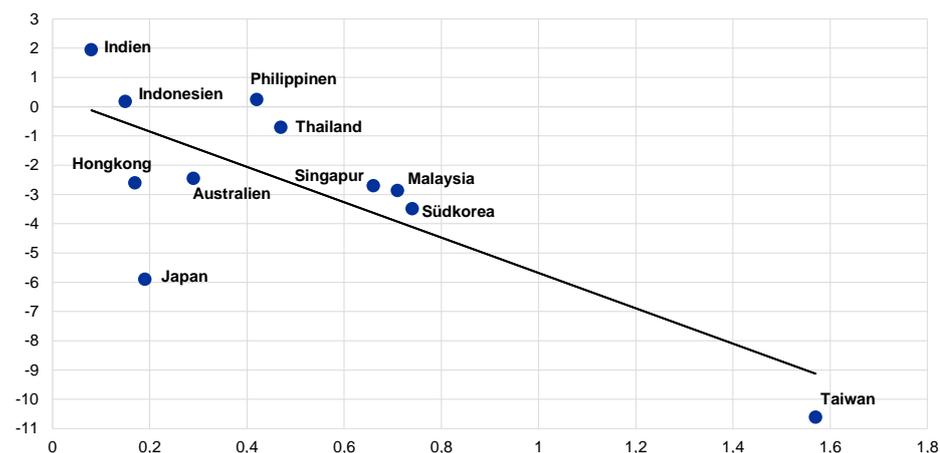
Ein stärkerer Protektionismus kann sich nicht nur auf die Finanzmärkte niederschlagen, sondern auch generell die Marktstimmung beeinflussen. Die jüngsten umfragebasierten Indikatoren deuten in gewissem Umfang auf eine spürbare konjunkturelle Abkühlung in China hin. Dabei werden Handelskonflikte häufig als ein Faktor genannt, der zu den schwachen chinesischen Investitionen der vergangenen Quartale beiträgt. Der Rückgang der Investitionen könnte allerdings auch mit der Verschärfung der heimischen Kreditkonditionen zusammenhängen. Wie in Abschnitt 4.1 erörtert, beeinträchtigen die US-Zölle über die regionale Wertschöpfungskette möglicherweise auch die Exporte anderer asiatischer Volkswirtschaften, soweit deren Ausfuhren nach China Bestandteil der chinesischen Exporte in die USA sind (z. B. als Komponenten chinesischer Produkte). Es scheint eine negative Korrelation zu geben zwischen dem Ausmaß, in dem asiatische Länder in die Lieferkette zwischen China und den USA eingebunden sind, und der Veränderung des Einkaufsmanagerindex (EMI) der betreffenden Länder seit Januar 2018. Dies deutet darauf hin, dass die steigenden Zölle möglicherweise die Marktstimmung in der gesamten Region beeinflussen (siehe Abbildung 9). In den Vereinigten Staaten sind die Indikatoren für das Verbraucher- und das Unternehmensvertrauen in den letzten Monaten etwas gesunken, liegen aber nach wie vor in der Nähe historischer Höchststände. Allerdings sind US-Unternehmen zunehmend über die Auswirkungen von Handelsspannungen besorgt, und einige

Firmen geben an, ihre Investitionspläne aufgrund der Furcht vor Zöllen neu bewertet zu haben.²⁶

Abbildung 9

Veränderung des EMI für das verarbeitende Gewerbe asiatischer Länder und deren indirekte Anfälligkeit gegenüber US-amerikanischen Zöllen

(y-Achse: Veränderung des EMI für das verarbeitende Gewerbe seit Januar 2018 in Indexpunkten; x-Achse: Wertschöpfungsanteil an den US-Importen aus China in Prozent des BIP des betreffenden Landes)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

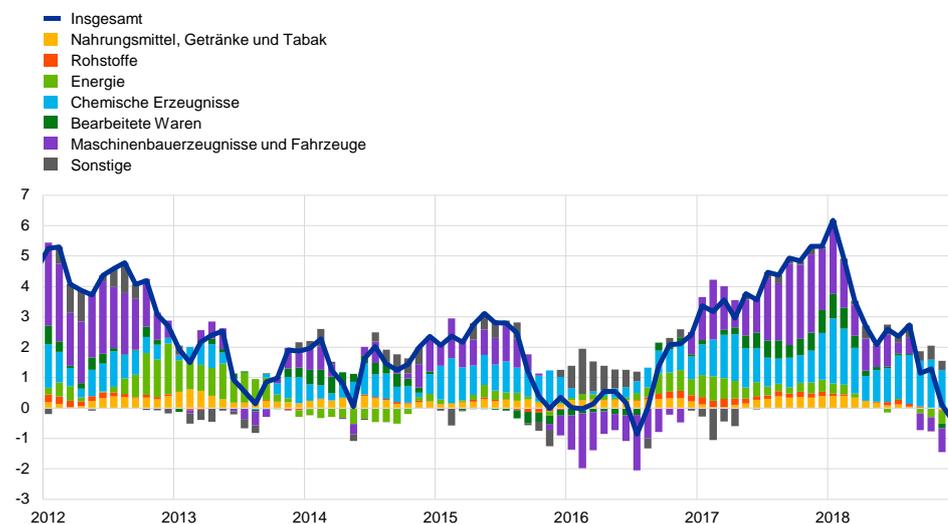
Die durch den verstärkten Protektionismus verursachte Unsicherheit könnte auch die Auslandsnachfrage nach Waren aus dem Euro-Währungsgebiet beeinträchtigt haben. Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums haben sich seit Anfang 2018 besonders schwach entwickelt, allen voran die Exporte von bearbeiteten Waren sowie Maschinenbauerzeugnissen und Fahrzeugen (siehe Abbildung 10). Der Export bearbeiteter Waren hängt eng mit dem Investitionswachstum der Handelspartner zusammen und weist historisch tendenziell eine relativ starke negative Korrelation mit einigen Messgrößen der Unsicherheit wie dem VIX-Index²⁷ auf. Dies legt den Schluss nahe, dass die durch den zunehmenden Protektionismus entstandene Unsicherheit die Exporte des Euroraums belastet haben könnte. Allerdings ist es schwierig, diesen möglichen Effekt von den Auswirkungen anderer Faktoren zu isolieren, etwa der Einführung neuer europaweiter Emissionsstandards, bestimmter nachteiliger regulatorischer Veränderungen im chinesischen Automobilsektor, der Finanzmarktspannungen in einigen Schwellenländern sowie des Brexit.

²⁶ Siehe Umfrage zur Unsicherheit der Unternehmen (Survey of Business Uncertainty), durchgeführt von der Federal Reserve Bank of Atlanta, der Stanford University und der University of Chicago Booth School of Business im Juli 2018.

²⁷ Volatilitätsindex der Chicago Board Options Exchange.

Abbildung 10 Ausfuhren des Euroraums

(Volumen; gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten und Beiträge)



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

Eine erhöhte Handelsunsicherheit könnte zudem die Exportwirtschaft im Euroraum dazu veranlassen, ihre Investitionen zurückzufahren. Umfrage- und modellbasierte Evidenz zeigt, dass sich die globale Unsicherheit negativ auf die Unternehmensinvestitionen im Eurogebiet auswirkt.²⁸ Aus Abbildung 11 geht hervor, dass 2018 das Verhältnis der Investitionsausgaben zum Gesamtvermögen von Unternehmen aus Sektoren, die von den durch die USA erhobenen oder angedrohten Zöllen betroffen sind (Solarpaneele, Waschmaschinen, Metalle und Automobile), niedriger war als bei den in anderen Branchen tätigen Unternehmen.²⁹ Die Investitionen wiesen vor 2018 in beiden Unternehmensgruppen noch eine ähnliche Entwicklung auf, aber die Trends beim Verhältnis der Investitionsausgaben zum Gesamtvermögen bewegen sich seither in unterschiedliche Richtungen. Abgesehen davon könnte die Investitionsdynamik auch durch für die Automobilindustrie spezifische Entwicklungen beeinflusst worden sein.

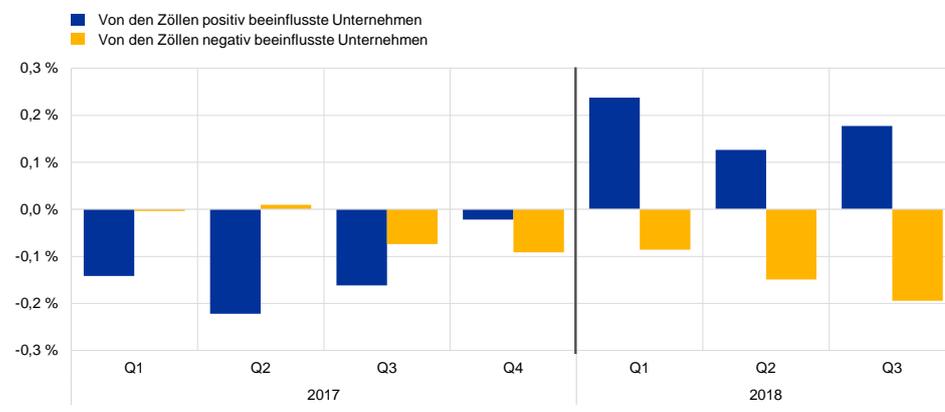
²⁸ Siehe auch M. Andersson und B. Mosk, [Bestimmungsfaktoren und Risiken für die inländische Nachfrage im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2019, EZB, Februar 2019.

²⁹ Ein mehrere Länder und Sektoren umfassendes Modell simuliert die Auswirkungen von Zöllen, die bereits erhoben werden (unter Verwendung amtlicher Verzeichnisse), sowie von angedrohten Zöllen auf US-Automobilimporte und die entsprechenden Vergeltungsmaßnahmen gegen Sektoren in den Vereinigten Staaten. Das Modell identifiziert Sektoren, die von den Zollmaßnahmen negativ beeinflusst werden, sowie Sektoren, die von den Zollmaßnahmen profitieren (durch Handelsumlenkungen). Zu den entsprechenden Effekten zählen auch indirekte Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit und die Lieferketten.

Abbildung 11

Veränderungen im Verhältnis der Investitionen zum Gesamtvermögen bei positiv/negativ von Zöllen beeinflussten Unternehmen

(Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % in Bezug auf das Verhältnis von Investitionen zum Gesamtvermögen)



Quelle: Im Dow-Jones-Euro-STOXX-300-Index enthaltene nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

Anmerkung: Die Stichprobe umfasst im Dow-Jones-Euro-STOXX-300-Index enthaltene nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und variiert je nach Datenverfügbarkeit im Zeitverlauf in ihrer Zusammensetzung. Die abgebildete Messgröße stellt die Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % in Bezug auf das Verhältnis von Investitionen zum Gesamtvermögen dar. Die Eingruppierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften richtet sich danach, ob diese in den Simulationsrechnungen positiv (blau) oder negativ (gelb) von den angedrohten Zöllen beeinflusst werden.

4.3 Welche Auswirkungen hätte eine neuerliche Zuspitzung der Handelsspannungen? Hierzu einige modellbasierte Simulationsrechnungen

Die mit einer weiteren Verschärfung der Handelsspannungen verbundenen Risiken sind nach wie vor erheblich, da noch mehr konkrete Schritte folgen könnten. Um die Auswirkungen einer neuerlichen Eskalation der

Handelsspannungen abzuschätzen, wird in diesem Abschnitt das Szenario eines hypothetischen Handelskriegs untersucht, in dessen Rahmen die Vereinigten Staaten tarifäre und nichttarifäre Hemmnisse für Einfuhren aller Handelspartner um 10 % erhöhen und die anderen Länder symmetrische Vergeltungsmaßnahmen ergreifen. Im Falle eines alle Handelsparteien einschließenden, offenen Handelskriegs wären die Auswirkungen natürlich weitaus größer.

Trotz ihrer Beschränkungen können modellbasierte Schätzungen dazu beitragen, einige der mittel- und langfristigen Implikationen eskalierender Handelsspannungen zu beurteilen. Zur Ermittlung der mittel- und langfristigen Ergebnisse werden zwei unterschiedliche Methoden genutzt. Um die Effekte eines Handelskriegsszenarios auf mittlere Sicht zu untersuchen, wird das dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodell GIMF³⁰ des IWF in Kombination mit dem ECB-Global-Modell³¹ der EZB herangezogen. Im Rahmen dieses Szenarios

³⁰ Siehe M. Kumhof et al., The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure, Working Paper des IWF, Nr. 10/34, 2010.

³¹ Siehe A. Dieppe et al., ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis, Economic Modelling, Bd. 72(C), Juni 2018, S. 78-98.

werden nicht nur Handels- sondern auch Vertrauenseffekte bewertet.³² Um die langfristigen (Steady-State-)Auswirkungen auf den Handel zu erfassen, wird ein allgemeines Gleichgewichtsmodell mit mehreren Ländern und mehreren Sektoren verwendet. In diesem Modell wird angenommen, dass tarifäre und nichttarifäre Hemmnisse auf Dauer 10 % höher sind, sodass langfristige Vorhersagen möglich sind.³³

Aus den Simulationsrechnungen der mittelfristigen Effekte geht hervor, dass eine Verschärfung der Handelsspannungen signifikante direkte Auswirkungen auf die US-amerikanische Konjunktur haben könnte, die durch erhöhten Finanzstress und einen Vertrauensverlust noch verstärkt würden. Ein Anstieg der tarifären und nichttarifären Handelshemmnisse für Importe veranlasst die inländischen Verbraucher und Unternehmen dazu, auf im Inland hergestellte Güter auszuweichen. Allerdings dürfte dieser Effekt wohl durch den Preisanstieg und die Verringerung der Exporte, die aus den von allen Handelspartnern ergriffenen Vergeltungsmaßnahmen resultieren, mehr als wettgemacht werden. Infolgedessen sind die direkten Auswirkungen auf das US-amerikanische BIP negativ und könnten zu einem Konjunkturrückgang um 1,5 % führen (nach dem ersten Jahr bezogen auf das Ausgangsniveau). Vertrauenseffekte infolge sich verschärfender Finanzierungsbedingungen könnten das BIP in den USA weiter belasten. Für die Zwecke dieses Szenarios werden Vertrauenseffekte unter der Annahme simuliert, dass es in allen Ländern zu einem Anstieg der Risikoprämien für Unternehmensanleihen von 50 Basispunkten und einem Rückgang der Aktienkurse um zwei Standardabweichungen kommt.³⁴

Zwar profitieren einige Länder anfänglich möglicherweise von Handelsumlenkungen, aber Welthandel und Weltwirtschaft dürften den Erwartungen zufolge deutliche Rückgänge zu verzeichnen haben. Chinesische Hersteller könnten ihre Wettbewerbsfähigkeit in Drittländern gegenüber Produzenten aus den Vereinigten Staaten verbessern, da im simulierten Szenario alle US-Handelspartner die tarifären und nichttarifären Hemmnisse für Einfuhren aus den USA anheben würden (siehe Abbildung 12 zu den Erstjahreseffekten). Daher sind die Handelseffekte in Bezug auf das chinesische BIP in dieser Simulation mit 0,6 % leicht positiv und werden nur zum Teil durch Vertrauenseffekte ausgeglichen. Mit Blick auf den Euroraum würden die Ausstrahlungswirkungen eines sich verschlechternden globalen Vertrauens – trotz einiger möglicher Marktanteilsgewinne im Export – höchstwahrscheinlich die Wettbewerbsvorteile mehr als aufzehren und dadurch insgesamt zu einem moderaten Konjunkturrückgang führen. Und schließlich könnten

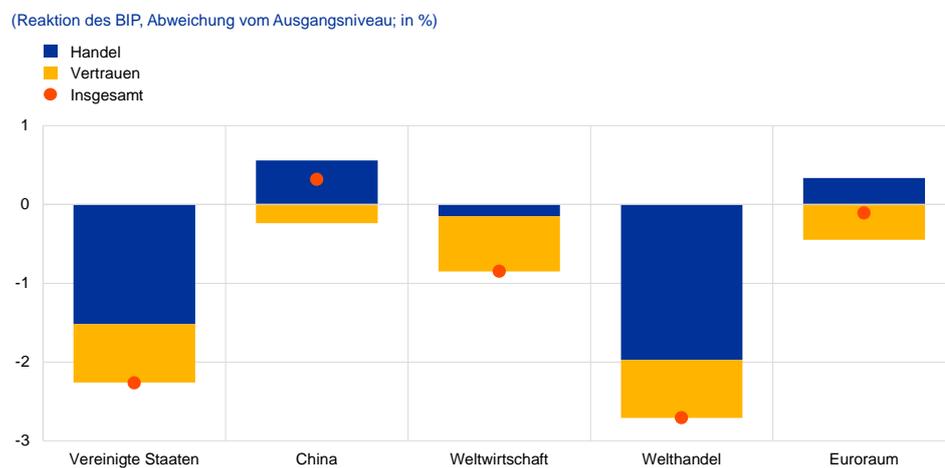
³² Das Szenario reproduziert modellbasierte Simulationsrechnungen. Siehe hierzu auch: A. Gloe Dizoli und B. van Roye, [Makroökonomische Implikationen des zunehmenden Protektionismus](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2018, EZB, September 2018; B. Cœuré, The consequences of protectionism, Beitrag zum 29. Workshop „The Outlook for the Economy and Finance“, Villa d’Este (Cernobbio), vom 6. April 2018.

³³ Während bei der Bewertung der mittelfristigen Effekte angenommen wird, dass die Maßnahmen nur für zwei Jahre gelten, wird bei Steady-State-Simulationen davon ausgegangen, dass alle Substitutionen und Anpassungen vorgenommen wurden, da die Erhöhungen der Handelskosten von Dauer sind.

³⁴ Die Ergebnisse dieser Simulationsrechnungen basieren auf einigen wichtigen Entscheidungen zur Modellbildung. Es wird davon ausgegangen, dass Handelsdispute lediglich zwei Jahre währen und die durch Zollerhöhungen generierten zusätzlichen Staatseinnahmen zum Abbau der Haushaltsdefizite und nicht zur Stützung der Nachfrage verwendet werden. Zudem wird angenommen, dass die Geldpolitik und die Wechselkurse in allen Ländern endogen reagieren. Die Ergebnisse sollten daher mit einer gewissen Vorsicht betrachtet werden.

infolge kombinierter negativer Effekte über den Handels- und den Finanzkanal der Welthandel und die Weltwirtschaft um mehr als 2,5 % bzw. 1 % sinken.

Abbildung 12
Geschätzte Auswirkungen einer Verschärfung der Handelsspannungen –
Erstjahreseffekte



Quelle: EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Ergebnisse sind eine Kombination aus den direkten Handelseffekten, die sich aus dem GIMF-Modell ergeben, und den Vertrauenseffekten, die anhand des ECB-Global-Modells errechnet werden.

Erhöhte Handelsspannungen könnten zudem ausgeprägte Langfristeffekte auf die Aus- und Einfuhren der Vereinigten Staaten haben. In den Modellsimulationen berücksichtigen die Steady-State-Effekte den Handel über die Lieferketten, obschon Finanzkanäle und Vertrauenseffekte, die sich mittelfristig ergeben könnten, nicht mit einbezogen werden.³⁵ Auf lange Sicht könnten Verbraucher und Erzeuger vollständig auf Produkte aus Inlands- oder Drittmärkten ausweichen; zugleich könnten bestimmte Produktionsprozesse zum Teil in die von den Maßnahmen betroffenen Zielmärkte verlagert werden. In den Vereinigten Staaten könnten die Handelsströme beträchtlich in Mitleidenschaft gezogen werden, wobei sich Einbußen bei den realen Ausfuhren in Höhe von 26,6 % und geringere Rückgänge bei den Einfuhren (22,8 %) und insgesamt ein per saldo negativer Handelseffekt in Bezug auf die Konjunktur ergäben. Der erhebliche Einfluss auf die US-Handelsströme spiegelt die Tatsache wider, dass – bezogen auf alle Handelspartnerländer – die Ausfuhren aus den USA und die Einfuhren in die USA höheren Zöllen unterworfen sind. Im Gegensatz dazu dürfte China geringere Verluste zu gewärtigen haben (siehe Abbildung 13), da niedrigere Exporte in die Vereinigten Staaten zum Teil durch höhere Ausfuhren in jene Länder ausgeglichen werden, in denen China seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber US-amerikanischen Herstellern verbessert hat. Auf ähnliche Weise könnten andere Länder ihre Wettbewerbsfähigkeit an chinesischen Märkten auf

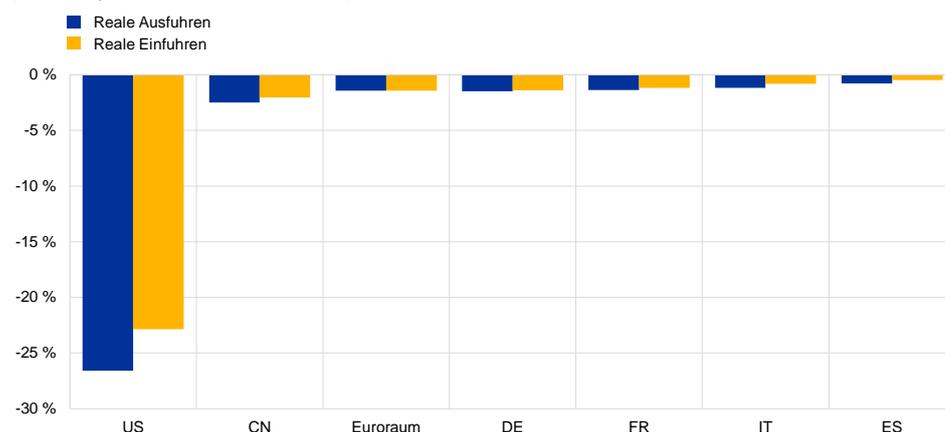
³⁵ Einzelheiten zu dem Modell finden sich in: R. Cappariello et al., Protectionism and Value Chains, Quantifying the General Equilibrium Effects, Working Paper Series der EZB, im Erscheinen.

Kosten der Vereinigten Staaten steigern und Letztere als Exporteure nach China ersetzen.³⁶

Abbildung 13

Geschätzte Auswirkungen einer Verschärfung der Handelsspannungen auf den Handel – Langfristeffekte

(Abweichung vom aktuellen realen Handel in %)



Quellen: World Input-Output Database (Release 2016) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Veränderungen der realen Ein- und Ausfuhren insgesamt wurden aggregiert auf der Basis von Veränderungen des realen bilateralen Handels auf Sektorebene; hierzu wurden entsprechende Nominalwertanteile herangezogen. Veränderungen beim nominalen bilateralen Handel auf Sektorebene wurden mit den entsprechenden Preisveränderungen deflationiert. Der Euroraum umfasst den Handel mit Ländern sowohl inner- als auch außerhalb des Eurogebiets. CN steht für China.

Für den Euroraum ergäben sich nur relativ begrenzte Handelseffekte. Der über den Handelskanal übertragene Einfluss auf den Handel des Eurogebiets wäre insgesamt gering, wobei länder- und sektorenbezogen heterogene Effekte beobachtet würden (siehe Abbildung 13). Allerdings könnten die Auswirkungen sich verschärfender Handelsspannungen möglicherweise durch Unsicherheitseffekte und Produktivitätsverluste noch verstärkt werden.

Kasten 1

Bewertung der Auswirkungen drohender Pkw-Zölle auf die Weltwirtschaft und das Euro-Währungsgebiet

Vanessa Gunnella

Im vorliegenden Kasten werden die möglichen Auswirkungen einer Anhebung der Zölle auf Importe von Automobilen in die USA untersucht. Die Simulationsrechnungen basieren auf einer Erhöhung der Zölle, die die USA auf Pkw-Importe aus allen Handelspartnerländern außer Kanada

³⁶ Der geschätzte Einfluss auf den Handel hängt von der Auswahl der Handelselastizitäten ab. Die laut den hier vorgestellten Simulationsrechnungen relativ starke Reaktion der Handelsvolumen auf höhere Zölle ist auf die spezifischen Besonderheiten dieser Art von Modellen zurückzuführen. In der Fachliteratur finden sich hinreichend Belege dafür, dass makroökonomische Standardmodelle geringere Preiselastizitäten zugrunde fördern als Modelle mit Schätzungen auf sektoraler Ebene. Die Aggregation dieser sektoralen Elastizitäten zur Gewinnung des Länderniveaus erbringt höhere Elastizitäten, die länderübergreifend heterogen sind und vom Grad der Spezialisierung und Offenheit der einzelnen Sektoren abhängen. Siehe beispielsweise J. Imbs und I. Mejean, Trade elasticities, Review of International Economics, Bd. 25, Nr. 2, 2017, S. 383-402.

und Mexiko erheben.³⁷ Die Handelspartner ergreifen den Annahmen nach symmetrische Vergeltungsmaßnahmen³⁸.

Die Herstellung von Kraftfahrzeugen umfasst sehr komplexe grenzüberschreitende Lieferketten. Besonders in den Ländern, die dem United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA) angehören, sind die Wirtschaftszweige extrem stark vernetzt. Insgesamt gesehen liegt bei Fahrzeugen, die in Kanada und Mexiko zusammengebaut und in die Vereinigten Staaten exportiert werden, der Anteil der in den USA erzeugten Wertschöpfung bei immerhin 22 % (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung A). Umgekehrt ist der auf die Vereinigten Staaten entfallende Wertschöpfungsgehalt bei Fahrzeugen, die aus Japan, Korea und Deutschland eingeführt werden, mit rund 2 % gering. Exporte in die Vereinigten Staaten umfassen auch Vorleistungen, die von der US-amerikanischen Autoindustrie im dortigen Inland zur Herstellung von Pkw für den Inlandsmarkt sowie den Export verwendet werden (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung A). Aus diesem Grund könnten Zölle auf Pkw-Importe in die USA zwar ausländische Hersteller benachteiligen, aber auch in den USA könnten die heimische Produktion und die Exportwirtschaft durch die Verteuerung von Autoteilen in Mitleidenschaft gezogen werden (proportional zu den roten und gelben Balkenabschnitten in Abbildung A). Vor allem ausländische Autohersteller mit Exporten in die USA wären von den Zöllen, die auf direkt in die Vereinigten Staaten ausgeführte Produkte erhoben werden, betroffen (siehe die dunkelblauen Balkenabschnitte in Abbildung A); in geringerem Maße ergäbe sich durch Produkte, die über Drittländer exportiert werden, auch ein indirekter Einfluss (siehe die in hellerem Blau gehaltenen Balkenabschnitte in Abbildung A). Allerdings wären sie in Bezug auf den Wertschöpfungsgehalt von Exporten, der Drittländern zuzuordnen ist, oder in Bezug auf den Exportanteil nicht betroffen – hier handelt es sich lediglich um grenzüberschreitende Verschiebungen ohne jede Wertschöpfung (siehe die grauen Balkenabschnitte in Abbildung A).

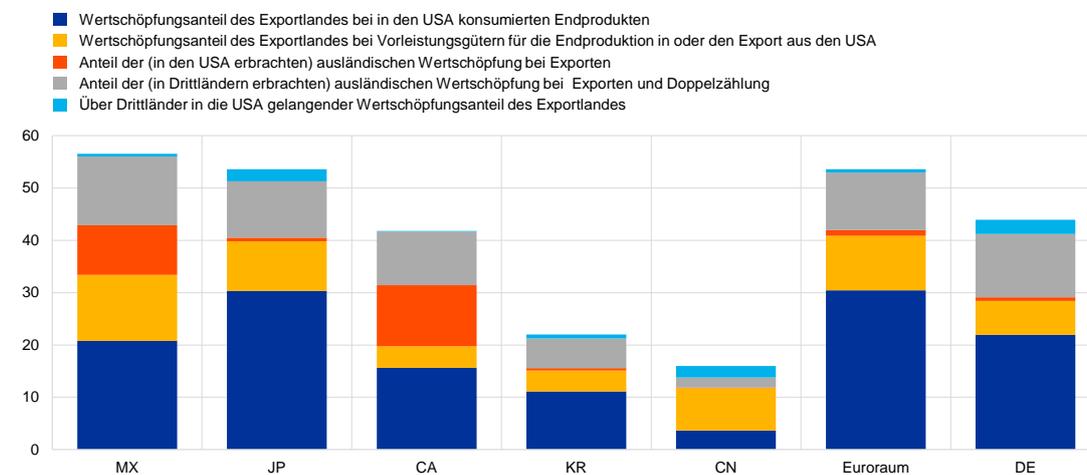
³⁷ Im Handelsabkommen USMCA wird durch eine Nebenabrede die Anwendung von Zöllen gemäß Section 232 des Trade Expansion Act (einschließlich möglicher Zölle auf Pkw) auf Kanada und Mexiko ausgeschlossen.

³⁸ Vor allem die Länder, die von den Zollabgaben in Höhe von 25 % auf Pkw betroffen wären, würden auf die US-Automobilindustrie abzielende Vergeltungsmaßnahmen ergreifen und Zölle auf Produkte erhöhen, die zuvor schon Gegenstand von Retorsionsmaßnahmen waren.

Abbildung A

Ausfuhren von Fahrzeugen in die Vereinigten Staaten: Verflechtungen entlang der Produktionskette

(Exporte in die Vereinigten Staaten; in Mrd USD)



Quellen: World Input-Output Database (Release 2016); Z. Wang, S. J. Wei und K. Zhu, Quantifying International Production Sharing at the Bilateral and Sector Levels, Working Paper des NBER, Nr. 19677, National Bureau of Economic Research, 2013, und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2014. Die Abbildung zeigt die Aufschlüsselung der nominalen Bruttoausfuhren in die Vereinigten Staaten nach Wertschöpfungskomponenten. „Wertschöpfungsanteil des Exportlandes bei in den USA konsumierten Endprodukten“ bezieht sich auf den Anteil an der Wertschöpfung, der bei in die Vereinigten Staaten ausgeführten Endprodukten dem exportierenden Land zuzuschreiben ist; „Wertschöpfungsanteil des Exportlandes bei Vorleistungsgütern für die Endproduktion in oder den Export aus den USA“ bezeichnet den auf das Exportland entfallenden Wertschöpfungsgehalt von Zwischenprodukten, die als Vorleistungen in die US-Inlandsproduktion oder in die Produktion von US-Exportgütern einfließen; „Anteil der ausländischen Wertschöpfung bei Exporten“ betrifft den Anteil der im Ausland (sei es in den USA oder in Drittländern) erfolgten Wertschöpfung bei Ausfuhrgütern; „Doppelzählung“ bezieht sich auf den Wertschöpfungsgehalt von Vorleistungsgütern, die mehrmals Ländergrenzen überqueren; „Über Drittländer in die USA gelangender Wertschöpfungsanteil des Exportlandes“ bezeichnet den Anteil der im Exportland erbrachten Wertschöpfung bei Vorleistungsgütern, die in Drittländern zur Produktion von für die USA bestimmten Exportgütern verwendet werden. In Bezug auf den Euroraum gelten nur Nicht-Euro-Länder als Drittländer. CA steht für Kanada, CN für China, MX für Mexiko, JP für Japan und KR für Südkorea.

Die Steady-State-Effekte einer Anhebung der Zölle auf US-Importe von Kraftfahrzeugen

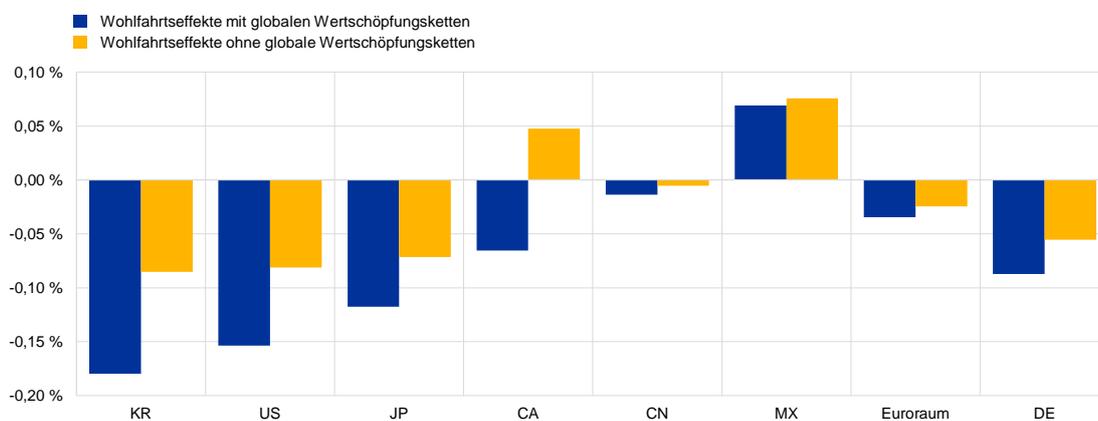
betreffen in erster Linie die Automobilbranche. Simulationsrechnungen unter Verwendung des (oben beschriebenen) allgemeinen Gleichgewichtsmodells mit mehreren Ländern und mehreren Sektoren legen den Schluss nahe, dass US-Verbraucher auf in den Vereinigten Staaten, Mexiko oder Kanada hergestellte Fahrzeuge wechseln könnten (auf die diese Zölle nicht erhoben werden) und dass die Kraftfahrzeugherstellung zum Teil dorthin verlagert werden würde. Demzufolge würde die Automobilindustrie in den Vereinigten Staaten ihre Wertschöpfung um 12 % steigern (dies entspricht 0,1 % der nominalen Wertschöpfung in den USA), ebenso wie jene in Kanada und Mexiko (Anstieg der Wertschöpfung um 14 % bzw. 10 %). Bezogen auf die Wertschöpfung hätten die Automobilsektoren in Japan und im Eurogebiet Verluste von rund 10 % bzw. 4 % hinzunehmen. Retorsionszölle und die Erhöhung der Vorleistungspreise könnten andere Sektoren in den Vereinigten Staaten beeinträchtigen und so den positiven Effekt, von dem die US-Automobilhersteller aufgrund größerer Wettbewerbsvorteile profitieren, wieder aufzehren.

Die Zolleffekte werden durch die grenzüberschreitenden globalen Wertschöpfungsketten in der Automobilindustrie noch verstärkt. In Abbildung B werden die Wohlfahrtseffekte, die aus dem mehrere Sektoren umfassenden Modell mit globalen Wertschöpfungsketten abgeleitet werden, mit den aus demselben Modell abgeleiteten Wohlfahrtseffekten verglichen, wobei aber angenommen wird, dass der Handel ausschließlich mit Endprodukten erfolgt (dabei bleibt das Zöllen unterworfenen Handelsvolumen jeweils gleich). Der Austausch zwischen den Sektoren in einem Land erfolgt ebenfalls ausschließlich mit Endprodukten – im Modell ohne globale Wertschöpfungsketten würden Zölle erst dann erhoben, wenn ein Endprodukt eine Grenze überquert. Das Ergebnis bestätigt, dass die Organisation der Automobilherstellung in Wertschöpfungsketten, die mehrere Produktionsstufen

in mehreren Ländern umfassen (siehe Abbildung A), eine wichtige Rolle bei der Transmission der Zolleffekte spielt: Ließe man den auf globale Wertschöpfungsketten bezogenen Handel im Modell auf Sektorebene außer Acht, so würden die Wohlfahrtseffekte im Fall des Euroraums um mindestens 10 % unterzeichnet. Im Fall der Vereinigten Staaten sind die Verstärkungseffekte globaler Wertschöpfungsketten sogar noch augenfälliger, weil die dortige Automobilbranche in hohem Maß importierte Vorleistungsgüter verwendet. Mit Blick auf Kanada ist die Rolle globaler Wertschöpfungsketten besonders interessant. Bezöge man die Effekte globaler Wertschöpfungsketten nicht mit ein, ergäben sich für Kanada geringfügige Wohlfahrtsgewinne. Werden allerdings die über die Wertschöpfungsketten übertragenen indirekten Auswirkungen und Rückkopplungseffekte von Zöllen berücksichtigt (z. B. Preiserhöhungen auch über Zölle, die die Vereinigten Staaten betreffen), dann kehren sich die Wohlfahrtseffekte ins Negative.

Abbildung B
Wohlfahrtseffekte von Zöllen

(Abweichung vom Wohlfahrtsniveau ohne Zölle in %)



Quellen: World Input-Output Database (Release 2016) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Wohlfahrt wird definiert als das reale Einkommen privater Haushalte. CA steht für Kanada, CN für China, MX für Mexiko, JP für Japan und KR für Südkorea.

Insgesamt kann festgestellt werden, dass sich steigende Pkw-Zölle stärker auf automobilexportierende Länder auswirken, und diese Wirkung könnte durch Vertrauenseffekte noch verstärkt werden. Obschon weltweit hohe Pkw-Stückzahlen produziert werden, entfällt in den meisten Ländern lediglich ein kleiner Anteil an der Wertschöpfung auf die Automobilindustrie. Schätzungen zufolge dürfte der Einfluss auf das Euro-Währungsgebiet insgesamt auch dann gering sein, wenn die sich durch globale Wertschöpfungsketten ergebenden verstärkenden Effekte in Betracht gezogen werden. Allerdings können in einigen Ländern die Folgen einer Anhebung der Pkw-Zölle gravierend sein. Es ist davon auszugehen, dass eine mögliche Zollanhebung gewisse negative Effekte in den Vereinigten Staaten und in jenen Ländern hätte, die stark am US-Markt engagiert sind – also vor allem Südkorea und Japan. Zudem könnten Vertrauenseffekte oder die nicht berücksichtigten Auswirkungen der Unsicherheit in Bezug auf die Automobilindustrie die Weltwirtschaft noch stärker beeinträchtigen.

5 Schlussbemerkungen

Für sich betrachtet stellen die Auswirkungen der 2018 eingeführten Zölle lediglich ein moderates Abwärtsrisiko für die weltwirtschaftlichen Aussichten und den Ausblick des Euroraums dar. Die vorläufige Evidenz deutet darauf hin, dass Unternehmen, die in den betroffenen Sektoren tätig sind, ihre Importaufträge möglicherweise vorverlagert haben, um die Auswirkungen von Zollerhöhungen zu umgehen. Während die Handelsströme in den entsprechenden Sektoren nach Inkrafttreten der Zölle möglicherweise an Dynamik verloren haben (vor allem in China), scheint der Einfluss eingeführter und angekündigter Zölle aufgrund von Unsicherheitseffekten gegenwärtig nach wie vor auf die betroffenen Sektoren begrenzt zu sein.

Sollten sich die Handelsspannungen jedoch wieder verschärfen, so hätte dies eine stärkere Wirkung. Aus modellbasierten Simulationen geht hervor, dass eine Eskalation auf mittlere Sicht wohl einen beträchtlichen direkten Einfluss hätte, der durch einen erhöhten Finanzstress und einen Vertrauensverlust noch verstärkt würde. Trotz gewisser handelsumlenkender Effekte dürften der Handel des Eurogebiets und der Welthandel und damit die Wirtschaftsaktivität Einbußen zu verzeichnen haben. Die längerfristigen Auswirkungen wären noch deutlicher spürbar.

Die Handelsliberalisierung im Rahmen der multilateralen Zusammenarbeit ist für den weltweiten wirtschaftlichen Wohlstand ausschlaggebend gewesen. Die Handelsintegration hat dazu beigetragen, das Wirtschaftswachstum in Industrie- und Entwicklungsländern in der zweiten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts zu beflügeln und somit hunderte Millionen Menschen aus der Armut zu führen. Obschon der freie Handel zugleich häufig als einer der Faktoren angesehen wird, die für die wachsende Ungleichheit in und unter den Ländern verantwortlich sind, ist eine Zurücknahme der Globalisierung der falsche Weg, um diese negativen Auswirkungen zu bekämpfen. Eine Abkehr von der Offenheit würde nur zu noch größerer Ungleichheit führen und die Menschen um die zweifellos vorhandenen wirtschaftlichen Vorteile bringen, die aus Handel und Integration erwachsen. Stattdessen sollten die Länder alle Handelsstreitigkeiten in multilateral besetzten Foren klären. Durch das Bemühen um eine verstärkte Harmonisierung der Regulierung trägt die multilaterale Zusammenarbeit dazu bei, die Menschen vor den unliebsamen Folgen der Offenheit zu schützen; damit bleibt sie eine der wichtigsten Antworten auf die Bedenken, die hinsichtlich Fairness und Gerechtigkeit des Handels bestehen. Den mit einer größeren wirtschaftlichen Integration verbundenen Verteilungseffekten und sozialen Effekten sollte auch durch gezielte politische Maßnahmen Rechnung getragen werden, die zu gerechteren Ergebnissen führen, unter anderem durch Umverteilungsmaßnahmen oder angemessene Ausbildungs- und Bildungsmaßnahmen.

Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus anderen Währungsräumen

Nadine Leiner-Killinger und Carolin Nerlich

Im vorliegenden Aufsatz wird der finanzpolitische Ordnungsrahmen des Euro-Währungsgebiets mit jenem fiskalisch stärker integrierter Währungsräume, nämlich der Vereinigten Staaten und der Schweiz, verglichen, um Denkanstöße für eine Reformierung der Fiskalregeln in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu erhalten. Sowohl in den USA als auch in der Schweiz werden seit Langem Regeln zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Haushalts angewendet, die zur Stabilisierung der öffentlichen Verschuldung von Bundesstaaten bzw. Kantonen auf einem moderaten und im Großen und Ganzen vergleichbaren Niveau beitragen. Die kürzlich im Eurogebiet eingeführten Regeln eines ausgeglichenen Staatshaushalts sind ein wichtiger Schritt in diese Richtung und haben im Durchschnitt eine Verbesserung der grundlegenden Haushaltspositionen der einzelnen Länder bewirkt. Dennoch bedarf es eines finanzpolitischen Regelwerks von größerer Wirkungskraft im Hinblick auf den Abbau hoher öffentlicher Schuldenstände und die Reduzierung der Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern. Eine geringere Heterogenität der Staatsverschuldung ist zudem eine wichtige Voraussetzung für die Einrichtung eines zentralen und gut gesteuerten gemeinsamen makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus in der WWU, der in schweren Wirtschaftskrisen greifen würde. Ein solcher Mechanismus trüge auch dazu bei, die Prozyklizität der Fiskalregeln auf Länderebene zu begrenzen.

1 Einleitung

In der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) steht der einheitlichen Geldpolitik eine in der Verantwortung der nationalen Regierungen liegende Finanzpolitik gegenüber. Die Mitgliedstaaten müssen sich bei der Ausgestaltung ihrer Haushaltspolitik an bestimmte einheitliche Fiskalregeln halten. Zudem kommen länderspezifische Vereinbarungen zur Anwendung. Im Gefolge der jüngsten Wirtschafts- und Finanzkrise wurde das gemeinsame finanzpolitische Regelwerk der EU durch neue Maßnahmen gestärkt, waren doch die Zeiten der günstigen konjunkturellen Entwicklung vor der Krise nicht ausreichend genutzt worden, um Finanzpolster aufzubauen. Unter anderem rückte die Verringerung der öffentlichen Schuldenstände auf ein tragfähiges Niveau stärker in den Mittelpunkt. Darüber hinaus wurde mit dem Fiskalpakt verbindlich festgelegt, dass die Länder ihre mittelfristigen Haushaltsziele als nahezu ausgeglichene Finanzierungssalden formulieren müssen. Diese Bestimmung ist von den Mitgliedstaaten vorzugsweise mit Verfassungsrang im nationalen Recht zu verankern.

Trotz der andauernden Arbeiten zur Verbesserung der Funktionsweise der WWU sind bislang nur begrenzte Fortschritte bezüglich einer stärkeren

Fiskalintegration zu vermeiden.¹ In der im Anschluss an den Euro-Gipfel im Oktober 2014 veröffentlichten Erklärung wurde betont, dass „eine engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten von wesentlicher Bedeutung ist, um das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion zu gewährleisten“, und es wurde dazu aufgerufen, „die nächsten Schritte in Bezug auf eine bessere wirtschaftspolitische Steuerung im Euro-Währungsgebiet vorzubereiten“. Im Jahr 2015 wurden dann im Bericht der fünf Präsidenten Vorschläge für die Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion unterbreitet und „Fortschritte hin zu einer Fiskalunion [gefordert], die sowohl haushaltspolitische Nachhaltigkeit als auch die Stabilisierung der öffentlichen Haushalte bewirkt“². Diese Äußerungen stehen im Zusammenhang mit der Tatsache, dass die WWU im Gegensatz zu anderen Währungsräumen nicht über einen gemeinsamen föderalen Haushalt von nennenswerter Größe verfügt. Somit kann zur fiskalischen Stabilisierung der Wirtschaft des Euroraums im Falle einer tiefen Rezession nicht auf ein unabhängiges und zentralisiertes Budget zurückgegriffen werden. Zwar beauftragte der Euro-Gipfel im Dezember 2018 die Euro-Gruppe, „an der Konzeption, den Durchführungsmodalitäten und dem Zeitplan für ein Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit [...] zu arbeiten“, doch es erging keine Aufforderung zur Entwicklung einer zentralen Stabilisierungskapazität.³

In diesem Aufsatz werden Währungsräume mit einer stärkeren fiskalischen Integration betrachtet, um aus deren finanzpolitischen Regelungsrahmen Erkenntnisse für die Ausgestaltung von Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet zu gewinnen. Im Einzelnen geht es dabei um das Regelwerk der Vereinigten Staaten und der Schweiz. Beide Länder sind Währungsräume mit einer föderalen Struktur, in denen es sowohl föderale als auch subföderale Fiskalregeln sowie einen umfangreichen Zentralhaushalt gibt. Im Gegensatz zum Euro-Währungsgebiet stellen sie jedoch auch eine politische Union dar, d. h. einen Nationalstaat bzw. Föderalstaat.

Die Ergebnisse zeigen, dass sich die WWU aufgrund der intensiveren Ausrichtung der Euro-Länder auf Regeln eines ausgeglichenen Haushalts stärker an die Struktur des Währungsraums der Vereinigten Staaten und der Schweiz angenähert hat. In den USA und der Schweiz bestehen seit Langem Regeln zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Haushalts auf subföderaler Ebene, was dazu geführt hat, dass die öffentlichen Schuldenquoten dort insgesamt niedriger und weniger heterogen sind als im Eurogebiet. Um in der EU ein ähnliches Ergebnis zu erzielen, muss das finanzpolitische Regelwerk im Hinblick auf den Abbau der hohen öffentlichen Schuldenstände in den einzelnen Ländern mehr Wirkungskraft erzielen. Dadurch würde sich die Anfälligkeit der Staaten gegenüber einem wirtschaftlichen Abschwung verringern und die Widerstandsfähigkeit des Eurogebiets insgesamt erhöhen. Gleichwohl könnten die Regeln eines ausgeglichenen Haushalts es den Ländern besonders in Zeiten einer tiefen Rezession erschweren, eine hinreichend

¹ Unter Fiskalintegration wird in diesem Aufsatz die teilweise Übertragung fiskalischer Ressourcen und finanzpolitischer Zuständigkeiten von den unteren Haushaltsebenen auf eine übergeordnete zentrale Ebene verstanden. Der Erwartung zufolge führt eine stärkere fiskalische Integration letztendlich zu einem Fiskalföderalismus (siehe Abschnitt 4).

² Siehe J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz, [Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden](#), Europäische Kommission, Juni 2015.

³ Siehe hierzu [Erklärung des Euro-Gipfels, 14. Dezember 2018](#).

antizyklische Fiskalpolitik zu betreiben. In anderen Währungsräumen existieren neben den Haushaltsregeln für die subföderale Ebene auch Stabilisierungsmöglichkeiten über den Zentralhaushalt und – in geringerem Umfang – über spezielle Fonds der regionalen Gebietskörperschaften, sogenannte „Rainy Day Funds“.

Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 enthält eine Bestandsaufnahme der wichtigsten Fiskalregeln für die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet. Im Mittelpunkt stehen dabei die Haushaltsregeln auf Länderebene und deren Zusammenspiel mit dem einheitlichen Steuerungsrahmen der EU. In Abschnitt 3 werden die zentralen finanzpolitischen Entwicklungen seit der Krise beschrieben. Dabei wird der Frage nachgegangen, ob die Stärkung des finanzpolitischen Ordnungsrahmens spürbare Auswirkungen hatte. Abschnitt 4 befasst sich mit den herausragenden Merkmalen des finanzpolitischen Regelwerks für die Haushaltspolitik der USA und der Schweiz. Auf dieser Grundlage wird in Abschnitt 5 erörtert, wie die WWU vertieft werden kann und wie sich die Mängel des bestehenden finanzpolitischen Regelwerks beheben lassen. Ein abschließendes Fazit findet sich in Abschnitt 6.

2 Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet

Fiskalregeln sind ein wesentlicher Bestandteil des finanzpolitischen Ordnungsrahmens, der zur Gewährleistung solider öffentlicher Finanzen erforderlich ist. Tragfähige Haushaltspositionen sind in einer Währungsunion von besonderer Bedeutung, da den einzelnen Mitgliedstaaten keine geld- und währungsrechtlichen Instrumente zur Verfügung stehen, mit denen sie länderspezifische Schocks bewältigen könnten. Des Weiteren hat die europäische Staatsschuldenkrise gezeigt, dass von einem Land mit unsoliden Haushaltspositionen Übertragungseffekte auf andere Länder ausgehen können, wodurch die Währungsunion als Ganzes in Mitleidenschaft gezogen wird. Numerische Fiskalregeln sind als Instrument zur Unterstützung einer soliden Haushaltspolitik weitgehend anerkannt und spielen daher eine entscheidende Rolle bei der Gewährleistung tragfähiger öffentlicher Finanzen. Diese positive Wirkung lässt sich durch die disziplinierende Funktion der Märkte weiter verstärken (siehe Kasten 1). Wie die Erfahrungen aus der Staatsschuldenkrise gezeigt haben, kann die ungenügende Befolgung der Haushaltsregeln in wirtschaftlich guten Zeiten einen hohen Preis fordern. Gewähren die Fiskalregeln jedoch zu wenig Handlungsspielraum in Rezessionsphasen, so werden die Möglichkeiten der Länder, die Wirtschaft während eines Abschwungs zu stabilisieren, eingeschränkt. Dies dürfte insbesondere der Fall sein, wenn keine ausreichenden Finanzpolster aufgebaut wurden. Daher müssen die Fiskalregeln eine hinreichend antizyklische Finanzpolitik über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg zulassen.⁴ Dies spricht dafür, dass die Regeln am strukturellen Haushaltssaldo ansetzen, der den Einfluss der konjunkturellen Entwicklung unberücksichtigt lässt. Darüber hinaus scheint eine wirksame Risikoteilung, die z. B. über eine auf der

⁴ Des Weiteren könnten Fiskalregeln dazu beitragen, Haushaltsspielräume zu schaffen. Siehe hierzu beispielsweise C. Nerlich und W. Reuter, [Fiscal Rules, Fiscal Space, and the Procyclicality of Fiscal Policy](#), Finanzarchiv, Bd. 72, Nr. 4, 2016.

zentralen Ebene der Währungsunion angesiedelte Fiskalkapazität erfolgen könnte, unabdingbar, um schweren Rezessionen zu begegnen.⁵

In der Literatur finden sich einschlägige Begründungen für die Notwendigkeit von Fiskalregeln. Deren vorrangiges Ziel besteht darin, den finanzpolitischen Entscheidungsspielraum der Staaten zugunsten der Förderung einer soliden Haushaltspolitik einzuschränken. Damit soll das tendenzielle Verhalten von Regierungen, die Defizit- und Schuldenquoten im Zeitablauf ansteigen zu lassen (sogenannte Defizitneigung), unterbunden werden. Numerische Fiskalregeln bewirken – gemäß der in diesem Aufsatz vorgenommenen Auslegung des Begriffs – eine dauerhafte finanzpolitische Einschränkung, die mithilfe eines zusammenfassenden Indikators der Finanzlage, wie etwa des öffentlichen Defizits und Schuldenstands oder einer sonstigen wichtigen Haushaltskomponente, gemessen wird.⁶

Die Finanzpolitik der einzelnen Euro-Länder wird sowohl von supranationalen als auch von nationalen Fiskalregeln bestimmt. Auf supranationaler Ebene unterliegen die Mitgliedstaaten beispielsweise den nominalen Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP), d. h. der im AEUV festgelegten Obergrenze von 3 % für die Defizitquote und 60 % für die Schuldenquote. Darüber hinaus müssen sie ihr länderspezifisches mittelfristiges Haushaltsziel, das anhand des strukturellen Finanzierungssaldos gemessen wird, erreichen bzw. einhalten. Der strukturelle Saldo stellt einen wichtigen Indikator im Ordnungsrahmen des Euro-Währungsgebiets dar. Er spiegelt die grundlegende Haushaltsposition eines Landes wider, bei der die auf den Gesamtsaldo wirkenden konjunkturellen Effekte und einmaligen Faktoren herausgerechnet werden. Die Befolgung der supranationalen Fiskalregeln wird durch die präventive und korrektive Komponente des SWP gesteuert. Diese Fiskalregeln unterscheiden sich von jenen in anderen Währungsräumen wie den USA oder der Schweiz (siehe Abschnitt 4) insofern, als sie für die nationale Finanzpolitik gelten und nicht auf einen gemeinsamen föderalen Haushalt angewendet werden. Im Euroraum werden die nationalen Fiskalregeln derzeit weitgehend durch den 2013 in Kraft getretenen Fiskalpakt⁷ vorgegeben. Dieser verlangt von den Vertragsstaaten rechtliche Bestimmungen, die auf mittlere Sicht einen strukturell ausgeglichenen Gesamthaushalt gewährleisten und im Falle erheblicher Abweichungen vom Haushaltsziel einen automatisch greifenden Korrekturmechanismus vorsehen. Die Bestimmungen sind vorzugsweise mit Verfassungsrang im nationalen Recht zu verankern. Darüber hinaus verfügt eine Reihe von Mitgliedstaaten über einen eigenen Regelungsrahmen.

⁵ Eine Erörterung der Frage der Risikoteilung und der Notwendigkeit einer Fiskalkapazität ginge weit über den Rahmen dieses Aufsatzes hinaus. Weiterführende Informationen finden sich in: EZB, [Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2018, Mai 2018.

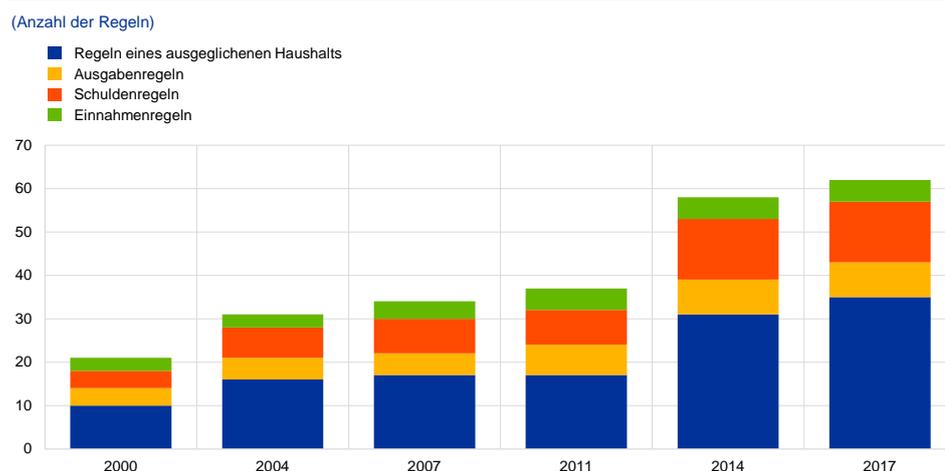
⁶ Dies entspricht der gängigen Definition auf Basis von G. Kopits und S. Szamansky, Fiscal policy rules, Occasional Paper des IWF, Nr. 162, 1998.

⁷ Gemäß Fiskalpakt liegt die Untergrenze des mittelfristigen Haushaltsziels für Länder mit einer Schuldenquote von über 60 % bei -0,5 % des BIP und für Länder mit einer Schuldenquote von deutlich unter 60 % bei -1 % des BIP. Der Fiskalpakt ist für die derzeit 24 Vertragsstaaten, zu denen alle Euro-Länder zählen, rechtlich bindend. Siehe auch EZB, [Zentrale Elemente des Fiskalpakts](#), Kasten 12, Monatsbericht März 2012.

In den letzten 20 Jahren hat sich die Anzahl der nationalen Fiskalregeln in den Euro-Ländern in etwa verdreifacht; dies ist insbesondere auf einen Anstieg der Regeln zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Haushalts zurückzuführen.

Gab es zu Beginn des neuen Jahrtausends im gesamten Euroraum nur rund 20 nationale Fiskalregeln, so registriert die entsprechende Datenbank der Europäischen Kommission nunmehr 62 Regeln (siehe Abbildung 1). Von den Staaten wurden in diesem Zeitraum unterschiedliche Arten numerischer Fiskalregeln angewendet. Dabei haben die Regeln eines ausgeglichenen Haushalts in den Euro-Ländern besonders an Bedeutung gewonnen; ihre Anzahl stieg von 10 im Jahr 2000 auf 35 im Jahr 2017, und ihr Anteil beläuft sich derzeit auf knapp 60 %.⁸ Auch Schuldenregeln, die bis zum Jahr 2000 in lediglich drei Mitgliedstaaten eingeführt worden waren, haben in den letzten zwei Jahrzehnten zunehmend Verbreitung gefunden und machen mittlerweile rund ein Viertel aller Regeln aus. Einnahmen- und Ausgabenregeln hingegen spielen in den meisten Ländern des Eurogebiets eine eher untergeordnete Rolle.

Abbildung 1
Nationale Fiskalregeln im Euroraum



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Betrachtung basiert auf den jüngsten Angaben (2017) zur finanzpolitischen Steuerung, die der von der Europäischen Kommission geführten Datenbank zu den Fiskalregeln entnommen wurden. Berücksichtigt werden alle nationalen Fiskalregeln, darunter auch jene, die nur für einen Teil des Staatssektors (z. B. regionale und lokale Gebietskörperschaften) gelten.

Der fiskalische Regelungsrahmen hat sich in qualitativer Hinsicht weitaus mehr verbessert als es der Anstieg der Regelanzahl allein vermuten ließe. In vielen Ländern wurden die in den ersten Jahren der WWU geltenden Vorschriften durch ausgereifere Regeln ersetzt. Die Verbesserung zeigt sich in mindestens fünf Aspekten – Abdeckung, Härte, Plausibilität, Überwachung und inhärente Korrekturmechanismen –, die im Folgenden erläutert werden. Erstens verfügen alle Länder des Euroraums inzwischen über mindestens eine Fiskalregel, die eine Regulierung der öffentlichen Finanzen auf der Ebene des Gesamthaushalts vorsieht. In den ersten Jahren der Währungsunion hingegen galt ein Großteil der Fiskalregeln nur für einen geringen Teil des Sektors Staat; bisweilen richteten sie sich nur an

⁸ Neben der Regel des ausgeglichenen Gesamthaushalts existieren in mehreren Mitgliedstaaten, insbesondere in jenen mit einem föderalen System, auch entsprechende Regeln für die öffentlichen Haushalte auf subföderaler, z. B. kommunaler Ebene.

regionale oder lokale Gebietskörperschaften. Zweitens wurden die Regeln in den letzten Jahren dahingehend gestärkt, dass sie Verfassungsrang erhielten oder ihnen eine gleichwertige Bedeutung eingeräumt wurde. Dies trägt grundsätzlich dazu bei, das Risiko einer kurzfristig ausgerichteten und ermessensbasierten Finanzpolitik zu senken, die häufig als Ursache für den Aufbau einer hohen öffentlichen Verschuldung gesehen wird. Drittens gibt es in allen Euro-Ländern nun mindestens eine Haushaltsregel, die sich auf den strukturellen Finanzierungssaldo bezieht und somit dem Einfluss der konjunkturellen Entwicklung Rechnung trägt. In den Anfangsjahren der WWU unterlagen die Länder häufig nur nominalen Obergrenzen. Viertens wird die Einhaltung der Haushaltsziele mittlerweile deutlich strenger überwacht. Hierzu wurden in allen Mitgliedstaaten unabhängige Behörden eingerichtet, die mit einem relativ umfangreichen Überwachungsmandat ausgestattet sind. Fünftens lässt sich trotz der bislang recht spärlichen praktischen Erfahrungen vermerken, dass die Fiskalregeln in zunehmendem Maße von glaubwürdigeren Durchsetzungsmechanismen flankiert werden, die – in einigen Fällen automatisch – bei Abweichungen von den Haushaltszielen greifen.

Die Verbesserungen der nationalen Fiskalregeln erfolgten zumeist im laufenden Jahrzehnt und hingen mit wichtigen institutionellen Veränderungen auf supranationaler Ebene zusammen. Zu nennen ist dabei an erster Stelle die Anforderung, den Fiskalpakt vollständig im nationalen Recht umzusetzen. Hierdurch soll erreicht werden, dass sich die Mitgliedstaaten den Ordnungsrahmen der EU stärker zu eigen machen. Dies kann als Paradigmenwechsel gegenüber den Anfängen der WWU angesehen werden, als die Länder ihre Fiskalregeln noch unabhängig voneinander konzipierten.⁹ Darüber hinaus schreibt die EU-Haushaltsrahmenrichtlinie, die 2011 mit dem „Sechserpaket“ („Six-Pack“) verabschiedet wurde, länderspezifische numerische Haushaltsregeln vor. In den seit 2013 geltenden Regelungen des „Zweierpakets“ („Two-Pack“) wird zudem gefordert, dass den unabhängigen Fiskalinstitutionen eine größere Rolle bei der Überwachung der Einhaltung nationaler Fiskalregeln zukommt.

Im Ergebnis weisen die Fiskalregeln der einzelnen Länder nun stärkere Gemeinsamkeiten auf und sind besser an den supranationalen Ordnungsrahmen der EU angepasst. Im Gefolge der bereits erwähnten institutionellen Veränderungen haben mittlerweile alle Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets eine Regel zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Gesamthaushalts eingeführt. Zudem nehmen die rechtlichen Bestimmungen einiger Euro-Länder ausdrücklich Bezug auf den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Einige Staaten verfügen de jure sogar über strengere Vorschriften als im SWP vorgesehen. In den meisten Fällen ist dies auf einen stärkeren Automatismus bei der Durchsetzung zurückzuführen. Dennoch bestehen nach wie vor Divergenzen zwischen den finanz-

⁹ In einer im Februar 2017 veröffentlichten Bewertung der nationalen Umsetzung des Fiskalpakts gelangte die Europäische Kommission zu dem Schluss, dass die meisten Vertragsstaaten den Fiskalpakt vollständig im nationalen Recht umgesetzt haben, wobei jedoch nur elf Länder über entsprechende Rechtsvorschriften mit Verfassungsrang bzw. gleichwertiger Stellung verfügten. Siehe [Bericht der Kommission – Vorlage gemäß Artikel 8 des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion](#), Europäische Kommission, 22. Februar 2017. Möglicherweise wurde der Begriff der Umsetzung hier jedoch relativ großzügig ausgelegt; siehe hierzu EZB, [Der Fiskalpakt: Überprüfung durch die Europäische Kommission und weiteres Vorgehen](#), Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017.

politischen Regelwerken der einzelnen Länder, die vorwiegend mit nationalen Präferenzen und unterschiedlichen föderalen Strukturen zusammenhängen. Auch die Bereitschaft der Staaten, sich die Fiskalregeln zu eigen zu machen, ist nicht überall gleich stark ausgeprägt, und es bestehen Unterschiede hinsichtlich der Einhaltung und somit der Wirksamkeit der Regeln.

Kasten 1

Regeln, Märkte und Haushaltsdisziplin in einer Währungsunion

Maximilian Freier und Sarah Ciaglia

Es gibt grundsätzlich zwei Mechanismen, die einer unsoliden Finanzpolitik entgegenwirken können: ein regelbasierter finanzpolitischer Ordnungsrahmen und die disziplinierende Funktion der Märkte. Die jeweilige Bedeutung von Fiskalregeln und Marktdisziplin ist Gegenstand der aktuellen Diskussion über die Reform des Ordnungsrahmens der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU).¹⁰ Im vorliegenden Beitrag werden die beiden Mechanismen und mögliche Wechselwirkungen auf Basis der wissenschaftlichen Literatur erörtert.

Ein regelbasierter finanzpolitischer Ordnungsrahmen erfordert im Wesentlichen zweierlei – Regeln und ein Instrument zu deren Umsetzung. Fiskalregeln werden normalerweise als Grenzwerte für bestimmte Haushaltsaggregate formuliert (siehe Abschnitt 2). Die Finanzpolitik der einzelnen Länder muss dann überprüft und die Einhaltung der Fiskalregeln sichergestellt werden. Die Wirksamkeit hängt hierbei maßgeblich davon ab, ob die Bewertung der finanzpolitischen Maßnahmen unabhängig erfolgt und Durchsetzungsbefugnisse vorhanden sind.¹¹ In der WWU führen die Europäische Kommission und der ECOFIN-Rat eine Haushaltüberwachung für die einzelnen Mitgliedstaaten durch, um Defizitneigungen zu verhindern. Daneben prüfen unabhängige Fiskalgremien auf nationaler Ebene (Fiskalräte), ob die einschlägigen nationalen Bestimmungen eingehalten werden (siehe Tabelle A, linke Spalte).

Der regelbasierte finanzpolitische Ordnungsrahmen der WWU hat vor allem wegen seiner unzureichenden Durchsetzungsmöglichkeiten und hohen Komplexität Kritik auf sich gezogen. Erstens kann es sich als schwierig erweisen, die Einhaltung zuvor vereinbarter Regeln zu gewährleisten, wenn die finanzpolitische Souveränität nach wie vor bei den einzelnen Staaten liegt.¹² In der wissenschaftlichen Literatur wird der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) mitunter als gescheitert erachtet, da eine beträchtliche Anzahl von Verstößen gegen die fiskalischen Grenzwerte nicht sanktioniert wurde.¹³ Zweitens hängt der Erfolg eines regelbasierten Ordnungsrahmens wesentlich von seiner Einfachheit ab, insbesondere wenn die Durchsetzung im Fokus der

¹⁰ Siehe beispielsweise A. Bénassy-Quéré, M. Brunnermeier, H. Enderlein, M. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro und J. Zettelmeyer, [Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform](#), CEPR Policy Insight, Nr. 91, 2018.

¹¹ Siehe C. Wyplosz, *Fiscal rules: Theoretical Issues and Historical Experiences*, in: A. Alesina und F. Giavazzi (Hrsg.), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, S. 495-525; W. H. Reuter, [When and why do countries break their national fiscal rules?](#), *European Journal of Political Economy*, 2018, S. 1-17.

¹² Nur wenige Fiskalföderationen räumen der Zentralregierung direkte Kontrolle über die Finanzpolitik der nachgeordneten Gebietskörperschaften ein. Siehe C. Cottarelli und M. Guerguil (Hrsg.), *Designing a European fiscal union: Lessons from the experience of fiscal federations*, Routledge, 2014.

¹³ Siehe beispielsweise J. De Haan, H. Berger und D.-J. Jansen, [Why has the Stability and Growth Pact Failed?](#), *International Finance*, Bd. 7, Nr. 2, 2004, S. 235-260; D. Ioannou und L. Stracca, [Have the euro area and EU governance worked? Just the facts](#), *European Journal of Political Economy*, Bd. 34, 2014, S. 1-17.

Öffentlichkeit steht und auf politischem Druck beruht. So bestand der Stabilitäts- und Wachstumspakt in der WWU zu Beginn aus einfachen numerischen Obergrenzen für die Defizit- und die Schuldenquote. Das Regelwerk wurde dann überarbeitet und die Umsetzung der Regeln etwas flexibler gestaltet, um konjunkturellen Entwicklungen sowie den Haushaltsbelastungen durch Strukturreformen und krisenbedingte außerordentliche Maßnahmen besser Rechnung tragen zu können.¹⁴ Dies ging allerdings zulasten der Transparenz und der Nachvollziehbarkeit.

Aus empirischen Analysen geht indes hervor, dass ein regelbasierter finanzpolitischer Ordnungsrahmen sehr wohl eine deutliche Eingrenzung der Finanzpolitik bewirken kann.¹⁵

Wenn ein robuster Durchsetzungsmechanismus fehlt, bedarf es einer breiten politischen und öffentlichen Unterstützung für die Fiskalregeln. Dementsprechend wird die Bereitschaft, sich das fiskalische Regelwerk zu eigen zu machen, häufig als wichtiger Bestimmungsfaktor für dessen Wirkungskraft angesehen.¹⁶ Ungeachtet zahlreicher Verstöße gegen die fiskalischen Grenzwerte des SWP sind die Defizitquoten im Schnitt deutlich niedriger als vor Beginn der WWU. Dass sich viele Länder ihrem jeweils vereinbarten mittelfristigen Haushaltsziel annähern oder sich die Defizitquoten anderer Länder knapp unterhalb des Referenzwerts von 3 % konzentrieren, spricht dafür, dass die Mitgliedstaaten zumindest einen Teil des regelbasierten finanzpolitischen Ordnungsrahmens der EU in ihrem nationalen finanzpolitischen System verankert haben.¹⁷ Die im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit erstellten Konsolidierungsempfehlungen werden fast vollständig in die Haushaltspläne der Länder übernommen und zu einem Großteil umgesetzt.¹⁸

Was die Marktdisziplin betrifft, so lässt sich diese als ein Mechanismus definieren, bei dem Regierungen anhand von Marktpreissignalen in Richtung einer soliden Finanzpolitik gelenkt werden, wodurch sich das Risiko künftiger Umschuldungen verringert. Hierzu ist es erforderlich, dass die Finanzmärkte die in den Finanzierungskosten des Staates enthaltene Kreditrisikoprämie auf Basis von Fundamentaldaten (aktuelle und erwartete fiskalische Maßnahmen) bestimmen. Tendenziell passen die Regierungen ihre Haushalte an, wenn sich die Risikoprämien der von ihnen begebenen Schuldverschreibungen verändern.¹⁹ Nach allgemeinem Verständnis funktioniert der Mechanismus nur dann, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Neben offenen Märkten und politischer Transparenz muss auch eine gewisse Wahrscheinlichkeit gegeben sein, dass Schuldtitel von Staaten, die eine unsolide Finanzpolitik betreiben, nicht zurückgezahlt werden (siehe Tabelle A, rechte Spalte).²⁰ In der WWU ist dies in der Nichtbeistandsklausel verankert (Artikel 125 AEUV).

¹⁴ Siehe EZB, [Flexibilität im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2015, Februar 2015; D. Prammer und L. Reiss, *The Stability and Growth Pact since 2011: More complex – but also stricter and less procyclical?*, in: *Monetary Policy and the Economy*, Oesterreichische Nationalbank, Q1 2016, S. 33-53.

¹⁵ Eine aktuelle Metaanalyse hierzu findet sich in: F. Heinemann, M.-D. Moessinger und M. Yeter, [Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis](#), *European Journal of Political Economy*, Bd. 51, 2018, S. 69-92.

¹⁶ Siehe T. Ter-Minassian, [Fiscal Rules for Subnational Governments: Can They Promote Fiscal Discipline?](#), *OECD Journal on Budgeting*, Bd. 6, Nr. 3, 2007.

¹⁷ Siehe C. Kamps und N. Leiner-Killinger, *Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform*, *Occasional Paper Series* der EZB, 2019 (im Erscheinen); Europäische Kommission, [Report on Public Finances in EMU 2018](#), *European Economy Institutional Papers*, Nr. 095, 2019.

¹⁸ Siehe J. De Jong und N. Gilbert, [Fiscal Discipline in EMU? Testing the Effectiveness of the Excessive Deficit Procedure](#), *Working Paper* der Nederlandsche Bank, Nr. 607, 2018.

¹⁹ Siehe T. D. Lane, [Market Discipline](#), *IMF Staff Papers*, Bd. 40, Nr. 1, Internationaler Währungsfonds, 1993, S. 53-88.

²⁰ Siehe L. P. Feld, A. Kalb, M.-D. Moessinger und S. Osterloh, [Sovereign bond market reactions to no-bailout clauses and fiscal rules – The Swiss experience](#), *Journal of International Money and Finance*, Bd. 70, 2017, S. 319-343.

Die Wirkung des Mechanismus der Marktdisziplin wurde als „entweder zu langsam und zu schwach oder zu plötzlich und zu zerstörerisch“ beschrieben.²¹ Zum einen könnte es in einer Währungsunion – mit ihren engen wirtschaftlichen Verflechtungen und den daraus resultierenden stärkeren Übertragungseffekten im Falle einer Krise – beträchtliche Anreize für die Union geben, einem Mitgliedstaat, dem der Verlust des Marktzugangs droht, unter die Arme zu greifen. Ist die Verpflichtung, nicht für Mitgliedstaaten einzuspringen, nicht vollständig glaubwürdig, könnten sich die von den Regierungen zu zahlenden Risikoprämien verringern.²² Zum anderen – so die Fachliteratur – spiegeln die Marktzinsen aktuelle Informationen zu finanzpolitischen Entwicklungen nicht immer zuverlässig und konsistent wider, und daher können Preise vor allem in Phasen wirtschaftlicher Krisen überreagieren.²³ Es wird argumentiert, dass dies in der WWU einerseits zu einer zu lockeren Finanzpolitik vor der Staatschuldenkrise und andererseits zu übermäßig strengen Sparmaßnahmen während der Krise beigetragen haben könne.²⁴

Dennoch wird in der Literatur allgemein die Auffassung vertreten, dass die Defizitneigung von Regierungen durch die disziplinierende Funktion der Märkte effektiv begrenzt wird. Die Forschung zur Marktdisziplin in der WWU zeigt, dass die Marktpreise finanzpolitische Entwicklungen widerspiegeln, was darauf hindeutet, dass die Nichtbeistandsklausel nach wie vor glaubwürdig ist.²⁵ Aus Studien geht ferner hervor, dass die Regierungen in Europa ihre Politik tatsächlich an Veränderungen der Marktpreise anpassen.²⁶

Der regelbasierte finanzpolitische Ordnungsrahmen und die Marktdisziplin werden zwar häufig als zwei getrennte Mechanismen dargestellt, doch tatsächlich stehen sie in einer Wechselwirkung zueinander. Der einschlägigen Literatur zufolge verstärken sich die beiden Mechanismen gegenseitig.²⁷ So können Fiskalregeln den Regierungen dabei helfen, sich auf glaubwürdige Weise zu finanzpolitischen Zielen zu bekennen, und damit die Marktzinsen von Staatsanleihen verringern.²⁸ Außerdem können die Marktteilnehmer aus den Bewertungen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Rahmen des finanzpolitischen Steuerungsmechanismus

²¹ Siehe „Report on economic and monetary union in the European Community“, Committee for the Study of Economic and Monetary Union („Delors-Ausschuss“), April 1989.

²² Siehe M. D. Bordo, L. Jonung und A. Markiewicz, [A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History](#), CESifo Economic Studies, Bd. 59(3), CESifo, 2013, S. 449-488.

²³ Siehe M. Bergman, M. M. Hutchison und S. E. H. Jensen, [Do Sound Public Finances Require Fiscal Rules, Or Is Market Pressure Enough?](#), Economic Papers der Europäischen Kommission, Nr. 489, 2013; J. Aizenman, M. Hutchison und Y. Jinjark, [What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk](#), Journal of International Money and Finance, Bd. 34, 2013, S. 37-59.

²⁴ Siehe P. De Grauwe und Y. Ji, [Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone](#), Journal of Common Market Studies, Bd. 50, Nr. 6, 2012, S. 866-880; J. Pisani-Ferry, *The Euro Crisis and Its Aftermath*, Oxford University Press, 2014.

²⁵ Siehe K. Bernoth, J. von Hagen und L. Schuknecht, [Sovereign risk premiums in the European Government Bond Market](#), Journal of International Money and Finance, Bd. 31, Nr. 5, 2012, S. 975-995.

²⁶ Siehe C. Rommerskirchen, [Debt and Punishment: Market Discipline in the Eurozone](#), New Political Economy, Bd. 20, Nr. 5, 2015, S. 752-782. Vergleiche auch N. Afllatet, [Public debt and borrowing: Are governments disciplined by financial markets?](#), Cogent Economics & Finance, Bd. 4, Nr. 1, 2016.

²⁷ Siehe S. Manganelli und G. Wolswijk, [Market Discipline, Financial Integration and Fiscal Rules: What Drives Spreads in the Euro Area Government Bond Market?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 745, 2007.

²⁸ Eine große Anzahl empirischer Studien gelangt zu der Erkenntnis, dass die Einführung numerischer Fiskalregeln tatsächlich zu einer Verringerung der staatlichen Finanzierungskosten beiträgt. Siehe F. Heinemann, S. Osterloh und A. Kalb, [Sovereign risk premia: The link between fiscal rules and stability culture](#), Journal of International Money and Finance, Bd. 41, 2014, S. 110-127; A. Iara und G. B. Wolff, [Rules and risk in the Euro area](#), European Journal of Political Economy, Bd. 34, 2014, S. 222-236; J. Thornton und C. Chrysovalantis, [Fiscal rules and government borrowing costs: International evidence](#), Economic Inquiry, Bd. 56, Nr. 1, 2018, S. 446-459; A. Afonso und J. T. Jalles, [Fiscal Rules and Government Financing Costs](#), Fiscal Studies, Bd. 40, Nr. 1, 2019.

nützliche Informationen für die Bepreisung von Länderrisiken entnehmen.²⁹ Umgekehrt würde ein Anstieg der Marktzinsen aufgrund höherer Kreditrisiken – unter sonst gleichen Bedingungen – zu einer Verschlechterung der Haushaltsposition führen. Für die Länder wäre es dann womöglich schwieriger, die Vorgaben des Ordnungsrahmens einzuhalten.

Zusammenfassend dürften sowohl der regelbasierte finanzpolitische Ordnungsrahmen als auch die Marktdisziplin zu fiskalischen Beschränkungen in der WWU beitragen. Beide Mechanismen weisen jedoch Schwächen und Grenzen auf. Vor diesem Hintergrund sollten institutionelle Veränderungen in der WWU hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf den Ordnungsrahmen und die Marktdisziplin sorgfältig geprüft werden.

Tabelle A

Mechanismen zur Stärkung der Haushaltsdisziplin in der WWU

	Regelbasierter Ordnungsrahmen	Marktdisziplin
Europäische Ebene	<p>Fiskalregeln des SWP: nominale Obergrenze für Defizit- und Schuldenquote, mittelfristige Haushaltsziele, Ausgabenregel und Schuldenregel</p> <p>Haushaltsüberwachung im Rahmen des SWP: für die präventive und die korrektive Komponente (Defizitverfahren) des SWP sind im Rahmen des Europäischen Semesters die Europäische Kommission und der ECOFIN-Rat zuständig</p> <p>Mögliche Einschränkung der Wirksamkeit durch: Mangel an wirksamen Durchsetzungsmöglichkeiten/Sanktionsmechanismen</p>	<p>Nichtbeistandsklausel: Artikel 125 AEUV</p> <p>Mögliche Einschränkung der Wirksamkeit durch: potenziellen Bedarf an zwischenstaatlicher Hilfe zur Gewährleistung eines reibungslosen Funktionierens der WWU in Krisenzeiten</p>
Länderebene	<p>Regeln des Fiskalpakts: Regel eines ausgeglichenen Haushalts, Richtwert für den Abbau der Staatsverschuldung</p> <p>Überwachung im Rahmen des Fiskalpakts: Überwachung der Regeleinhaltung, Billigung der Projektionen zur Haushalts- und Wirtschaftsentwicklung durch nationale Fiskalräte</p> <p>Mögliche Einschränkung der Wirksamkeit durch: fehlende politische Bereitschaft, sich die Fiskalregeln zu eigen zu machen, in einigen Fällen Mangel an wirksamen Durchsetzungsmöglichkeiten/Sanktionsmechanismen</p>	<p>Offener Kapitalmarkt: freier Kapitalverkehr als eines der zentralen Elemente des EU-Binnenmarkts</p> <p>Finanzstatistische Daten: Eurostat-Meldepflichten</p> <p>Mögliche Einschränkung der Wirksamkeit durch: fehlende Erhebung bzw. Bereitstellung vergleichbarer und kohärenter Daten</p>

3 Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum

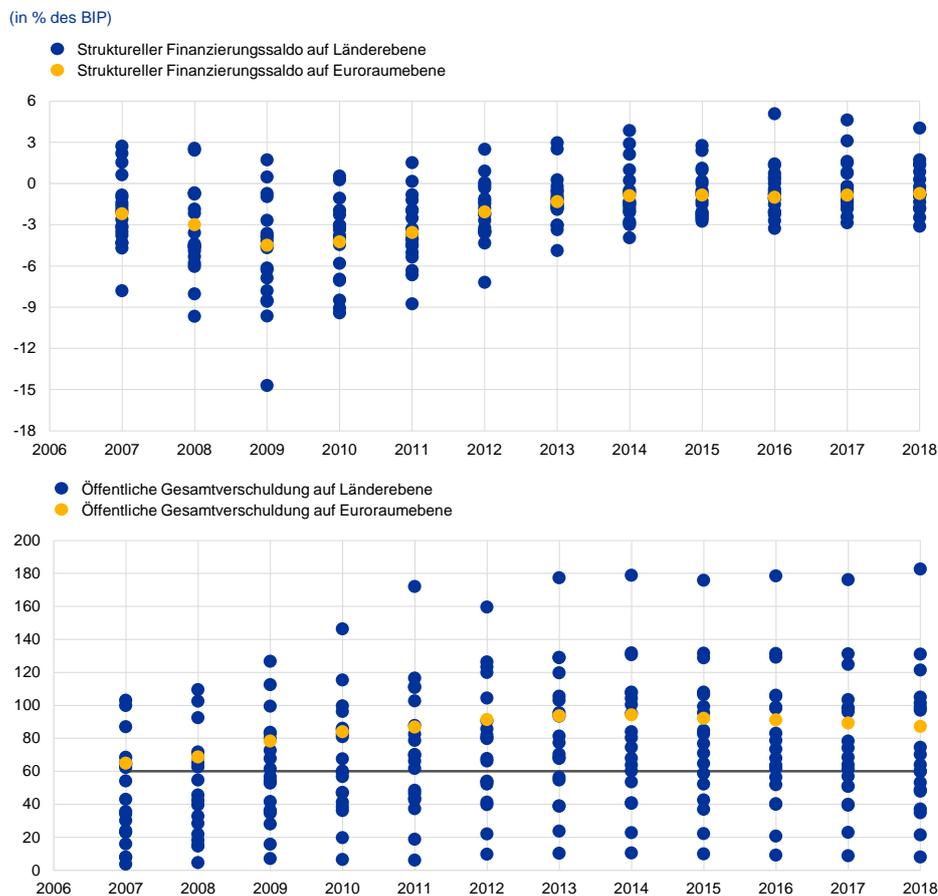
Seit dem Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2009 sind im Euro-Währungsgebiet insgesamt große Fortschritte auf dem Weg hin zu soliden Haushaltspositionen erzielt worden. Dies ging mit Maßnahmen zur Stärkung des fiskalischen Regelwerks einher. Die aggregierte strukturelle Defizitquote des

Eurogebiets hatte 2009 einem Höchststand von 4,5 % erreicht und sank dann bis zum Jahr 2018 auf 0,7 % (siehe Abbildung 2). Damit ist die im Fiskalpakt festgelegte Mindestanforderung eines strukturellen Defizits von 0,5 % des BIP annähernd erfüllt, und es wurde ein entscheidender Beitrag zur Rückführung der Staatsverschuldung im Eurogebiet geleistet. So ging die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum, die 2014 einen Höchstwert von 94,2 % erreicht hatte, im Zeitraum 2014-2018 schrittweise auf 86,9 % zurück. Allerdings liegt sie nach wie vor deutlich über ihrem Vorkrisenstand von 65 % im Jahr 2007.

²⁹ So ist mit der Eröffnung eines Defizitverfahrens den Erkenntnissen zufolge ein deutlicher Aufwärtsdruck auf die Renditeabstände von Staatsanleihen verbunden. Siehe F. D. Kalan, A. Popescu und J. Reynaud, *Thou Shalt Not Breach: The Impact on Sovereign Spreads of Noncomplying with the EU Fiscal Rules*, Working Paper des IWF, Nr. 18/87, April 2018.

Abbildung 2

Streubreite der strukturellen Finanzierungssalden und der Staatsverschuldung im Euroraum



Quellen: Europäische Kommission, Herbstprognose 2018, und EZB-Berechnungen.

Hinter diesem recht positiven Gesamtergebnis für das Euro-Währungsgebiet verbergen sich jedoch sehr unterschiedliche Haushaltsentwicklungen in den einzelnen Ländern. Einerseits wird immer mehr Mitgliedstaaten eine weitgehend solide Haushaltsposition bescheinigt. Laut Herbstprognose 2018 der Europäischen Kommission dürften im Jahr 2018 elf Länder einen strukturellen Finanzierungssaldo im Einklang mit der im Fiskalpakt verankerten Mindestanforderung erreicht haben (siehe Abbildung 3). In der Zeit vor 2007 war dies lediglich drei Staaten gelungen.³⁰ Diese positive Entwicklung kann als Hinweis darauf gewertet werden, dass die stärkere Fokussierung der einzelnen Länder auf die Regel eines ausgeglichenen Haushalts erste Früchte zu tragen beginnt.³¹ Andererseits weisen mehrere Mitgliedstaaten, wie aus Abbildung 2 ersichtlich, weiterhin hohe strukturelle Defizite auf. Sie sind nach wie vor weit von ihren länderspezifischen mittelfristigen Haushaltszielen und von der im Fiskalpakt festgelegten Mindestanforderung entfernt,

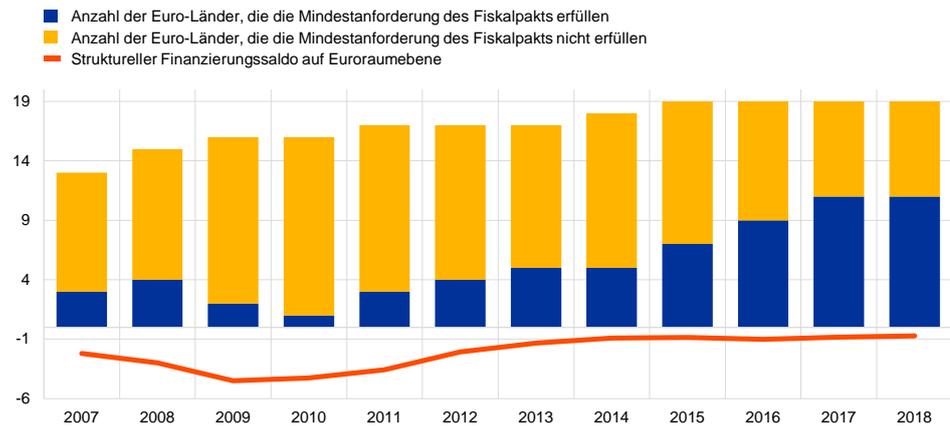
³⁰ Der Fiskalpakt trat erst 2013 in Kraft.

³¹ Dabei ist allerdings zu beachten, dass der strukturelle Saldo die grundlegende Haushaltslage eines Landes unter Umständen etwas überzeichnet, da er außergewöhnliche Einnahmewachse oberhalb des langfristigen Trends widerspiegeln kann.

sodass es sich für diese Länder schwieriger gestaltet, ihre hohen öffentlichen Schuldenquoten abzusenken.

Abbildung 3
Struktureller Finanzierungssaldo im Vergleich zur Mindestanforderung gemäß Fiskalpakt

(struktureller Finanzierungssaldo: in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Herbstprognose 2018, und EZB-Berechnungen.

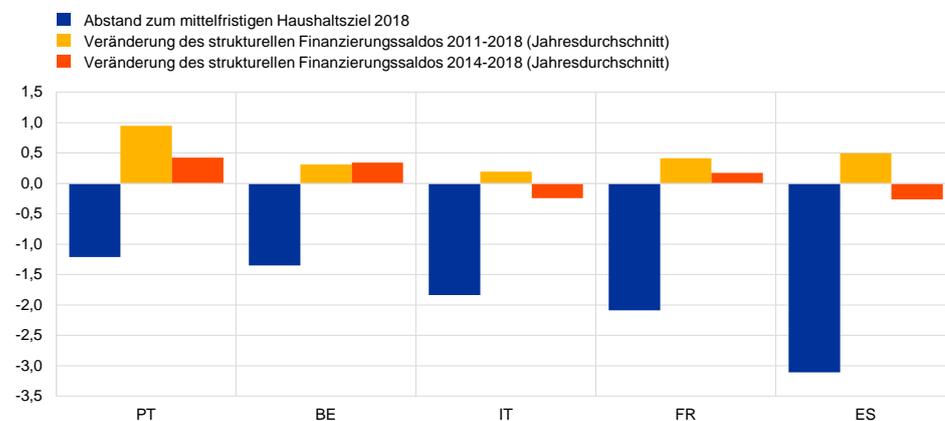
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Anzahl der Länder, deren struktureller Finanzierungssaldo der Mindestanforderung des Fiskalpakts entspricht. Die blauen Balken stehen für die Anzahl der Länder, die entweder eine öffentliche Schuldenquote von über 60 % und einen der Mindestanforderung von -0,5 % des BIP entsprechenden strukturellen Saldo oder eine Schuldenquote von unter 60 % und einen der Mindestanforderung von -1 % des BIP entsprechenden strukturellen Saldo aufweisen. Die gelben Balken geben die Anzahl der Länder wieder, die keine dieser Bedingungen erfüllen. Die Anzahl der Länder, die ihre länderspezifischen mittelfristigen Haushaltsziele erfüllen, kann allerdings abweichen, da diese über die im Fiskalpakt vorgesehene Anforderung hinausgehen können.

Aus Abbildung 4 geht hervor, dass die strukturellen Defizite in einigen Ländern mit hohen öffentlichen Schuldenquoten (z. B. Belgien, Frankreich oder Italien) nach wie vor weit von deren mittelfristigem Haushaltsziel entfernt sind. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich der Schuldenabbau von 2011 bis 2018 im Durchschnitt unterhalb des im SWP niedergelegten Richtwerts von 0,5 % des BIP vollzog. Während es von 2011 bis 2013 noch allen in Abbildung 4 ausgewiesenen Ländern (mit Ausnahme Belgiens) gelang, die Verschuldung vor dem Hintergrund des Drucks an den Finanzmärkten über das durch den Richtwert vorgegebene Maß hinaus zu senken, vermochten es die betrachteten Länder in den letzten Jahren nicht einmal mehr, den Richtwert zu erreichen. Dementsprechend wurden in diesen Ländern nicht die erforderlichen Finanzpolster angelegt, die im nächsten Abschwung einen Verzicht auf eine finanzpolitische Straffung ermöglicht hätten. Dies kann Auswirkungen auf die Widerstandskraft des Euroraums insgesamt haben.

Abbildung 4

Struktureller Finanzierungssaldo in Ländern, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel nicht erreicht haben und eine Schuldenquote von über 90 % aufweisen

(in Prozentpunkten)

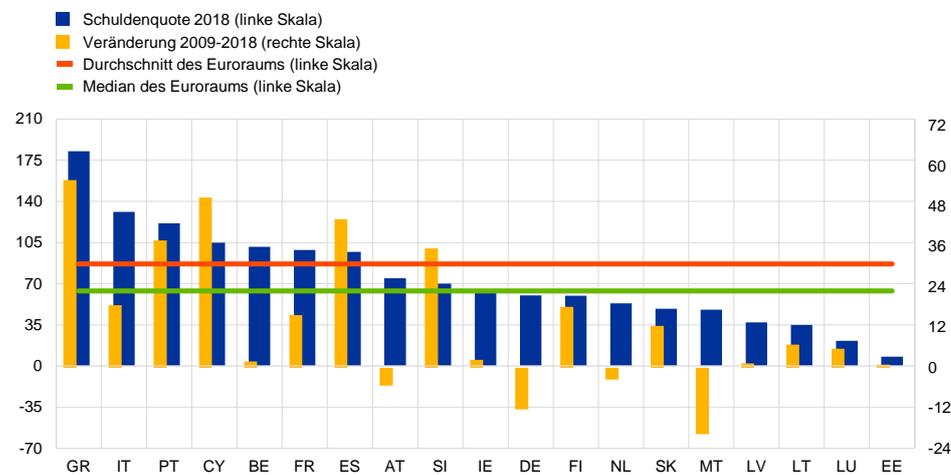


Quellen: Europäische Kommission, Herbstprognose 2018, und EZB-Berechnungen.

Die Heterogenität der Haushaltspositionen in den Euro-Ländern spiegelt sich auch in der Streubreite der öffentlichen Schuldenquoten wider. Diese hat sich gegenüber dem Vorkrisenniveau deutlich erhöht (siehe Abbildung 2). Tatsächlich weisen seit 2009 immer mehr Euro-Länder eine öffentliche Schuldenquote oberhalb des im AEUV verankerten Referenzwerts von 60 % aus. Einige Länder konnten ihre Verschuldung bis 2018 zwar wieder auf unter 60 % des BIP senken, doch eine Reihe von Staaten verzeichnet noch immer hohe Schuldenquoten von über 90 % (siehe Abbildung 5). Die Annäherung an solide Haushaltspositionen in allen Ländern und damit verbunden der Abbau von Anfälligkeiten gegenüber Schocks ist unabdingbar, um die Widerstandsfähigkeit des Euroraums zu gewährleisten. Darüber hinaus ist dies ein wichtiger Faktor bei der Förderung einer stärkeren fiskalischen Integration der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion.

Abbildung 5
Entwicklung der Staatsverschuldung

(linke Skala: in Prozentpunkten des BIP; rechte Skala: in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Herbstprognose 2018, und EZB-Berechnungen.

4 Finanzpolitische Regelwerke in anderen Währungsräumen

Ein Vergleich der öffentlichen Finanzen und der einschlägigen Regelwerke des Euro-Währungsgebiets, der Vereinigten Staaten und der Schweiz fördert manche Ähnlichkeiten, aber auch große Unterschiede zutage.

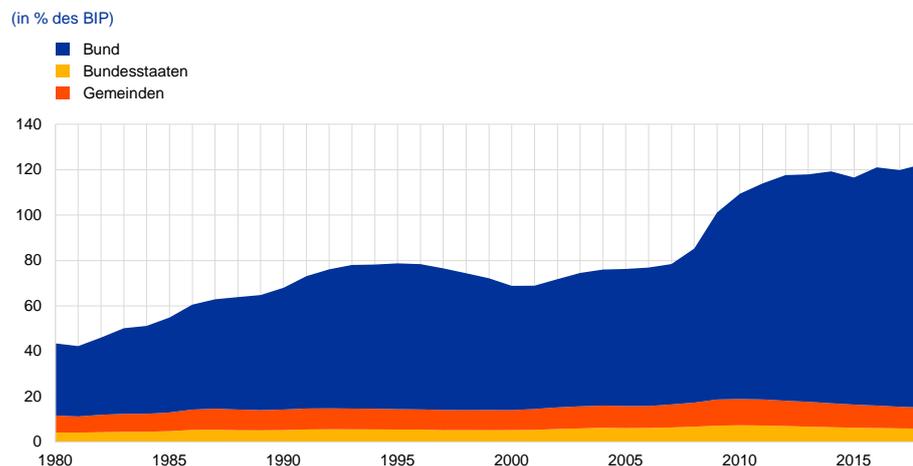
Wie in den Euro-Ländern sind – seit weitaus längerer Zeit – auch in den US-Bundesstaaten und den schweizerischen Kantonen unterhalb der föderalen Ebene Regeln fest verankert, die einen ausgeglichenen Haushalt vorschreiben. Allerdings unterscheidet sich der Haushalt des US-amerikanischen und Schweizer Zentralstaats in Umfang und Funktion deutlich von jenem der Euro-Länder. Dies gilt auch für die Stabilisierungsfunktion des zentralstaatlichen Haushalts, die die Prozyklizität der Fiskalregeln auf den nachgeordneten Ebenen zu begrenzen vermag. Daher kann ein besseres Verständnis des institutionellen Rahmens dieser beiden Währungsräume und seiner Unterschiede zum Eurogebiet Erkenntnisse hervorbringen, die vor allem mit Blick auf die derzeitigen Diskussionen um die Merkmale einer tieferen Fiskalintegration der WWU hilfreich sein können. Vor diesem Hintergrund befasst sich der vorliegende Abschnitt näher mit dem für die Staatsfinanzen der USA und der Schweiz geltenden Regelwerk; im Blickpunkt stehen dabei die Ausgestaltung, Härte und Durchsetzungsmechanismen der Fiskalregeln auf der subföderalen Ebene.

Die öffentlichen Finanzen der Vereinigten Staaten und der Schweiz unterscheiden sich von jenen im Euro-Währungsgebiet.

In den USA ist die – seit Jahrzehnten ansteigende – Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte hauptsächlich auf Bundesebene entstanden (siehe Abbildung 6). In der Schweiz entfällt auf die föderale Ebene rund die Hälfte der gesamtstaatlichen Verschuldung, deren Höchstwert im Jahr 2005 verzeichnet wurde (siehe Abbildung 7). Ein entsprechendes Pendant auf zentraler Ebene existiert im Eurogebiet nicht – abgesehen vom EU-Haushalt, der jedoch dem Umfang und der Verschuldungs-

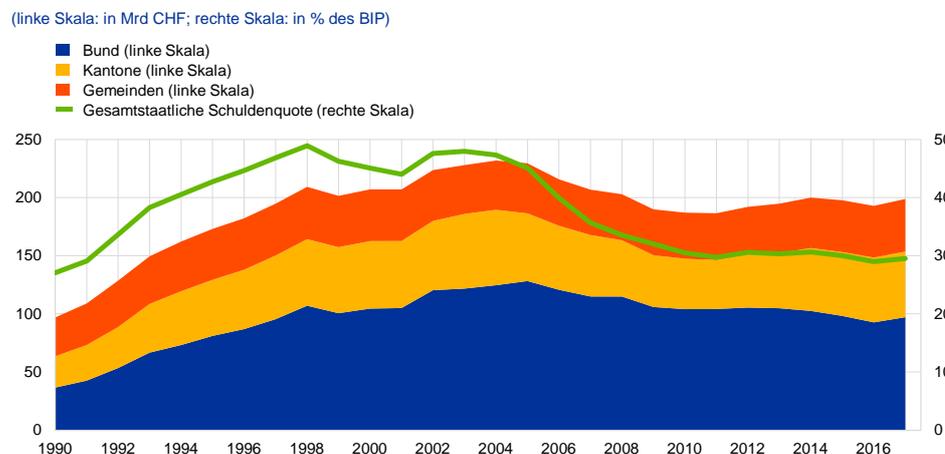
fähigkeit nach starken Beschränkungen unterliegt. Des Weiteren ist die öffentliche Verschuldung auf der subföderalen Ebene in den USA und der Schweiz weniger heterogen als jene der einzelnen Euro-Länder (siehe Abbildung 8 und Abbildung 5).

Abbildung 6
Staatsverschuldung der Vereinigten Staaten nach Haushaltsebene (1980-2018)



Quellen: Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Abbildung 7
Staatsverschuldung der Schweiz nach Haushaltsebene (1990-2017)



Quellen: Schweizer Bundesamt für Statistik und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Angaben zur gesamtstaatlichen Schuldenquote einschließlich Sozialversicherungen.

Die Unterschiede zwischen den öffentlichen Finanzen in den betrachteten Währungsräumen scheinen vor allem in dreierlei Hinsicht institutionell bedingt zu sein. Erstens bestehen Unterschiede hinsichtlich des Fiskalföderalismus, seiner obersten Zielsetzung und der Stärke seiner Verankerung im jeweiligen Währungsraum.³² In den Vereinigten Staaten wird der Fiskalföderalismus in erster

³² Der Fiskalföderalismus befasst sich mit der Zuweisung der staatlichen Aufgabenbereiche und des benötigten finanzpolitischen Instrumentariums an die verschiedenen Haushaltsebenen. Je nach Ausgestaltung hat der Fiskalföderalismus verschiedene Funktionen, so z. B. Umverteilung, Stabilisierung oder Risikoteilung auf den subföderalen Ebenen. Siehe auch Z. Darvas, [Fiscal federalism in crisis: lessons for Europe from the US](#), Bruegel Policy Contribution, Ausgabe 7, 2010.

Linie in Form antizyklischer Stabilisierungsmaßnahmen des Bundes für die Bundesstaatsebene praktiziert. So können die US-Staaten im Falle idiosynkratischer Schocks bis zu einem gewissen Grad auf eine staatliche Risikoteilung in Form temporärer Transfers aus dem Bundeshaushalt zählen; diese werden durch Rücklagen der Bundesstaaten (Rainy Day Funds) ergänzt (siehe hierzu Kasten 2).³³ In der Schweiz ist der Fiskalföderalismus über ein ständiges Transfersystem zwischen der Zentralstaatsebene und wirtschaftlich schwächeren Kantonen fest etabliert. Im Eurogebiet ist er dagegen sehr begrenzt. Der EU-Haushalt verfügt nur über sehr begrenzte Mittel von rund 1 % des EU-weiten BIP, und diese dienen in erster Linie der Umverteilung an ärmere Regionen, um im Rahmen des Kohäsionsfonds deren wirtschaftliche Konvergenz zu fördern. Die staatliche Risikoteilung beschränkt sich weiterhin auf Ausnahmesituationen und ist an strenge Auflagen geknüpft. Es gibt keine zentral gesteuerten Mittel für einen antizyklischen Stabilisierungsmechanismus, der die Mitgliedstaaten im Falle schwerer euroraumweiter oder asymmetrischer Schocks unterstützt. Zweitens werden die öffentlichen Finanzen der US-Bundesstaaten und Schweizer Kantone auch maßgeblich durch eine wirksame Nichtbeistandsklausel geprägt.³⁴ Drittens bestehen Unterschiede hinsichtlich des für die verschiedenen Haushaltsebenen geltenden finanzpolitischen Regelwerks und seiner Disziplinierungswirkung. Wengleich diese drei Aspekte stark miteinander verwoben sind und dadurch die Konjunkturabhängigkeit der Finanzpolitik beeinflussen, stehen im Folgenden die Fiskalregeln im Vordergrund.

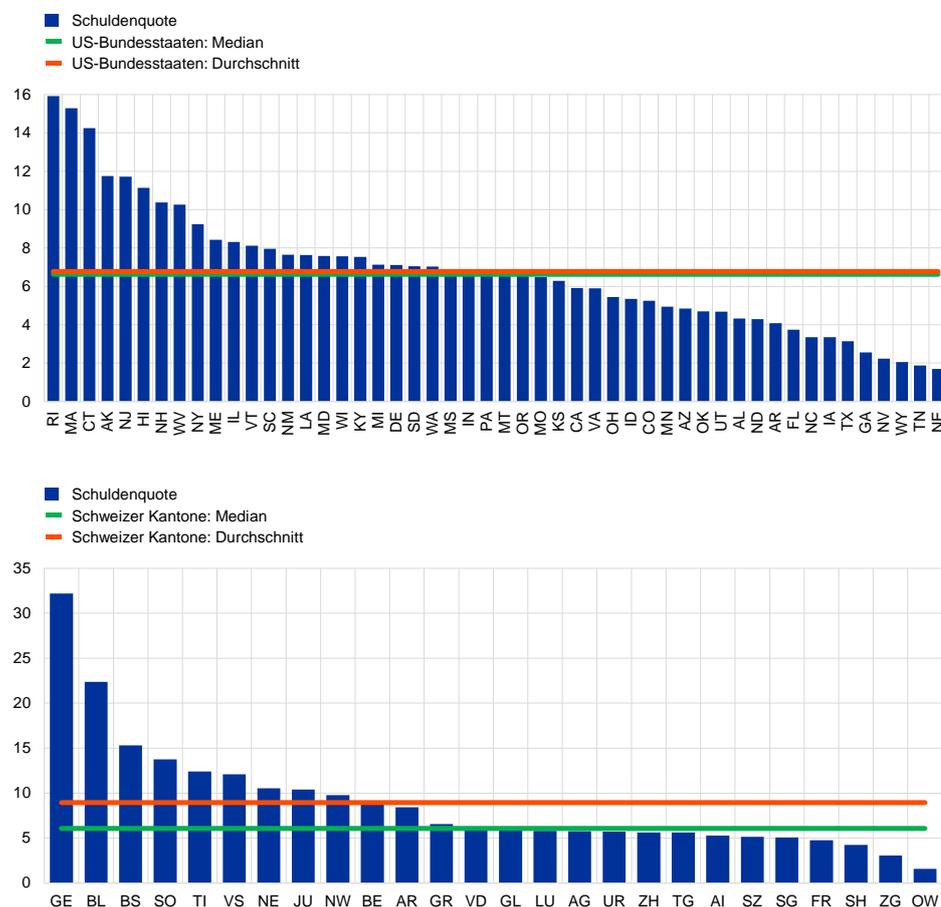
³³ In den USA erfolgt die Glättung staatenpezifischer BIP-Schocks üblicherweise zu 13 % durch das Bundessystem für Steuertransfers und Beihilfen und zu 62 % durch privatwirtschaftliche Instrumente der Risikoteilung (d. h. Markttransaktionen). Siehe P. Asdrubali, B. Sorensen und O. Yosha, Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990, Quarterly Journal of Economics, Bd. 111, Nr. 4, 1996.

³⁴ In der Schweiz trat die Nichtbeistandsklausel im Jahr 2003 in Kraft, nachdem der Kanton Wallis von jeglicher Verantwortung für die Verbindlichkeiten der zahlungsunfähig gewordenen Gemeinde Leukerbad freigestellt worden war. In den USA kam es nach der Zahlungsunfähigkeit Arkansas' im Jahr 1933 zu keinen weiteren Zahlungsausfällen von Bundesstaaten.

Abbildung 8

Streubreite der öffentlichen Verschuldung in US-Bundesstaaten und Schweizer Kantonen 2016

(in % des BIP)



Quellen: Quelle: Haver Analytics, Schweizer Bundesamt für Statistik und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Öffentliche Schuldenquote 2016 der 50 US-Staaten/26 Kantone, jeweils ohne Gemeinden.

Die Fiskalregeln der US-Bundesstaaten werden nicht zentral vorgegeben, sodass sie verhältnismäßig uneinheitlich sind. Es steht den Bundesstaaten völlig frei, wie sie ihre Fiskalregeln festlegen. Zwar ist in fast allen der 50 Staaten ein ausgeglichener Haushalt vorgeschrieben, doch unterscheiden sich die Regeln hinsichtlich ihres Restriktionsgrades. Einige wenige Staaten verfügen über sehr strikte Regeln eines ausgeglichenen Haushalts, die die Fortführung eines Defizits im folgenden Haushaltsjahr untersagen. Andere Staaten sehen für den Haushaltsprozess einen größeren Handlungsspielraum – z. B. durch Ausnahmeklauseln – und eine eher laxen Durchsetzung der Regeln vor. In einigen Staaten reicht die geplante Einhaltung der Regeln eines ausgeglichenen Haushalts aus, in anderen Staaten wiederum eröffnet die Möglichkeit, öffentliche Investitionsausgaben auf die nominalen Haushaltsziele anzurechnen, buchungstechnische Gestaltungsspielräume. Die Haushaltsziele werden als Jahres- oder Zweijahreswerte festgelegt. Des Weiteren gilt für die öffentlichen Finanzen der US-Bundesstaaten eine Nichtbestandsklausel. Als antizyklische Instrumente dienen eine fiskalische Stabilisierung seitens der Zentralregierung für die Bundesstaaten sowie deren Rainy

Day Funds.³⁵ Auf Bundesebene wird die Kreditaufnahmekapazität der US-Regierung durch eine nominale Verschuldungsobergrenze beschränkt, die nach Zustimmung durch den Kongress jedoch angehoben werden kann.

Die für die Schweizer Kantone geltenden Fiskalregeln – die von diesen eigenständig festgelegt werden – unterscheiden sich in mehrfacher Hinsicht.

Für die meisten der 26 Kantone gilt – teilweise mit Verfassungsrang – die Vorschrift eines ausgeglichenen Haushalts. Nur wenige Kantone legen Zielvorgaben für ihren gesamten Kantonshaushalt fest, während in mehreren Kantonen die öffentlichen Investitionsausgaben bei der Formulierung der Haushaltsziele ausdrücklich unberücksichtigt bleiben.³⁶ In einigen Kantonen erfolgt eine strikte Durchsetzung der Haushaltsziele. Übersteigt das Defizit etwa eine bestimmte Obergrenze, muss der betreffende Kanton entweder Steuererhöhungen vornehmen (so z. B. St. Gallen) oder bereits im Vorhinein künftige Ausgabenkürzungen festlegen. Zur Einhaltung der Regeln wird teilweise auch auf direktdemokratische Instrumente der Haushaltskontrolle wie Volksabstimmungen zurückgegriffen. In anderen Kantonen wiederum gelten weniger strenge Regeln, die beispielsweise sehr weit gefasste Ausnahmeklauseln enthalten. Auf Bundesebene wird die Haushaltsdisziplin durch eine strikte Schuldenbremse sichergestellt, die 2003 mit Verfassungsrang eingeführt wurde.

Die Unterschiede zwischen den finanzpolitischen Regelwerken des Euro-Währungsgebiets, der Vereinigten Staaten und der Schweiz lassen sich durch einen Index erfassen, der auf den Restriktionsgrad der Fiskalregeln abstellt.

Wie aus Abbildung 9 hervorgeht, handelt es sich hierbei um einen einfachen zusammengesetzten Index auf Basis frei verfügbarer Indizes zu den drei Währungsräumen. Für die Schweiz ist dies der von Kirchgässner und Feld entwickelte Index, für die USA der zunächst von Hou und Smith konzipierte und später von Mahdavi und Westerlund verfeinerte Index und für den Euroraum der Index der Europäischen Kommission.³⁷ Aufgrund der unterschiedlichen Kategorisierung in den einzelnen Studien müssen die Indizes in eine einheitliche Punkteskala übertragen werden. Zur Vereinfachung, aber auch mangels frei verfügbarer Daten gleichen Aufschlüsselungsgrads zu den einzelnen Regionen kommt der hier ausgewiesene Index jenem von Kirchgässner und Feld am nächsten. Dementsprechend beruht der zusammengesetzte Index auf den drei Fragestellungen, ob a) eine Regel des ausgeglichenen Haushalts gilt, b) eine klare unterjährige Haushaltsüberwachung

³⁵ Mehrere empirische Studien belegen, dass der von der Bundesebene ausgehende Fiskalimpuls im Jahr 2009 die in den Fiskalregeln der US-Staaten verankerte prozyklische Straffung der Finanzpolitik weitgehend neutralisierte. Siehe beispielsweise J. Aizenman und G. Pasricha, [Net Fiscal Stimulus during the Great Recession](#), Review of Development Economics, Bd. 17(3), 2013, S. 397-413; H. Blöchliger et al., [Fiscal policy across levels of government in times of crisis](#), Working Paper Nr. 12 der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), 2010. Zur Funktion der Rainy Day Funds siehe A. Fatas und I. Mihov, [The macroeconomic effects of fiscal rules in the US states](#), Journal of Public Economics, Bd. 90(1-2), 2006, S. 101-117.

³⁶ Siehe H. Burret und L. Feld, [Effects of Fiscal Rules – 85 Years' Experience in Switzerland](#), Working Paper von CESifo, Nr. 6063, 2016.

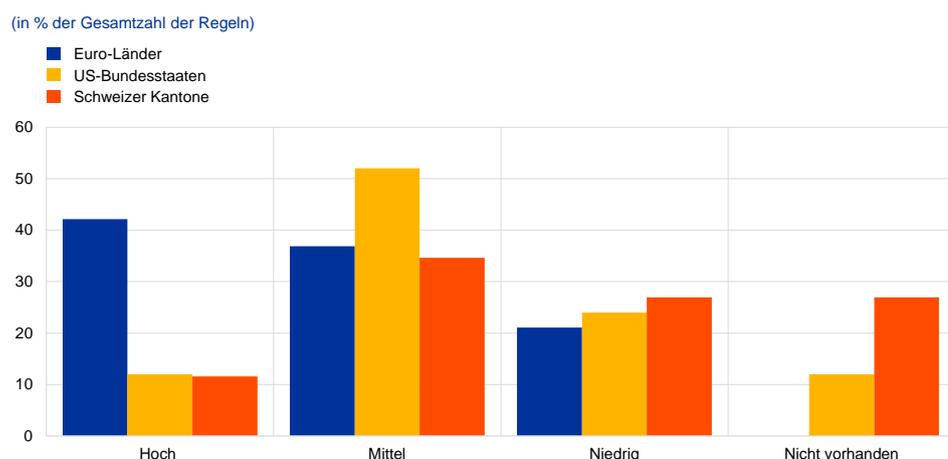
³⁷ Siehe L. Feld und G. Kirchgässner, On the Effectiveness of Debt Brakes: The Swiss Experience, in: R. Neck und J.-E. Sturm (Hrsg.), Sustainability of Debt, MIT Press, Cambridge, 2008; Y. Hou und D. Smith, [Do state balanced budget requirements matter? Testing two explanatory frameworks](#), Public Choice, Bd. 145, 2010; S. Mahdavi und J. Westerlund, [Fiscal stringency and fiscal sustainability: Panel evidence from the American state and local governments](#), Journal of Policy Modeling, Bd. 33, 2011; Europäische Kommission, [Fiscal rules database](#), 2017.

erfolgt und c) ein strikter und glaubwürdiger Durchsetzungsmechanismus vorhanden ist. Jedem dieser Kriterien wird ein Punktwert von eins beigemessen, wenn es erfüllt ist; ist dies nicht der Fall, werden null Punkte vergeben. Das ermittelte Gesamtergebnis reicht von „hoch“ über „mittel“ bis hin zu „niedrig“ oder „nicht vorhanden“. Je höher die Punktzahl, desto restriktiver die Regel.

Insgesamt scheinen die Fiskalregeln der Euro-Länder strikter zu sein als die auf subföderaler Ebene vorgesehenen Regeln der beiden anderen

Währungsräume. Dem zusammengesetzten Index für den Restriktionsgrad der Fiskalregeln zufolge sind 40 % der in Euro-Ländern geltenden Regeln sehr strikt, während die Punkteergebnisse für die US-Bundesstaaten und die Schweizer Kantone deutlich niedriger sind (siehe Abbildung 9). Mehr als die Hälfte der Fiskalregeln der US-Bundesstaaten weist einen mittleren Restriktionsgrad auf; dagegen scheinen die Regeln der Schweizer Kantone eine geringere Bindungswirkung zu haben. Allerdings ist bei der Interpretation der Ergebnisse Vorsicht geboten, denn die Indizes lassen sich nicht ohne Weiteres vollständig miteinander vergleichen, da sie auf unterschiedlichen Kriterien und erheblich divergierenden Einschätzungen beruhen.³⁸

Abbildung 9
Index des Restriktionsgrads der Fiskalregeln im Vergleich



Quelle: EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Index beruht auf folgenden Angaben: Datenbank der Europäischen Kommission zu den Fiskalregeln, 2017 (Euroraum); Fiskalregelindex von Hou und Smith, 2010, sowie Mahdavi und Westerlund, 2011 (USA); Index von Feld und Kirchgässner, 2008 (Schweiz). Er beinhaltet Daten zur subföderalen Ebene (USA und Schweiz) bzw. zur einzelstaatlichen Ebene (Euroraum).

Auf den ersten Blick mag die Erkenntnis, dass im Euro-Währungsgebiet strengere Fiskalregeln gelten als in anderen Währungsräumen, überraschen.

Die Staatsverschuldung in den Euro-Ländern ist im Durchschnitt höher und auch heterogener als auf der subföderalen Ebene in den USA und der Schweiz. Im Gegensatz zum Euroraum kann sich in den US-Bundesstaaten und den Schweizer Kantonen ein umfangreicher, auf einer übergeordneten zentralen Ebene

³⁸ Selbst die innerhalb eines Währungsraums bestehenden Regeln scheinen unterschiedlich bewertet zu werden. So wird im Fall der USA der Restriktionsgrad der auf Staatenebene geltenden Fiskalregeln in den Studien uneinheitlich eingeschätzt. Des Weiteren beruhen die in den Index eingeflossenen Analysen auf unterschiedlichen Referenzzeiträumen. Bei den Vereinigten Staaten stammt das Datenmaterial aus dem Jahr 2006, bei der Schweiz werden Daten von 2008 betrachtet, beim Eurogebiet Daten von 2017. Freilich wurden in den USA und der Schweiz – anders als im Euroraum – in den letzten Jahren nur geringfügige Änderungen am finanzpolitischen Regelwerk vorgenommen.

angesiedelter Haushalt aber günstig auf die öffentlichen Finanzen auswirken; darüber hinaus erleichtern in den USA Rainy Day Funds die Durchführung einer antizyklischen Finanzpolitik. Des Weiteren lassen sich die Ergebnisse zum Eurogebiet als ein Anzeichen dafür werten, dass die erheblichen Änderungen, die in den letzten Jahren am institutionellen Rahmen vorgenommen wurden, nun ihre Wirkung zu entfalten beginnen, auch wenn sich der positive Einfluss noch nicht vollständig in den öffentlichen Finanzen niedergeschlagen hat. Schließlich könnte sich die geringere Strenge der Fiskalregeln in den Währungsräumen USA und Schweiz auch damit erklären lassen, dass die auf der subföderalen Ebene bestehende Nichtbeistandsklausel als wirksam angesehen wird.

Kasten 2

Rainy Day Funds – Erkenntnisse aus den US-Bundesstaaten

Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger und Carolin Nerlich

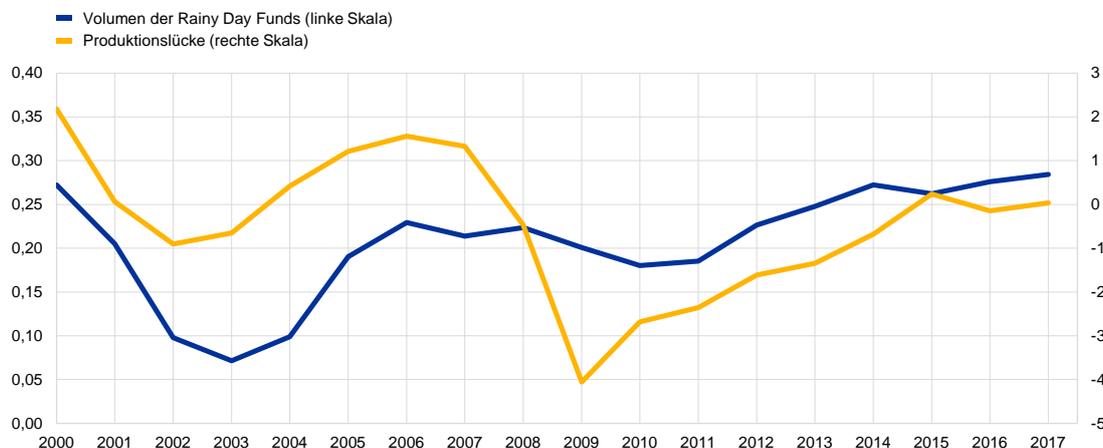
Fiskalregeln stehen häufig in der Kritik, prozyklisch zu sein und nicht genügend Anreize für den Aufbau von Finanzpolstern zu bieten. Regeln lassen eventuell keinen ausreichenden finanzpolitischen Spielraum, um die Wirtschaft in einer Rezession zu stabilisieren. Die Schaffung sogenannter „Rainy Day Funds“ stellt eine Möglichkeit dar, die budgetären Auswirkungen des Konjunkturzyklus zu glätten. Solche „Schlechtwetterfonds“ dienen der Stützung des Haushalts: In wirtschaftlichen Aufschwungphasen werden Reserven gebildet, die dann in Abschwungphasen wieder aufgelöst werden. Im vorliegenden Kasten werden die Erfahrungen der Vereinigten Staaten mit Rainy Day Funds vorgestellt und mögliche Wege für den Euroraum aufgezeigt.

Fast alle US-Bundesstaaten verfügen in irgendeiner Form über einen Rainy Day Fund und somit über ein antizyklisches Instrument, das ergänzend zur Anforderung eines ausgeglichenen Haushalts eingesetzt wird. Auf solche Fonds zur Stabilisierung der Haushalte zurückgreifen zu können, wird als wichtig erachtet, denn die Bundesstaaten dürfen nur in begrenztem Umfang neue Schulden aufnehmen, sodass ihnen bei einem Konjunkturabschwung und den damit einhergehenden Haushaltsmindereinnahmen nur wenige Möglichkeiten zur Stützung der Wirtschaft verbleiben. Prozyklisch wirkende Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen würden einen Abschwung indes nur noch verstärken. Rainy Day Funds sind ein institutioneller Bestandteil der Haushaltsverfahren in den US-Bundesstaaten und weisen ein relativ geringes durchschnittliches Volumen auf. Im Zeitraum von 2000 bis 2017 beliefen sich die in solchen Fonds gehaltenen Mittel im Durchschnitt auf lediglich rund 0,2 % des US-BIP, wobei im Jahr 2017 mit knapp 0,3 % des BIP ein Höchststand erreicht wurde. Abbildung A zeigt die Entwicklung der kumulierten Salden aller Rainy Day Funds der Bundesstaaten im Zeitraum 2000-2017 im Verhältnis zur Entwicklung der Produktionslücke (als Näherungswert für die Konjunkturlage in den USA). Der aggregierte Saldo der Rainy Day Funds weist erwartungsgemäß einen weitgehend antizyklischen Verlauf auf, insofern als das Fondsvolumen bei wachsender Produktionslücke sinkt und umgekehrt. Es ist bemerkenswert, dass die Fondsmittel während der Rezession 2001 fast vollständig aufgebraucht und anschließend wieder aufgestockt wurden, wohingegen bei der Großen Rezession deutlich weniger Mittel eingesetzt wurden. Das relativ geringe Volumen solcher Fonds reicht in der Regel nur aus, um normale konjunkturelle Schwankungen auszugleichen. Für schwerere Rezessionen ist eine zusätzliche Unterstützung durch die Zentralregierung erforderlich. Während der Großen Rezession wurden durch den American Recovery and Reinvestment Act beträchtliche Mittel auf zentraler Ebene bereitgestellt, die von den Bundesstaaten zur weiteren Kompensation der Haushaltsmindereinnahmen verwendet wurden.

Abbildung A

Volumen der Rainy Day Funds von US-Bundesstaaten

(in % des BIP)



Quellen: National Association of State Budget Officers, Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Die Organisationsstruktur der Rainy Day Funds unterscheidet sich zwar von Bundesstaat zu Bundesstaat merklich, doch gibt es auch einige Gemeinsamkeiten. Aus Tabelle A wird ersichtlich, dass die Mittelzuführungen und -entnahmen bei allen Rainy Day Funds bestimmten Bedingungen unterliegen. In 44 Bundesstaaten sind Regeln vorhanden, wonach Einzahlungen in Rainy Day Funds von einer Reihe spezifischer Bedingungen abhängig sind. Dabei verwenden 20 Staaten bestimmte Volatilitätsmessgrößen (z. B. die Volatilität der Einnahmen, die von der zyklischen Entwicklung am Öl- oder Wohnimmobilienmarkt abgeleitet wird). Neun US-Bundesstaaten machen die Mittelentnahme von der Wirtschaftslage, sechs von der Volatilität der Einnahmen und zwei von beiden Faktoren abhängig. In elf Staaten ist ein fester Zeitraum für die Wiederaufstockung vorgesehen.

Tabelle A

Rainy Day Funds in US-Bundesstaaten – Hauptmerkmale

(Anzahl der US-Bundesstaaten)

Regeln für Einzahlungen in den Rainy Day Fund		
Feste Regeln für Einzahlungen	darunter: an die Volatilität gekoppelt	Regeln für die Wiederaufstockung
44	20	11
Mittelentnahme aus dem Rainy Day Fund gekoppelt an:		
Volatilität der Einnahmen	Wirtschaftslage	Beides
6	9	2

Quelle: S. Bailey et al., [When to Use State Rainy Day Funds](#), Pew Charitable Trusts, 2017.

Im Euroraum hat bislang nur ein einziges Land einen Schlechtwetterfonds eingerichtet. Dies war im Jahr 2018 Irland.³⁹ Geplant ist, dem Fonds im Zeitraum von 2019 bis 2021 einen jährlichen Betrag von rund 500 Mio € zuzuführen (d. h. 0,2 % des für 2019 veranschlagten BIP). Deutschland unterhält zwar keinen derartigen Fonds, doch die dort geltende Schuldenbremse ist konzeptionell

³⁹ Siehe Finanzministerium der Republik Irland, [Rainy Day Fund – Consultation Paper](#), Oktober 2017. Vergleiche auch E. Casey et al., [Designing a Rainy Day Fund to Work within the EU Fiscal Rules](#), Working Paper des Irish Fiscal Advisory Council, Nr. 6, 2018.

vergleichbar.⁴⁰ Der IWF hat die Errichtung eines gemeinsamen Schlechtwetterfonds für den Euroraum vorgeschlagen, mit dem Konjunkturschwankungen infolge von länderspezifischen wie auch euroraumweiten wirtschaftlichen Schocks abgedeckt werden sollen.⁴¹

5 Erkenntnisse für eine Reformierung der Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet

Durch die neu hinzugekommenen Regeln zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Haushalts ist das finanzpolitische Regelwerk im Euroraum seinen Pendanten in den Vereinigten Staaten und der Schweiz näher gekommen. Gleichwohl sind noch deutliche Unterschiede festzustellen.

Die verstärkte Anwendung von Regeln eines ausgeglichenen Haushalts in den Euro-Ländern wird letzten Endes dazu beitragen, die öffentlichen Schuldenquoten der Staaten auf niedrigere und weniger stark divergierende Stände abzusinken. Zwar haben die Regelungen des Fiskalpakts erst kürzlich Eingang in die einzelstaatliche Gesetzgebung gefunden, doch sollte sich durch diesen wichtigen Schritt die Widerstandsfähigkeit des Euroraums letztlich erhöhen lassen. Allerdings zeigen die Verhältnisse in den USA und der Schweiz beispielhaft, dass die dort im Schnitt weitaus geringere Höhe und Streubreite der Schuldenquoten auf subföderaler Ebene nicht nur der deutlich längeren Existenz von Regeln eines ausgeglichenen Haushalts zuzuschreiben sind. Auch ein gewisses Maß an Risikoteilung und ein fiskalischer Stabilisierungsmechanismus auf einer übergeordneten zentralen Ebene haben hierzu beigetragen.

Aus den obigen Ausführungen lassen sich zwei wichtige Erkenntnisse zur WWU gewinnen. Erstens muss das finanzpolitische Regelwerk dergestalt wirksamer werden, dass es solide Haushaltspositionen gewährleistet sowie Höhe und Streubreite der öffentlichen Schuldenquoten im Eurogebiet verringert. Im Durchschnitt des Euroraums ist mittlerweile zwar fast ein annähernd ausgeglichener Finanzierungssaldo zu verzeichnen (siehe Abschnitt 3). Da ein solches Ergebnis für einige hoch verschuldete Euro-Länder jedoch noch in weiter Ferne liegt, besteht hier weiterer Handlungsbedarf. Zweitens wäre eine geringere Heterogenität der einzelstaatlichen Schuldenquoten auch eine wichtige Voraussetzung für die Einrichtung eines zentralen, gemeinsamen makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus, der in schweren Wirtschaftskrisen greifen würde. Ein solcher Mechanismus trüge auch dazu bei, die Prozyklizität der Fiskalregeln auf Länderebene zu begrenzen. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, bei der im laufenden Jahr anstehenden Überprüfung der Rechtsvorschriften des Sechserpakets Anpassungen an diesem Regelwerk in Erwägung zu ziehen, die einer weiteren Fiskalintegration im Euroraum förderlich wären.

⁴⁰ Abweichungen von der verfassungsmäßig verankerten Regel eines strukturell ausgeglichenen Haushalts (Über-, Unterschreitungen) werden auf einem virtuellen Kontrollkonto verbucht, was bei konjunkturellen Schwankungen die erforderliche Flexibilität bieten soll.

⁴¹ Siehe N. G. Arnold, B. B. Barkbu, H. E. Ture, H. Wang und J. Yao, [A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area](#), Staff Discussion Notes, Nr. 18/03, Internationaler Währungsfonds, 2018.

Mit Blick auf die erstgenannte Erkenntnis muss die derzeit unzulängliche Anwendung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt enthaltenen Fiskalregeln abgestellt werden. In Abschnitt 3 wurde darauf eingegangen, dass einige Länder keine Finanzpolster aufbauen, mit deren Hilfe sich eine Straffung der Finanzpolitik in einem Konjunkturabschwung vermeiden ließe. Vor allem mit Blick auf das Fehlen einer zentralen Fiskalkapazität kann dies die Widerstandsfähigkeit des gesamten Euroraums beeinträchtigen.⁴²

Erstens ist nach der korrektiven Komponente des SWP eine raschere Verbesserung der grundlegenden Haushaltspositionen erforderlich, als sie derzeit gegeben ist. Mit dem Sechserpaket wurden jährliche nominale Defizitziele in das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit eingearbeitet. Fällt das Wirtschaftswachstum eines Landes höher aus als in der Empfehlung des Defizitverfahrens erwartet, kann der betreffende Staat die für die Erreichung seines nominalen Defizitziels vorgeschriebenen strukturellen Konsolidierungsanstrengungen reduzieren oder gar völlig ausbleiben lassen. Mit diesen „Nominalstrategien“ lässt sich auch erklären, warum beispielsweise Spanien und Frankreich nach der Rezessionsphase 2012-2013 mit ihren strukturellen Anpassungen unter dem vorgeschriebenen Richtwert von 0,5 % des BIP geblieben sind (siehe Abbildung 4). Eine derartige Entwicklung birgt die Gefahr, dass Länder mit erhöhten strukturellen Defiziten und Schuldenquoten aus dem Defizitverfahren entlassen werden, was ihre Fähigkeit beeinträchtigt, die Wirtschaft im nächsten Abschwung zu stützen. Dies spricht dafür, nominalen Defizitzielen im korrektiven Teil des SWP ein geringeres Gewicht beizumessen.

Zweitens sollte die Schuldenregel des SWP so überarbeitet werden, dass eine Verringerung hoher öffentlicher Schuldenstände gewährleistet wird. Zu Recht werden im Rahmen der Schuldenregel ein geringes nominales BIP-Wachstum und die Inflation als einschlägige Faktoren berücksichtigt, da sie die Einhaltung der Schuldenregel in einem Konjunkturabschwung prozyklisch werden ließen. Allerdings gilt es die derzeitige Anwendungspraxis mit Blick auf die Fälle zu überdenken, in denen die Einhaltung der präventiven SWP-Komponente durch die Länder als zentraler erleichternder Faktor gewertet wird. So wird Staaten, die die gesamte nach dem präventiven Teil zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels erforderliche strukturelle Anpassung nicht leisten bzw. aller Voraussicht nach nicht leisten werden, derzeit noch die weitgehende Einhaltung der präventiven Komponente und damit die Erfüllung des Schuldenstandskriteriums bescheinigt. Durch die weitgehende – anstelle der vollständigen – Befolgung des SWP verlangsamten sich die zur Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels notwendigen Fortschritte.⁴³

Drittens muss im Rahmen der präventiven Komponente des SWP die Handhabung der Flexibilität überdacht werden, um einer übermäßigen Verlangsamung der Fortschritte auf dem Weg zu den mittelfristigen

⁴² Am 22. Januar 2019 billigte der ECOFIN-Rat finanzpolitische Empfehlungen für das laufende Jahr, in denen die Notwendigkeit einer Aufstockung der Finanzpolster insbesondere in hoch verschuldeten Euro-Ländern hervorgehoben wurde.

⁴³ Die weit gefasste Anwendung der „einschlägigen Faktoren“ muss einer Überprüfung überzogen werden. Siehe hierzu EZB, [Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

Haushaltszielen entgegenzuwirken.⁴⁴ Dem vom ECOFIN-Rat Anfang 2016 gebilligten gemeinsamen Standpunkt zur Flexibilität zufolge kann die geforderte Haushaltskonsolidierung u. a. im Gegenzug zu zusätzlichen Strukturreformen und öffentlichen Investitionen herabgesetzt werden. Dabei sollte jedoch sichergestellt sein, dass der gewährte größere Handlungsspielraum wieder verringert wird, sobald Strukturreformen zurückgenommen werden oder die Investitionsausgaben hinter den ursprünglichen Planungen zurückbleiben.

Im Hinblick auf die zweite für die WWU relevante Erkenntnis lassen die Erfahrungen der Vereinigten Staaten und der Schweiz darauf schließen, dass die im Eurogebiet auf einzelstaatlicher Ebene geltenden Regeln durch eine gewisse zentrale Stabilisierung verstärkt werden sollten. In den vergangenen 15 Jahren wurde das finanzpolitische Regelwerk im Euroraum dahingehend überarbeitet, dass nominale Ziele zugunsten einer stärkeren Berücksichtigung des Konjunkturlaufes auf die Haushaltsergebnisse etwas in den Hintergrund gerückt sind.⁴⁵ Unter der Voraussetzung, dass Zeiten einer guten wirtschaftlichen Entwicklung effektiv für den Aufbau von Finanzpolstern genutzt werden, trägt diese Verlagerung zu einer Stabilisierung während eines Konjunkturabschwungs bei. Von Vorteil für die Länder könnte hier eine Verstärkung ihres institutionellen Instrumentariums etwa durch Schlechtwetterfonds sein; diese könnten dazu beitragen, eine prozyklische Ausrichtung der Finanzpolitik zu begrenzen. Auf längere Sicht hingegen würde sich die Errichtung eines gut gesteuerten zentralen Stabilisierungsmechanismus im Euroraum, der in Zeiten einer tiefen Rezession greift, günstig auf die Befolgung des verstärkten finanzpolitischen Regelwerks auswirken. Eine wichtige Voraussetzung hierfür scheinen die Senkung hoher öffentlicher Schuldenstände und die Verringerung von deren Heterogenität zu sein, wie die insgesamt moderaten und annähernd vergleichbaren öffentlichen Schuldenquoten auf der Bundesstaats-/Kantonebene der USA und der Schweiz zeigen.

Im Allgemeinen zeigt die Erfahrung der Vereinigten Staaten und der Schweiz, dass sich Länder bei der Festlegung ihrer Fiskalregeln möglicherweise eine größere Eigenständigkeit erlauben können, sobald sie die Höhe und Heterogenität ihrer Staatsverschuldung auf ein relativ niedriges Maß reduziert haben. Die Erkenntnisse aus anderen Währungsräumen lassen den Schluss zu, dass durch die Disziplinierungsfunktion der Märkte die Eigenverantwortung der subföderalen Stellen für die Fiskalregeln gestärkt werden kann. Des Weiteren liegen wirksame und glaubwürdige Fiskalregeln in der langen Frist erwiesenermaßen im Interesse der subföderalen Haushaltsebenen, da eine unsolide Finanzpolitik – die in übermäßig hohe Schuldenstände mündet – künftige Generationen belastet, indem sie die Finanzierungskosten der Wirtschaft erhöht sowie Wachstum und Beschäftigung beeinträchtigt. Aus diesem Grund haben sich die subföderalen Ebenen die (selbst auferlegten) Fiskalregeln verstärkt zu eigen gemacht.

⁴⁴ Ähnlich äußern sich auch der Europäische Fiskalausschuss und der Europäische Rechnungshof. Siehe hierzu Europäischer Fiskalausschuss, [Annual Report 2018](#); Europäischer Rechnungshof, [Wird das Hauptziel der präventiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts erreicht?](#), Sonderbericht Nr. 18, 2018.

⁴⁵ Siehe C. Kamps und N. Leiner-Killinger, [Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform](#), [Occasional Paper Series](#) der EZB, 2019 (im Erscheinen).

Insgesamt lassen sich aus der Betrachtung der finanzpolitischen Regelwerke anderer, fiskalisch stärker integrierter Währungsräume Erkenntnisse für Reformen in der WWU gewinnen. Gleichwohl wird und sollte es weiterhin Unterschiede geben. Grundsätzlich kommt es darauf an – wie auch die hohe und weiter steigende Schuldenquote der USA auf Bundesebene zeigt –, dass Fiskalregeln auf allen Ebenen einer Währungsunion solide öffentliche Schuldenstände gewährleisten.

6 Schlussbemerkungen

Die zentralen Erkenntnisse dieses Aufsatzes lassen sich wie folgt zusammenfassen: Ein Vergleich des in den Ländern des Euro-Währungsgebiets angewendeten finanzpolitischen Regelwerks und des Regelungsrahmens fiskalisch stärker integrierter Währungsräume, hier der Vereinigten Staaten und der Schweiz, kann Denkanstöße für die Vollendung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion liefern. Sowohl in den USA als auch in der Schweiz gibt es seit Langem Regeln zur Gewährleistung eines ausgeglichenen Haushalts, die zur Stabilisierung der öffentlichen Verschuldung von Bundesstaaten bzw. Kantonen auf einem moderaten und nicht übermäßig stark divergierenden Niveau beitragen. Es ist als wichtige Errungenschaft zu werten, dass die Regel des ausgeglichenen Haushalts im Eurogebiet immer stärker in das Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt ist. Zudem kann es als erstes Anzeichen einer erhöhten Wirksamkeit dieser Regel angesehen werden, dass die Mehrheit der Euro-Länder derzeit eine grundlegende Haushaltsposition aufweist, die auf mittlere Sicht einen ausgeglichenen Haushalt gewährleistet.

Dennoch sind in einer Reihe von Ländern, insbesondere jenen mit hohen öffentlichen Schuldenständen, zusätzliche Fortschritte bei der Erreichung des mittelfristigen Haushaltsziels erforderlich. Die Wirksamkeit des fiskalischen Regelungsrahmens lässt sich in dieser Hinsicht noch weiter erhöhen. Grundsätzlich können die nationalen Haushalte erst dann als Stabilisierungsinstrument fungieren, wenn in den betreffenden Ländern Finanzpolster aufgebaut werden, sodass in Zeiten eines Abschwungs keine zusätzlichen finanzpolitischen Strafungsmaßnahmen ergriffen werden müssen. Die Verringerung der Heterogenität bezüglich der Schuldenstände im Euroraum wäre ebenfalls eine wichtige Voraussetzung für die Schaffung eines – auch in anderen Währungsräumen vorzufindenden – gemeinsamen makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus, der bei schweren Rezessionen zur Anwendung käme und somit auch die einheitliche Geldpolitik unterstützen würde.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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 ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	5,7	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	3,0	4,8
2018 Q2	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	-0,1	-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	1,5	-3,6
2019 Q1	52,8	.	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	.	.	.
2018 Okt.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,4	50,0	1,6	1,5	1,7
Nov.	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,1	1,3	-0,6
Dez.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,5	-3,6
2019 Jan.	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	52,9	49,6	-2,8	1,0	-5,1
Febr.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	50,8	53,5	49,5	.	.	.
März	53,1	.	50,0	50,4	52,9	51,6	51,1	53,8	49,7	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	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 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
März	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07

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 ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
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 Sept.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
Okt.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
Nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
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
März	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75

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 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
März	365,7	3 332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2 804,0	21 414,9

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				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 ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			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	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 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.	0,03	0,42	0,33	0,75	5,92	16,63	5,32	5,83	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Febr. ^(p)	0,03	0,42	0,32	0,71	5,97	16,64	5,28	5,71	6,26	2,40	1,59	1,84	1,87	1,84	2,08	1,80

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		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 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	2,33	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	1,08	1,22	1,65	1,62
Juni	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,71	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	2,22	2,34	2,32	1,65	1,54	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65
Okt.	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,33	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.	0,03	0,07	0,55	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,31	1,61	1,63
Febr. ^(p)	0,03	0,06	0,52	2,20	2,15	2,41	2,33	1,65	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,65

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
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	1 202	505	155	.	72	424	47	386	171	63	.	40	76	35
2018 Aug.	1 313	527	178	.	95	447	65	409	203	60	.	31	82	33
Sept.	1 296	534	178	.	89	444	52	392	164	86	.	42	72	28
Okt.	1 282	529	168	.	92	439	54	422	185	76	.	46	77	38
Nov.	1 271	523	163	.	89	445	52	358	155	62	.	36	74	31
Dez.	1 202	505	155	.	72	424	47	273	107	61	.	36	44	26
2019 Jan.	1 279	541	157	.	87	435	58	470	223	63	.	48	98	38
Langfristig														
2016	15 380	3 695	3 233	.	1 126	6 684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15 362	3 560	3 109	.	1 186	6 865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018	15 754	3 688	3 208	.	1 211	7 020	626	229	64	69	.	15	75	6
2018 Aug.	15 560	3 570	3 168	.	1 190	7 010	622	129	50	35	.	2	38	3
Sept.	15 683	3 608	3 187	.	1 209	7 055	623	264	79	70	.	29	82	4
Okt.	15 722	3 665	3 195	.	1 209	7 026	628	222	60	70	.	14	69	10
Nov.	15 803	3 689	3 223	.	1 207	7 054	629	228	66	76	.	8	72	7
Dez.	15 754	3 688	3 208	.	1 211	7 020	626	188	60	91	.	14	20	3
2019 Jan.	15 820	3 711	3 207	.	1 209	7 068	625	280	104	43	.	16	109	9

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	
Umlauf											
2016	16 621,2	4 213,3	3 369,1	.	1 185,2	7 149,9	703,7	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 602,8	4 079,7	3 264,2	.	1 255,4	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,4	6 092,8
2018	16 956,0	4 192,7	3 362,7	.	1 283,2	7 444,6	672,7	7 027,0	465,1	1 099,2	5 462,8
2018 Aug.	16 872,7	4 097,0	3 345,6	.	1 284,9	7 457,7	687,5	8 019,9	521,1	1 282,5	6 216,3
Sept.	16 979,1	4 142,1	3 364,3	.	1 298,6	7 499,3	674,8	7 955,7	543,5	1 293,9	6 118,4
Okt.	17 004,0	4 194,1	3 362,8	.	1 300,2	7 464,9	682,0	7 546,6	515,4	1 201,8	5 829,4
Nov.	17 074,2	4 211,8	3 386,4	.	1 296,0	7 499,0	681,0	7 475,0	512,1	1 179,2	5 783,6
Dez.	16 956,0	4 192,7	3 362,7	.	1 283,2	7 444,6	672,7	7 027,0	465,1	1 099,2	5 462,8
2019 Jan.	17 098,7	4 252,6	3 364,0	.	1 295,2	7 503,8	683,0	7 483,6	487,4	1 185,0	5 811,2
Wachstumsraten											
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	1,9	1,7	2,7	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4
2018 Aug.	1,5	-0,2	1,7	.	4,1	2,2	-2,6	1,1	0,5	4,7	0,5
Sept.	1,9	0,9	2,1	.	5,0	2,4	-3,7	1,0	0,5	3,9	0,5
Okt.	2,1	0,9	3,0	.	4,8	2,4	-3,1	0,9	0,5	3,1	0,5
Nov.	2,1	1,3	3,4	.	3,6	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5
Dez.	1,9	1,7	2,7	.	3,3	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	0,4
2019 Jan.	2,1	2,2	2,1	.	3,4	2,3	-2,7	0,7	-0,1	2,7	0,4

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG ²⁾ 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,1	89,3	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,5	89,8	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	87,6	79,6	91,0	117,9	93,7
2018 Q2	98,4	92,9	93,2	87,2	79,1	90,5	117,0	93,2
Q3	99,2	93,5	93,5	87,8	79,6	91,3	119,2	94,6
Q4	98,5	92,9	93,0	87,2	79,2	90,6	118,4	93,6
2019 Q1	97,4	91,6	92,3	.	.	.	116,7	92,0
2018 Okt.	98,9	93,2	93,2	-	-	-	119,0	94,2
Nov.	98,3	92,8	92,8	-	-	-	117,9	93,4
Dez.	98,4	92,6	93,0	-	-	-	118,0	93,2
2019 Jan.	97,8	92,0	92,8	-	-	-	117,3	92,6
Febr.	97,4	91,6	92,4	-	-	-	116,6	91,9
März	96,9	91,1	91,8	-	-	-	116,2	91,5
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2019 März	-0,5	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,3	-0,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2019 März	-2,9	-3,1	-2,8	-	-	-	-1,3	-2,4

Quelle: EZB.

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

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
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 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
2019 Q1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
2018 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
März	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2019 März	-0,8	0,1	-0,2	0,0	-0,6	0,3	-0,5	-1,7	0,1	0,0	-0,5	-0,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019 März	-2,7	-0,2	1,0	0,2	1,2	-4,0	2,1	-2,8	2,0	3,3	-3,2	-8,4

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2018 Q1	25 012,2	25 790,4	-778,2	10 751,0	8 857,7	8 530,2	10 921,1	-75,7	5 133,5	6 011,6	673,2	14 172,3
Q2	25 656,6	26 284,2	-627,5	10 965,4	9 014,8	8 742,7	10 986,3	-83,3	5 341,8	6 283,1	690,0	14 410,2
Q3	25 805,4	26 314,1	-508,7	10 913,3	8 916,3	8 886,5	11 069,5	-64,4	5 396,1	6 328,3	673,9	14 463,0
Q4	25 023,4	25 460,8	-437,4	10 562,7	8 777,2	8 467,0	10 424,1	-79,1	5 353,8	6 259,5	719,1	14 185,2
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2018 Q4	216,3	220,1	-3,8	91,3	75,9	73,2	90,1	-0,7	46,3	54,1	6,2	122,6
Transaktionen												
2018 Q1	438,0	336,0	102,0	65,0	-57,2	195,3	183,2	-4,5	170,9	210,0	11,3	-
Q2	197,6	154,6	43,0	39,2	21,2	0,5	-51,2	38,4	112,9	184,7	6,6	-
Q3	27,1	-60,0	87,1	-116,2	-102,3	43,9	-0,5	35,4	62,8	42,7	1,2	-
Q4	-338,0	-423,6	85,5	-208,3	-134,6	-55,6	-161,5	29,5	-109,5	-127,5	5,8	-
2018 Aug.	-11,7	-59,6	47,9	-47,8	-41,4	28,3	-48,5	15,8	-11,1	30,3	3,2	-
Sept.	-115,8	-159,5	43,7	-114,3	-110,7	-3,2	31,9	6,5	-7,0	-80,6	2,3	-
Okt.	62,4	89,9	-27,5	33,6	14,6	-30,2	-14,9	7,0	52,8	90,2	-0,7	-
Nov.	-45,0	-97,0	51,9	-106,1	-70,5	1,9	-12,3	16,0	39,8	-14,2	3,5	-
Dez.	-355,4	-416,5	61,1	-135,7	-78,8	-27,2	-134,3	6,6	-202,1	-203,4	3,1	-
2019 Jan.	221,8	213,4	8,5	0,0	12,2	38,1	39,3	5,7	180,7	161,8	-2,7	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2019 Jan.	241,9	-80,1	322,0	-219,5	-221,9	121,2	-78,7	106,9	213,3	220,5	20,1	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2019 Jan.	2,1	-0,7	2,8	-1,9	-1,9	1,0	-0,7	0,9	1,8	1,9	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 ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüs- tungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2016	10 827,7	10 350,0	5 877,5	2 223,2	2 210,8	1 053,2	679,3	472,3	38,4	477,7	4 942,6	4 464,8
2017	11 205,2	10 683,9	6 058,5	2 279,9	2 302,7	1 121,3	716,3	459,3	42,9	521,3	5 295,9	4 774,6
2018	11 569,8	11 061,6	6 229,8	2 343,5	2 421,1	1 192,3	753,2	469,8	67,3	508,3	5 533,9	5 025,6
2018 Q1	2 865,1	2 726,2	1 543,8	578,5	591,2	290,7	183,9	115,2	12,7	138,9	1 358,5	1 219,6
Q2	2 887,8	2 756,0	1 553,0	584,7	603,4	297,3	188,4	116,3	14,9	131,8	1 379,8	1 248,0
Q3	2 902,6	2 787,2	1 562,2	586,6	613,0	301,1	191,7	118,7	25,5	115,4	1 393,5	1 278,1
Q4	2 920,3	2 797,0	1 572,4	593,5	619,0	305,7	192,0	119,8	12,1	123,3	1 408,4	1 285,2
In % des BIP												
2018	100,0	95,6	53,8	20,3	20,9	10,3	6,5	4,1	0,6	4,4	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2018 Q1	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,4	-0,8	0,2	-	-	-0,7	-0,5
Q2	0,4	0,4	0,2	0,4	1,5	1,4	2,3	0,8	-	-	1,1	1,3
Q3	0,1	0,5	0,1	0,1	0,6	0,2	0,9	1,3	-	-	0,2	1,1
Q4	0,2	0,0	0,2	0,7	0,6	0,8	0,0	1,0	-	-	0,9	0,5
Veränderung gegen Vorjahr in %												
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	1,1	2,6	3,9	5,0	-3,5	-	-	5,2	3,9
2018	1,8	1,7	1,3	1,0	3,0	3,0	4,4	0,9	-	-	3,0	2,9
2018 Q1	2,4	1,9	1,7	1,1	3,3	3,2	5,2	0,7	-	-	3,9	2,8
Q2	2,1	1,5	1,4	1,1	2,8	3,8	5,9	-4,1	-	-	4,0	2,7
Q3	1,6	1,9	1,0	0,7	3,5	2,1	5,3	4,3	-	-	2,9	3,7
Q4	1,1	1,5	1,0	1,2	2,8	2,8	2,4	3,3	-	-	1,5	2,4
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2018 Q1	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	-	-
Q2	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-
Q3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-0,4	-	-
Q4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,2	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
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	1,8	1,6	0,7	0,2	0,6	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	-	-
2018 Q1	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	-	-
Q2	2,1	1,4	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
Q3	1,6	1,8	0,5	0,1	0,7	0,2	0,3	0,2	0,4	-0,2	-	-
Q4	1,1	1,4	0,5	0,2	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,3	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und 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
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2016	9 716,0	158,6	1 962,6	486,8	1 836,0	452,7	464,1	1 098,7	1 069,2	1 850,1	337,3	1 111,7
2017	10 048,5	171,4	2 032,5	512,7	1 917,3	469,4	455,5	1 129,7	1 118,6	1 897,5	343,8	1 156,8
2018	10 370,1	172,0	2 079,0	550,2	1 979,4	491,5	458,3	1 161,2	1 171,5	1 955,6	351,3	1 199,7
2018 Q1	2 568,8	42,8	518,9	133,7	489,8	121,2	114,2	287,4	289,5	483,7	87,5	296,3
Q2	2 588,3	42,6	521,1	136,5	494,6	122,9	113,8	289,3	292,4	487,5	87,6	299,5
Q3	2 601,8	43,0	521,0	138,9	496,4	124,1	114,8	291,2	294,0	490,2	88,0	300,8
Q4	2 617,3	43,4	520,0	142,0	499,4	124,9	115,3	293,3	296,3	494,5	88,1	303,0
In % der Wertschöpfung												
2018	100,0	1,7	20,0	5,3	19,1	4,7	4,4	11,2	11,3	18,9	3,4	-
Verkettete Volumen (Vorjahrspreise)												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2018 Q1	0,4	0,3	-0,7	0,6	0,7	1,7	-0,6	0,5	1,2	0,3	0,3	0,3
Q2	0,4	-0,2	0,3	1,1	0,6	1,4	0,3	0,0	0,6	0,1	-0,1	0,6
Q3	0,2	-1,1	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,5	0,4	-0,1	0,3	0,4	0,0
Q4	0,2	0,9	-0,5	1,1	0,2	0,6	0,1	0,3	0,5	0,3	0,0	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016	1,9	-1,4	3,5	1,5	1,7	3,9	0,7	0,3	2,5	1,3	0,9	2,7
2017	2,4	0,9	3,1	3,1	3,2	4,4	-0,7	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2018	1,9	0,8	1,4	3,5	2,3	4,5	0,3	1,3	2,9	1,1	0,9	1,5
2018 Q1	2,5	1,6	3,2	3,5	2,8	5,1	-0,1	1,5	3,5	1,4	1,4	1,6
Q2	2,2	1,4	2,4	3,4	2,7	5,4	0,0	1,2	3,3	1,1	0,8	1,8
Q3	1,6	0,0	0,9	3,4	2,1	4,4	0,8	1,2	2,5	1,0	0,8	1,5
Q4	1,1	-0,1	-1,0	3,4	1,6	4,6	0,3	1,3	2,3	1,1	0,6	1,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2018 Q1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	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	0,1	0,0	-
Q4	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
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	-
2018	1,9	0,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	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	0,3	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	-
Q4	1,1	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
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	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,8	24,1	6,9
<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	1,3
2018	1,5	1,8	-0,4	-0,3	1,4	2,5	1,4	3,1	-1,0	2,1	2,7	1,2	0,6
2018 Q1	1,6	2,0	-0,7	-0,7	1,6	2,1	1,5	2,6	-1,0	2,5	3,2	1,3	1,0
Q2	1,6	1,9	-0,4	-0,4	1,7	2,4	1,3	2,7	-0,9	2,4	3,2	1,3	1,3
Q3	1,4	1,7	-0,3	0,2	1,3	2,5	1,4	3,5	-1,2	1,9	2,5	1,2	0,2
Q4	1,3	1,6	-0,3	-0,4	1,2	3,0	1,4	3,5	-0,9	1,6	2,0	1,1	-0,3
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
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
2018	100,0	81,4	18,6	4,2	15,3	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	-1,6	2,1	3,0	1,1	0,7
2018	1,6	2,1	-0,4	0,3	1,5	3,1	1,3	3,2	-0,7	2,3	3,1	1,4	0,7
2018 Q1	1,5	2,1	-0,9	-0,6	1,5	2,2	1,2	2,3	-0,9	3,7	3,2	1,3	0,5
Q2	1,8	2,3	-0,5	0,7	1,7	2,8	1,1	3,1	-0,4	2,2	3,7	1,6	1,8
Q3	1,7	2,1	-0,1	0,8	1,3	3,5	1,4	3,7	-0,9	2,2	3,2	1,3	0,8
Q4	1,5	1,9	-0,1	-0,1	1,1	3,5	1,3	3,7	-0,4	1,1	2,4	1,4	0,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
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	-0,4	0,6	-0,1	-0,2	-0,7
2018	0,1	0,3	0,0	0,6	0,1	0,6	-0,1	0,1	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2
2018 Q1	-0,1	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	0,1	1,1	0,0	0,0	-0,6
Q2	0,2	0,4	-0,1	1,1	0,1	0,4	-0,2	0,3	0,5	-0,2	0,5	0,3	0,5
Q3	0,3	0,4	0,3	0,7	0,1	1,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,7	0,1	0,6
Q4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,4	-0,2	0,2	0,5	-0,5	0,4	0,2	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 ¹⁾	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,257	10,0	5,0	13,293	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,773	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,763	9,1	4,4	12,095	8,1	2,668	18,8	7,638	8,7	7,125	9,5	1,9
2018	.	.	13,392	8,2	.	10,962	7,4	2,430	17,0	6,899	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 Q1	162,591	4,0	13,916	8,5	4,2	11,412	7,7	2,504	17,6	7,189	8,2	6,727	8,9	2,1
Q2	163,180	3,9	13,503	8,3	3,9	11,069	7,4	2,434	17,0	6,957	7,9	6,546	8,7	2,1
Q3	163,709	3,6	13,160	8,1	3,6	10,759	7,2	2,401	16,8	6,797	7,7	6,362	8,4	2,1
Q4	.	.	12,990	7,9	.	10,610	7,1	2,380	16,5	6,653	7,6	6,337	8,4	2,3
2018 Sept.	-	-	13,119	8,0	-	10,714	7,2	2,405	16,8	6,775	7,7	6,344	8,4	-
Okt.	-	-	13,126	8,0	-	10,710	7,2	2,416	16,8	6,740	7,7	6,387	8,4	-
Nov.	-	-	12,984	7,9	-	10,617	7,1	2,367	16,4	6,658	7,6	6,326	8,3	-
Dez.	-	-	12,860	7,9	-	10,503	7,0	2,356	16,3	6,562	7,5	6,298	8,3	-
2019 Jan.	-	-	12,807	7,8	-	10,456	7,0	2,351	16,2	6,535	7,4	6,272	8,3	-
Febr.	-	-	12,730	7,8	-	10,393	7,0	2,337	16,1	6,494	7,4	6,236	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								7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,7	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	2,9	7,9	2,5	1,6	3,4	0,9	5,7
2018	1,0	1,3	0,6	2,0	1,2	-1,6	2,2	2,6	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 Q1	3,1	3,5	3,1	4,4	2,5	0,5	2,6	6,6	1,7	1,6	1,9	0,1	5,3
Q2	2,3	2,8	1,7	4,3	2,0	-2,1	2,5	3,8	1,8	1,2	2,5	0,7	3,2
Q3	0,6	0,8	-0,3	1,7	0,9	-1,2	2,2	1,4	1,2	1,0	1,5	-0,1	3,4
Q4	-1,9	-1,7	-2,0	-1,9	-0,5	-3,6	1,7	-1,0	1,6	1,4	1,9	1,5	-9,4
2018 Sept.	0,7	0,9	-0,3	2,2	0,8	-1,5	3,7	0,2	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
Okt.	1,2	1,6	0,1	3,3	1,0	-2,7	0,8	-0,2	2,7	2,5	3,2	1,3	-11,8
Nov.	-2,9	-2,8	-2,8	-4,3	0,3	-3,7	1,1	1,6	1,9	0,8	2,6	1,9	-8,9
Dez.	-4,2	-4,0	-3,5	-4,9	-3,0	-4,3	2,1	-4,4	0,5	0,8	0,2	1,4	-7,5
2019 Jan.	-1,1	-1,9	-1,8	-3,0	0,5	4,0	-0,7	-3,1	2,2	1,7	2,2	4,0	-2,5
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,8	0,6	4,4	1,6	-2,3
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2018 Sept.	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	2,0	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,7	-37,1
Okt.	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,2	-1,1	-1,5	0,2	0,7	0,7	0,6	0,7	9,1
Nov.	-1,5	-1,6	-1,1	-2,6	-0,5	0,7	0,3	3,5	0,9	-0,4	1,5	0,4	6,7
Dez.	-0,9	-0,8	0,3	-1,1	-1,9	-0,6	1,1	-4,1	-1,4	0,1	-2,3	-0,3	2,5
2019 Jan.	1,4	1,1	0,2	0,9	2,4	2,4	-1,4	-0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	4,8
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	0,1	0,9	-0,7	-0,1

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	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 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
2019 Q1	106,0	-0,5	.	-7,5	7,5	-1,0	11,5	.	49,1	49,0	52,4	51,5
2018 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.	106,2	-0,4	-	-7,4	6,6	-1,3	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9
März	105,5	-1,7	-	-7,2	7,5	0,2	11,3	-	47,5	47,2	53,3	51,6

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) ¹⁾	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,2	94,1	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	5,9	138,5	5,0	7,9	2,9
2016	12,1	94,3	1,8	2,0	5,7	3,3	2,7	35,4	7,6	138,8	4,9	6,3	2,9
2017	11,8	94,0	1,4	2,0	6,9	4,1	4,2	34,8	6,9	137,9	3,8	5,0	2,3
2018 Q1	11,8	93,7	1,8	1,9	4,9	3,8	4,7	34,9	7,0	137,6	3,1	-0,3	1,8
Q2	11,9	93,7	2,1	1,9	8,0	3,9	4,8	35,0	6,9	138,3	3,2	1,6	1,8
Q3	12,0	93,5	1,4	1,9	7,9	3,8	5,0	34,7	6,9	138,0	2,9	8,7	1,7
Q4	12,1	93,3	1,6	1,9	8,3	2,7	4,9	34,6	6,6	137,0	2,2	12,4	1,4

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 Unternehmensrechnung entspricht.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 Q1	1 001,5	902,9	98,6	572,2	494,0	220,8	192,3	179,8	157,2	28,7	59,5	12,6	6,4
Q2	1 022,0	934,1	87,9	575,5	507,4	222,5	193,8	196,1	169,0	27,9	63,9	8,3	8,8
Q3	1 035,5	966,8	68,7	586,2	525,5	229,4	203,9	191,5	168,8	28,4	68,7	8,7	5,8
Q4	1 045,4	965,5	79,9	598,6	528,7	231,1	206,2	186,2	155,9	29,6	74,7	21,9	33,6
2018 Aug.	350,3	319,3	31,1	197,5	174,6	77,2	67,8	65,7	54,6	9,9	22,2	3,2	1,7
Sept.	345,4	326,9	18,4	195,6	177,3	76,8	68,3	63,7	58,3	9,4	23,1	2,5	2,2
Okt.	352,7	322,5	30,2	203,0	180,6	75,0	67,0	65,2	51,2	9,5	23,8	3,3	9,6
Nov.	350,9	325,1	25,8	198,4	175,1	79,1	69,7	62,9	54,9	10,5	25,4	4,1	10,6
Dez.	341,8	317,9	23,9	197,2	173,0	77,0	69,6	58,0	49,8	9,6	25,6	14,5	13,4
2019 Jan.	357,4	320,6	36,8	201,1	176,3	77,4	69,1	68,7	54,1	10,2	21,1	3,8	2,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2019 Jan.	4 124,5	3 785,9	338,6	2 339,3	2 064,3	907,0	801,9	762,9	651,1	115,3	268,5	49,1	54,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2019 Jan.	35,6	32,7	2,9	20,2	17,8	7,8	6,9	6,6	5,6	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)						
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:				
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl			
												3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	2,3	561,2	270,5	113,9	167,8	470,4	503,9	291,9	81,2	123,6	357,3	65,2	
Q2	4,3	6,1	565,9	271,2	117,8	166,7	474,0	515,2	300,8	79,9	126,9	364,1	65,7	
Q3	4,7	10,4	572,7	277,6	117,4	166,9	478,1	531,2	309,6	86,2	126,9	373,6	68,6	
Q4	3,9	7,8	580,1	278,0	122,8	168,3	484,9	535,7	309,5	87,5	130,4	379,5	66,4	
2018 Aug.	5,5	9,0	192,7	93,5	38,9	56,5	161,2	176,4	102,7	28,3	42,2	123,8	23,0	
Sept.	-0,5	7,9	190,7	92,4	39,4	55,4	160,1	177,7	103,4	29,3	42,3	125,0	22,7	
Okt.	11,1	14,9	194,1	93,6	40,4	56,2	161,1	180,9	105,9	29,2	44,1	126,8	24,2	
Nov.	2,3	5,5	192,7	92,7	40,3	55,9	162,1	177,6	102,1	28,7	43,6	126,5	21,2	
Dez.	-1,9	2,7	193,3	91,6	42,1	56,2	161,6	177,3	101,4	29,7	42,8	126,2	21,0	
2019 Jan.	2,4	3,4	194,8	.	.	.	163,3	177,8	.	.	.	125,5	.	
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>														
2018 Q1	2,3	2,6	125,8	125,6	123,3	131,5	126,3	114,4	115,1	113,6	115,1	117,6	110,4	
Q2	3,0	2,8	125,6	124,3	126,7	129,5	126,3	115,3	115,5	112,2	118,4	119,4	101,8	
Q3	1,0	2,0	125,3	125,3	124,8	127,7	125,9	115,4	114,8	118,0	115,4	120,1	99,6	
Q4	0,1	1,7	126,0	124,7	129,2	127,7	126,4	115,9	115,0	117,2	117,7	120,4	100,7	
2018 Juli	6,3	7,0	124,7	124,5	125,5	126,7	124,3	116,1	115,6	119,1	116,4	121,1	100,6	
Aug.	1,7	0,4	126,6	126,8	124,3	129,8	127,5	115,4	114,9	117,0	115,0	119,6	102,5	
Sept.	-4,7	-1,3	124,5	124,8	124,7	126,5	126,0	114,6	113,8	117,9	114,8	119,5	95,5	
Okt.	6,9	5,3	126,9	126,2	128,7	128,5	127,0	116,5	115,9	118,9	119,6	121,7	98,2	
Nov.	-1,6	-0,7	125,4	124,6	127,3	127,0	126,8	114,7	113,3	114,3	117,5	119,8	95,0	
Dez.	-5,1	0,3	125,7	123,4	131,7	127,7	125,5	116,5	115,8	118,3	115,9	119,7	109,0	

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Nach einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens begann die EZB im Mai 2016, verbesserte saisonbereinigte HVPI-Serien für den Euroraum zu veröffentlichen (siehe EZB, [Kasten 1](#), Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 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 ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	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	0,7	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	2,0	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	2,4	.	.
2018 Q1	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,1	4,3	4,6
Q2	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,2	4,2	3,4
Q3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,9	4,3	.
Q4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	.	.
2018 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	7,8	-	-	-
2019 Jan.	105,4	2,9	1,0	1,2	1,7	1,4	0,4	0,0	1,0	7,4	-	-	-
Febr.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,5	0,6	0,0	1,1	8,0	-	-	-

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).

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 ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			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	106,8	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,4	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	3,0	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,5	1,4	1,8	1,5	1,7	2,1	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 Q2	109,3	1,3	1,8	1,5	1,8	1,9	1,1	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7
Q3	109,7	1,4	2,1	1,8	1,9	2,4	2,3	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
Q4	110,1	1,5	1,9	1,7	1,8	2,4	1,9	2,8	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	55,6	3,3	3,9	2,8	4,0	5,3	2,7
2018 Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4
Nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	57,4	1,7	-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	1,2	3,9	-1,1	1,5	3,8	-0,7
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	56,5	4,2	5,1	3,5	4,5	5,7	3,3
März	.	.	.	.	.	.	.	.	58,8	4,4	2,6	6,0	6,0	6,4	5,5

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 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
2019 Q1	8,9	8,3	10,3	11,4	20,0	53,9	57,7	53,0	53,1
2018 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.	9,0	8,1	9,2	12,4	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7
März	7,0	7,9	10,2	9,0	21,2	52,3	56,8	52,3	53,3

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2012 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2012)	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2016	105,5	1,3	1,4	1,1	1,3	1,5	1,4
2017	107,4	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	109,8	2,2	2,1	2,8	2,4	1,9	2,0
2018 Q1	102,6	2,0	1,8	2,7	2,3	1,5	1,7
Q2	113,7	2,2	1,9	2,9	2,6	1,5	2,1
Q3	106,4	2,5	2,4	3,0	2,6	2,2	2,1
Q4	116,6	2,3	2,4	2,4	2,2	2,5	2,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

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
Lohnstückkosten												
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,3	3,7	0,6	1,4	1,5
2017	106,1	0,8	0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,6	-0,3	4,4	2,4	1,7	1,8
2018	108,1	1,9	0,8	1,9	0,8	1,3	1,1	0,9	3,8	2,7	2,2	2,1
2018 Q1	107,0	1,1	0,0	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,9	3,9	2,3	1,9	1,4
Q2	107,6	1,6	0,3	1,4	0,5	1,0	0,2	1,0	3,5	2,7	2,2	2,3
Q3	108,5	2,3	2,1	2,7	1,4	1,8	1,6	0,5	4,2	3,2	2,5	2,5
Q4	109,0	2,4	0,9	3,8	1,2	1,9	0,9	1,2	3,5	2,7	2,5	2,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,3	1,3	1,7
2017	111,1	1,6	1,6	1,4	1,2	1,6	1,8	0,2	4,1	3,2	1,4	1,3
2018	113,5	2,2	1,9	1,9	1,7	2,3	2,5	2,2	3,0	2,9	2,1	2,4
2018 Q1	112,6	1,9	2,3	1,6	1,1	2,0	2,8	1,8	2,8	2,6	2,0	1,8
Q2	113,3	2,2	2,1	2,1	1,4	2,3	2,9	2,0	2,3	2,8	2,0	1,8
Q3	114,1	2,5	2,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,6	3,5	3,2	2,3	3,2
Q4	114,6	2,2	1,2	1,6	1,7	2,1	1,9	2,4	3,2	2,9	2,4	2,9
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,8	-1,5	-0,2	-0,1	0,2
2017	104,7	0,8	1,5	1,9	1,3	1,5	1,2	0,5	-0,3	0,8	-0,3	-0,4
2018	105,0	0,3	1,1	0,0	0,9	0,9	1,4	1,3	-0,8	0,2	-0,1	0,3
2018 Q1	105,2	0,8	2,3	1,6	1,4	1,3	2,5	0,9	-1,0	0,3	0,1	0,4
Q2	105,2	0,5	1,7	0,8	1,0	1,3	2,6	1,0	-1,2	0,1	-0,1	-0,5
Q3	105,1	0,2	-0,1	-0,4	0,9	0,7	0,8	2,1	-0,7	0,0	-0,2	0,6
Q4	105,1	-0,2	0,3	-2,1	0,4	0,2	1,1	1,2	-0,3	0,2	-0,1	0,9
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
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	112,7	1,7	1,4	1,4	1,0	1,9	1,7	0,5	3,3	3,0	1,6	1,9
2018	114,8	1,9	1,4	1,8	0,9	2,1	2,1	1,8	2,3	2,4	2,0	1,8
2018 Q1	113,8	1,8	2,2	1,5	0,6	2,1	2,8	1,8	1,6	2,3	1,9	1,9
Q2	114,2	1,8	0,6	2,0	0,7	2,1	2,2	1,5	1,8	2,2	1,7	0,7
Q3	114,9	2,1	1,9	2,1	1,4	2,3	2,1	2,4	2,6	2,5	2,1	1,9
Q4	115,4	1,9	0,8	1,6	0,9	2,2	1,5	2,0	3,1	2,5	2,1	1,7
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,1	0,4	-2,0	-0,4	-0,2	0,2
2017	106,8	1,0	1,9	1,9	1,2	1,8	1,3	0,9	-0,9	1,0	0,0	0,2
2018	107,0	0,2	0,5	-0,1	0,4	1,0	1,2	1,0	-1,0	-0,2	-0,2	0,2
2018 Q1	107,1	0,9	2,3	1,7	1,2	1,6	2,7	0,8	-2,1	0,3	0,1	0,9
Q2	106,9	0,3	0,7	0,7	0,6	1,5	2,3	0,5	-1,0	-0,4	-0,4	-1,0
Q3	106,6	-0,1	-0,8	-0,5	-0,1	0,7	0,6	1,8	-1,0	-0,7	-0,3	0,0
Q4	106,7	-0,4	0,0	-2,0	0,0	0,4	0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,3	-0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2					
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	8	9	10						
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	7 118,8	8 281,5	1 128,2	2 294,2	3 422,5	11 703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,4	
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	7 118,8	8 281,5	1 128,2	2 294,2	3 422,5	11 703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,4	
2018 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	7 118,8	8 281,5	1 128,2	2 294,2	3 422,5	11 703,9	74,6	523,3	71,6	669,5	12 373,4	
2019 Jan.	1 167,7	7 125,7	8 293,4	1 123,7	2 298,7	3 422,4	11 715,8	74,9	516,6	62,8	654,3	12 370,1	
Febr. ^(p)	1 172,8	7 194,6	8 367,4	1 124,8	2 304,6	3 429,4	11 796,7	70,7	514,9	56,4	642,0	12 438,7	
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	461,6	511,6	-71,5	45,0	-26,6	485,0	-3,5	11,3	-1,7	6,1	491,1	
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	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,8	40,4	171,5	
2018 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	0,3	10,3	-0,9	9,7	59,6	
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	26,2	30,7	2,9	3,1	6,0	36,7	0,9	19,6	13,5	33,9	70,6	
2019 Jan.	5,0	10,2	15,3	-4,8	5,0	0,3	15,5	0,4	-7,6	-8,5	-15,7	-0,2	
Febr. ^(p)	5,1	67,2	72,3	0,5	5,9	6,4	78,7	-4,3	-1,8	-5,4	-11,6	67,1	
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	-4,6	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	-4,6	2,2	-2,3	0,9	4,1	
2018 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	-0,7	-3,8	-17,4	-5,0	3,8	
Nov.	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,2	-3,1	-22,4	-5,8	3,7	
Dez.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-2,3	0,9	4,1	
2019 Jan.	4,7	6,4	6,2	-6,3	2,0	-0,8	4,0	-4,0	-0,1	5,9	-0,1	3,8	
Febr. ^(p)	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,0	1,0	-3,6	-0,4	4,3	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
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	2 336,0	1 901,6	280,7	145,9	7,8	6 645,7	4 039,3	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	2 336,0	1 901,6	280,7	145,9	7,8	6 645,7	4 039,3	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2018 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.	2 336,0	1 901,6	280,7	145,9	7,8	6 645,7	4 039,3	517,3	2 088,0	1,2	1 002,7	200,3	431,2
2019 Jan.	2 324,7	1 899,8	271,4	145,7	7,8	6 680,7	4 068,6	517,3	2 093,0	1,7	975,7	203,9	438,0
Febr. ^(p)	2 347,5	1 918,3	275,5	147,0	6,7	6 722,4	4 106,2	516,9	2 097,8	1,5	964,7	206,4	453,7
Transaktionsbedingte Veränderungen													
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	100,4	-7,1	-2,8	-1,4	330,2	327,6	-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	12,8	12,7	-0,7	0,9	97,2	89,1	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018 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.	2,9	1,6	2,2	0,0	-1,0	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.	15,6	10,9	5,6	-0,6	-0,3	35,5	30,7	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019 Jan.	-6,7	1,9	-9,0	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-27,4	3,2	6,8
Febr. ^(p)	22,0	19,2	4,0	-0,2	-1,1	43,5	37,8	-0,6	6,4	-0,1	-13,9	2,5	15,2
Wachstumsraten													
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	-16,0	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	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 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	3,9	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	-1,2	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	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019 Jan.	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-23,0	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,7	-1,4	5,3
Febr. ^(p)	4,3	5,9	-3,0	-0,3	-25,6	5,6	8,9	-6,0	2,5	-13,3	-3,6	-1,1	8,9

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 Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
												Bereinigte Kredite ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
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 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	13 393,8	11 089,9	11 423,2	4 404,2	5 716,2	848,9	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.	4 685,1	1 006,7	3 666,9	13 452,4	11 156,7	11 498,8	4 409,5	5 758,5	861,0	127,7	1 523,0	772,7
Febr. ^(p)	4 685,4	1 001,0	3 672,5	13 500,7	11 177,9	11 524,4	4 425,2	5 769,6	856,7	126,3	1 533,1	789,7
Transaktionsbedingte Veränderungen												
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	92,4	-28,2	120,7	372,8	304,6	373,5	122,9	167,3	-3,8	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	40,7	4,0	36,7	66,3	60,1	88,3	15,9	42,6	-1,8	3,4	13,7	-7,5
2018 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.	-9,3	-3,0	-6,3	32,7	21,5	20,1	6,1	15,5	3,6	-3,7	12,6	-1,3
Nov.	-7,9	2,8	-11,7	27,0	30,3	32,5	22,6	18,4	-10,6	0,0	-6,4	3,2
Dez.	57,9	4,2	54,7	6,5	8,3	35,8	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3
2019 Jan.	-11,7	-0,8	-10,9	33,1	33,4	19,6	2,9	18,2	12,5	-0,2	0,0	-0,3
Febr. ^(p)	12,0	-4,8	16,4	44,6	23,1	30,4	17,2	12,2	-4,9	-1,4	7,1	14,4
Wachstumsraten												
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	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	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	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018 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	3,2	2,9	3,2	-0,7	7,4	7,2	-1,5
Nov.	2,1	-3,8	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,9	5,2	6,6	-1,8
Dez.	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019 Jan.	2,4	-2,7	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,8	13,0	5,3	-2,5
Febr. ^(p)	2,5	-2,5	4,0	2,8	2,7	3,2	2,6	3,2	-1,5	10,6	5,3	-0,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
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 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.	4 409,5	4 489,3	980,0	846,7	2 582,8	5 758,5	6 037,1	687,5	4 367,2	703,8
Febr. ^(p)	4 425,2	4 505,0	980,1	850,8	2 594,4	5 769,6	6 050,9	690,9	4 375,0	703,8
Transaktionsbedingte Veränderungen										
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	122,9	171,1	19,2	33,4	70,4	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	15,9	36,2	-2,7	7,4	11,2	42,6	51,3	8,1	39,3	-4,8
2018 Sept.	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
Okt.	6,1	3,8	-16,8	8,2	14,6	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	9,8	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019 Jan.	2,9	-1,0	-13,8	2,3	14,4	18,2	15,2	4,1	13,8	0,3
Febr. ^(p)	17,2	17,1	0,2	4,7	12,3	12,2	16,8	3,5	8,4	0,2
Wachstumsraten										
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	2,9	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	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 Sept.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
Okt.	2,9	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	5,3	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
Dez.	2,9	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019 Jan.	2,2	3,4	-0,4	3,6	2,8	3,2	3,2	6,2	3,5	-1,2
Febr. ^(p)	2,6	3,7	0,0	4,4	3,0	3,2	3,3	6,1	3,5	-1,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.5 Gegenposten zu M3 (ohne Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum)¹⁾

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
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	6 814,4	1 941,3	56,0	2 096,0	2 721,2	1 025,0	436,0	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	6 814,4	1 941,3	56,0	2 096,0	2 721,2	1 025,0	436,0	187,0	194,9
2018 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	993,7	460,0	167,1	174,3
Nov.	390,3	6 784,9	1 929,9	55,8	2 098,7	2 700,5	1 038,3	418,4	196,1	204,4
Dez.	378,7	6 814,4	1 941,3	56,0	2 096,0	2 721,2	1 025,0	436,0	187,0	194,9
2019 Jan.	377,2	6 861,7	1 939,7	55,6	2 116,6	2 749,8	1 069,9	401,5	199,0	208,4
Febr. ^(p)	409,0	6 878,7	1 936,7	55,6	2 146,0	2 740,4	1 116,3	424,0	198,1	210,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
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	47,4	-38,0	-4,9	16,9	73,4	65,0	47,4	21,8	24,2
2018 Q1	-2,7	8,8	-16,3	-1,4	9,3	17,2	53,2	-54,2	-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	18,8	-0,6	-0,9	3,4	16,8	35,0	24,1	9,7	11,9
2018 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	14,8	30,1	-10,3	-8,7
Nov.	-7,9	-4,6	-6,1	-0,9	-2,3	4,7	46,8	-37,0	29,0	30,0
Dez.	-10,8	9,1	5,5	0,2	1,3	2,1	-26,6	31,0	-9,1	-9,5
2019 Jan.	-1,5	20,2	-5,8	-0,4	20,6	5,8	28,4	-31,4	12,0	13,6
Febr. ^(p)	31,6	19,1	-3,4	0,0	25,6	-3,0	43,8	17,4	-0,9	2,1
Wachstumsraten										
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	-1,9	-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	-1,9	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 Sept.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
Okt.	18,1	0,6	-1,7	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
Nov.	24,7	0,6	-2,1	-9,1	0,8	2,6	-	-	-0,1	-24,6
Dez.	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019 Jan.	18,9	0,8	-1,9	-7,7	1,0	2,9	-	-	28,0	22,7
Febr. ^(p)	19,7	1,4	-1,9	-7,1	2,9	2,7	-	-	35,9	28,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 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						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Vermögens-wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens-wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial-beiträge			Arbeitnehmer-entgelt	Vorleistungen	Zins-ausgaben	Sozial-ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8
2017 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	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,4	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-verschreibungen	Gebietsansässige	Gebiets-fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro-Vorgänger-währungen	Andere Währungen	
														MFI
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	86,2	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige	Zins-Wachstums-Differenzial	
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2014	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5	2,3
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0	0,9
2017 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 Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		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 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.	13,2	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
Febr.	13,0	11,5	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	2,4
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	-3,9
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	131,3	95,8
2018 Q1	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,9	92,9
Q2	105,9	61,5	8,3	69,2	177,5	98,1	99,1	133,3	103,0
Q3	105,4	61,0	8,0	68,7	182,3	98,3	99,5	133,3	110,2

	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	50,1	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 Q1	35,5	36,0	22,2	49,7	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
Q2	36,9	35,0	22,0	48,8	54,0	76,5	124,8	72,6	51,9	59,5
Q3	37,0	34,9	21,7	45,7	52,9	75,5	124,7	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

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 9. April 2019.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-19-003-DE-N (Online-Version)