



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2019



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2    Finanzielle Entwicklungen	18
3    Konjunktorentwicklung	24
4    Preise und Kosten	29
5    Geldmengen- und Kreditentwicklung	35
6    Entwicklung der öffentlichen Finanzen	43
<b>Kästen</b>	<b>46</b>
1    Das im September 2019 beschlossene Paket geldpolitischer Maßnahmen	46
2    Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 17. April bis zum 30. Juli 2019	51
3    Rolle inländischer und ausländischer Faktoren beim Rückgang der Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet	57
4    Das aktuelle Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet: ein Vergleich mit Entwicklungen in der Vergangenheit	61
5    Einkommensrisiko privater Haushalte im Konjunkturverlauf	66
6    Einfluss der Gewinnentwicklung auf den binnenwirtschaftlichen Preisdruck im Euro-Währungsgebiet	73
<b>Aufsätze</b>	<b>77</b>
1    Daten zu Derivategeschäften und deren Nutzen für die Zentralbankanalyse	77
2    Bankenaufsicht der EZB – Taxonomie der zur Verfügung stehenden Instrumente	96
<b>Statistik</b>	<b>115</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Überblick

**Auf Basis einer umfassenden Bewertung der Konjunktur- und Inflationsaussichten für den Euroraum und unter Berücksichtigung der jüngsten von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet hat der EZB-Rat in seiner geldpolitischen Sitzung vom 12. September mit Blick auf sein Preisstabilitätsziel eine Reihe geldpolitischer Beschlüsse gefasst.** Die seit der letzten Sitzung des EZB-Rats neu verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass die Konjunkturschwäche im Euroraum länger anhält, ausgeprägte Abwärtsrisiken andauern und der Inflationsdruck verhalten bleibt. Dies spiegelt sich in den Projektionen der EZB vom September wider, aus denen eine weitere Eintrübung der Inflationsaussichten hervorgeht. Zugleich wird die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets nach wie vor durch das kräftige Beschäftigungswachstum und steigende Löhne gestützt. Angesichts dieses Gesamtbilds und als Reaktion auf die kontinuierlich hinter seinem Ziel zurückbleibende Inflation gab der EZB-Rat ein umfangreiches Paket geldpolitischer Beschlüsse bekannt (siehe Kasten 1).

## Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 12. September 2019

**Das Weltwirtschaftswachstum hat sich im ersten Halbjahr 2019 aufgrund einer langsameren konjunkturellen Gangart sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern verringert.** Dies steht im Einklang mit umfragebasierten Indikatoren, die auf eine gedämpfte Entwicklung der Weltkonjunktur hindeuten. Den Projektionen zufolge wird das globale Wachstum im laufenden Jahr zurückgehen. Grund hierfür ist die verhaltene Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe, die aus den weltweit rückläufigen Investitionen resultiert, aber auch die zunehmende Unsicherheit in Bezug auf politische Maßnahmen und das politische Umfeld, die mit dem Brexit und der erneuten Zuspitzung des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China zusammenhängt. Auf mittlere Sicht dürfte sich das globale Wachstum allmählich erholen, aber weiterhin unter seinem langfristigen Durchschnitt liegen. Der Welthandel wird sich den Erwartungen zufolge im laufenden Jahr weiter deutlich abschwächen und dann auf mittlere Sicht erholen. Im Vergleich zur Konjunktur wird er sich aber immer noch verhaltener entwickeln. Unterdessen sollte sich der globale Inflationsdruck weiterhin in Grenzen halten, während die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft zugleich gestiegen sind.

**Die globalen langfristigen risikofreien Zinssätze sind seit der EZB-Ratssitzung vom Juni 2019 vor dem Hintergrund der am Markt herrschenden Erwartung einer weiteren Akkommodierung der Geldpolitik und der erneuten Unsicherheit in Bezug auf den Welthandel gesunken.** Das Nachgeben der risikofreien Zinssätze wirkte sich günstig auf die Aktienkurse und die Preise für Unternehmensanleihen im Euroraum aus. Indessen haben sich die Gewinnerwartungen der Unternehmen als Reaktion auf die anhaltenden Zweifel hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Aussichten etwas verschlechtert. Die EONIA-Terminzinskurve hat sich gleichfalls nach unten verschoben. An den Devisenmärkten blieb der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend unverändert.

**Das reale BIP des Euroraums erhöhte sich im zweiten Quartal 2019 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem das Wachstum im ersten Jahresviertel bei 0,4 % gelegen hatte.** Für das dritte Quartal deuten die aktuellen Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse weiterhin auf ein moderates, aber positives Wachstum hin. Die Wachstumsverlangsamung spiegelt in erster Linie die herrschende Welthandelsschwäche in einem Umfeld länger anhaltender globaler Unsicherheiten wider, die vor allem das verarbeitende Gewerbe im Eurogebiet beeinträchtigen. Unterdessen zeigen sich der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe nach wie vor widerstandsfähig, und das Wachstum im Eurogebiet wird auch von den günstigen Finanzierungsbedingungen, erneuten Beschäftigungszuwächsen und steigenden Löhnen, dem auf Euroraumebene leicht expansiven fiskalischen Kurs und dem anhaltenden, wenngleich etwas verlangsamten weltweiten Wirtschaftswachstum getragen.

**Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2019.** Das jährliche reale BIP wird demzufolge im laufenden Jahr um 1,1 %, im kommenden Jahr um 1,2 % und 2021 um 1,4 % wachsen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2019 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für die Jahre 2019 und 2020 nach unten korrigiert. Bei den Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken. Diese betreffen in erster Linie länger anhaltende Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, die zunehmende Gefahr von Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den Schwellenländern.

**Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im August 2019 auf 1,0 % und blieb damit gegenüber Juli unverändert.** Der geringere Anstieg der Energiepreise wurde durch einen stärkeren Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln ausgeglichen, während die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerungsrate konstant blieb. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation zunächst zurückgehen und gegen Ende des Jahres wieder anziehen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin insgesamt verhalten, und die Indikatoren der Inflationserwartungen liegen auf niedrigem Niveau. Obwohl der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den

Arbeitsmärkten an Stärke und Breite gewonnen hat, wirkt er langsamer auf die Inflation durch als bisher erwartet. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und dem robusten Lohnwachstum dürfte sich die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht erhöhen.

**Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019, denen zufolge sich die jährliche HVPI-Inflation im Euroraum 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,0 % und 2021 auf 1,5 % belaufen wird.** Gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2019 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg nach unten korrigiert. Grund hierfür waren niedrigere Energiepreise und das von einem schwächeren Wachstum geprägte Umfeld. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte im laufenden Jahr bei 1,1 %, im kommenden Jahr bei 1,2 % und im Jahr 2021 bei 1,5 % liegen.

**Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge erhöhte sich im Juli 2019 deutlich, während die Buchkredite an den privaten Sektor weitgehend unverändert blieben.** Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 beschleunigte sich von 4,5 % im Juni auf 5,2 % im Juli 2019. Das robuste Wachstum ist auf die fortdauernde Bankkreditvergabe an den privaten Sektor und die geringen Opportunitätskosten des Haltens von Komponenten der Geldmenge M3 zurückzuführen. Ferner zeigte sich das M3-Wachstum angesichts des Auslaufens des automatischen Beitrags der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und einer sich abschwächenden Wirtschaftsdynamik weiterhin widerstandsfähig. Zugleich stützten die günstigen Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken nach wie vor die Darlehensvergabe und damit auch das Wirtschaftswachstum. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war im Juli 2019 mit 3,9 % unverändert. Die vom EZB-Rat beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen, darunter die stärker akkommodierenden Bedingungen der neuen Reihe vierteljährlicher gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), werden zur Wahrung der günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken beitragen und den Zugang insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln weiter unterstützen.

**Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte den Projektionen zufolge leicht expansiv ausfallen und somit in gewissem Maße die Konjunktur stützen.** Vor allem aufgrund weiterer Senkungen der direkten Steuern und der Sozialbeiträge in den meisten größeren Ländern des Euroraums wird der Kurs in den kommenden beiden Jahren weiterhin leicht expansiv ausfallen. Angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten und der nach wie vor ausgeprägten Abwärtsrisiken sollten Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügen, zeitnah wirksame Maßnahmen ergreifen. In Ländern mit einer hohen Staatsverschuldung müssen die Regierungen durch eine umsichtige Politik ein Umfeld schaffen, in dem die automatischen Stabilisatoren frei wirken können.

## Geldpolitische Beschlüsse

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

- Erstens wurde der Zinssatz für die Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf -0,50 % gesenkt. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden unverändert bei 0,00 % bzw. 0,25 % belassen. Der EZB-Rat geht inzwischen davon aus, dass die Leitzinsen der EZB so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass sich die Inflationsaussichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe bei, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.
- Zweitens werden die Nettoankäufe im Rahmen des APP ab dem 1. November in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € wieder aufgenommen. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Nettoankäufe so lange fortgesetzt werden, wie es zur Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt.
- Drittens werden die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP 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 weiterhin vollumfänglich wieder angelegt, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.
- Viertens beschloss der EZB-Rat, die Modalitäten der GLRG III zu ändern, um die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechtzuerhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter zu unterstützen. Der Zinssatz für die einzelnen Geschäfte wird nun auf dem Niveau des durchschnittlichen Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Laufzeit des jeweiligen GLRG festgesetzt. Für Banken, deren anrechenbare Nettokreditvergabe eine Referenzgröße überschreitet, wird der Zinssatz für die GLRG III niedriger sein, wobei der während der Laufzeit des Geschäfts geltende durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität die Untergrenze darstellt. Die Laufzeit der Geschäfte wird von zwei auf drei Jahre verlängert.
- Fünftens beschloss der EZB-Rat zur Unterstützung der bankbasierten Transmission der Geldpolitik die Einführung eines zweistufigen Systems für die Verzinsung der Reserveguthaben, bei dem ein Teil der Überschussliquidität der Banken vom negativen Einlagesatz befreit wird.

Der EZB-Rat fasste diese Beschlüsse als Reaktion darauf, dass die Inflation kontinuierlich hinter seinem Ziel zurückbleibt. Mit diesem umfangreichen Maßnahmenpaket setzt die EZB substanzielle geldpolitische Impulse, um sicherzustellen, dass die Finanzierungsbedingungen sehr günstig bleiben und das Wachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und damit die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats unterstützen. Der EZB-Rat unterstrich abermals die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum. Er ist nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähert.



## 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

*Das Weltwirtschaftswachstum hat sich im ersten Halbjahr 2019 aufgrund einer sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachtenden langsameren konjunkturellen Gangart verringert. Dies steht im Einklang mit umfragebasierten Indikatoren, die auf eine weltweit verhaltene wirtschaftliche Aktivität hindeuten. Dabei schwächte sich die Konjunktur im Dienstleistungssektor zwar ab, doch gingen von ihr nach wie vor positive Wachstumsimpulse aus, während die Dynamik im globalen verarbeitenden Gewerbe gedämpft blieb. Den Projektionen zufolge wird sich das weltwirtschaftliche Wachstum im laufenden Jahr verlangsamen. Grund hierfür ist zum einen die Flaute im verarbeitenden Gewerbe, die aus den weltweit rückläufigen Investitionen resultiert. Zum anderen spielt aber auch die zunehmende Unsicherheit in Bezug auf politische Maßnahmen und das politische Umfeld eine Rolle, die mit dem Brexit und der erneuten Verschärfung der Handelsspannungen zwischen den Vereinigten Staaten und China zusammenhängt. Diese widrigen Umstände dürften die Weltwirtschaft und den Welthandel im laufenden und im kommenden Jahr belasten, wenngleich zu erwarten ist, dass sich die jüngsten politischen Maßnahmen in einem gewissen Umfang stützend auswirken. Im Ergebnis ist laut den Projektionen davon auszugehen, dass sich das globale Wachstum mittelfristig stabilisiert, wobei es sich allerdings auf einem Niveau unterhalb der vor der Krise verzeichneten durchschnittlichen Rate einpendeln wird. Der Welthandel wird sich den Erwartungen gemäß in diesem Jahr merklich abkühlen und sich dann auf mittlere Sicht erholen. Im Vergleich zur Konjunktur wird er sich indes nach wie vor verhaltener entwickeln. Unterdessen sollte sich der globale Inflationsdruck weiter in Grenzen halten, während die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft zugleich gestiegen sind.*

### Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

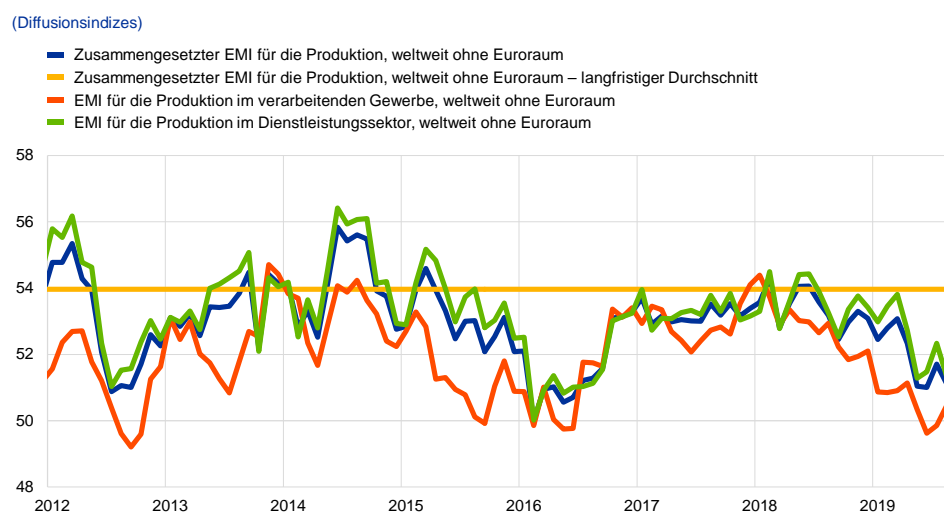
#### **Das Weltwirtschaftswachstum hat sich im ersten Halbjahr 2019 abgeschwächt.**

Aufgrund temporärer Faktoren in einigen Ländern (z. B. positiver Beiträge des Außenhandels und der Vorratsveränderungen in den Vereinigten Staaten sowie eines Lageraufbaus im Vereinigten Königreich im Vorfeld des ersten Brexit-Termins) konnte sich das Wachstum des realen BIP in den meisten Industrieländern im ersten Quartal relativ gut behaupten. Im zweiten Vierteljahr, als die Wirkung dieser Faktoren nachließ, kam es zu einer Verlangsamung des Wachstums. In den Vereinigten Staaten, wo sich die Importe stabilisierten, wurde das Wachstum trotz der fiskalischen Stützungsmaßnahmen und eines robusten privaten Konsums durch den negativen Außenbeitrag beeinträchtigt. Unterdessen sank die Wachstumsrate im Vereinigten Königreich im zweiten Jahresviertel in den negativen Bereich, was unter anderem rückläufigen Investitionen zuzuschreiben war. In China zeigte sich die Konjunktur im ersten Halbjahr aufgrund solider privater Konsumausgaben weiterhin stabil, während das Wachstum in einigen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften im ersten Quartal ins Stocken geriet. Ausschlaggebend hierfür waren negative idiosynkratische Faktoren in einigen Ländern (z. B. die Dammbruchkatastrophe in Brasilien und die Kontamination einer Öl-Pipeline in Russland), aber auch beständigere nachteilige

Faktoren wie eine erhöhte innenpolitische Unsicherheit (in Mexiko und Brasilien). Im zweiten Jahresviertel erhöhte sich das Wachstum wieder, da einige dieser negativen Gegebenheiten nachließen und die Wirtschaftstätigkeit in manchen anderen Ländern weiter zunahm (etwa in der Türkei infolge eines kräftigen privaten Konsums und eines positiven Außenbeitrags).

**Umfrageindikatoren deuten nach wie vor auf eine verhaltene globale Konjunktorentwicklung hin.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) gab im zweiten Quartal 2019 weiter nach und sank im August – nach einem geringfügigen Anstieg im Juli – erneut. Der im ersten Halbjahr verzeichnete Rückgang war über fortgeschrittene und aufstrebende Volkswirtschaften hinweg breit angelegt, wengleich der zusammengesetzte EMI für die Schwellenländer zuletzt eine leichte Aufwärtstendenz erkennen ließ. Die weltweite Aktivität im Dienstleistungssektor, der sich um die Jahreswende insgesamt als stabiler erwiesen hatte, verlangsamte sich im zweiten Quartal ebenfalls und sank im August nochmals. Sie liegt jedoch nach wie vor über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Im verarbeitenden Gewerbe ist seit einem Jahr weltweit eine rückläufige Entwicklung zu beobachten. Nachdem es im Juni und Juli zu einer Kontraktion (d. h. einem Wert von unter 50) gekommen war, war im August eine Erholung mit einem Ergebnis oberhalb der neutralen Marke zu verzeichnen (siehe Abbildung 1).

**Abbildung 1**  
Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2019. Der langfristige Durchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 1999 bis August 2019.

**Die globalen Finanzierungsbedingungen waren in den letzten Monaten einigen Schwankungen unterworfen.** Seit dem Abschluss der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2019 unterlagen die Preise risikoreicher Vermögenswerte angesichts widersprüchlicher Signale gewissen Schwankungen. Einerseits führten die Hoffnung auf ein bilaterales Handelsabkommen zwischen den USA und China und die Erwartung einer weiteren

Akkommodierung der Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks im Juni und Juli zu einer Erholung der Vermögenspreise. Da die Anleger Zinssenkungen antizipierten, gaben die Renditen von US- und anderen sicheren Staatsanleihen deutlich nach, während die Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern zugleich erheblich gelockert wurden. Andererseits wurde die Risikoneigung der Anleger durch die erneute Zuspitzung des Handelskonflikts zwischen den USA und China Anfang August sowie den Hinweis des Offenmarktausschusses der US-Notenbank Fed, dass die Zinssenkung vom Juli nicht den Beginn eines Lockerungszyklus markiere, geschmälert. Dies führte zu großen Verlusten an den internationalen Aktienmärkten, während die Renditen wichtiger Staatsanleihen infolge der sinkenden Laufzeitprämien weiter zurückgingen. Die Finanzmarktbedingungen sind trotz der jüngsten Risikoaversionsphase sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern nach wie vor locker.

**Das Weltwirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge im laufenden Jahr abschwächen.** Dabei wird die globale Konjunktur weiterhin von einer Reihe negativer Faktoren belastet. So wird erwartet, dass die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe weltweit verhalten bleibt. Entscheidend hierfür ist vor allem das rückläufige Wachstum der globalen Investitionen und der Rückgang des Konsums von Gebrauchsgütern, auf die ein Großteil der Produktion im verarbeitenden Gewerbe entfällt. Es ist wenig wahrscheinlich, dass das Investitionswachstum weltweit wieder Fahrt aufnimmt, da die Unsicherheit im Zusammenhang mit den zukünftigen internationalen Handelsbeziehungen steigt. Aus neueren Analysen geht hervor, dass die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit und ungünstige Nachfrageschocks das Investitionswachstum im zweiten Halbjahr 2018 und zu Beginn des Jahres 2019 weltweit beeinträchtigt haben.<sup>1</sup> In Anbetracht der sich abschwächenden weltwirtschaftlichen Entwicklung haben politische Entscheidungsträger auf der ganzen Welt unterstützende Maßnahmen eingeleitet, um die negativen Auswirkungen der Konjunkturreinübung abzufedern. In China dürften die fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen, die der nachlassenden Inlandsnachfrage entgegenwirken sollen, ihre Wirkung weitgehend in der zweiten Jahreshälfte entfalten. In den Vereinigten Staaten hat das Federal Reserve System beschlossen, den Leitzins zur Stärkung des laufenden Konjunkturaufschwungs zurückzunehmen. Weitere begünstigende Faktoren waren dort die umfangreichen prozyklischen Fiskalimpulse und die jüngste Einigung auf neue Obergrenzen für öffentliche Ausgaben. Auch in mehreren anderen Ländern, beispielsweise in Australien, Brasilien, Südkorea, Indonesien, Indien und der Türkei, wurde die Geldpolitik gelockert.

**In der Vorausschau dürfte sich das globale Wachstum auf mittlere Sicht allmählich erholen, aber unter dem langfristigen Durchschnitt bleiben.** Die Entwicklung des Weltwirtschaftswachstums wird im Wesentlichen von drei Faktoren bestimmt. So dürfte sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften die konjunkturelle Dynamik abschwächen, denn vor dem Hintergrund positiver Produktionslücken und niedriger Arbeitslosenquoten in wichtigen Volkswirtschaften werden Kapazitätsengpässe zunehmend zum Hindernis, und der stützende Effekt öffentlicher

---

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

Maßnahmen wird den Erwartungen zufolge gegen Ende des Projektionshorizonts allmählich nachlassen. Außerdem dürften sich die fortschreitende Abkühlung der Konjunktur in China und die Fokusverlagerung der chinesischen Wirtschaft von Investitionen hin zum Konsum negativ auf das globale Wachstum und insbesondere auf den Handel auswirken. Zugleich wird erwartet, dass der Beitrag der Schwellenländer (ohne China) zum globalen Wachstum, wenngleich immer noch positiv, schwächer ausfällt als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2019 unterstellt. Dies ist auf aktuelle Daten zurückzuführen, die darauf hindeuten, dass die projizierte Erholung von den vorangegangenen Rezessionen langsamer vonstattengeht als bislang angenommen wurde. Obwohl die jüngsten Finanzmarktspannungen in Argentinien bisher nicht auf andere Schwellenländer übergreifen haben, weisen sie doch auf die Fragilität der konjunkturellen Erholung einiger Schwellenländer hin. Alles in allem dürfte sich das globale Expansionstempo unterhalb der vor der Finanzkrise 2007-2008 verzeichneten Zuwachsraten einpendeln.

**Was die Entwicklung in den Vereinigten Staaten betrifft, so sollte die Konjunktur trotz des Gegenwinds, der sich aus dem Handelsstreit mit China und dem ungünstigeren außenwirtschaftlichen Umfeld ergibt, auf kurze Sicht robust bleiben.**

Vor dem Hintergrund einer guten Arbeitsmarktlage und hoher Konsumausgaben hat sich die US-Wirtschaft bislang stabil entwickelt. Die vom Kongress Ende Juli verabschiedete Anhebung der Ausgabengrenzen für das Haushaltsjahr 2020/2021 und eine zweijährige Aussetzung der staatlichen Schuldenobergrenze werden dem Wachstum ebenfalls zugutekommen. Auch die finanziellen Bedingungen sind immer noch günstig. Nach einem jährlichen Anstieg des realen BIP von 3,1 % im ersten Quartal 2019 verlangsamte sich das Wachstum im zweiten Vierteljahr auf 2,0 %. Hierin zeigte sich die nachlassende Wirkung der temporären Faktoren (z. B. der positiven Beiträge der Lagerbestände und des Importrückgangs). Indessen ging vom privaten Konsum und von den staatlichen Ausgaben weiterhin ein insgesamt positiver Konjunkturreffekt aus. Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Gesamtinflation erhöhte sich im Juli leicht und lag nach 1,6 % im Juni bei zuletzt 1,8 %. Grund hierfür war vor allem die Entwicklung der Kerninflation, wohingegen die Energiepreise sanken. Der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel beschleunigte sich im Juli geringfügig auf 2,2 %. Den Prognosen zufolge wird das Wirtschaftswachstum allmählich auf die Potenzialrate von knapp unter 2 % zurückkehren, während sich die VPI-Inflation auf mittlere Sicht bei über 2 % halten dürfte.

**Die Wirtschaft in China befindet sich nach wie vor auf einem Pfad der allmählichen Wachstumsabschwächung.** Im zweiten Quartal 2019 verringerte sich das jährliche BIP-Wachstum auf 6,2 %, nachdem es im ersten Jahresviertel noch 6,4 % betragen hatte. Dies war auf einen verhaltenen privaten Konsum zurückzuführen, der nur teilweise durch eine Zunahme der Investitionen kompensiert wurde. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte das Wachstum in den Jahren 2020 und 2021 weiter verlangsamen. Indessen wurden mit Blick auf die jüngste Eskalation im Handelsstreit noch keine zusätzlichen Konjunkturmaßnahmen angekündigt. Insgesamt manifestieren sich in der konjunkturellen Eintrübung die Folgen der früheren Bemühungen um einen Abbau des Verschuldungsgrads zur

Begrenzung der finanziellen Risiken, der Fokus der Regierung auf eine Neuausrichtung der Wirtschaft weg von Investitionen und die Auswirkungen der anhaltenden Handelsspannungen mit den USA. Fortschritte bei der Umsetzung von Strukturreformen dürften einen geordneten Übergang zu einem moderateren, weniger von Investitionen und Exporten abhängigen Wachstumspfad ermöglichen.

#### **Das Wachstum in Japan weist nach wie vor eine gedämpfte Grunddynamik auf.**

Im zweiten Vierteljahr 2019 belief es sich auf 0,4 % zum Vorquartal und fiel damit besser aus als erwartet. Dies war hauptsächlich einer Reihe vorübergehender Faktoren zu verdanken, darunter höhere Konsumausgaben anlässlich der Feiertagsperiode um die „Goldene Woche“ und vermehrte Gebrauchsgüterkäufe. Letztere dürften teilweise auf eine vorgezogene Nachfrage im Vorfeld der für Oktober 2019 vorgesehenen Verbrauchsteueranhebung zurückgehen. Das Exportgeschäft entwickelte sich indes weiter verhalten. Zudem verschlechterten sich die Industrieproduktion und das Geschäftsklima im verarbeitenden Gewerbe vor dem Hintergrund einer schwächer werdenden Auslandsnachfrage und anhaltender politischer Unsicherheit. Vom Außenhandel ging derweil ein negativer Wachstumsimpuls aus, wobei die Exporte keine Veränderung zeigten, während die Importe nach der im Vorquartal beobachteten Schwäche wieder zulegten. Zwar steht der kurzfristige Wachstumsverlauf im Zeichen der geplanten Verbrauchsteuererhöhung, die im dritten Quartal vorgezogene Konsumausgaben und danach entsprechende Einbußen mit sich bringen sollte, doch dürfte die Konjunktur anschließend wieder ihren moderaten Wachstumspfad fortsetzen.

#### **Im Vereinigten Königreich kam es im zweiten Quartal 2019 zu einer Kontraktion des realen BIP-Wachstums, wofür in erster Linie die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit verantwortlich war.**

Das reale BIP-Wachstum weist seit Jahresbeginn eine gewisse Volatilität auf, was vor allem auf einen veränderten Verlauf der Wirtschaftsentwicklung in Verbindung mit dem ursprünglichen EU-Austrittstermin am 29. März zurückzuführen ist. Nachdem das reale BIP im ersten Jahresviertel um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen war, schrumpfte es im zweiten Vierteljahr um 0,2 %. Dies war das erste Quartal mit einer negativen Wachstumsrate seit 2012. Dahinter verbargen sich geringere Investitionen sowie eine Umkehr des im ersten Quartal verzeichneten kräftigen Lageraufbaus nach dem kurzfristig gewährten Aufschub des Austrittstermins. Trotz einer markanten Abwertung des Pfund Sterling seit Jahresbeginn 2019 gingen die Exporte im zweiten Vierteljahr um 3,3 % zurück. Der Außenbeitrag fiel allerdings weiterhin positiv aus, da die Einfuhren, und hier insbesondere die Warenimporte aus der EU, sogar noch stärker sanken als die Ausfuhren (-12,9 % zum Vorquartal). Der binnenwirtschaftliche Konsum legte im zweiten Quartal weiter kräftig zu (um 0,5 % gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel) und wurde zum Teil durch das stärkere Wachstum der Reallöhne gestützt. Umfragebasierte Daten deuten darauf hin, dass sich das konjunkturelle Tempo im kommenden Quartal erneut leicht verringern wird. Der jährliche Anstieg des VPI beschleunigte sich im zweiten Jahresviertel moderat auf 2,0 % und im Juli weiter auf 2,1 %. Dies war im Wesentlichen den zuletzt noch ungünstigeren Wechselkursbewegungen zuzuschreiben. Die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit den Modalitäten des EU-Austritts hat sich unlängst auch in einer weiteren Volatilität des Pfund Sterling gezeigt und dürfte mit

Blick auf die Realwirtschaft zu neuerlichen Schwankungen des vierteljährlichen realen BIP-Wachstums sowie einem mittelfristig gedämpften Wirtschaftswachstum führen.

**Für die mittel- und osteuropäischen Länder wird über den Projektionszeitraum ein anhaltend robustes Wachstum projiziert, wenngleich es moderater ausfallen dürfte als im vergangenen Jahr.** Die solide Entwicklung der privaten Konsumausgaben, die durch die gute Arbeitsmarktlage gestützt wird, dürfte die Konjunktur in nächster Zeit beflügeln. Die Investitionen werden sich den Vorhersagen nach zwar weiterhin kräftig ausweiten, allerdings wird sich der Zuwachs angesichts einer weiter fortgeschrittenen Phase im Zyklus der EU-Haushaltsmittel etwas abschwächen. Zudem werden die konjunkturellen Aussichten in dieser Region durch die Verlangsamung des Welthandels getrübt. Auf mittlere Sicht dürfte sich das Wachstumstempo in diesen Ländern weiter in Richtung des Potenzialniveaus verringern.

**Der Konjunkturausblick für die großen rohstoffexportierenden Länder lässt auf ein gedämpftes Wachstum schließen.** In Russland wurde die Wirtschaftsentwicklung im zweiten Quartal durch die Einspeisung verunreinigten Öls in eine wichtige Export-Pipeline belastet, was zu erheblichen Beeinträchtigungen in der Lieferkette führte. Auch wenn es sich hierbei um ein vorübergehendes Phänomen handelt, wird es sich auf das Wachstum im laufenden Jahr auswirken. Dieses wurde bereits durch einen unerwartet deutlichen Einbruch im ersten Jahresviertel in Mitleidenschaft gezogen, der wiederum durch die schleppenden Investitionen, den schwachen Außenbeitrag und die spürbare Abwärtskorrektur der historischen Daten bedingt war. Die Wachstumsperspektiven in Russland werden im weiteren Verlauf durch die Entwicklungen an den globalen Ölmärkten, die Durchführung finanz- und strukturpolitischer Maßnahmen und die internationalen Sanktionen, denen das Land derzeit unterliegt, bestimmt. Infolgedessen dürfte sich das Wachstum mittelfristig leicht abschwächen. In Brasilien wird das Wirtschaftswachstum den Projektionen zufolge verhalten bleiben, was auf die Unsicherheit mit Blick auf die Rentenreformen und Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zurückzuführen ist. Die aufgrund eines Bergbauunglücks zu Jahresbeginn aufgetretenen idiosynkratischen Schocks wirkten sich ebenfalls wachstumshemmend aus. Die zögerliche Inlandsnachfrage und eine anhaltende Unsicherheit bremsen im Zusammenspiel mit beträchtlichen Kapazitätsreserven eine dynamischere Entwicklung der Investitionen als Reaktion hierauf und wirken sich negativ auf das Vertrauen aus.

**In der Türkei übertraf die konjunkturelle Entwicklung im ersten Halbjahr 2019 die Erwartungen merklich.** Nachdem die Wirtschaft im Schlussquartal 2018 deutlich geschrumpft war, erholte sie sich Anfang 2019 aufgrund umfangreicher fiskalischer Stimulierungsmaßnahmen vor den Kommunalwahlen im März wieder. Obwohl der fiskalpolitische Impuls langsam abklang, expandierte die Wirtschaft im zweiten Vierteljahr weiterhin in einem soliden Tempo, da die Konsumausgaben der privaten Haushalte robust waren und der Außenbeitrag positiv ausfiel. Demgegenüber verringerten sich die Investitionen infolge der erhöhten politischen Unsicherheit und der verschärften Finanzierungsbedingungen abermals spürbar. Im übrigen

Jahresverlauf 2019 wird das Wachstum den Erwartungen zufolge nachgeben und zum Ende des Projektionszeitraums allmählich wieder anziehen.

**Der Welthandel schwächte sich in der ersten Jahreshälfte erheblich ab.** Das Wachstum des internationalen Handels kehrte sich im ersten Quartal ins Minus und blieb auch im zweiten Jahresviertel verhalten. Die Flaute wird größtenteils durch die nachlassende Industriekonjunktur, die erhöhten Handelsspannungen und in gewissem Umfang durch einen schwächeren Technologiezyklus in Asien<sup>2</sup> bestimmt. Der Einbruch des Welthandels betraf nahezu alle Länder. Zurückzuführen war diese Entwicklung auf einmalige Faktoren (beispielsweise die vorübergehend schwache Inlandsnachfrage in den USA aufgrund des partiellen Verwaltungsstillstands im ersten Vierteljahr sowie einen Rückgang der Einfuhren des Vereinigten Königreichs im zweiten Jahresviertel infolge der Bemühungen um eine Vorratsaufstockung im vorangegangenen Quartal), aber auch auf die träge Handelstätigkeit innerhalb Asiens. Letzteres scheint mit der Verlangsamung der inländischen Nachfrage in China zusammenzuhängen, deren Auswirkungen durch umfangreiche Verflechtungen über regionale Wertschöpfungsketten zu spüren sind. Daten des CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis zufolge verringerte sich das Volumen der weltweiten Wareneinfuhren (ohne Eurogebiet) im Juni im Dreimonatsvergleich um 0,6 %, womit die nach wie vor verhaltene Handelsdynamik im zweiten Quartal bestätigt wurde (siehe Abbildung 2). Umfrageindikatoren zum Auftragseingang im Exportgeschäft zeigen erneut eine weitere Eintrübung an, weshalb auf kurze Sicht mit einer Fortsetzung der derzeitigen Schwäche des Welthandels zu rechnen ist.

**Seit August hat sich der Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China merklich verschärft.** Nach bilateralen Gesprächen mit den chinesischen Behörden kündigten die USA Anfang August an, Zölle in Höhe von 10 % auf US-Importe aus China im Wert von rund 300 Mrd USD zu verhängen. Diese Zölle werden in zwei Schritten jeweils am 1. September und am 15. Dezember eingeführt. Die chinesischen Behörden reagierten zunächst lediglich mit der Ankündigung ähnlicher Vergeltungsmaßnahmen und beschlossen, die Einfuhr von Agrarprodukten aus den USA auszusetzen. Gegen Ende August wurden jedoch weitere Gegenmaßnahmen bekannt gegeben, nämlich die Erhebung zusätzlicher Zölle in Höhe von 5 % bzw. 10 % auf Importe Chinas aus den USA im Umfang von 75 Mrd USD sowie die Wiederinkraftsetzung zuvor ausgesetzter Zölle auf Kraftfahrzeuge und Autoteile. Dieser Schritt löste eine neuerliche Eskalation aus, da die Vereinigten Staaten weitere Zölle von 5 % auf sämtliche US-Einfuhren aus China ankündigten (im Wert von etwa 550 Mrd USD).<sup>3</sup> Diese erneute Verschärfung des Handelsstreits zwischen den beiden Staaten wird Weltwirtschaft und Welthandel belasten. Zugleich bleiben andere Handelsfragen ebenfalls ungeklärt. So hat die US-Regierung ihre Entscheidung über mögliche Zollerhöhungen auf Kraftfahrzeug-Importe bis Mitte November dieses Jahres verschoben. Die im

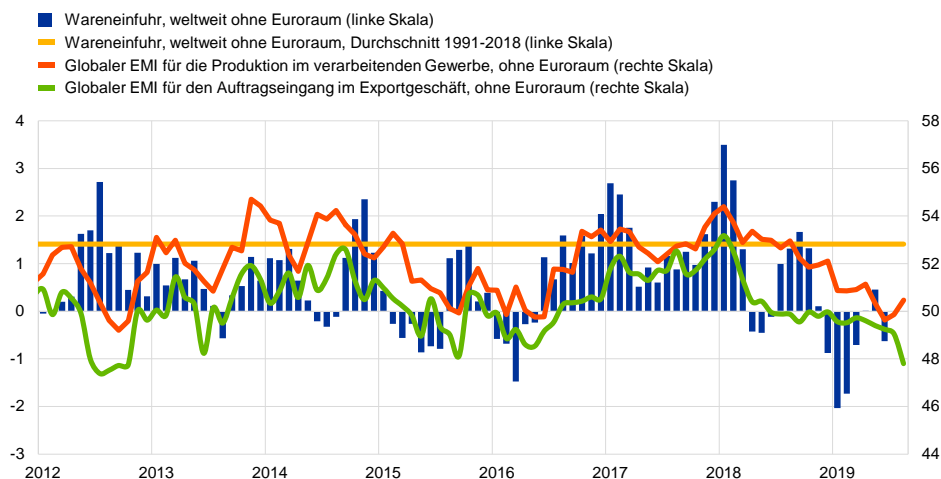
<sup>2</sup> Siehe hierzu auch: EZB, [Was bedeutet die zunehmende Reife des Technologiezyklus für die Weltkonjunktur?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2019, April 2019.

<sup>3</sup> Da diese neue Zollrunde erst nach Redaktionsschluss bekannt gegeben wurde, wurde sie in der Basisprognose der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 nicht berücksichtigt. In beiden Ländern führt die jüngste Zuspitzung zu einem pauschalen Anstieg der Einfuhrzölle. Die zusätzlichen US-Zölle in Höhe von 5 % auf Importe aus China treten am 1. September, am 15. Oktober (statt am 1. Oktober, wie zunächst angekündigt worden war) bzw. am 15. Dezember in Kraft.

Juli 2018 angekündigten Verhandlungen mit der EU über ein neues Handelsabkommen laufen unterdessen weiter.

## Abbildung 2 Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit

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



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

**Das Weltwirtschaftswachstum wird sich den Projektionen zufolge in diesem Jahr abschwächen und auf mittlere Sicht nur allmählich erholen.** Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 wird das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Eurogebiet) von 3,8 % im vergangenen auf 3,1 % im laufenden Jahr sinken. Maßgeblich für diesen Rückgang sind vermehrte wachstumshemmende Faktoren, die im Zusammenhang mit einer hohen und noch zunehmenden Unsicherheit in Bezug auf das politische Umfeld und politische Maßnahmen zu sehen sind. Für den Zeitraum 2020-2021 wird eine Stabilisierung des Weltwirtschaftswachstums bei 3,5 % projiziert, da die (zyklische) Abkühlung in wichtigen Industrieländern und der Übergang Chinas zu einem moderateren Wachstumspfad durch eine schrittweise wirtschaftliche Belebung in mehreren großen Schwellenländern nur teilweise ausgeglichen werden dürften. Da der konjunkturelle Gegenwind die handelsintensiven Nachfragekomponenten wie etwa die Investitionen in stärkerem Maße hemmt, wird sich das Wachstum der Auslandsnachfrage des Euroraums den Projektionen zufolge dieses Jahr deutlicher verlangsamen als das der Weltwirtschaft und von 3,7 % im Jahr 2018 auf 1,0 % zurückgehen. Die weltweiten Einfuhren dürften auf mittlere Sicht allmählich zulegen. Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2019 wurden sowohl das globale BIP-Wachstum als auch der Zuwachs der Auslandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets für den Prognosehorizont nach unten revidiert. Aus geografischer Sicht sind die Korrekturen der Auslandsnachfrage des Euroraums darauf zurückzuführen, dass die Aussichten für den Handel der Schwellenländer schwächer als erwartet ausgefallen sind; dies gilt auch – wenngleich in geringerem Maße – für die Handelsaktivitäten Chinas. Zudem werden die Einfuhren einiger wichtiger Handelspartner, so auch des Vereinigten



Königreichs und anderer europäischer Länder außerhalb des Eurogebiets, perspektivisch ein langsames Wachstum verzeichnen.

**Die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft haben zuletzt zugenommen.** Eine weitere Zuspitzung der Handelskonflikte würde für den internationalen Handel und das globale Wachstum ein Risiko darstellen. Darüber hinaus könnte ein ungeordneter Brexit vor allem in Europa stärkere negative Übertragungseffekte entfalten. Zudem dürfte es schwieriger werden, einem deutlich langsameren Wachstum in China effiziente politische Stützungsmaßnahmen entgegenzusetzen, was wiederum auch eine Herausforderung für die laufende wirtschaftliche Neuausrichtung des Landes darstellen könnte. Eine Neubewertung an den Finanzmärkten könnte anfällige Schwellenländer erheblich in Mitleidenschaft ziehen, und auch eine weitere Verschärfung der geopolitischen Spannungen würde sich womöglich negativ auf die Weltwirtschaft und den Welthandel auswirken.

## Internationale Preisentwicklung

**Die seit Ende Juli beobachtete Entwicklung der Ölpreise wurde vor allem durch Bedenken hinsichtlich der weltweiten Aussichten beeinflusst.** Nachdem sich die Handelsspannungen zwischen den USA und China Anfang August abermals zugespitzt hatten, gaben die Ölnotierungen zunächst um rund 5 % nach, machten aber in der zweiten Monatshälfte wieder etwas Boden gut. Seit April wurden die Aussichten für den globalen Ölverbrauch mehrmals nach unten korrigiert. Dementsprechend erwies sich die zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Produzenten (OPEC+) vereinbarte Drosselung der Ölproduktion, die insbesondere im ersten Quartal 2019 die Preise für Rohöl gestützt hatte, als nicht ausreichend, um die Auswirkungen der Sorgen hinsichtlich der Ölnachfrage zu kompensieren. Auch der Einfluss der jüngsten geopolitischen Unsicherheiten im Nahen Osten auf die Notierungen hält sich bislang in Grenzen. Mit Blick auf die nähere Zukunft erscheinen die Risiken für die Ölpreise als weitgehend ausgewogen. Eine weiter anhaltende Schwäche der Weltwirtschaft würde auf die Preise drücken, während ein geringeres Ölangebot sie stützen würde. So haben Saudi-Arabien und Russland bereits die Möglichkeit weiterer Produktionskürzungen durch die OPEC+ in naher Zukunft angedeutet, was einen gewissen neuerlichen Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben könnte.

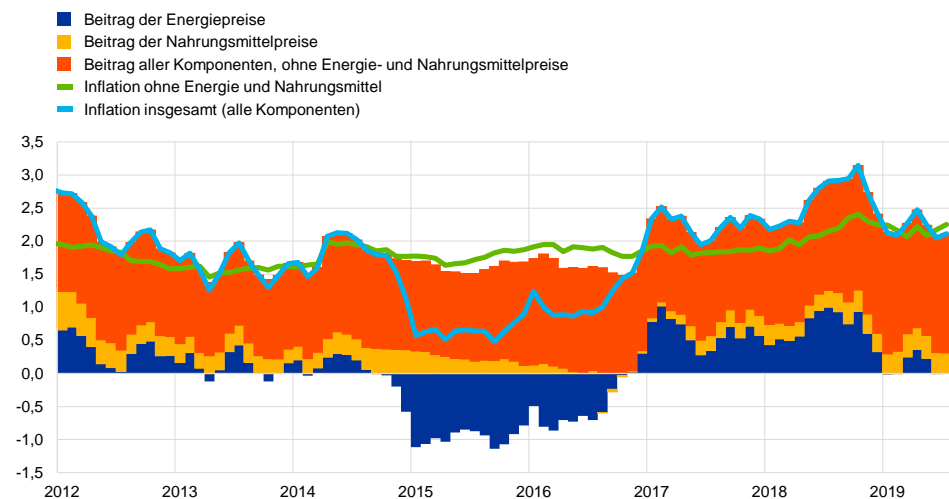
**Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 davon aus, dass die Ölnotierungen über den Projektionszeitraum hinweg sinken werden.** Vor dem Hintergrund kurzfristiger Volatilität wirkten sich Bedenken hinsichtlich der Ölnachfrage und der erneuten Verschärfung der Handelsspannungen trotz der zwischen OPEC- und anderen großen Ölproduzenten vereinbarten Drosselung der Förderung dämpfend auf die Preise für Rohöl aus. Somit waren die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2019 zugrunde gelegten Ölpreisannahmen für das laufende Jahr rund 8,3 % (bzw. für 2020 und 2021 13,4 % bzw. 10,3 %) niedriger als in den entsprechenden Projektionen des Eurosystems vom Juni 2019. Seit dem Stichtag für

die Erstellung der Projektionen vom September ist der Ölpreis jedoch leicht gestiegen; so wurde Rohöl der Sorte Brent am 5. September mit 61 USD je Barrel gehandelt.

**Der Inflationsdruck weltweit ist nach wie vor moderat.** In den Mitgliedstaaten der OECD belief sich die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate im Juli 2019 auf durchschnittlich 2,1 %, verglichen mit 2,0 % im Vormonat. Dies war einem positiven Beitrag der Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) zuzuschreiben (siehe Abbildung 3), die von 2,2 % im Juni auf zuletzt 2,3 % anzog; die Inflationsrate für Energie blieb hingegen unverändert. Die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten der wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat bisher zu einem nur moderaten Lohnwachstum geführt, was darauf hinweist, dass der Druck auf die zugrunde liegende Inflation nach wie vor gedämpft ist. Im Verlauf des Projektionszeitraums sollte er jedoch angesichts der nachlassenden Kapazitätsunterauslastung allmählich zunehmen.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2019.

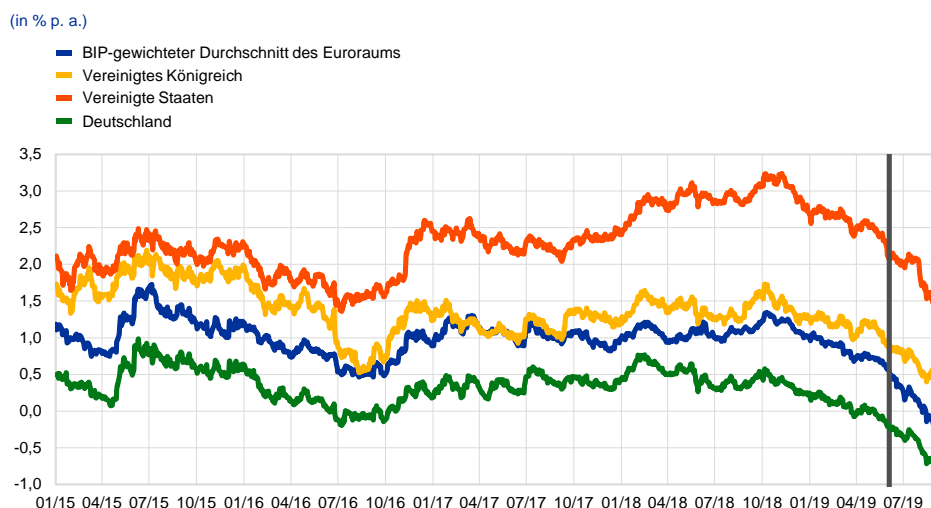
**In der Vorausschau ist zu erwarten, dass sich der globale Inflationsdruck weiterhin in Grenzen halten wird.** Der Anstieg der Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums dürfte im laufenden Jahr deutlich schwächer werden und sich auf mittlere Sicht schrittweise verlangsamen. Darin spiegelt sich der Einfluss der abwärtsgerichteten Terminpreiskurve für Öl wider, die den Aufwärtsdruck infolge der allmählich schrumpfenden weltweiten Kapazitätsreserven aufwiegen dürfte.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

Vor dem Hintergrund der am Markt herrschenden Erwartung einer weiteren geldpolitischen Akkommodierung in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit bezüglich des Welthandels sind die langfristigen risikofreien Zinssätze seit der EZB-Ratssitzung im Juni 2019 weltweit gesunken. Der Rückgang der risikofreien Zinssätze wirkte sich günstig auf die Aktienkurse und die Preise für Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet aus. Die Gewinnerwartungen der Unternehmen haben sich indes als Reaktion auf die weiterhin bestehenden Zweifel hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Aussichten etwas verschlechtert. An den Devisenmärkten blieb der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend unverändert.

**Die langfristigen Renditen gingen sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten deutlich zurück.** Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet verringerte sich im Berichtszeitraum (6. Juni bis 11. September 2019) um 55 Basispunkte auf -0,06 % (siehe Abbildung 4). Auch in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen merklich, und zwar um 38 bzw. 19 Basispunkte. Der starke Rückgang der Staatsanleiherenditen war zum Teil darauf zurückzuführen, dass in einigen großen Volkswirtschaften angesichts der erhöhten Unsicherheit im Hinblick auf die globalen Handelsbeziehungen und die allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Aussichten die Zinserwartungen neu eingeschätzt wurden.

**Abbildung 4**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



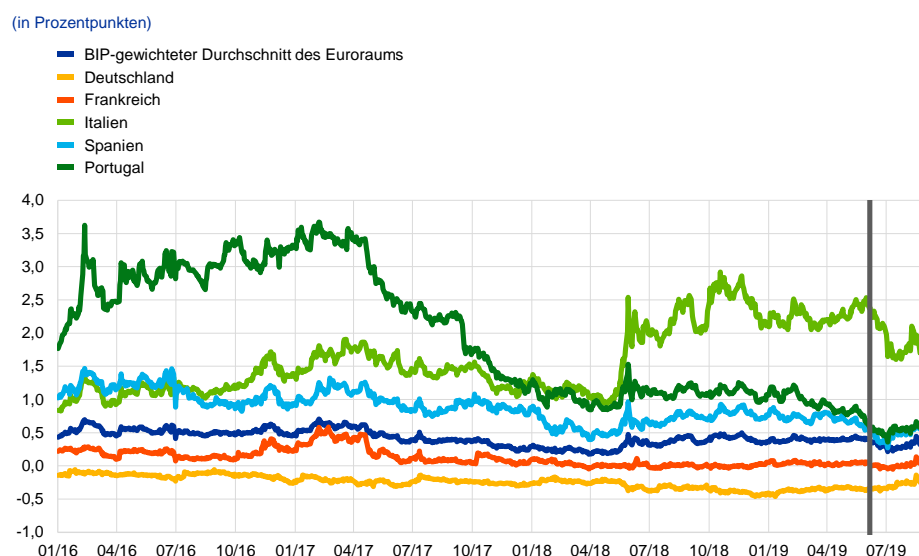
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Tageswerte. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. Juni 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2019.

**Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen und dem risikofreien OIS-Satz veränderten sich in den meisten Euro-Ländern kaum.** Die Spreads bei Staatsanleiherenditen blieben im Berichtszeitraum weitgehend stabil, mit Ausnahme italienischer Anleihen, bei denen der Renditeaufschlag im Zehnjahresbereich um 1,1 Prozentpunkte sank, nachdem die Märkte die Bildung einer neuen Regierung erwartet hatten und es darauffolgend tatsächlich zu einer Regierungsneubildung

gekommen war. Insgesamt ging der Spread zwischen der BIP-gewichteten Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet und dem zehnjährigen OIS-Satz leicht zurück und betrug am 11. September 0,26 Prozentpunkte.

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



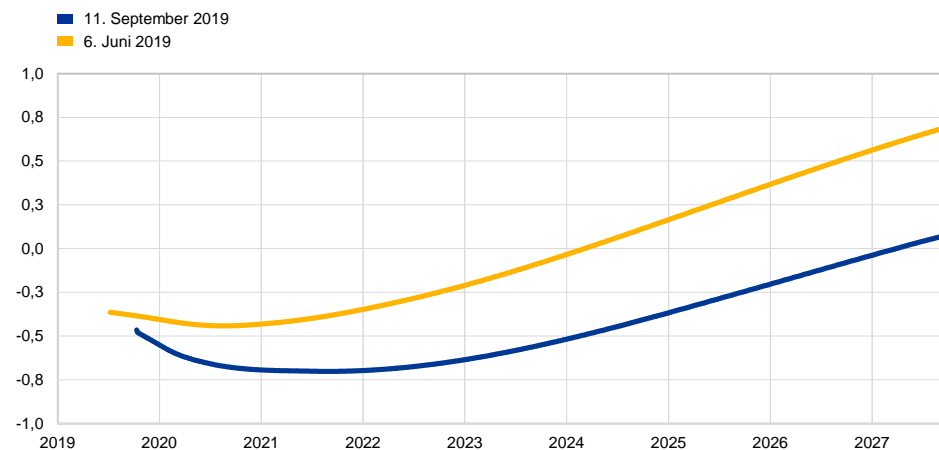
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Renditeabstand errechnet sich durch Subtraktion des zehnjährigen OIS-Satzes von der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. Juni 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2019.

**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) notierte im Berichtszeitraum bei durchschnittlich -36 Basispunkten.** Die Überschussliquidität verringerte sich um etwa 141 Mrd € auf rund 1 763 Mrd €. Zurückzuführen war dieser Rückgang in erster Linie auf eine Zunahme der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren und in geringerem Maße auf freiwillige Rückzahlungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der zweiten Reihe (GLRG II). Weitere Einzelheiten zur Entwicklung der Liquiditätsbedingungen finden sich in Kasten 2.

**Die EONIA-Terminzinskurve verschob sich nach unten und nahm in der kürzeren Frist einen deutlich inversen Verlauf an.** Am Ende des Berichtszeitraums wies die Kurve einen Tiefpunkt um das vierte Quartal 2021 auf, der annähernd 40 Basispunkte unter dem bisherigen EONIA-Niveau lag. Bei allen Zeithorizonten bis 2027 lag die Kurve nach wie vor unter null, da die Märkte mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen (siehe Abbildung 6).

**Abbildung 6**  
EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

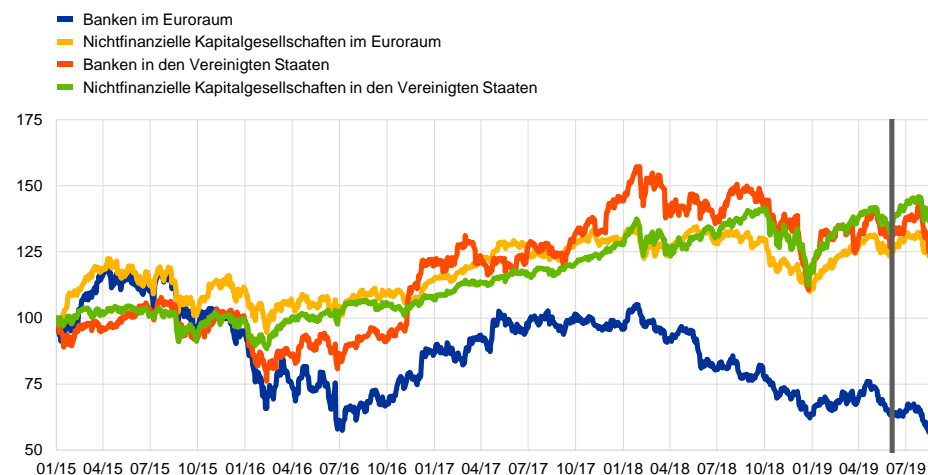
**Gestützt durch einen Rückgang der risikofreien Zinssätze zogen die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten an.**

Die Börsennotierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet legten insgesamt um 6 % zu, während sich die Kurse von Bankaktien aus dem Euroraum nur um knapp 2 % erhöhten (siehe Abbildung 7). Die unterdurchschnittliche Entwicklung der Bankaktienkurse könnte mit den generell gedämpften Gewinnerwartungen zusammenhängen, die wiederum unter anderem hohen Kostenstrukturen, der anhaltenden Anpassung der Geschäftsmodelle und den Herausforderungen im Zusammenhang mit Effizienzsteigerungen durch Digitalisierungsprozesse geschuldet sind. In den USA stiegen die Notierungen von nichtfinanziellen Unternehmen und Banken um rund 5 % bzw. 4 %. Weltweit wurden die Aktienkurse von dem erheblichen Rückgang der risikofreien Zinssätze getragen. Ein gewisser gegenläufiger Effekt ging jedoch vom Anstieg der Risikoprämien aus, der durch die erhöhte Unsicherheit bezüglich des Welthandels sowie einige (möglicherweise angesichts bestehender Zweifel hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Aussichten vorgenommene) Abwärtskorrekturen der Gewinnerwartungen von Unternehmen bedingt war.

## Abbildung 7

### Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

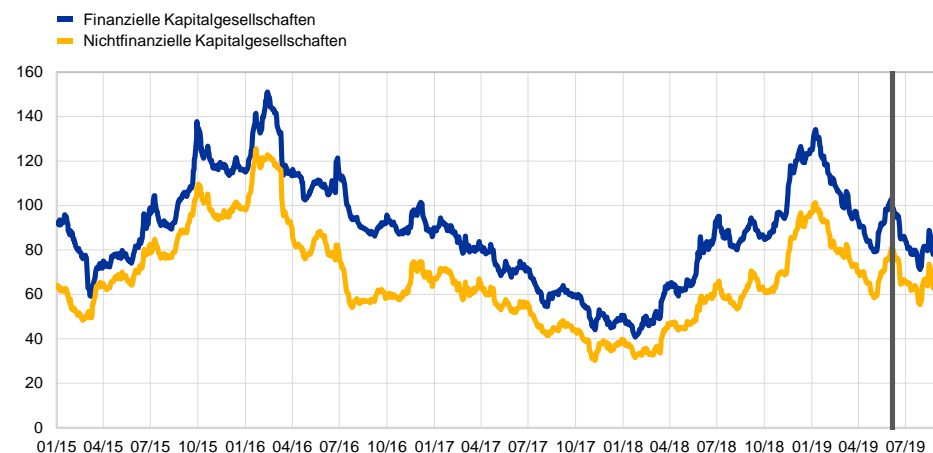
Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. Juni 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2019.

**Bei den Renditeabständen von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum war ein leichter Rückgang zu verzeichnen.** Insgesamt hat sich der Renditeaufschlag von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet gegenüber dem risikofreien Satz um rund 5 Basispunkte auf 74 Basispunkte verringert (siehe Abbildung 8). Auch die Renditen von Anleihen des Finanzsektors sanken, wodurch ihr Abstand zum risikofreien Satz um etwa 10 Basispunkte schrumpfte. Beide Spreads entsprechen nach wie vor weitgehend ihrem seit Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) im März 2016 verzeichneten Durchschnitt, wobei die jüngsten Rückgänge mit der Erwartung weiterer geldpolitischer Maßnahmen der EZB zusammenhängen könnten.

## Abbildung 8

### Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. Juni 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2019.

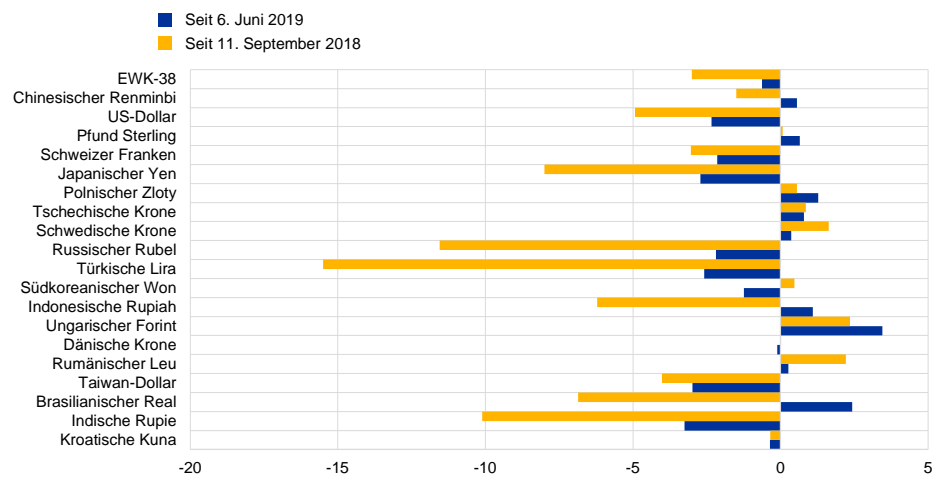
#### An den Devisenmärkten blieb der Euro in handelsgewichteter Rechnung

**weitgehend unverändert** (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, sank im Betrachtungszeitraum um 0,6 %. Der Euro verlor zum US-Dollar (2,3 %), zum japanischen Yen (2,7 %) und zum Schweizer Franken (2,1 %) an Wert. Auch in Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer gab die Gemeinschaftswährung nach. Gegenüber dem chinesischen Renminbi wertete der Euro um 0,6 % auf und glich damit die schwächeren Ergebnisse vom Juli wieder aus. Zudem konnte er sich zum brasilianischen Real und zur indonesischen Rupiah, aber auch zum Pfund Sterling (um 0,6 %) und den Währungen der meisten EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums behaupten.

## Abbildung 9

### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-38“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 11. September 2019.



## 3 Konjunktorentwicklung

*Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet schwächte sich im zweiten Quartal 2019 ab und wies damit wieder die im Vorjahr beobachtete moderate Dynamik auf. Im Quartalsvergleich verlangsamte sich das Wachstum des realen BIP im Euroraum im zweiten Jahresviertel 2019 auf 0,2 %. Gestützt wurde es in erster Linie durch die gestiegene Binnennachfrage, während der Außenbeitrag wachstumsdämpfend wirkte. Für die Zukunft deuten die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse auf eine verhaltene Dynamik hin. Laut den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2019 wird das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr 1,1 % und im kommenden Jahr 1,2 % betragen und sich anschließend bis 2021 allmählich auf 1,4 % erhöhen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Juni 2019 wurden die Aussichten für das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet für die Jahre 2019 und 2020 nach unten korrigiert. Grund hierfür ist die Eintrübung des kurzfristigen Ausblicks, der von schwächeren Vertrauensindikatoren und anhaltenden globalen Unsicherheiten geprägt ist.*

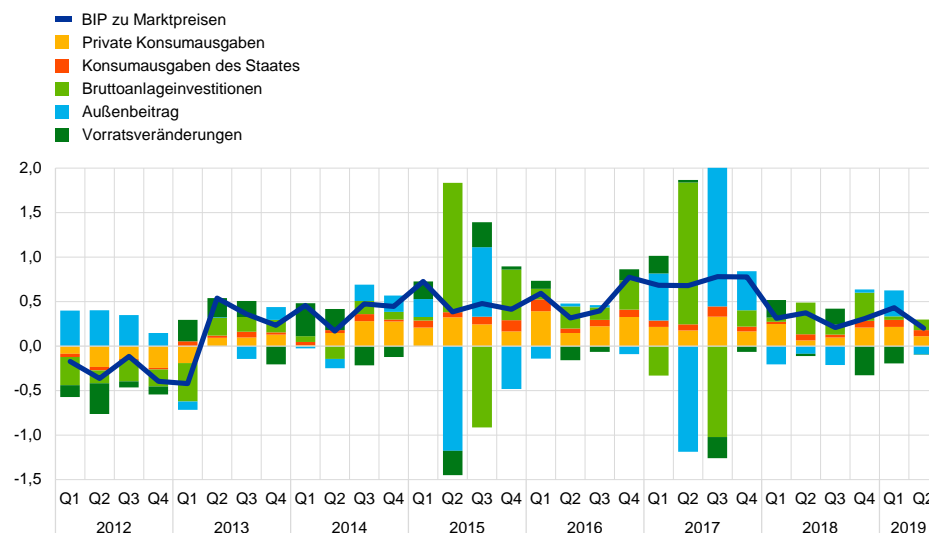
**Das Wachstum im Euroraum blieb in den ersten beiden Quartalen 2019 moderat, wobei die Entwicklung in den einzelnen Ländern im zweiten Vierteljahr stärker divergierte.**

In den ersten beiden Jahresvierteln 2019 erhöhte sich das reale BIP im Schnitt um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und verzeichnete damit dieselbe durchschnittliche Zuwachsrate wie im Vorjahr (siehe Abbildung 10). Die verhaltene Dynamik ist weitgehend auf eine Abschwächung der Auslandsnachfrage zurückzuführen. Haupttriebfeder der Konjunktur war nach wie vor die inländische Nachfrage, die seit Beginn der Wachstumsverlangsamung des realen BIP Anfang 2018 die wichtigste Wachstumsstütze bildet. Von den Vorratsveränderungen gingen im zweiten Vierteljahr 2019 kaum Impulse aus, während der Außenhandel – bedingt durch die gedämpfte Auslandsnachfrage vor dem Hintergrund der weltweiten politischen Unsicherheit – einen negativen Wachstumsbeitrag leistete. Auf der Produktionsseite erklärt sich die Eintrübung der Konjunktur im zweiten Jahresviertel durch die negative Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe, die sowohl internationalen Handelsstreitigkeiten als auch länderspezifischen Entwicklungen geschuldet war (siehe Kasten 3). Der Dienstleistungssektor verlor im zweiten Quartal 2019 gemessen an der Wertschöpfung etwas an Schwung, was möglicherweise auf einen gewissen Übertragungseffekt zurückzuführen war, der von der Schwäche im verarbeitenden Gewerbe herrührte.

## Abbildung 10

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

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



Quelle: Eurostat.

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

#### Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euroraums verbessert sich weiter, wenn

**auch nur moderat.** Im Einklang mit dem Produktionswachstum erhöhte sich die Beschäftigung im zweiten Jahresviertel 2019 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal nach 0,4 % im ersten Vierteljahr. Dabei blieb der Beschäftigungszuwachs im Dienstleistungssektor mit 0,4 % im Quartalsvergleich unverändert, wohingegen er sich in der Industrie (ohne Baugewerbe) auf 0,1 % verringerte (nach einem Plus von 0,4 % im ersten Jahresviertel 2019). Im Baugewerbe sank die Beschäftigung dagegen um 0,2 %, nachdem sie im Vorquartal noch mit derselben Rate gestiegen war.

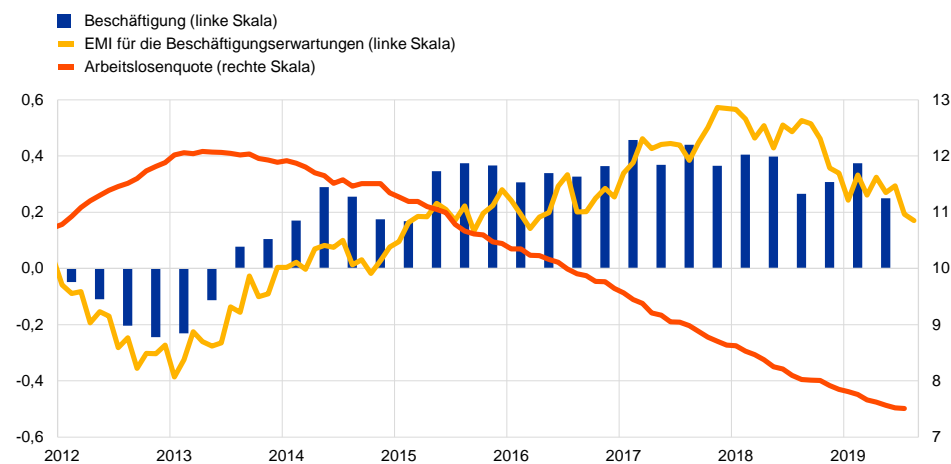
#### Mit Blick auf die Zukunft deuten die jüngsten Daten und Umfrageindikatoren auf einen anhaltenden Beschäftigungsanstieg hin, der sich allerdings noch etwas abschwächen dürfte.

Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet belief sich im Juli wie bereits im Vormonat auf 7,5 % und lag damit auf dem niedrigsten Stand seit Juli 2008. Die aus Umfragen gewonnenen Konjunkturindikatoren waren zwar gegenüber den im vergangenen Jahr verzeichneten Höchstständen rückläufig, lassen aber auf kurze Sicht nach wie vor auf ein positives, wenn auch etwas geringeres Beschäftigungswachstum schließen.

## Abbildung 11

### 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 zweite Quartal 2019 (Beschäftigung), August 2019 (EMI) bzw. Juli 2019 (Arbeitslosenquote).

#### Die Entwicklung der privaten Konsumausgaben wird weiterhin von der Erholung am Arbeitsmarkt getragen.

Im zweiten Vierteljahr 2019 erhöhte sich der private Verbrauch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem die Zunahme im ersten Jahresviertel etwas höher ausgefallen war. Die aktuelle Entwicklung im Einzelhandel und bei den Pkw-Neuzulassungen steht weitgehend im Einklang mit einem auch in nächster Zeit stetigen Konsumzuwachs. Längerfristig betrachtet wird der private Konsum durch das steigende Arbeitseinkommen gestützt, was auch in dem noch immer robusten Verbrauchervertrauen zum Ausdruck kommt (siehe Kasten 5). Darüber hinaus trägt die Stärkung der Bilanzen der privaten Haushalte nach wie vor wesentlich zum soliden Konsumwachstum bei, da der Zugang der privaten Haushalte zu Krediten entscheidend von ihrer Kreditwürdigkeit abhängt.

#### Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen dürfte weiterhin von den akkommodierenden Finanzierungsbedingungen getragen werden, wengleich die gedämpften Gewinnerwartungen auf eine leichte Abschwächung hindeuten.

Das Wachstum der Investitionen (ohne Bauinvestitionen) im Eurogebiet erholte sich im zweiten Vierteljahr 2019 und stieg im Quartalsvergleich auf 1,0 % nach -0,9 % im ersten Jahresviertel. Im Einklang mit den relativ niedrigen Gewinnmargen und Unternehmensbewertungen dürften die Unternehmensinvestitionen indes in nächster Zeit nur moderat zunehmen. Angesichts der Gewinnerwartungen börsennotierter Unternehmen im Euroraum ist im Hinblick auf die Investitionsentscheidungen mit einem leichten Rückgang zu rechnen, obwohl die günstigen Finanzierungsbedingungen den Zugang der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu Krediten erleichtern und somit das Wachstum der Unternehmensinvestitionen ankurbeln sollten.

**Die Entwicklung an den Wohnimmobilienmärkten dürfte das Wachstum trotz nachlassender Dynamik stützen.**

Der vierteljährliche Zuwachs der Wohnungsbauinvestitionen verlangsamte sich deutlich und verzeichnete im zweiten Vierteljahr 2019 mit 0,3 % (nach 1,4 % im Vorquartal) das schwächste Ergebnis seit dem ersten Jahresviertel 2017. Die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse liegen zwar nach wie vor über ihrem historischen Durchschnitt, deuten aber für das dritte Quartal 2019 auf eine etwas nachlassende Dynamik hin. Die im Juli und August registrierten Werte des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikators für das Baugewerbe lassen auf eine positive, wenngleich sich abschwächende Dynamik im dritten Jahresviertel schließen. Unterdessen signalisierten der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im Baugewerbe und dessen Wohnungsbaukomponente, die unter dem Durchschnittswert des Vorquartals liegen, für Juli und August weitgehend gleichbleibende Wachstumserwartungen im Bausektor.

**Aufgrund eines Rückgangs der volumenmäßigen Warenausfuhr um 0,1 % verringerte sich das Wachstum der Exporte des Euroraums im zweiten Quartal 2019 weiter auf 0,0 %.**

Trotz einer erneuten Abschwächung verzeichneten die Dienstleistungsexporte immer noch einen Zuwachs von 0,4 %. Insgesamt spiegelte die Exportdynamik in erster Linie die Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets und vor allem den abrupten Rückgang der Exporte in das Vereinigte Königreich wider, der sich aus der fortwährenden Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit ergab. Wachstumsstützend wirkten sich dagegen in gewissem Umfang die Gesamtausfuhren nach Asien (ohne China) und insbesondere die Ausfuhren chemischer Erzeugnisse in die Vereinigten Staaten aus. Mit Blick auf die Zukunft lassen Frühindikatoren auf eine kraftlose Exportentwicklung des Euroraums schließen, wenngleich vom Indikator für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes aus Ländern außerhalb des Eurogebiets etwas positivere Signale ausgingen; das Gleiche galt für einige Seetransportindikatoren in den Sommermonaten.

**Die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse bestätigen die anhaltenden Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums.**

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet verzeichnete im Juli einen breit angelegten Rückgang von 1,6 % gegenüber dem Vormonat, wofür in erster Linie eine Verringerung der Investitionsgüterproduktion verantwortlich war. Was die Umfrageergebnisse betrifft, so stieg der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) von Juli bis August an und lag über seinem langfristigen Durchschnitt. Im dritten Vierteljahr 2019 war er bislang im Schnitt jedoch verglichen mit dem Vorquartal rückläufig. Der zusammengesetzte EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor entwickelte sich im Verlauf des zweiten Quartals 2019 durchweg verhalten. Trotz der zuletzt beobachteten leichten Verbesserung lag er im August immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt, was auf mäßige Aussichten für das Wirtschaftswachstum schließen lässt.

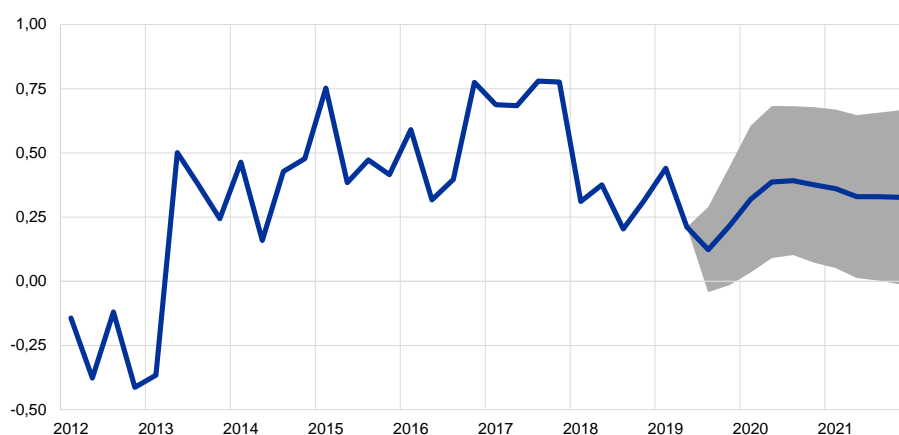
**Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB werden auch in Zukunft ungeachtet der Eintrübung der kurzfristigen Aussichten für das Wachstum des realen BIP im Euroraum die Binnennachfrage stützen.** Die privaten Konsumausgaben werden von gesunden Bilanzen der privaten Haushalte, robusten Arbeitsmärkten und anhaltenden Beschäftigungszuwächsen getragen. Die Unternehmensinvestitionen profitieren trotz einer schwächeren Ertragslage der Unternehmen von den günstigen Finanzierungsbedingungen und einer soliden Nachfrage. Die Wohnungsbauinvestitionen entwickeln sich nach wie vor insgesamt robust. Die Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Aktivität dürfte jedoch das Wachstum des Euro-Währungsgebiets weiterhin beeinträchtigen und sich angesichts der anhaltenden politischen Unsicherheit weltweit und der gestiegenen geopolitischen Risiken auf die Exporte des Euroraums auswirken.

**Laut den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom September 2019 wird das jährliche reale BIP im laufenden Jahr um 1,1 %, im kommenden Jahr um 1,2 % und 2021 um 1,4 % steigen** (siehe Abbildung 12). Verglichen mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2019 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP im Eurogebiet für die Jahre 2019 und 2020 infolge der Verschlechterung der kurzfristigen Aussichten nach unten korrigiert. Bei den Wachstumsaussichten des Euroraums überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken. Die weltweite politische Unsicherheit, der zunehmende Protektionismus und geopolitische Faktoren haben zuletzt wieder an Bedeutung gewonnen und belasten nach wie vor das Wachstum des Eurogebiets.

### Abbildung 12

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2019](#), veröffentlicht am 12. September 2019 auf der Website der EZB.  
Anmerkung: Die rund um den Projektionspfad dargestellten Bandbreiten basieren auf Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) vom Dezember 2009 dargelegt.

## 4 Preise und Kosten

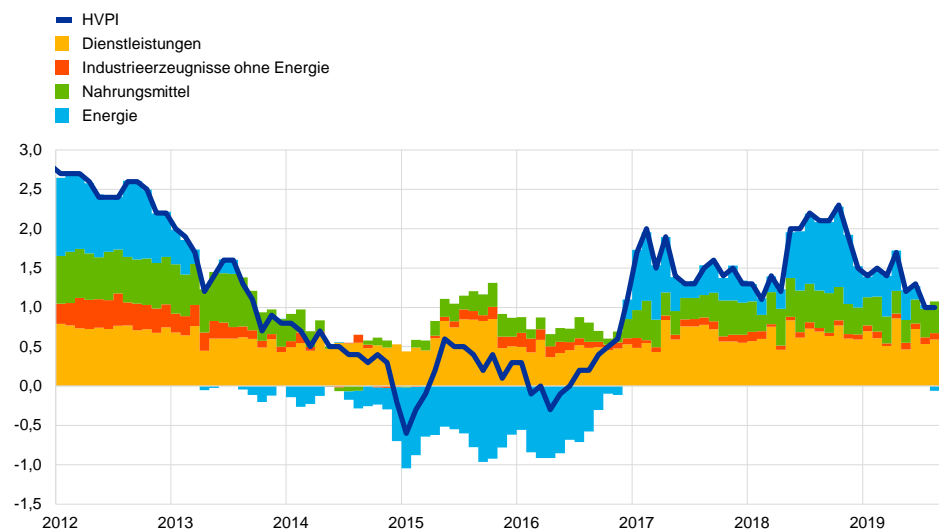
*Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im August 2019 auf 1,0 % und blieb damit gegenüber Juli unverändert. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin insgesamt verhalten, und die Indikatoren der Inflationserwartungen liegen auf niedrigem Niveau. Obwohl der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten an Stärke und Breite gewonnen hat, wirkt er langsamer auf die Inflation durch als bisher erwartet. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und einem robusten Lohnwachstum dürfte die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht zunehmen. Diese Einschätzung deckt sich auch weitgehend mit den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation im Euroraum 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,0 % und 2021 auf 1,5 % belaufen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2019 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg nach unten korrigiert, was auf geringere Energiepreise und das von schwächerem Wachstum geprägte Umfeld zurückzuführen ist. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2019 bei 1,1 %, 2020 bei 1,2 % und 2021 bei 1,5 % liegen.*

**Die Gesamtinflation war im August unverändert.** Die am HVPI gemessene jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet belief sich der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im August wie schon im Juli auf 1,0 %, nachdem sie im Juni noch bei 1,3 % gelegen hatte (siehe Abbildung 13). Die Teuerungsrate bei Energie schwächte sich weiter ab und kehrte sich im August ins Negative, was jedoch durch den Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln kompensiert wurde, der höher ausfiel als im Vormonat.

### Abbildung 13

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

#### Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin insgesamt verhalten.

Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel sank von 1,1 % im Juni auf jeweils 0,9 % im Juli und August, was teilweise auf Kalendereffekte und methodische Änderungen zurückzuführen war.<sup>4</sup> Die Maße der zugrunde liegenden Inflation, die tendenziell weniger schwankungsanfällig sind als die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, waren über die letzten Quartale hinweg betrachtet ebenfalls recht stabil (die verfügbaren Daten reichen lediglich bis Juli; siehe Abbildung 14). Die am HVPI gemessene Teuerung ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung war mit 1,1 % im Juni und Juli unverändert. Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) verzeichnete im Juli einen leichten Anstieg auf 1,3 % nach 1,2 % im Juni. Der Supercore-Indikator ging unterdessen von 1,4 % im Juni auf 1,3 % im Juli zurück.<sup>5</sup> Insgesamt bewegten sich die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor seitwärts, liegen jedoch über ihren Tiefständen von 2016.

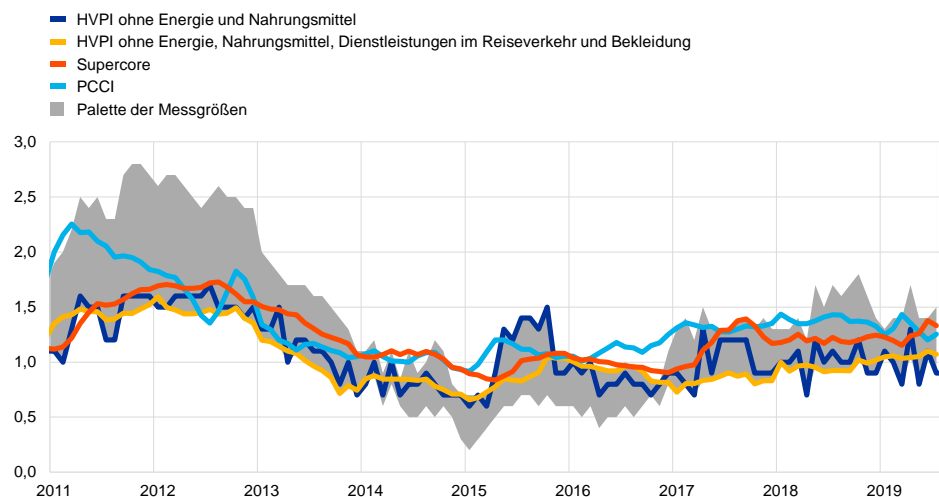
<sup>4</sup> Durch Änderungen bei der statistischen Erfassung von Pauschalreisen in Deutschland ging der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum den Schätzungen zufolge zurück. Siehe hierzu Deutsche Bundesbank, [Zum dämpfenden Sondereffekt beim HVPI im Juli 2019](#), in: Konjunktur in Deutschland, Monatsbericht August 2019, S. 59-61.

<sup>5</sup> Siehe auch EZB, [Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation](#), Kasten 2, und [Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation \(PCCI\) als Messgröße der zugrunde liegenden Inflation](#), Kasten 3, in: Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

## Abbildung 14

### Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf August 2019 (Vorausschätzung) und für alle übrigen Messgrößen auf Juli 2019. Die Palette der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation umfasst folgende Größen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die Wachstumsraten des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel für 2015 sind aufgrund einer methodischen Änderung nach oben verzerrt (siehe EZB, [Neue Berechnungsmethode beim deutschen Preisindex für Pauschalreisen und deren Auswirkungen auf die HVPI-Inflationsraten](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019).

#### Von den Indikatoren des Preisdrucks auf die Verbraucherpreise bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie gingen zuletzt uneinheitliche Signale aus.

Die Änderungsrate der Erzeugerpreise von im Inland verkauften Konsumgütern ohne Nahrungsmittel sank von jeweils 0,9 % im Mai und Juni auf 0,8 % im Juli, lag jedoch weiterhin deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt. Die entsprechende Teuerungsrate der Einfuhrpreise erhöhte sich von 0,5 % im Juni auf 0,8 % im Juli. Auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette verringerte sich die Teuerung bei den inländischen Erzeugerpreisen für Vorleistungsgüter jedoch weiter, worin sich zum Teil der jüngst verzeichnete Rückgang der Energiepreise widerspiegeln dürfte. Auch auf den weit vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette ließ der Preisdruck nach, wobei die Jahresänderungsraten der Preise für Rohöl und sonstige Rohstoffe im August verglichen mit dem Vormonat gesunken sind.

**Das Lohnwachstum entwickelt sich weiterhin robust.** Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im zweiten Quartal 2019 bei 2,1 % und verringerte sich damit leicht gegenüber dem Wert von 2,2 % im ersten Jahresviertel (siehe Abbildung 15). Die Daten für das erste und zweite Vierteljahr 2019 wurden durch eine signifikante Abnahme der Sozialbeiträge beeinflusst.<sup>6</sup> Die Jahreswachstumsrate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer ohne Sozialbeiträge lag im zweiten Quartal bei 2,4 % nach 2,6 % im Vorquartal; im Vorjahrsdurchschnitt hatte sie 2,3 % betragen. Die entsprechende Rate der Tarifverdienste im Euro-Währungsgebiet verringerte sich von 2,3 % im ersten auf 2,0 % im zweiten

<sup>6</sup> Dies hing mit einer dauerhaften Senkung der arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge in Frankreich zusammen, die im ersten Quartal 2019 an die Stelle der Steuergutschrift für Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung („crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi“ – CICE) trat.

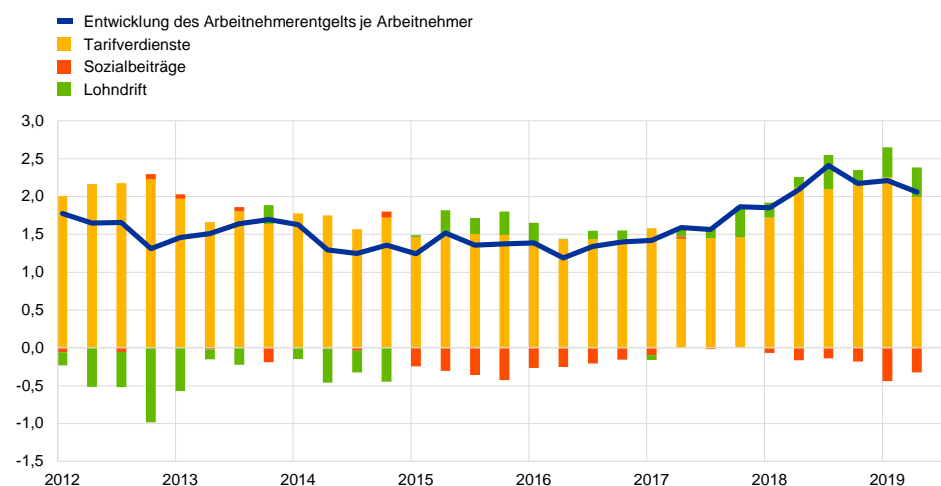


Quartal 2019, wobei der Rückgang in erster Linie auf Einmalzahlungen in Deutschland zurückzuführen war. Lässt man vorübergehende Faktoren außer Acht, so hat sich die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer seit Mitte 2018 auf einem knapp über dem historischen Durchschnitt von 2,1 % liegenden Niveau stabilisiert.<sup>7</sup>

### Abbildung 15

#### Beiträge der Komponenten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

#### Die marktbasieren Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen blieben auf einem sehr niedrigen Niveau, und auch die umfragebasierten Messgrößen verzeichneten historische Tiefstände.

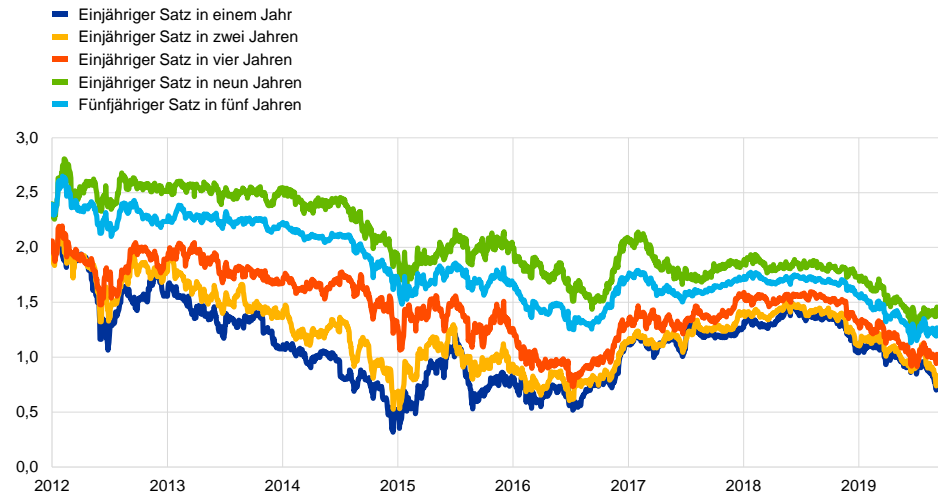
Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen waren im Berichtszeitraum leicht rückläufig und bewegten sich knapp über ihren absoluten Tiefständen. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 11. September 2019 bei 1,22 % und damit etwa 7 Basispunkte unter dem Stand zum Zeitpunkt der geldpolitischen EZB-Ratssitzung im Juli. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit einer Deflation den Markterwartungen zufolge weiterhin gering ist, deutet das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen nach wie vor auf eine länger andauernde Phase niedriger Inflationsraten, und die Rückkehr zu Teuerungsraten von unter, aber nahe 2 % dürfte sich nur in sehr kleinen Schritten vollziehen. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das dritte Quartal 2019 sowie den von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer im Juli veröffentlichten Daten befinden sich die umfragebasierten langfristigen Inflationserwartungen auf einem Rekordtief.

<sup>7</sup> Der historische Durchschnitt basiert auf Daten vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2019.

## Abbildung 16

### Marktbasierte Messgrößen der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2019.

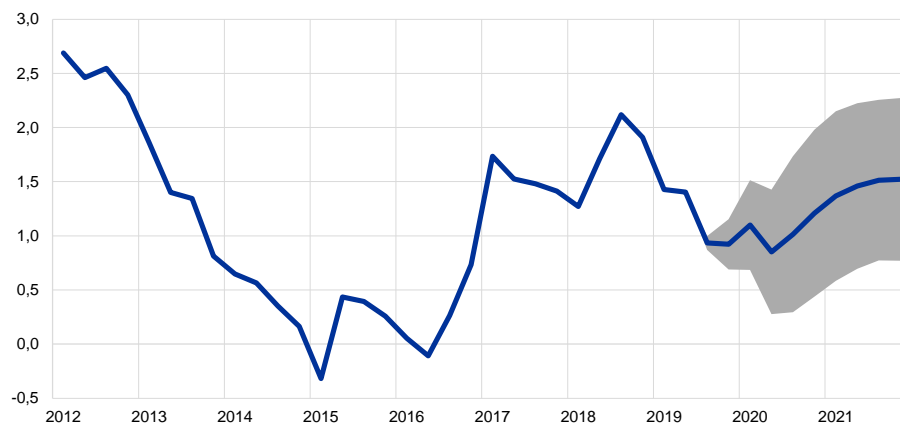
### Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 davon aus, dass die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht ansteigt.

Auf Grundlage der Ende August vorliegenden Daten wird demnach erwartet, dass sich die durchschnittliche am HVPI gemessene Gesamtinflation 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,0 % und 2021 auf 1,5 % belaufen wird, verglichen mit Werten von jeweils 1,3 %, 1,4 % und 1,6 % in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2019 (siehe Abbildung 17). Die Korrekturen sind hauptsächlich auf die Energiekomponente zurückzuführen, die aufgrund niedrigerer Ölpreise sowohl für 2019 als auch für 2020 deutlich nach unten revidiert wurde. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird sich den Projektionen zufolge 2020 seitwärts entwickeln und 2021 anziehen, wobei ihr die erwartete Konjunkturbelebung und die damit verbundene Erholung der Gewinnmargen Auftrieb verleihen werden, da sich die in der Vergangenheit gestiegenen Arbeitskosten auf die Preise auswirken. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich von 1,1 % im Jahr 2019 auf 1,2 % im Jahr 2020 und anschließend auf 1,5 % im Jahr 2021 erhöhen. Dieses Profil beinhaltet eine Abwärtskorrektur, in der sich vor allem überraschend schwache Daten im bisherigen Jahresverlauf widerspiegeln.

## Abbildung 17

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2019, veröffentlicht am 12. September 2019 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2021 (Projektionen). Die rund um den Projektionspfad dargestellten Bandbreiten basieren auf Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren, über mehrere Jahre hinweg erstellten Projektionen. Die Bandbreiten entsprechen dem Durchschnitt des absoluten Werts dieser Differenzen, multipliziert mit zwei. Die zur Berechnung der Bandbreiten verwendete Methode, die auch eine Korrektur für außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) vom Dezember 2009 dargelegt. Der Stichtag für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der 29. August 2019.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Im Juli 2019 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 deutlich, während die Buchkredite an den privaten Sektor weitgehend unverändert blieben. Das M3-Wachstum zeigte sich angesichts des Auslaufens des automatischen Beitrags der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und einer sich abschwächenden Wirtschaftsdynamik weiterhin widerstandsfähig. Zugleich stützten die günstigen Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken nach wie vor die Darlehensvergabe und damit auch das Wirtschaftswachstum. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften war im zweiten Quartal 2019 robust, nachdem vor dem Hintergrund einer kontinuierlichen Verbesserung der Bedingungen an den Anleihemärkten im ersten Quartal 2019 ein historischer Höchststand verzeichnet worden war.

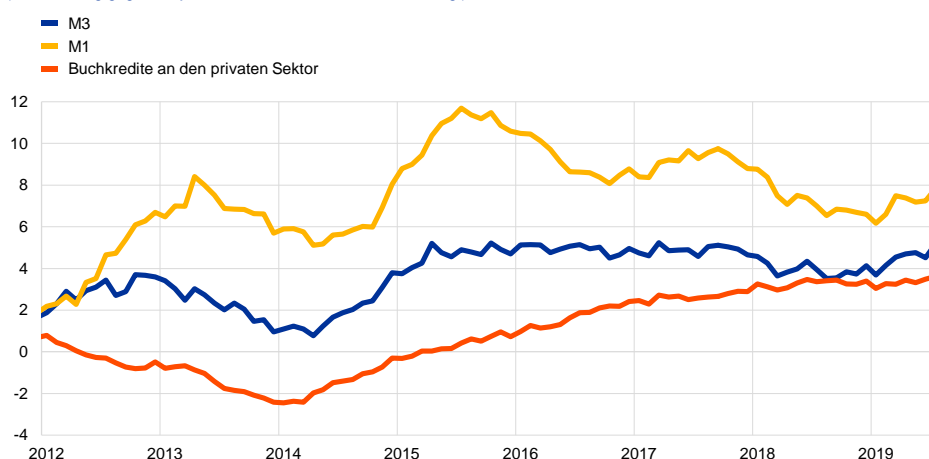
### Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 erhöhte sich im Juli spürbar.

Die jährliche Zuwachsrate von M3 stieg von 4,5 % im Juni auf 5,2 % im Juli 2019 (siehe Abbildung 18) und kehrte damit zu den soliden Werten zurück, die in der Zeit von 2015 bis 2017 verbucht worden waren. Das höhere M3-Wachstum wurde durch geringere Opportunitätskosten gefördert und zeigte sich auch angesichts des Auslaufens des automatischen Beitrags der Nettokäufe im Rahmen des APP sowie einer sich abschwächenden Wirtschaftsdynamik weiterhin widerstandsfähig. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, leistete nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge. Die Vorjahrsrate von M1 erhöhte sich von 7,2 % im Juni auf 7,8 % im Juli, womit sich die seit Jahresbeginn zu beobachtende Erholung fortsetzte.

### Abbildung 18

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

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



Quelle: EZB.

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

**Die täglich fälligen Einlagen, die den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum leisten, nahmen abermals kräftig zu.**

Die Jahreswachstumsrate dieser Einlagen erhöhte sich im Juli weiter auf 8,3 %, wofür ein starker Anstieg der Zwölfmonatsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten gehaltenen täglich fälligen Einlagen verantwortlich war. Mit Blick auf die Komponenten der Geldmenge M1 blieb die jährliche Zunahme des Bargeldumlaufs solide, fiel aber in historischer Betrachtung nicht besonders hoch aus. Dies deutet darauf hin, dass vor dem Hintergrund der im gesamten Euroraum sehr niedrigen oder negativen Zinsen keine umfassende Substitution durch Barmittel stattgefunden hat. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 - M1) wurden nach wie vor durch die geringeren Opportunitätskosten für das Halten von Komponenten der Geldmenge M3 gestützt und leisteten im Juli einen neutralen Beitrag zum M3-Wachstum. Indessen war der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2) zum weit gefassten Geldmengenaggregat infolge der relativ niedrigen Verzinsung dieser Instrumente weiterhin negativ.

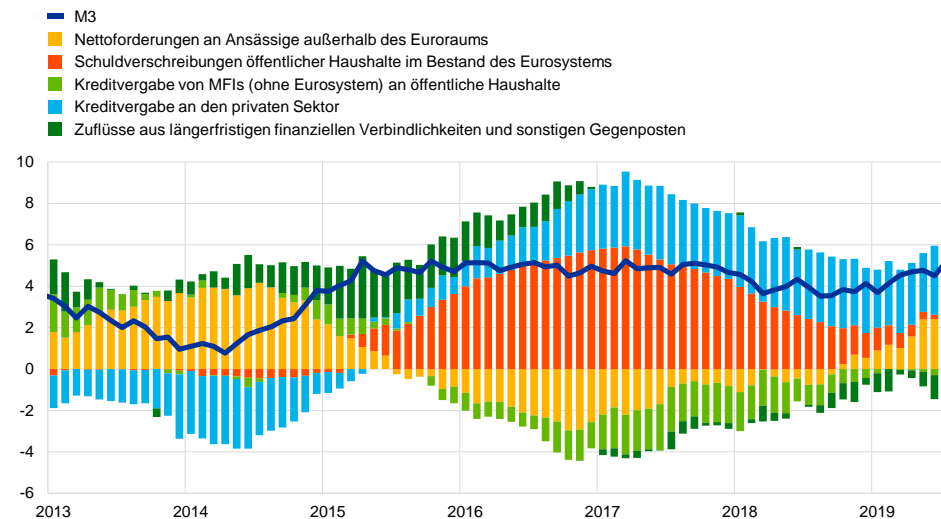
**Von den externen monetären Zuflüssen gingen im Juli erneut stärkere Impulse für das M3-Wachstum aus.**

Die nachlassende automatische Wirkung des APP auf die M3-Dynamik wurde durch den positiven Beitrag der Kreditvergabe an den privaten Sektor, die die wichtigste Quelle der Geldschöpfung blieb, weitgehend ausgeglichen (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 19). Der positive Wachstumsbeitrag der Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte im Bestand des Eurosystems, der die automatische Wirkung des APP auf das M3-Wachstum widerspiegelt, ist mittlerweile unbedeutend geworden (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 19). In den letzten Monaten ist der rückläufige Beitrag des APP durch die externen monetären Zuflüsse wettgemacht worden (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 19). Der steigende Anteil der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums spiegelt das größere Interesse gebietsfremder Anleger an Vermögenswerten aus dem Eurogebiet wider.

## Abbildung 19

### 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 Juli 2019.

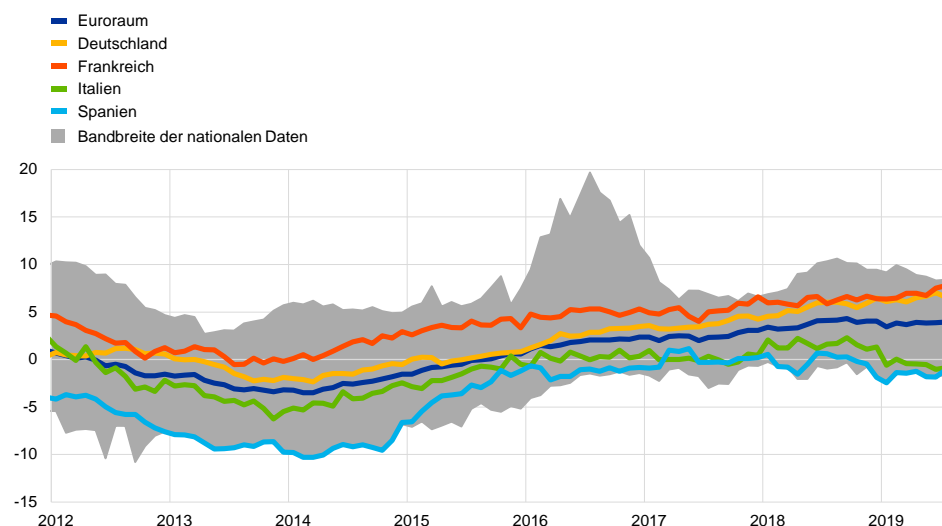
### Die jährliche Zuwachsrates der Buchkredite an den privaten Sektor blieb weitgehend unverändert, wobei es in einigen konjunkturabhängigen Segmenten zu einer Abschwächung kam.

Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor lag im Juli bei 3,6 %, verglichen mit 3,5 % im Juni (siehe Abbildung 18). Diese Entwicklung war im Wesentlichen durch die geringfügige Zunahme der jährlichen Wachstumsrate der Buchkreditvergabe an private Haushalte von 3,3 % im Juni auf 3,4 % im Juli bedingt, welche damit ihren allmählichen Aufwärtstrend fortsetzte. Sie profitierte dabei von einer weiteren Aufhellung am Arbeitsmarkt und der nach wie vor günstigen Entwicklung an den Wohnungsmärkten. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im Juli mit 3,9 % stabil, nachdem sie im September 2018 mit 4,3 % einen Wendepunkt erreicht hatte. Diese Entwicklung steht im Einklang mit einer verzögerten zyklischen Reaktion dieser Kredite auf die realwirtschaftliche Aktivität und die im Jahr 2018 verzeichnete Verringerung der Gesamtnachfrage. Dies spiegelt sich insbesondere in der Schwäche konjunkturabhängiger Segmente, wie den kurzfristigen Buchkrediten und Ausleihungen an das verarbeitende Gewerbe, wider. Insgesamt profitierte das Kreditwachstum weiterhin von günstigen Kreditvergabebedingungen. Im Übrigen ist das Wachstum der Buchkredite an Unternehmen und Privathaushalte im Ländervergleich sehr unterschiedlich (siehe Abbildung 20 und 21), worin unter anderem die divergierenden Konjunkturzyklen, Abweichungen bei der Verfügbarkeit anderer Finanzierungsquellen sowie unterschiedliche Entwicklungen der Immobilienpreise in den einzelnen Ländern zum Ausdruck kommen.

## Abbildung 20

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



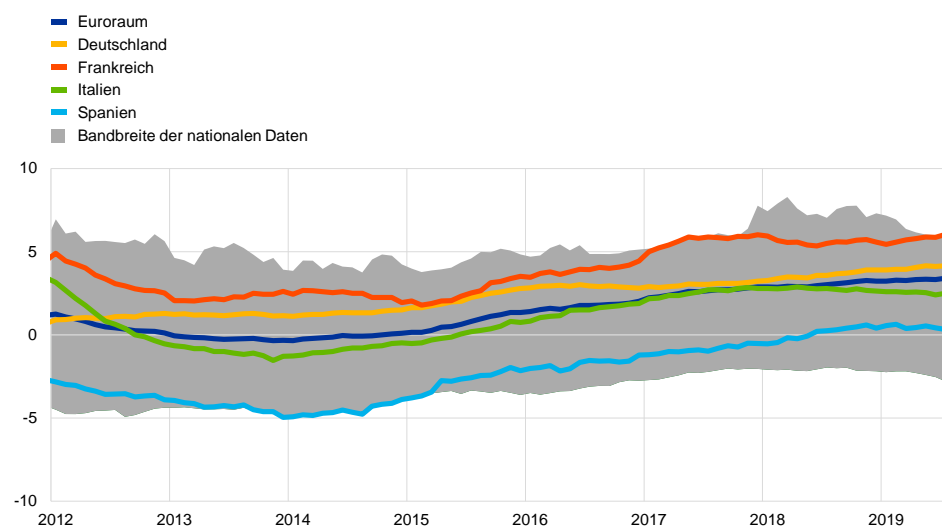
Quelle: EZB.

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

## Abbildung 21

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

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

### Die Fremdfinanzierungsbedingungen der Banken haben sich weiter verbessert.

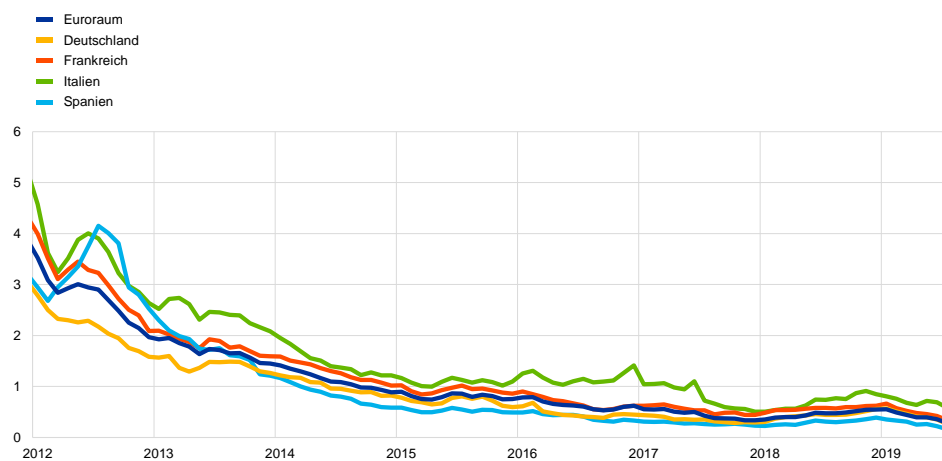
Seit Anfang 2019 ist der Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung der Banken im Euroraum – weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der Referenzzinssätze – abermals gesunken (siehe Abbildung 22). Ursächlich hierfür war vor allem ein

deutlicher Rückgang der Bankanleiherenditen, während die Einlagenzinsen der Banken im Euro-Währungsgebiet weiter in der Nähe ihrer historischen Tiefstände lagen. Die Finanzierung über Bankanleihen war nach wie vor teurer als die Refinanzierung über Einlagen und machte dementsprechend nur einen begrenzten Anteil der gesamten Fremdfinanzierung der Banken aus. Bei den Fremdfinanzierungskosten war in allen großen Euro-Ländern eine Verbesserung zu verzeichnen. Darüber hinaus berichteten die Banken im Euroraum im Rahmen der EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft von einem leichteren Zugang zu Finanzierungsmitteln im ersten Halbjahr 2019, was sie vor allem mit der Finanzierung über Schuldverschreibungen begründeten. Allerdings waren weiterhin nationale Unterschiede festzustellen, was die Höhe der Finanzierungskosten der Banken in den größten Euro-Ländern betrifft. In der ersten Jahreshälfte 2019 verringerte sich die Differenz zwischen den Kredit- und Einlagenzinsen im Neugeschäft der Banken des Eurogebiets etwas. In diesem Zusammenhang beeinflusst die Möglichkeit, Negativzinsen auf Einlagen zu erheben (was in den einzelnen Ländern in Bezug auf Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften unterschiedlich gehandhabt wird), die Höhe dieser Differenz beträchtlich. Eine geringere Abweichung zwischen Kredit- und Einlagenzinsen schwächt zwar die Ertragskraft der Banken, dies wird jedoch durch den positiven Effekt des Niedrig- oder sogar Negativzinsumfelds auf die Kreditqualität (über niedrigere Risikovorsorgekosten) und auf das Kreditvolumen kompensiert. Insgesamt sind die Refinanzierungsbedingungen der Banken des Euroraums infolge des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB und der Stärkung der Bankbilanzen weiterhin günstig. Allerdings ist ihre Ertragslage trotz der Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen (etwa durch den Abbau der Bestände an notleidenden Krediten) nach wie vor schwach.

## Abbildung 22

### Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung von Banken

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



Quellen: EZB, Markit iBoxx und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2019.

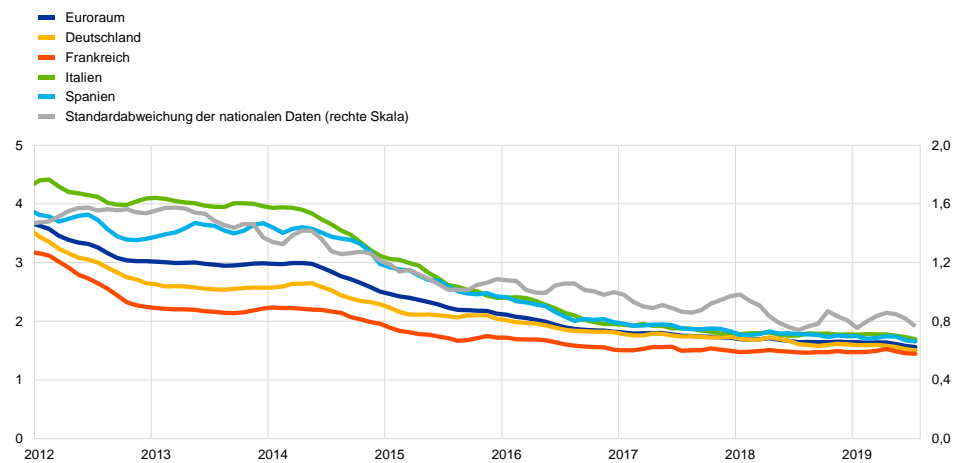


**Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte gingen weiter zurück.** Dies stand weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der Referenzzinssätze. Im Juli 2019 lag der gewichtete Zinssatz für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bei 1,56 % und damit nur geringfügig über seinem historischen Tiefstand (siehe Abbildung 23), während der gewichtete Zins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 1,61 % ein neues Rekordtief erreichte (siehe Abbildung 24). Der Wettbewerbsdruck und die günstigeren Refinanzierungskosten der Banken wirkten sich dabei dämpfend auf die Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Privathaushalte aus. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte allgemein deutlich nachgegeben. In der Zeit von Mai 2014 bis Juli 2019 sanken sie um rund 140 bzw. 130 Basispunkte. In den Euro-Ländern, die stärker 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 23

#### Gewichtete Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



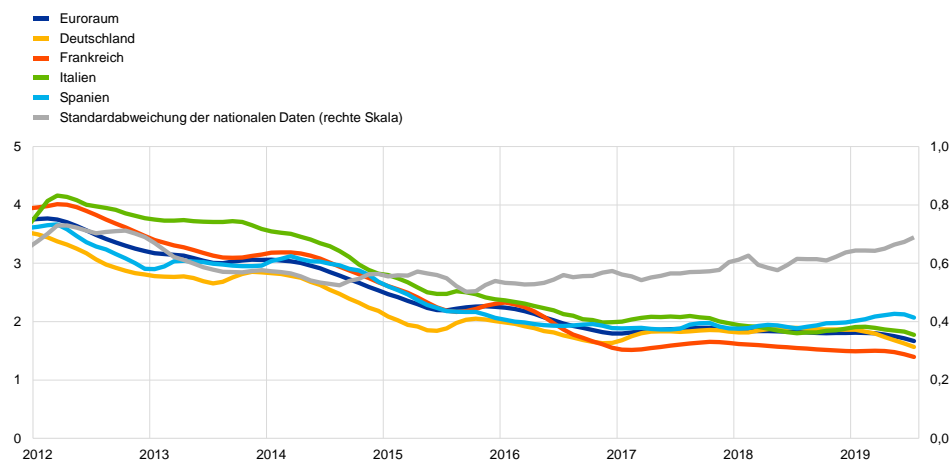
Quelle: EZB.

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

## Abbildung 24

### Gewichtete Kreditzinsen für Wohnungsbaukredite

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

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

### Die jährlichen Außenfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum blieben im zweiten Quartal 2019 weitgehend unverändert, nachdem sie im Dreimonatszeitraum davor deutlich zurückgegangen waren.

Die Kreditaufnahme bei Banken festigte sich im Quartalsverlauf, und die Nettoemission von Schuldverschreibungen verzeichnete ein solides Niveau. Dagegen blieb der Nettoabsatz von börsennotierten Aktien und von Buchkrediten nichtmonetärer Finanzinstitute schwach. Verglichen mit früheren konjunkturellen Abschwungphasen waren die Fremdfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften nach wie vor recht robust. Zu den Faktoren, die das Fremdfinanzierungsvolumen gefördert haben, zählten günstige Fremdfinanzierungsbedingungen, ein größerer Beitrag der Dienstleistungen und der Geschäfte im Immobilienbereich zum Gesamtwirtschaftswachstum, solide Zuwächse bei den Unternehmensinvestitionen und eine Verlangsamung des Gewinnwachstums.

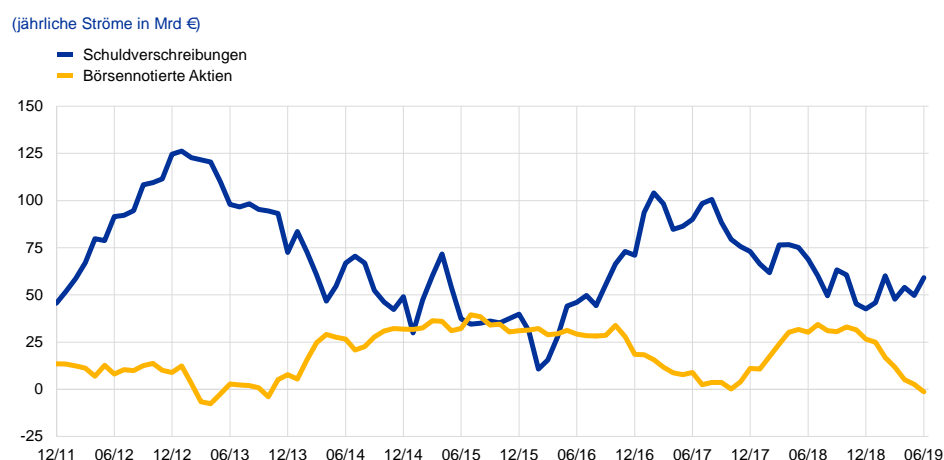
### Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im zweiten Quartal 2019 recht robust, wenngleich sie sich gegenüber dem Vorquartal, als sie den höchsten Stand seit 1999 erreicht hatte, verringerte.

Die Abschwächung im zweiten Jahresviertel steht im Einklang mit dem typischen Saisonmuster der Zeitreihe und den Auswirkungen von Tilgungen nach einer außergewöhnlich starken Entwicklung im Vorquartal, als der Nettoabsatz von Schuldtiteln 42 Mrd € betrug. Darüber hinaus gingen die Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung im Zeitraum von April bis Juni 2019 um weitere 25 Basispunkte zurück und beflügelten die Nettoemission von Schuldverschreibungen abermals. Mittelfristig betrachtet scheint die allmähliche Abschwächung der jährlichen Ströme der Nettoemission, die 2017 einsetzte, zumindest vorübergehend zum Stillstand gekommen zu sein (siehe Abbildung 25). Damit bestätigen sich die Anzeichen einer schrittweisen Stabilisierung, die seit Anfang 2019 zu beobachten sind. Die Marktdaten deuten darauf hin, dass die

Nettoemission von Schuldverschreibungen im Juli und August dieses Jahres kräftig geblieben ist, wenngleich diese Entwicklung auf den Investment-Grade-Bereich begrenzt war. Im Hochzinssegment hingegen fiel der Nettoabsatz entsprechender Papiere deutlich verhaltener aus als im zweiten Quartal 2019. Die Nettoemission börsennotierter Aktien schwächte sich indessen weiter ab und kehrte sich im zweiten Jahresviertel 2019 ins Negative, wofür sowohl geringe Fusions- und Übernahmeaktivitäten als auch eine anhaltende Zunahme der Eigenfinanzierungskosten verantwortlich waren.

### Abbildung 25

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 Juni 2019.

### Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lagen im Juni weiterhin leicht über dem historischen Tiefstand vom April 2019. So

beliefen sich die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) im Juni auf 4,6 %. Sie lagen damit 16 Basispunkte über dem historischen Tief vom April dieses Jahres, aber immer noch unter dem Niveau von Mitte 2014, als die Märkte begannen, die Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) vorwegzunehmen. Die Zunahme der Finanzierungskosten ist auf einen durch höhere Risikoprämien bedingten Anstieg der Eigenkapitalkosten zurückzuführen, der nur teilweise durch weitere Kostenrückgänge bei der marktbasierter Fremdfinanzierung ausgeglichen wurde. Im Juli und im August verharrten die Gesamtfinanzierungskosten den Schätzungen zufolge weitgehend unverändert auf dem im Juni verzeichneten Niveau.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

*Das öffentliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet wird sich voraussichtlich über den gesamten Projektionszeitraum hinweg (2019-2021) erhöhen; ausschlaggebend hierfür dürften niedrigere Primärsalden sein. Der Rückgang der öffentlichen Schuldenquote im Eurogebiet wird sich aufgrund eines günstigen Zins-Wachstums-Differenzials und positiver – wenngleich sinkender – Primärsalden weiter fortsetzen. Der fiskalische Kurs wird den Projektionen zufolge auf Euroraumebene leicht expansiv ausfallen und somit in gewissem Maße die Konjunktur stützen. Angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten und der nach wie vor ausgeprägten Abwärtsrisiken sollten Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügen, zeitnah wirksame Maßnahmen ergreifen, wenn sie sich einer Wachstumsverlangsamung gegenüber sehen. In hoch verschuldeten Ländern müssen die Regierungen indessen eine umsichtige Politik verfolgen und die Zielvorgaben für den strukturellen Finanzierungssaldo erfüllen, damit ein Umfeld entsteht, in dem das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren möglich ist.*

**Der öffentliche Finanzierungssaldo im Euro-Währungsgebiet dürfte sich während des Projektionszeitraums verschlechtern.**<sup>8</sup> In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 erwarten die Experten der EZB einen Anstieg der Defizitquote im Euroraum von 0,5 % im Jahr 2018 auf 0,8 % im Jahr 2019. Ausschlaggebend hierfür wird nach dieser Vorausberechnung ein geringerer konjunkturbereinigter Primärsaldo sein – wobei von niedrigeren Zinsausgaben eine teilweise gegenläufige Entwicklung ausgehen wird –, während die Konjunkturkomponente weitgehend unverändert bleiben wird. Es wird damit gerechnet, dass das höhere Defizit auch 2020 noch anhalten und im Jahr 2021 dann weiter auf 1,0 % des BIP steigen wird (siehe Abbildung 26); zurückgeführt wird dies auf den fortgesetzten Rückgang des konjunkturbereinigten Primärsaldos.

**Gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2019 sind die Erwartungen bezüglich der Entwicklung des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos im Eurogebiet weitgehend unverändert geblieben.** Dem aufgrund eines verbesserten konjunkturbereinigten Primärsaldos nun etwas niedrigeren Wert für die projizierte Defizitquote 2019 steht hier ein leicht höheres Ergebnis für das Jahr 2021 gegenüber, das seine Ursache in einem ungünstigeren konjunkturellen Einfluss hat.

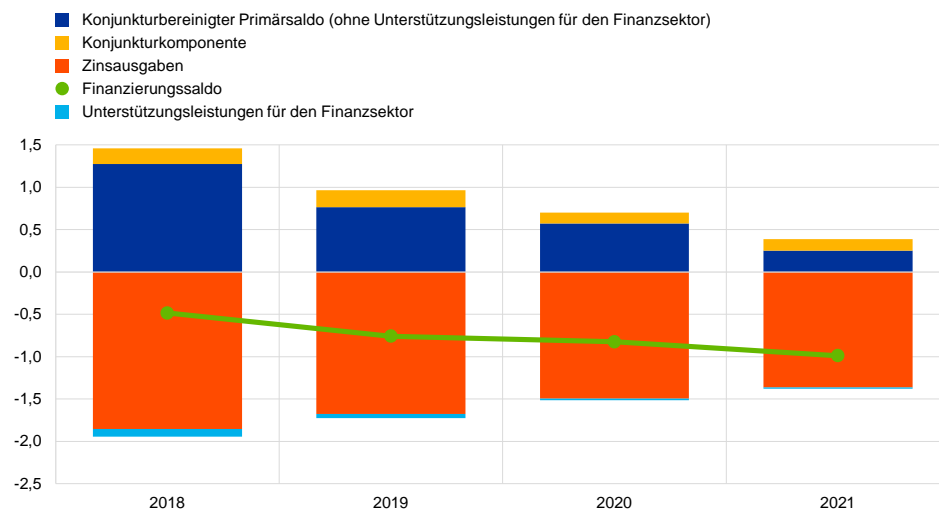
---

<sup>8</sup> Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), September 2019.

## Abbildung 26

### Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2019.

Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

### Der fiskalische Kurs im Eurogebiet dürfte während des gesamten Projektionszeitraums leicht expansiv ausfallen.<sup>9</sup>

Die Kurslockerung des Jahres 2019 ergibt sich hauptsächlich aus Senkungen der direkten Steuern in Frankreich und Deutschland sowie aus Erhöhungen der Staatsausgaben in Deutschland. In den beiden Folgejahren dürfte die leicht expansive Ausrichtung der Finanzpolitik andauern, was vor allem darauf zurückzuführen sein wird, dass in den meisten größeren Euro-Ländern weitere Senkungen der direkten Steuern sowie Kürzungen der Sozialbeiträge vorgenommen werden.

**Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte weiter sinken.** So rechnen die Experten der EZB in ihren aktuellen Projektionen damit, dass sich der öffentliche Schuldenstand von 85,4 % des BIP im Jahr 2018<sup>10</sup> auf 81,2 % des BIP im Jahr 2021 verringern wird. Der Rückgang der Schuldenquote steht hier im Zeichen eines negativen Zins-Wachstums-Differenzials<sup>11</sup> und anhaltender – wenngleich im Zeitablauf sinkender – Primärüberschüsse (siehe Abbildung 27). Während des Projektionszeitraums dürfte die Schuldenquote in den meisten Euro-Ländern zurückgehen, aber in einigen dieser Staaten nach wie vor weit oberhalb des Referenzwerts von 60 % liegen. Im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2019 wird nun mit einem langsameren Rückgang der Schuldenquote im Eurogebiet gerechnet; so wurde der für 2021 projizierte Wert um 0,7 Prozentpunkte nach oben korrigiert.

<sup>9</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt die Richtung und das Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

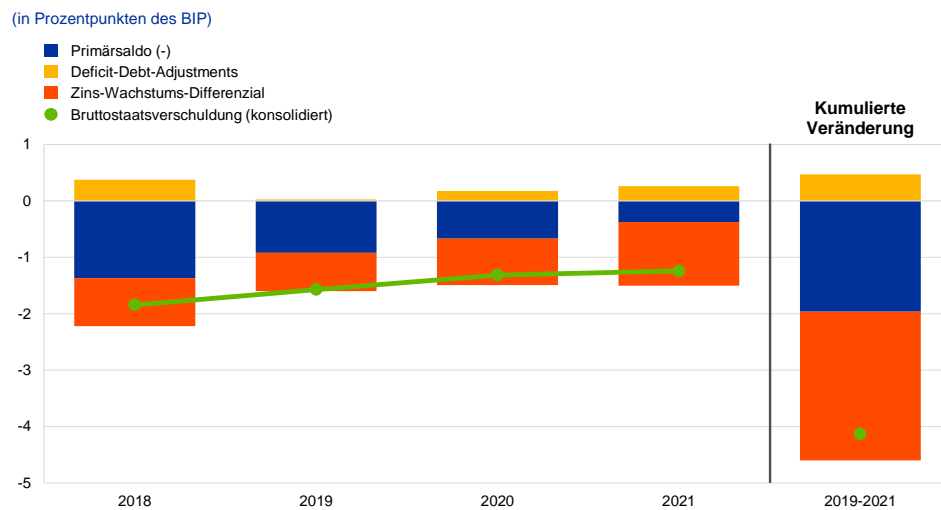
<sup>10</sup> Da in den Projektionen üblicherweise die jüngsten Datenrevisionen berücksichtigt werden, können sich Abweichungen gegenüber den aktuellen validierten Angaben von Eurostat ergeben.

<sup>11</sup> Siehe hierzu EZB, [Zins-Wachstums-Differenzial und Entwicklung der Staatsverschuldung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019.

Diese Aufwärtskorrektur spiegelt ein höheres Zins-Wachstums-Differenzial, niedrigere Primärüberschüsse sowie eine statistische Revision der Schuldenquote 2018 wider.

### Abbildung 27

#### Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, September 2019.

Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

#### Die Staaten müssen ihre Haushalte 2020 im Einklang mit den Bestimmungen des finanzpolitischen Regelwerks der EU erstellen.

Angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten und der nach wie vor ausgeprägten Abwärtsrisiken sollten Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügen, zeitnah wirksame Maßnahmen ergreifen, wenn sie sich einer Wachstumsverlangsamung gegenüber sehen. In hoch verschuldeten Ländern müssen die Regierungen eine umsichtige Politik verfolgen und die Zielvorgaben für den strukturellen Finanzierungssaldo erfüllen, damit ein Umfeld entsteht, in dem das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren möglich ist. Freilich sind alle Länder gefordert, ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen zu verstärken.

# Kästen

## 1 Das im September 2019 beschlossene Paket geldpolitischer Maßnahmen

Julian Schumacher und Ine Van Robays

**Auf seiner Sitzung im September sah sich der EZB-Rat mit einer länger als erwartet andauernden Konjunkturschwäche im Euroraum, anhaltenden und ausgeprägten Abwärtsrisiken sowie einer weiteren Verzögerung der Annäherung der Inflation an sein mittelfristiges Inflationsziel konfrontiert.** Die Inflationsaussichten sind angesichts der schwächeren Wachstumsdynamik im Eurogebiet weiter hinter der Zielvorgabe des EZB-Rats zurückgeblieben. Weder die tatsächlichen noch die projizierten Inflationsraten sind in den letzten Monaten gestiegen, und die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickeln sich weiterhin insgesamt verhalten. Die markt- und umfragebasierten Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen liegen auf einem historisch niedrigen Niveau. Dies kommt auch in den aktuellen von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Eurogebiet zum Ausdruck, aus denen eine weitere Eintrübung der Inflations- und Wachstumsaussichten hervorgeht.

**Mit Blick auf sein Mandat zur Gewährleistung von Preisstabilität im Eurogebiet hat der EZB-Rat daher ein umfangreiches Paket geldpolitischer Maßnahmen beschlossen.** Das Paket besteht aus fünf Elementen: a) einer Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität, b) einer Anpassung der Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen der EZB, c) einer Wiederaufnahme der Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP), d) Änderungen der Modalitäten der neuen Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) und e) der Einführung eines zweistufigen Systems für die Verzinsung der Reserveguthaben. Die Maßnahmen ergänzen sich gegenseitig und setzen so erhebliche geldpolitische Impulse. Sie werden über verschiedene Marktsegmente hinweg hinreichend günstige Finanzierungsbedingungen sicherstellen, um eine Wiederbelebung der Wachstumsdynamik und eine Verankerung der Inflationserwartungen zu fördern. Die Maßnahmen werden die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechterhalten und dabei auch die reibungslose Transmission des akkommodierenden geldpolitischen Kurses auf die Realwirtschaft unterstützen.

**Erstens beschloss der EZB-Rat, den Zinssatz für die Einlagefazilität auf -0,50 % zu senken.** In einem von überschüssiger Liquidität geprägten Umfeld dient der Einlagenzinssatz als Anker für die kurzfristigen Zinssätze, die wiederum den geldpolitischen Transmissionsmechanismus stützen. Der Interbanken-Geldmarktsatz (EONIA) verankert die Overnight-Index-Swap-(OIS)-Kurve im Euroraum, die der Bepreisung zahlreicher Finanzinstrumente und insbesondere auch den Referenzzinssätzen, die für die Festsetzung der Kreditzinsen herangezogen werden, zugrunde liegt. Eine Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität setzt somit einen

geldpolitischen Impuls über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg, die die Basis für die Finanzierungskosten von Unternehmen und privaten Haushalten bildet. Somit wird die Herabsetzung des Einlagenzinssatzes um 10 Basispunkte den Grad der geldpolitischen Akkommodierung weiter erhöhen und zudem die Banken anregen, Kredite an die Wirtschaft zu vergeben, anstatt Liquidität zu horten, was den Portfolio-Rebalancing-Kanal des APP stützen dürfte.

**Zweitens gab der EZB-Rat eine klare Orientierung für die künftige Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze, indem er die zustandsabhängige Komponente seiner Forward Guidance anpasste.** Die Anpassungen stellen eine Ergänzung zu den Ausführungen des EZB-Rats auf der Sitzung im Juli dar, auf der er die Symmetrie seines Inflationsziels betonte und seine Entschlossenheit bekräftigte, bei einer Unterschreitung seiner Preisstabilitätsdefinition ebenso entschieden zu handeln wie bei zu hohen Inflationsraten. Auf der September-Sitzung lieferte der EZB-Rat eine weitere Klarstellung in Bezug auf die Forward Guidance.

**Der EZB-Rat hat nun die zustandsabhängige Komponente der Forward Guidance gestärkt, indem er sie an eine Reihe strengerer Anforderungen für den Inflationsausblick koppelte.** Diese Anpassungen verdeutlichen die Reaktionsfunktion des EZB-Rats in Bezug auf die Entwicklung der Inflationsaussichten. Insbesondere geht der EZB-Rat nunmehr davon aus, *„dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis wir feststellen, dass sich die Inflationsaussichten in unserem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.“* Mit der Nennung eines Niveaus von *„hinreichend nahe, aber unter 2 %“* wird signalisiert, dass sich die Inflationsaussichten gegenüber dem aktuellen tatsächlichen und erwarteten Niveau deutlich aufhellen müssen und dass die Konvergenz des Inflationsausblicks im Projektionszeitraum beobachtet werden muss. Außerdem muss es sich um eine robuste Annäherung handeln, d. h., der EZB-Rat will sicher sein, dass die Annäherung des Inflationspfads an seine Zielvorgabe hinreichend gefestigt und realistisch genug ist, bevor er mit einer Anhebung der Leitzinsen beginnt. Durch die Bedingung, dass sich diese Konvergenz in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation widerspiegeln muss, wird sichergestellt, dass die Entwicklung der tatsächlichen Inflation die Inflationsaussichten untermauert. Diese Elemente dienen der Vermeidung übermäßig starker Reaktionen auf vorübergehende Inflationschocks sowie auf Prognose- und Messfehler.

**Mit der Stärkung der Forward Guidance untermauert der EZB-Rat sein Bekenntnis, so lange einen äußerst akkommodierenden Kurs beizubehalten, wie dies erforderlich ist, um eine nachhaltige Annäherung der Inflation an die mittelfristige Zielvorgabe sicherzustellen.** Außerdem wies der EZB-Rat auf die Möglichkeit weiterer Zinssenkungen hin, sofern dies angesichts der Inflationsaussichten geboten sei, und behielt somit seine tendenziell expansive geldpolitische Ausrichtung (Easing Bias) bei.



**Drittens beschloss der EZB-Rat, die Nettoankäufe im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € wieder aufzunehmen und die Tilgungsbeträge für längere Zeit vollumfänglich weiter anzulegen.**

Die Wiederaufnahme der Ankäufe von Vermögenswerten wirkt durch die Komprimierung der Risikoprämien dämpfend auf die langfristigen Zinssätze. Gleichzeitig beschloss der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem mit der Erhöhung der Leitzinsen begonnen wird, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen, und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten. Der EZB-Rat entschied außerdem, die Möglichkeit des Erwerbs von Wertpapieren mit einer Rendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität im erforderlichen Umfang auch auf die Teile des APP auszuweiten, die den privaten Sektor betreffen, d. h. auf das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3), das Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) und das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). Diese Ausweitung wird dazu beitragen, dass das APP weiterhin reibungslos umgesetzt werden kann. Des Weiteren spiegelt sie Veränderungen der Marktzinsen im Verhältnis zum Zinssatz für die Einlagefazilität wider.

**Die Wiederaufnahme der Nettoankäufe wird den Effekt der Forward Guidance zu den Leitzinsen ergänzen, da davon auszugehen ist, dass die Nettoankäufe so lange fortgesetzt werden, wie dies zur Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen begonnen wird.**

Dadurch wird ihre Signalwirkung in Bezug auf die Leitzinsentwicklung verstärkt. Da die zustandsabhängige Komponente der Forward Guidance zu den Leitzinsen der EZB auf der Entwicklung der projizierten Inflation und der zugrunde liegenden Inflation beruht, macht sie den Zeithorizont der Nettoankäufe vom Inflationsausblick abhängig. Durch die Kopplung der Wiederanlagestrategie an die Leitzinsen wird außerdem sichergestellt, dass sich der Wiederanlagehorizont im Einklang mit dem erwarteten Zinspfad entwickelt, wodurch dessen akkommodierender Effekt verstärkt wird.

**Viertens beschloss der EZB-Rat, die Modalitäten der GLRG III zu ändern.**

Dadurch wurde die preisliche Attraktivität der neuen Geschäfte erhöht. Insbesondere wurde der im Juni bekannt gegebene Abstand von 10 Basispunkten über dem Eingangs- bzw. Mindestzinssatz aufgegeben. Der Zinssatz für die einzelnen Geschäfte wird nunmehr auf das Niveau des durchschnittlichen Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Laufzeit des jeweiligen GLRG III festgesetzt. Für Banken, deren Kreditvergabe ihre entsprechende Referenzgröße überschreitet, wird ein niedrigerer Zinssatz gelten, wobei der durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität die Untergrenze bildet. Die neue Preisgestaltung unterstützt die Refinanzierungsbedingungen der Banken, sodass diese weiterhin Kredite zu günstigen Bedingungen an Unternehmen und Privathaushalte vergeben können. Zudem wurde die Laufzeit der Geschäfte von zwei auf drei Jahre verlängert, um sie stärker an die übliche Laufzeit von Bankkrediten zur Finanzierung von Investitionsprojekten anzugleichen. Dadurch werden die GLRG III die Finanzierung der Realwirtschaft besser unterstützen. Ferner können die Geschäftspartner die über

diese Geschäfte aufgenommenen Mittel in vierteljährlichem Rhythmus, beginnend zwei Jahre nach der Abwicklung des jeweiligen Geschäfts, auf freiwilliger Basis vorzeitig zurückzahlen. Zusammen werden diese Änderungen die günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken aufrechterhalten, die reibungslose Transmission der Geldpolitik gewährleisten und den akkommodierenden geldpolitischen Kurs weiter begünstigen.

**Fünftens beschloss der EZB-Rat, ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben einzuführen, bei dem ein Teil der Überschussliquidität der Banken vom negativen Einlagenzinssatz ausgenommen wird.** Der EZB-Rat beobachtet die möglichen Nebenwirkungen der Negativzinsen auf die bankbasierte Intermediation genau, denn diese können sich umso stärker manifestieren, je länger die negativen Zinssätze beibehalten werden und je niedriger sie sind. Diesbezüglich wird das beschlossene zweistufige System dazu beitragen, den positiven Effekt der negativen Leitzinsen auf die Wirtschaft zu bewahren, indem die direkten Auswirkungen auf die Ertragslage der Banken teilweise aufgefangen werden. Der maximale Umfang des Reserveguthabens, das die Mindestreserveanforderungen übersteigt und von der Verzinsung zum Einlagesatz befreit ist (d. h. der ausgenommene Teil), wird als Vielfaches des Mindestreserve-Solls des betreffenden Kreditinstituts berechnet. Der hierfür anzuwendende Multiplikator wird ab der siebten Reserveerfüllungsperiode 2019 auf 6 festgelegt, und der ausgenommene Teil wird mit einem jährlichen Zinssatz von 0 % verzinst.<sup>1</sup> Der für den ausgenommenen Teil geltende Zinssatz sowie der Multiplikator für die Berechnung der Maximalhöhe dieses ausgenommenen Teils können im Laufe der Zeit in Anlehnung an die Entwicklung der Bedingungen am Geldmarkt geändert werden. Bei den gegenwärtigen Liquiditätsbedingungen<sup>2</sup> könnte sich der ausgenommene Teil auf bis zu 43 % der gehaltenen Überschussliquidität belaufen, wenn die Kreditinstitute ihre ausgenommenen Kontingente vollumfänglich ausnutzen. Diese Maßnahme wird die bankbasierte Transmission der Geldpolitik unterstützen und somit die Wirksamkeit der Negativzinspolitik in Bezug auf das Durchwirken der niedrigen Zinssätze auf die Bankkreditzinsen erhöhen.

**Dieses umfangreiche Paket geldpolitischer Maßnahmen wird die Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Ziel des EZB-Rats fördern.** Die geldpolitischen Beschlüsse vom September werden sowohl einzeln als auch durch ihren sich wechselseitig verstärkenden Effekt einen signifikanten geldpolitischen Impuls setzen und dadurch sicherstellen, dass Unternehmen und private Haushalte weiterhin zu sehr attraktiven Zinssätzen Kredite aufnehmen können. Die günstigen Finanzierungsbedingungen werden das Wirtschaftswachstum ankurbeln, indem sie

---

<sup>1</sup> Die Höhe des ausgenommenen Anteils eines Kreditinstituts wird anhand des durchschnittlichen Kalendertagesendguthabens auf seinem Mindestreservekonto innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode bemessen. Unter Einrechnung des Mindestreserve-Solls, das zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (aktuell 0 %) verzinst wird, können sich die von der Verzinsung zum Einlagenzinssatz ausgenommenen Reserveguthaben (d. h. Mindestreserve-Soll zuzüglich Überschussreserven) somit maximal auf das Siebenfache der Mindestreserveanforderung belaufen.

<sup>2</sup> Auf Grundlage des durchschnittlichen Mindestreserve-Solls und der durchschnittlichen Überschussreserven in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2019; siehe Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

die Konsum- und Investitionsdynamik untermauern, was wiederum die Konvergenz der Teuerung in Richtung des Inflationsziels des EZB-Rats begünstigen wird.

**Der EZB-Rat betonte abermals, dass er auch weiterhin bereit sei, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um die Teuerungsrate nachhaltig in Richtung des von ihm gesetzten Inflationsziels zu steuern.** Ein äußerst akkommodierender geldpolitischer Kurs wird für einen längeren Zeitraum notwendig sein. Das im September beschlossene Paket geldpolitischer Maßnahmen untermauert die Entschlossenheit und Bereitschaft des EZB-Rats, die mit Blick auf sein Preisstabilitätsziel erforderliche Akkommodierung umzusetzen. Sollten die Inflationsaussichten weiter auf einem Niveau deutlich unter dem Inflationsziel verharren, ist der EZB-Rat nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls einzusetzen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Symmetrie-Verpflichtung des EZB-Rats – nachhaltig seinem Inflationsziel von mittelfristig nahe, aber unter 2 % annähert.

## 2 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 17. April bis zum 30. Juli 2019

Annette Kamps und Christian Lizarazo

**Im vorliegenden Kasten werden die Liquiditätsbedingungen im Eurosystem und die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres (17. April bis 11. Juni bzw. 12. Juni bis 30. Juli 2019) betrachtet.** Die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität lagen in diesem Zeitraum durchweg unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,40 %. Auch die Reinvestitionen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wurden vom Eurosystem fortgeführt und die Tilgungsbeträge von fällig gewordenen Wertpapieren des öffentlichen Sektors, gedeckten Schuldverschreibungen, Asset-Backed Securities und Wertpapieren des Unternehmenssektors wieder angelegt.

### Liquiditätsbedarf

**Im Berichtszeitraum belief sich der tagesdurchschnittliche aggregierte Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – auf 1 511,3 Mrd €; er hat sich somit gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (also der ersten und zweiten Erfüllungsperiode 2019) um 14,9 Mrd € erhöht** (siehe Tabelle A). Ursächlich für den leicht gestiegenen Liquiditätsbedarf war im Wesentlichen die Entwicklung der autonomen Faktoren (netto), die sich um 13,0 Mrd € auf 1 381,3 Mrd € erhöhten.

**Der Anstieg der autonomen Faktoren (netto) war einem Anstieg der liquiditätsabschöpfenden Faktoren zuzuschreiben, der das Wachstum der liquiditätszuführenden Faktoren überkompensierte.** Die Zunahme der liquiditätsabschöpfenden Faktoren war in erster Linie Zuwächsen bei den sonstigen autonomen Faktoren und dem Banknotenumlauf geschuldet, die sich im Schnitt um 28,2 Mrd € auf 788,7 Mrd € bzw. um 21,8 Mrd € auf 1 234,1 Mrd € erhöhten. Die Einlagen öffentlicher Haushalte, die saisonalen Schwankungen unterliegen können, stiegen im Berichtszeitraum um 7,2 Mrd € auf 270,5 Mrd € und blieben damit insgesamt weitgehend stabil. Bei den liquiditätszuführenden Faktoren nahmen die Nettoforderungen in Euro zu, und zwar um durchschnittlich 16,3 Mrd € auf 213,0 Mrd €. Im Betrachtungszeitraum zuvor war der Anstieg aufgrund eines saisonalen Musters am Jahresende höher ausgefallen. Ein weiterer Grund für die Zunahme der liquiditätszuführenden Faktoren war der gestiegene Wert der Nettoforderungen in Fremdwährung. Diese erhöhten sich, ähnlich wie im vorangegangenen Berichtszeitraum, im Schnitt um 27,9 Mrd €.

## Tabelle A

### Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

#### Passiva – Liquiditätsbedarf

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Januar bis 16. April 2019	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 30. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>2 293,3</b>	<b>(+57,2)</b>	<b>2 253,4</b>	<b>(+3,5)</b>	<b>2 339,0</b>	<b>(+85,6)</b>	<b>2 236,1</b>	<b>(+59,3)</b>
Banknotenumlauf	1 234,1	(+21,8)	1 228,1	(+12,4)	1 240,8	(+12,7)	1 212,2	(+2,2)
Einlagen öffentlicher Haushalte	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Sonstige autonome Faktoren	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
<b>Guthaben auf Girokonten</b>	<b>1 372,5</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>1 404,6</b>	<b>(+25,6)</b>	<b>1 335,7</b>	<b>(-68,9)</b>	<b>1 371,3</b>	<b>(+13,7)</b>
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>717,5</b>	<b>(-40,1)</b>	<b>730,8</b>	<b>(-17,3)</b>	<b>702,3</b>	<b>(-28,5)</b>	<b>757,6</b>	<b>(-7,3)</b>
Mindestreserve-Soll <sup>1</sup>	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Einlagefazilität	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuersoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

## Aktiva – Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Januar bis 16. April 2019	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 30. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>912,3</b>	<b>(+44,2)</b>	<b>904,9</b>	<b>(+18,0)</b>	<b>920,8</b>	<b>(+16,0)</b>	<b>868,1</b>	<b>(+75,4)</b>
Nettoforderungen in Fremdwährung	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
Nettoforderungen in Euro	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>3 341,2</b>	<b>(-27,9)</b>	<b>3 355,2</b>	<b>(-6,8)</b>	<b>3 325,1</b>	<b>(-30,0)</b>	<b>3 369,1</b>	<b>(-10,8)</b>
Offenmarktgeschäfte	3 341,0	(-28,0)	3 354,8	(-7,1)	3 325,1	(-29,7)	3 369,0	(-10,7)
Tendergeschäfte	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
HRGs	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
Dreimonatige LRGs	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Outright-Geschäfte	2 625,9	(-15,4)	2 630,6	(-5,2)	2 620,4	(-10,3)	2 641,3	(-5,9)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 092,4	(-9,2)	2 095,2	(-4,4)	2 089,2	(-6,0)	2 101,6	(+2,9)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

## Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Januar bis 16. April 2019	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 30. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf	1 511,3	(+14,9)	1 477,4	(-14,3)	1 550,0	(+72,6)	1 496,4	(-15,1)
Autonome Faktoren <sup>2</sup>	1 381,3	(+13,0)	1 348,6	(-14,7)	1 418,6	(+70,0)	1 368,3	(-16,2)
Überschussliquidität	1 829,6	(-42,9)	1 877,4	(+7,3)	1 775,1	(-102,3)	1 872,5	(+4,3)

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 30. Januar bis 16. April 2019	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 30. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
EONIA	-0,363	(+0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,367	(-0,01)	-0,367	(-0,00)

Quelle: EZB.

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

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

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

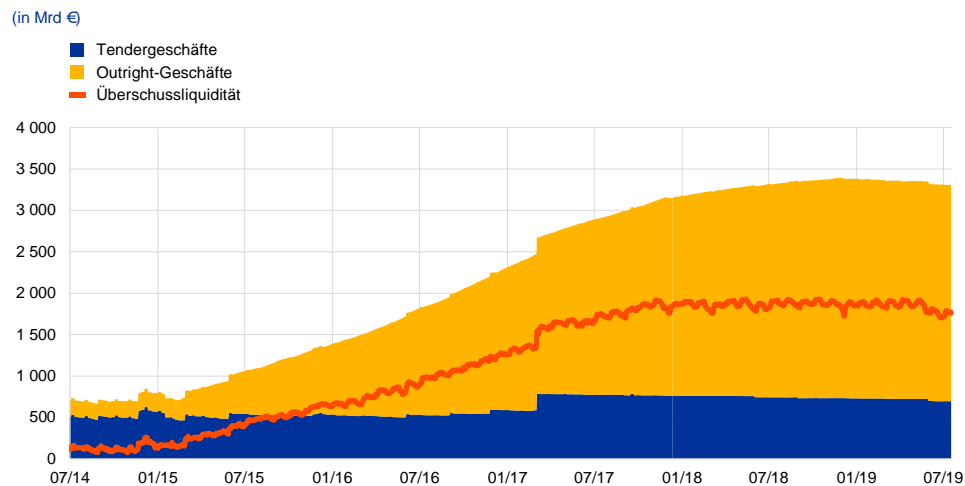
## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (darunter Tendergeschäfte und zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapierportfolios) bereitgestellten Liquidität verringerte sich um 27,9 Mrd € auf 3 341,2 Mrd €** (siehe Abbildung A). Ursächlich hierfür waren eine schwächere

Nachfrage bei den Tendergeschäften sowie eine geringere Liquiditätszufuhr über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios, die auf Tilgungen von im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) erworbenen Wertpapieren und auf einen leichten Rückgang des Buchwerts der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erworbenen Papiere zurückzuführen war. Während des Wiederanlagezeitraums kann es aus technischen Gründen in begrenztem Maße zu vorübergehenden Abweichungen beim Gesamtumfang und bei der Zusammensetzung des APP kommen.

## Abbildung A

### Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte sank im Berichtszeitraum geringfügig um 12,6 Mrd € auf 715,1 Mrd €** Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie ein Rückgang der über gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) bereitgestellten Liquidität um durchschnittlich 11,2 Mrd € aufgrund freiwilliger vorzeitiger Rückzahlungen. Durch die geringere Nachfrage der Geschäftspartner sank die Bereitstellung von Liquidität über HRGs und über dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) im Schnitt um 0,8 Mrd € auf 5,1 Mrd € bzw. um 0,7 Mrd € auf 3,3 Mrd €.

**Die Liquiditätszufuhr über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios des Eurosystems verringerte sich durchschnittlich um 15,4 Mrd € auf 2 625,9 Mrd €** Grund hierfür waren Tilgungen von im Rahmen des SMP gehaltenen Wertpapieren und ein leichter Rückgang des Buchwerts der im Rahmen des PSPP erworbenen Papiere. Die Tilgungen von im Rahmen des SMP und der ersten beiden Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen gehaltenen Wertpapieren summierten sich auf 5,4 Mrd €. Was die APP-Portfolios betrifft, so befindet sich das Programm seit dem 1. Januar 2019 in der Reinvestitionsphase. Während des Wiederanlagezeitraums kann es aus technischen Gründen in begrenztem Maße zu vorübergehenden Abweichungen beim Gesamtumfang und bei der Zusammensetzung des APP kommen.<sup>3</sup> Der Buchwert der im Rahmen des PSPP erworbenen Papiere ging im Berichtszeitraum im Schnitt geringfügig um 9,2 Mrd € auf 2 092,4 Mrd € zurück.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten: eine Bestandsaufnahme nach Beendigung der Nettoankäufe](#), Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019.



## Überschussliquidität

**Infolge der oben beschriebenen Entwicklungen verringerte sich die durchschnittliche Überschussliquidität im Vergleich zur Vorperiode um 42,9 Mrd € auf 1 829,6 Mrd €** (siehe Abbildung A). Dieser Rückgang spiegelt einen Anstieg der autonomen Faktoren (netto) sowie eine geringere Liquiditätsbereitstellung über die Tendergeschäfte und die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios des Eurosystems wider. Was die Verteilung der Bestände an Überschussliquidität betrifft, so stieg das durchschnittliche Giroguthaben der Banken beim Eurosystem marginal um 1,2 Mrd € auf 1 372,5 Mrd € an, während sich die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität um 42,0 Mrd € auf 587,4 Mrd € verringerte.

## Zinsentwicklung

**Die Tagesgeldsätze am unbesicherten Geldmarkt und am besicherten Geldmarkt für General-Collateral-Geschäfte verharrten in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB.** Am unbesicherten Geldmarkt notierte der EONIA (Euro Overnight Index Average) im Schnitt bei -0,363 % und blieb damit gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum unverändert. Dabei bewegte er sich zwischen einem Tiefstand von -0,379 % am 19. Juni und einem Höchststand von -0,252 % am 7. Juni (vor dem Feiertag am 10. Juni – Pfingstmontag). Dieser Anstieg ging mit einem merklichen Rückgang des Volumens einher, das sich von Donnerstag, 6. Juni, bis Freitag, 7. Juni um nahezu 800 Mio € auf 611 Mio € verringerte. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass EONIA-Banken dazu neigen, von Eintagesfälligkeiten zu Zwei- oder Dreitagesfälligkeiten überzugehen, um verlängerte Wochenenden zu überbrücken. Aus diesem Grund kommt es an solchen Tagen tendenziell zu einem Einbruch des EONIA-Volumens. Der Spread zwischen den durchschnittlichen Tagesgeldsätzen von Repogeschäften am besicherten GC-Pooling-Markt<sup>4</sup> für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb vergrößerte sich geringfügig. Gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum erhöhte sich der durchschnittliche Tagesgeldsatz für den Standardsicherheitenkorb um 0,6 Basispunkte auf -0,419 % und für den erweiterten Sicherheitenkorb um 1,1 Basispunkte auf -0,397 %.

---

<sup>4</sup> Das General Collateral Pooling (GC Pooling) ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

### 3 Rolle inländischer und ausländischer Faktoren beim Rückgang der Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

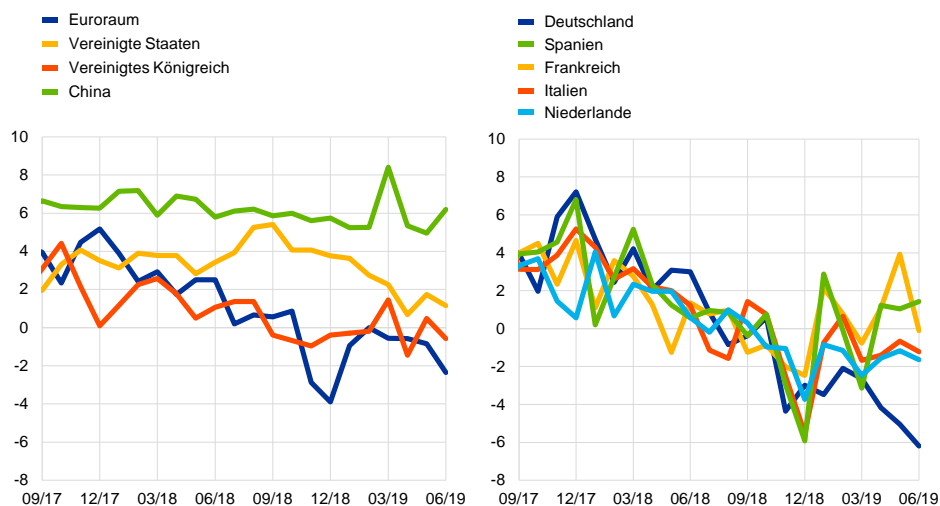
Roberto A. De Santis und Srečko Zimic

**Die Jahreswachstumsrate der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet, die 2018 vor dem Hintergrund des schwachen Welthandels deutlich zurückgegangen war, erholte sich im laufenden Jahr zwar geringfügig, lag aber nach wie vor im negativen Bereich.** Von Januar 2018 bis Juni 2019 sank sie um insgesamt 6,3 Prozentpunkte von 3,9 % auf -2,4 % (siehe Abbildung A). Dies ist der mit Abstand stärkste Rückgang, der unter den wichtigen Wirtschaftsräumen in diesem Zeitraum verzeichnet wurde. In den Vereinigten Staaten setzte die Abschwächung erst später, im September 2018, ein. Bezogen auf die größten Länder des Eurogebiets fiel der Wachstumseinbruch in Deutschland (um 10,9 Prozentpunkte), den Niederlanden (um 5,7 Prozentpunkte) und Italien (um 5,5 Prozentpunkte) am stärksten aus. In Frankreich und Spanien ging die Industrieproduktion 2018 im Einklang mit der Entwicklung in allen anderen Ländern des Euroraums zurück, kehrte ihren negativen Trend jedoch im Jahr 2019 wieder um, wobei sie sich immer noch sehr volatil entwickelt. Die Eintrübung im verarbeitenden Gewerbe im Eurogebiet scheint sich negativ auf die Wachstumsraten einiger Teilkomponenten des Dienstleistungssektors ausgewirkt zu haben. Gleichwohl hat sich der Dienstleistungssektor bislang insgesamt weiterhin als relativ widerstandsfähig erwiesen. Im vorliegenden Kasten werden die Faktoren untersucht, die die Entwicklung der Industrieproduktion im Euroraum beeinflussen. Dabei soll die relative Bedeutung ausländischer Schocks im Vergleich zu inländischen Schocks anhand eines mehrere Länder umfassenden strukturellen Vektorautoregressionsmodells (SVAR-Modells) quantifiziert werden.

## Abbildung A

### Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euroraum und in anderen wichtigen Volkswirtschaften

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2019.

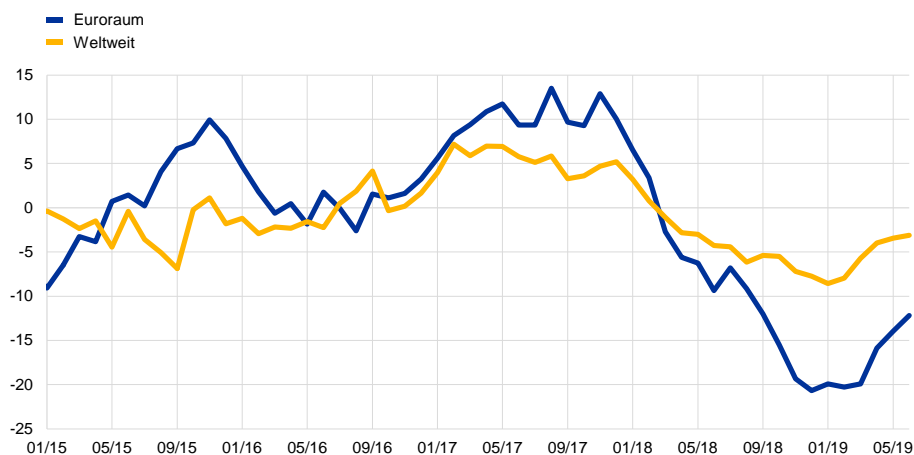
### Diese Entwicklungen vollzogen sich allesamt vor dem Hintergrund eines

**rückläufigen Welthandels.** Aufgrund der Zuspitzung der Handelsspannungen zwischen den USA und China sowie der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit verringerte sich der Auftragseingang im globalen Exportgeschäft im Betrachtungszeitraum drastisch, wobei der Einbruch im Euroraum ungleich stärker war als weltweit (siehe Abbildung B).

## Abbildung B

### Einkaufsmanagerindizes für den Auftragseingang im Exportgeschäft auf globaler Ebene und im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Markit.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2019.

**Um die Bedeutung der vom Ausland ausgehenden Ansteckungseffekte auf die Industrieproduktion im Eurogebiet zu beurteilen, wird ein Modell herangezogen, das die Industrieproduktion in einer Reihe von großen Volkswirtschaften erfasst.**

In dem Modell werden saisonbereinigte monatliche Zeitreihen der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) für das Euro-Währungsgebiet, China, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten verwendet (siehe Abbildung A). Dabei wird ein relativ kurzer Schätzzeitraum (Januar 2007 bis Juni 2019) zugrunde gelegt, unter anderem weil sich die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den Ländern seit der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise verändert haben können, aber auch um Daten für China einzubeziehen. Das Modell berücksichtigt auch einen globalen Faktor, der näherungsweise mittels des Einkaufsmanagerindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft weltweit abgebildet wird (siehe Abbildung B). Um diesem globalen Faktor ein größeres Gewicht zu verleihen, wird angenommen, dass er nur mit einer Verzögerung auf Schocks auf die Industrieproduktion in einzelnen Ländern reagiert. Im Gegensatz dazu reagiert die Industrieproduktion der einzelnen Länder zeitgleich auf globale Schocks. Alle anderen Variablen sind so modelliert, dass ein Schock sich unmittelbar auf die Variable im Heimatland auswirkt und sein absoluter Wert größer ist als der von ihm ausgehende Effekt auf ausländische Variablen.<sup>5</sup>

**Die Modellergebnisse lassen darauf schließen, dass der Wachstumsrückgang bei der Industrieproduktion im Eurogebiet im vergangenen Jahr sowohl durch eine schwächere Auslandsnachfrage nach Waren aus dem Euroraum als auch durch negative inländische Schocks bedingt war.**

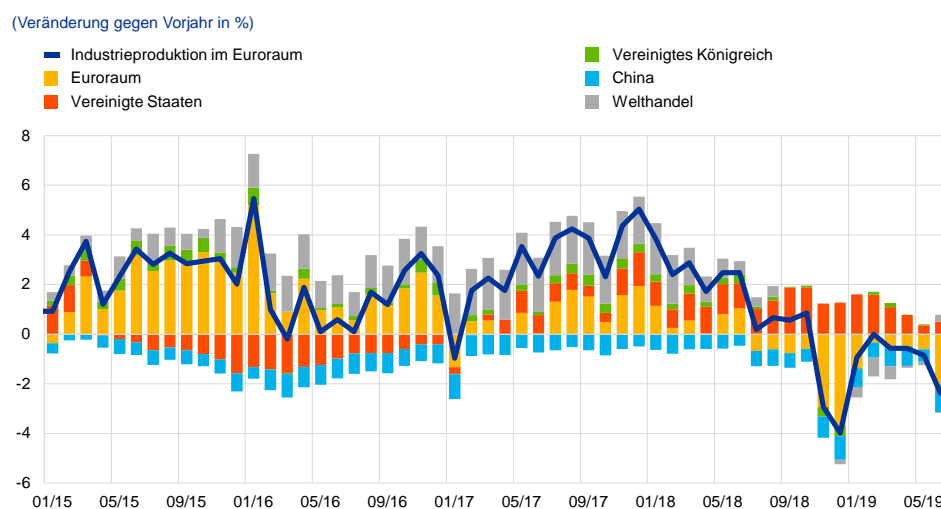
Während die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2018 am stärksten durch die Eintrübung im Welthandel beeinträchtigt wurde (siehe die grauen Balken in Abbildung C),<sup>6</sup> waren ab Juli 2018 auch euroraumspezifische Entwicklungen maßgeblich (siehe die gelben Balken). Ferner ist zu beachten, dass die Industrieproduktion im Euroraum auch durch die jüngsten Entwicklungen in den Vereinigten Staaten beeinflusst wurde (siehe die roten Balken in Abbildung C). Der negative Beitrag Chinas ist seit Anfang 2016 recht stabil geblieben. Gemäß den in Abbildung A für Deutschland aufgezeigten Entwicklungen könnten die binnenwirtschaftlichen Schocks im Eurogebiet die negative Situation in der deutschen Automobilindustrie widerspiegeln. Für den Rückgang der Industrieproduktion im Euroraum in der zweiten Jahreshälfte 2018 scheinen zum Großteil bestimmte länderspezifische temporäre Faktoren verantwortlich zu sein. Dies gilt etwa für die Einführung eines neuen Abgas-Testverfahrens für Kraftfahrzeuge (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure – WLTP) am 1. September 2018, was zu Lieferengpässen in Deutschland führte. Auch die erwogenen Dieselfahrverbote, die im Sommer 2018 angekündigt worden waren und in großen deutschen Städten im Jahr 2019 umgesetzt werden sollten, könnten zum Rückgang der Industrieproduktion im Euroraum beigetragen haben, da die Verbraucher möglicherweise davon absahen, Dieselfahrzeuge zu kaufen. Die jüngste Zunahme des negativen Beitrags inländischer

<sup>5</sup> Eine Erklärung der Methode zur Bestimmung von Schocks findet sich in: R. A. De Santis und S. Zimic, [Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 33, Nr. 5, 2018, S. 727-747.

<sup>6</sup> In der ersten Jahreshälfte 2018 ging vom globalen Faktor ein negativer Beitrag zur Veränderung der Industrieproduktion im Euroraum in Höhe von 1,5 Prozentpunkten aus. Abzulesen ist dies an der Differenz zwischen dem grauen Balken in Abbildung C im Juni 2018 und jenem im Januar 2018.

Faktoren zum Wachstum der euroraumweiten Industrieproduktion (im Juni 2019) ergibt sich aus dem niedrigeren Zuwachs der Industrieproduktion in Deutschland (siehe Abbildung A), der womöglich mit dem dort verzeichneten langsameren Anstieg der Konsumausgaben im zweiten Quartal 2019 in Zusammenhang steht.

**Abbildung C**  
 Zerlegung der Schocks auf die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euroraum



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Schocks auf die Industrieproduktion der einzelnen Länder werden mithilfe der Methode der absoluten Größenrestriktion (siehe R. A. De Santis und S. Zinic, a. a. O.) ermittelt. Dabei wird angenommen, dass die Wirkung eines Schocks auf die Binnenwirtschaft zum Zeitpunkt der Einwirkung gemessen am absoluten Wert größer ist als das Ausmaß der Ansteckungseffekte auf das Ausland. Gemäß der Annahme reagiert der Einkaufsmanagerindex für den Auftragseingang im globalen Exportgeschäft, der als Näherungswert für den Welthandel dient, auf Schocks auf die Industrieproduktion der Länder mit einer Verzögerung. Der gesamte Schätzzeitraum erstreckt sich von Januar 2007 bis Juni 2019.

**Insgesamt ist festzuhalten, dass das rückläufige Wachstum der Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet im vergangenen Jahr anscheinend sowohl der Verschärfung der weltweiten Handelsspannungen als auch binnenwirtschaftlichen Entwicklungen geschuldet war.** In der Zeit von Juli 2018 bis Juni 2019 ließen sich durch den globalen Faktor sowie sämtliche Faktoren, die die Entwicklungen in China, dem Vereinigten Königreich und den USA betrafen, 37 % des Wachstumsrückgangs der Industrieproduktion im Euroraum erklären. Binnenwirtschaftliche Faktoren leisteten hingegen einen Beitrag von 63 %, wengleich diese Auswirkungen zum Teil auf temporäre Faktoren in Bezug auf die Automobilindustrie im zweiten Halbjahr 2018 zurückzuführen sein könnten. Die ausgeprägte Schwäche im verarbeitenden Gewerbe wirkt sich möglicherweise auf einige Teilkomponenten im Dienstleistungssektor aus, doch insgesamt betrachtet hält dieser bislang dem negativen Schock stand. Den potenziellen Einfluss auf die Dienstleistungsbranche gilt es genau zu beobachten.

## 4 Das aktuelle Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet: ein Vergleich mit Entwicklungen in der Vergangenheit

Vasco Botelho und António Dias da Silva

**Im vorliegenden Kasten wird der derzeitige Beschäftigungszuwachs im Euro-Währungsgebiet näher betrachtet und mit früheren Zeiträumen steigender Erwerbstätigenzahlen verglichen.**

Nachdem die Beschäftigung im Euroraum im zweiten Quartal 2013 einen Tiefstand erreichte, nimmt sie seit nunmehr fast sechs Jahren ununterbrochen zu. In diesem Zeitraum hat sich die Zahl der Beschäftigten um mehr als 11 Millionen erhöht; zugleich ist die Arbeitslosenquote um über 4 Prozentpunkte gesunken und nähert sich nun wieder ihrem Vorkrisenniveau an. Indessen haben die Arbeitsproduktivität und das Wachstum der Reallöhne nur geringfügig zugelegt. Vor diesem Hintergrund sollen im vorliegenden Kasten Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen dem aktuellen Anstieg der Erwerbstätigkeit und früheren Phasen steigender Beschäftigung herausgestellt werden. So wird vor allem bei der Analyse der Entwicklung der Arbeitslosigkeit, des Zusammenhangs zwischen Beschäftigungszuwachs und BIP-Wachstum sowie der Beziehung zwischen dem Wachstum der Produktivität und der Reallöhne eine langfristige Perspektive eingenommen. Die Untersuchung beruht auf Jahreswerten für den Zeitraum von 1960 bis 2018 aus der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission für die ersten zwölf Länder, die dem Euroraum beigetreten sind<sup>7</sup>. Die Daten wurden in zehn separate Zeiträume mit anhaltend positivem bzw. negativem Beschäftigungswachstum untergliedert.<sup>8</sup> Diese Zeiträume, die Beschäftigungszuwächse und -rückgänge aufzeigen, sind nützliche Referenzgrößen für die Beurteilung der Stärke und Reife der aktuellen Beschäftigungsdynamik.

**Im historischen Vergleich hält der derzeitige Beschäftigungsanstieg noch nicht außergewöhnlich lange an, und die durchschnittliche Zunahme der Erwerbstätigkeit ist geringfügig niedriger als in der vorherigen Expansionsphase.**

Abbildung A zeigt den durchschnittlichen jährlichen Zuwachs der Beschäftigung und des BIP in den zwölf Ländern während der ermittelten Zeiträume eines zunehmenden bzw. rückläufigen Wachstums. Im Median betrug die Dauer des Beschäftigungsanstiegs rund sechs Jahre, wobei in den Jahren von 1995 bis 2008 die längste Phase eines kontinuierlichen Beschäftigungswachstums im hier untersuchten Zeitraum festzustellen war. Die Dauer des Beschäftigungsrückgangs belief sich im Median auf etwa zwei Jahre. Angesichts dessen ist die derzeitige Phase zunehmender Erwerbstätigkeit nicht sonderlich lang. Betrachtet man die Wachstumsraten der vergangenen drei Expansionszeiträume, so nahm die Beschäftigung im Schnitt um jährlich 1,4 % zu. In der aktuellen Phase erhöhte sie sich

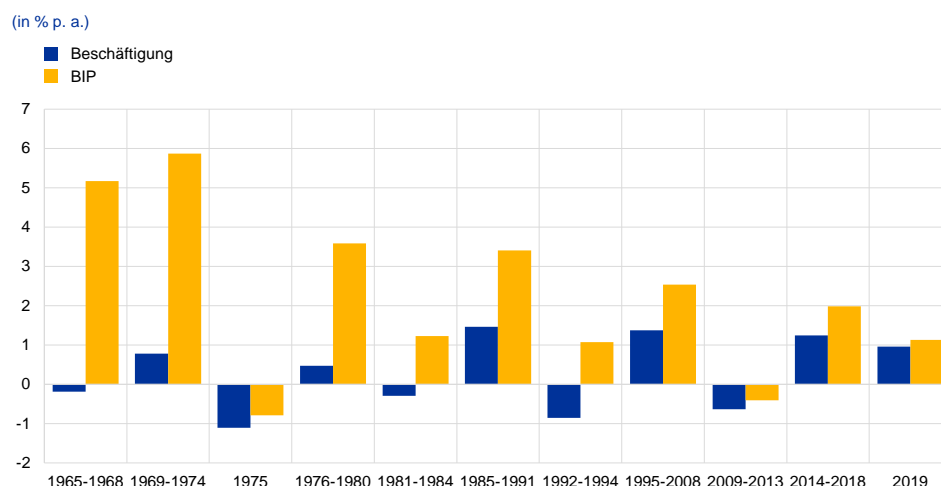
<sup>7</sup> Bei den zwölf in der Untersuchung betrachteten Ländern handelt es sich um Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Sie werden als Euro 12 bezeichnet.

<sup>8</sup> Anhand dieser Definition wurden die historischen Daten von 1960 bis 2018 in zehn unterschiedliche Zeiträume unterteilt. Eine Ausnahme bildet das Jahr 2011, das zu einem Zeitraum rückläufiger Zuwachsraten gerechnet wurde, obwohl das Beschäftigungswachstum leicht gestiegen ist. Daten für 2019 werden separat ausgewiesen und basieren auf der Frühjahrsprognose 2019 der Europäischen Kommission, um die Kohärenz mit der Analyse der historischen AMECO-Daten sicherzustellen.

von 2014 bis 2018 hingegen um ungefähr 1,2 % pro Jahr; für das laufende Jahr wird eine noch niedrigere Rate prognostiziert.<sup>9</sup>

### Abbildung A

#### Durchschnittliches jährliches Wachstum der Beschäftigung und des realen BIP



Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben für 2019 basieren auf der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission für die Euro 12 gemäß AMECO-Datenbank.

#### Gemessen an der Zunahme des realen BIP ist derzeit indes ein beschäftigungsstärkeres Wachstum als in früheren Phasen zu beobachten.<sup>10</sup>

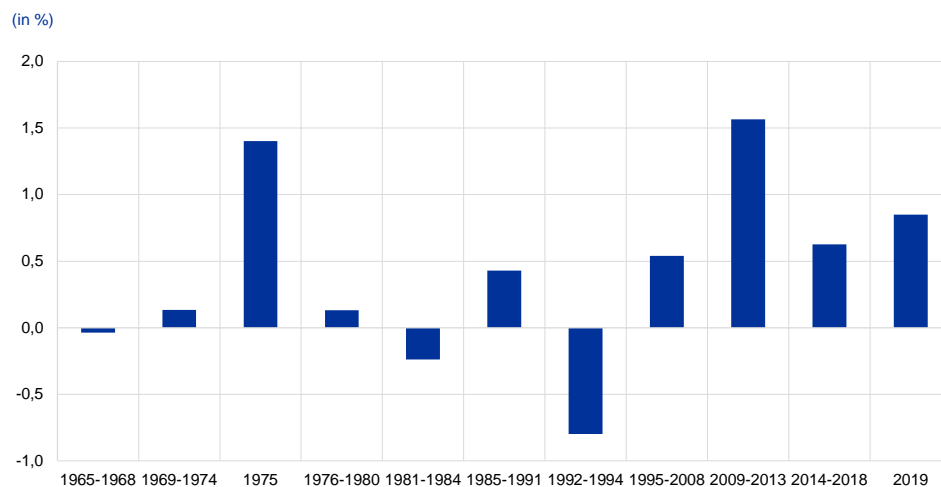
Tatsächlich ist die durchschnittliche Wachstumsrate des realen BIP in der aktuellen Phase steigender Beschäftigung die niedrigste, die in allen Expansionsphasen im gesamten Untersuchungszeitraum verzeichnet wurde. Indessen hat sich der Anstieg der Erwerbstätigkeit jedoch nicht so stark verlangsamt. Längerfristig betrachtet waren die letzten drei Zeiträume zunehmender Erwerbstätigkeit (2014 bis 2018, 1995 bis 2008 sowie 1985 bis 1991) durch ein deutlich höheres Beschäftigungswachstum gekennzeichnet als frühere Expansionsphasen. Dies impliziert, dass sich die Elastizität des Beschäftigungsanstiegs (in Bezug auf das BIP-Wachstum) in diesen drei Perioden verstärkt und von der Expansionsphase 1985-1991 bis zur aktuellen Wachstumsperiode kontinuierlich zugenommen hat (siehe Abbildung B).

<sup>9</sup> Da der Zweck der vorliegenden Untersuchung ein Vergleich zwischen dem Beschäftigungsanstieg und dem BIP-Wachstum ist, wird hier nicht explizit auf die Bevölkerungsentwicklung im Zeitverlauf eingegangen. Betrachtet man jedoch die Beschäftigungsquote, also das Verhältnis zwischen Beschäftigung und Bevölkerungszahl, so ist die Dynamik der Beschäftigung in der aktuellen Wachstumsphase stärker ausgeprägt als bei vorherigen Expansionsphasen. So erreichte die Beschäftigungsquote für die Altersgruppe der 15- bis 64-Jährigen im Jahr 2015 wieder das Vorkrisenniveau und liegt aktuell auf dem höchsten Stand, der im gesamten hier betrachteten Zeitraum verzeichnet wurde.

<sup>10</sup> Siehe auch EZB, [Beschäftigungswachstum und BIP im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019.

## Abbildung B

### Elastizität der Beschäftigung in Bezug auf das reale BIP



Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben für 2019 basieren auf der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission für die Euro 12 gemäß AMECO-Datenbank. Die Elastizität wird berechnet als das Verhältnis zwischen kumuliertem Beschäftigungswachstum und kumuliertem BIP-Wachstum im jeweiligen Zeitraum.

### Darüber hinaus fiel der Rückgang der Arbeitslosenquote in der aktuellen Expansionsphase aus historischer Sicht besonders deutlich aus.

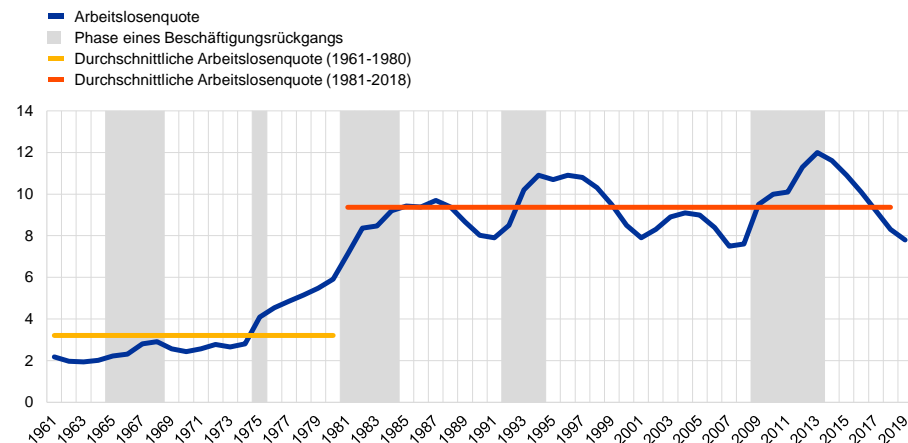
In der Zeit von 2014 bis 2018 sank die Arbeitslosenquote um durchschnittlich 0,7 Prozentpunkte pro Jahr; dies ist die stärkste Verringerung in sämtlichen Fünfjahresperioden des Stichprobenzeitraums (siehe Abbildung C). Der rasche Rückgang vollzog sich vor dem Hintergrund historisch hoher Arbeitslosenquoten. Aus einer langfristigen Perspektive betrachtet lässt sich eine mögliche strukturelle Veränderung der Arbeitslosenquote in der Gruppe der Euro 12 etwa Mitte der 1970er-Jahre ausmachen, als sich die Quote in Richtung eines deutlich höheren Niveaus verschob.<sup>11</sup> In den letzten drei Jahrzehnten ist sie in der Tat kaum mehr unter 8 % gefallen. Sollte sie weiter im derzeitigen Tempo sinken, wird sie bis zum Jahr 2020 ihr Vorkrisenniveau unterschreiten. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob die Arbeitslosenquote im Euroraum auch annähernd wieder den Stand erreichen kann, der vor den 1980er-Jahren beobachtet wurde.

<sup>11</sup> Verschiedene Autoren haben versucht, Gründe für die Zunahme der Arbeitslosigkeit in Europa zu finden. Siehe beispielsweise O. Blanchard, European unemployment: the evolution of facts and ideas, Economic Policy, Bd. 21, Nr. 45, 2006, S. 5-59. Dort wird argumentiert, dass es mehrere mögliche Ursachen für den Anstieg der Arbeitslosigkeit in Europa in den 1970er-Jahren gibt. Die Hauptgründe für die anfängliche Zunahme hängen mit dem Effekt adverser und weitgehend allgemeiner Schocks wie dem Anstieg der Ölpreise und der Verlangsamung des Produktivitätswachstums zusammen. Darüber hinaus kam es aufgrund unterschiedlicher Institutionen zu unterschiedlichen Ergebnissen in den einzelnen Ländern, und einige arbeitsmarktpolitische Maßnahmen erwiesen sich als ungeeignet, um der höheren Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken.



## Abbildung C Arbeitslosenquote

(in %)



Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben für 2019 basieren auf der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission für die Euro 12 gemäß AMECO-Datenbank.

### Der Rückgang der Arbeitslosigkeit und die Zunahme der Beschäftigung in der aktuellen Wachstumsphase gingen mit einer Verringerung der Arbeitskosten einher, die allerdings schwächer ausfiel als in der vorherigen Expansionsphase.

Die Reallöhne stiegen im Zeitraum von 2014 bis 2018 um durchschnittlich 0,3 % pro Jahr, verglichen mit einem Plus von 0,5 % in der vorangegangenen Wachstumsphase. Der Produktivitätszuwachs belief sich im Verlauf der aktuellen Expansion jedoch im Schnitt auf lediglich 0,7 %, während er zuvor 1,1 % betrug.<sup>12</sup> Infolgedessen sind die realen Lohnstückkosten weiter – wenn auch weniger stark – gesunken<sup>13</sup> (siehe Abbildung D). Längerfristig betrachtet ist der Rückgang des durchschnittlichen BIP-Wachstums – zusammen mit der höheren Elastizität des Beschäftigungsanstiegs in Bezug auf das BIP-Wachstum – mit einem geringeren Zuwachs der Arbeitsproduktivität je Beschäftigten verbunden. Diese Verlangsamung in den zwölf Ländern der Stichprobe dauerte über die letzten vier Jahrzehnte an und ging mit einer Wachstumsabschwächung bei den Reallöhnen einher. Letztere fiel in Relation zu dem in den 1980er-Jahren verzeichneten Rückgang des Produktivitätswachstums besonders deutlich aus, was dazu führte, dass die Lohnquote in dieser Zeit drastisch sank, da die Reallöhne weniger stark auf die Entwicklung der Arbeitsproduktivität reagierten.

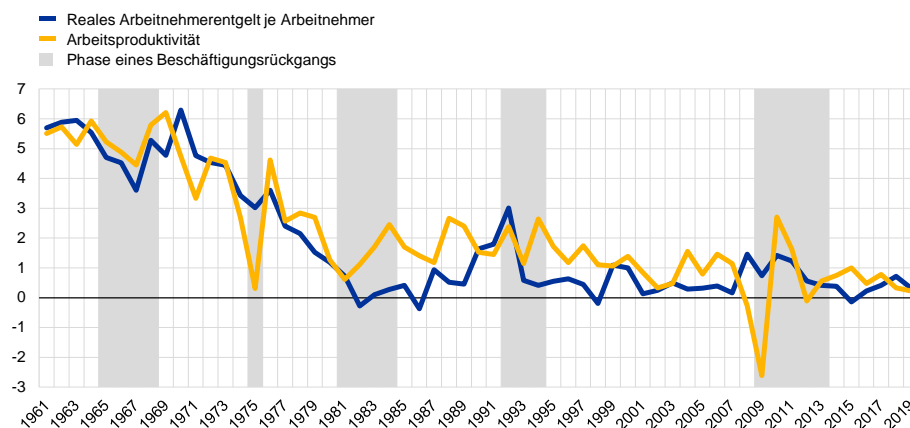
<sup>12</sup> Der Reallohn ist definiert als reales Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in der Gesamtwirtschaft, die Arbeitsproduktivität als reales BIP je Beschäftigten. Die Umrechnung von nominalen in reale Werte erfolgt anhand des BIP-Deflators.

<sup>13</sup> Die Wachstumsrate der realen Lohnstückkosten wird berechnet als Differenz zwischen der Zuwachsrate der Reallöhne und jener der Arbeitsproduktivität. Dementsprechend gingen die realen Lohnstückkosten im Zeitraum der Beschäftigungszunahme von 1995 bis 2008 um durchschnittlich 0,6 % pro Jahr zurück, und in der aktuellen Phase steigender Beschäftigung sinken sie im Schnitt um jährlich 0,4 %.

## Abbildung D

### Arbeitsproduktivität und reales Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer

(Wachstumsraten; in %)



Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben für 2019 basieren auf der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission für die Euro 12 gemäß AMECO-Datenbank.

#### **Insgesamt trägt die hier dargestellte Langfristanalyse dazu bei, die aktuelle Erholung vor dem Hintergrund früherer Beschäftigungszuwächse und -rückgänge einzuordnen.**

Die Beschäftigung reagiert seit Mitte der 1980er-Jahre verstärkt auf das BIP-Wachstum, wobei die derzeitige Expansion beschäftigungsstärker ist als vorangegangene Wachstumsphasen. Allerdings war die Elastizität der Beschäftigung in Bezug auf das BIP historisch gesehen (in absoluten Zahlen) bei einem Beschäftigungsrückgang höher als bei einem Anstieg, was eine gewisse Asymmetrie bei der Anpassung der Erwerbstätigkeit in Auf- und Abschwungphasen erkennen lässt. Der Zusammenhang zwischen Beschäftigungszuwachs und BIP-Wachstum könnte durch viele Faktoren beeinflusst worden sein, darunter Strukturreformen zur Erhöhung der Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten, langfristige Verschiebungen der sektoralen Zusammensetzung der Beschäftigung und die Zunahme der Erwerbstätigkeit im Dienstleistungssektor. Alles in allem könnten die beobachteten Veränderungen der langfristigen Beziehung zwischen Beschäftigung und BIP einerseits und zwischen realem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Produktivität andererseits auch auf andere Faktoren zurückzuführen sein, wie zum Beispiel eine vorteilhafte Verschiebung der Arbeitsangebotskurve sowie ungünstige Entwicklungen der totalen Faktorproduktivität und/oder der Kapitalproduktivität, durch die sich die Arbeitsnachfrage im Verhältnis zur Kapitalnachfrage erhöht hat.

## 5 Einkommensrisiko privater Haushalte im Konjunkturverlauf

Maarten Dossche und Jacob Hartwig

### **Die Einkommens- und Vermögensungleichheit privater Haushalte hat als Erklärungsfaktor für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung an Bedeutung gewonnen.**

Seit der Finanzkrise ist das Bewusstsein gewachsen, dass die Heterogenität unter privaten Haushalten und Unternehmen (z. B. über den Einfluss auf die Bilanzen oder die Kreditvergabe) für das Verständnis von Schwankungen im Konjunkturzyklus eine wesentliche Rolle spielt.<sup>14</sup> Zugleich hat auch das öffentliche Interesse an den Verteilungsaspekten wirtschaftspolitischer Maßnahmen weiter zugenommen. Darüber hinaus ist es aufgrund der besseren Verfügbarkeit von Mikrodaten inzwischen möglich, stilisierte mikroökonomische Fakten, die hier von Relevanz sind, zu dokumentieren. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Kasten der Zusammenhang zwischen konjunkturellen Schwankungen und Einkommensveränderungen auf Ebene der einzelnen Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet beleuchtet.

### **Der Evidenz zufolge verändert sich das Einkommensrisiko privater Haushalte im Konjunkturverlauf und betrifft die Arbeitnehmer in unterschiedlichem Maße.**

Das persönliche Einkommensrisiko kann – vor einer etwaigen Absicherung durch Sozialtransfers oder einer haushaltsinternen Zusammenlegung von Ressourcen – als die unmittelbarste Art des Einkommensrisikos privater Haushalte angesehen werden. Davon ausgehend dokumentieren Guvenen et al. die Veränderungen des individuellen Einkommensrisikos anhand eines umfangreichen administrativen Mikrodatensatzes für die Vereinigten Staaten.<sup>15</sup> Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Schiefe der Einkommensveränderungen stark prozyklisch ist: In Rezessionsphasen sind deutliche Aufwärtsbewegungen des Einkommens weniger wahrscheinlich, wohingegen erhebliche Einkommenseinbußen eher zu erwarten sind. Darüber hinaus stellen sie fest, dass gesamtwirtschaftliche Schocks Erwerbstätige mit unterschiedlichen Merkmalen nicht in gleicher Weise treffen. So reagiert das Einkommen einiger Arbeitnehmer (z. B. von jungen Geringverdienern) durchweg sensibler auf den Konjunkturzyklus, als dies bei anderen der Fall ist. Hier zeigt sich ein recht großer Unterschied zu rein zufälligen Einkommensschocks, die bei der Modellierung des Einkommensrisikos privater Haushalte überwiegend herangezogen werden.

### **Das Einkommensrisiko privater Haushalte ist für die Ausbreitung makroökonomischer Schocks und die Transmission der Wirtschaftspolitik von Bedeutung.**

Mehrere Autoren gelangen zu der Erkenntnis, dass die Dynamik des Einkommensrisikos von Privathaushalten ein Motiv für zyklisches Vorsorgesparen aufkommen lässt, das die Sensitivität des Konsums bei Schwankungen des

<sup>14</sup> Siehe S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry und C. Wolf, When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality, NBER Macroeconomics Annual 2017, Bd. 32, 2018.

<sup>15</sup> Siehe F. Guvenen, S. Ozkan und J. Song, The Nature of Countercyclical Income Risk, Journal of Political Economy, Bd. 122, Nr. 3, Juni 2014, S. 621-660.

gesamtwirtschaftlichen Einkommens deutlich erhöht.<sup>16</sup> Zudem gibt es Belege dafür, dass die marginale Konsumneigung aus dem verfügbaren Einkommen bei Haushalten mit höherem Einkommensrisiko größer ist, was den aggregierten Konsum noch empfindlicher gegenüber dem Konjunkturverlauf macht.<sup>17</sup> Soweit die Einkommen von Privathaushalten mit hoher marginaler Konsumneigung in größerem Maße von makroökonomischen Stabilisierungsmaßnahmen profitieren, verstärkt sich durch die Verteilung des Einkommensrisikos privater Haushalte auch die Wirkung finanz- und geldpolitischer Maßnahmen.<sup>18</sup>

**Die Veränderung des Einkommensrisikos im Euro-Währungsgebiet lässt sich anhand von Umfragedaten zur Einkommensentwicklung untersuchen.** Aufgrund der bis zuletzt begrenzten Datenverfügbarkeit liegt bislang – weder im Zeitverlauf noch über Einzelpersonen hinweg – eine systematische Analyse der Entwicklung des individuellen Einkommensrisikos im Eurogebiet vor. Aus diesem Grund werden im vorliegenden Kasten die Längsschnittdaten zu dem über einen Vierjahreszeitraum beobachteten individuellen Einkommensniveau verwendet, die der EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) entnommen wurden. Die Analyse konzentriert sich dabei auf die vier größten Euro-Länder, wodurch das Verständnis stilisierter mikroökonomischer Fakten für den Euroraum verbessert und zugleich nationalen Unterschieden in Bezug auf die Wirtschaftsstruktur und die aktuelle Wirtschaftsentwicklung Rechnung getragen wird.<sup>19</sup>

---

<sup>16</sup> Siehe A. McKay, Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 88, Juni 2017, S. 1-14; C. Bayer, R. Luetticke, L. Pham-Dao und V. Tjaden, Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk, *Econometrica*, Bd. 87, Ausgabe 1, Januar 2019, S. 255-290; J. Heathcote und F. Perri, Wealth and Volatility, *The Review of Economic Studies*, Bd. 85, Ausgabe 4, Oktober 2018, S. 2173-2213.

<sup>17</sup> Siehe T. Jappelli und L. Pistaferri, Fiscal Policy and MPC Heterogeneity, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 6, Nr. 4, Oktober 2014, S. 107-136; A. Auclert, Monetary Policy and the Redistribution Channel, *American Economic Review*, Bd. 109, Nr. 6, Juni 2019, S. 2333-2367.

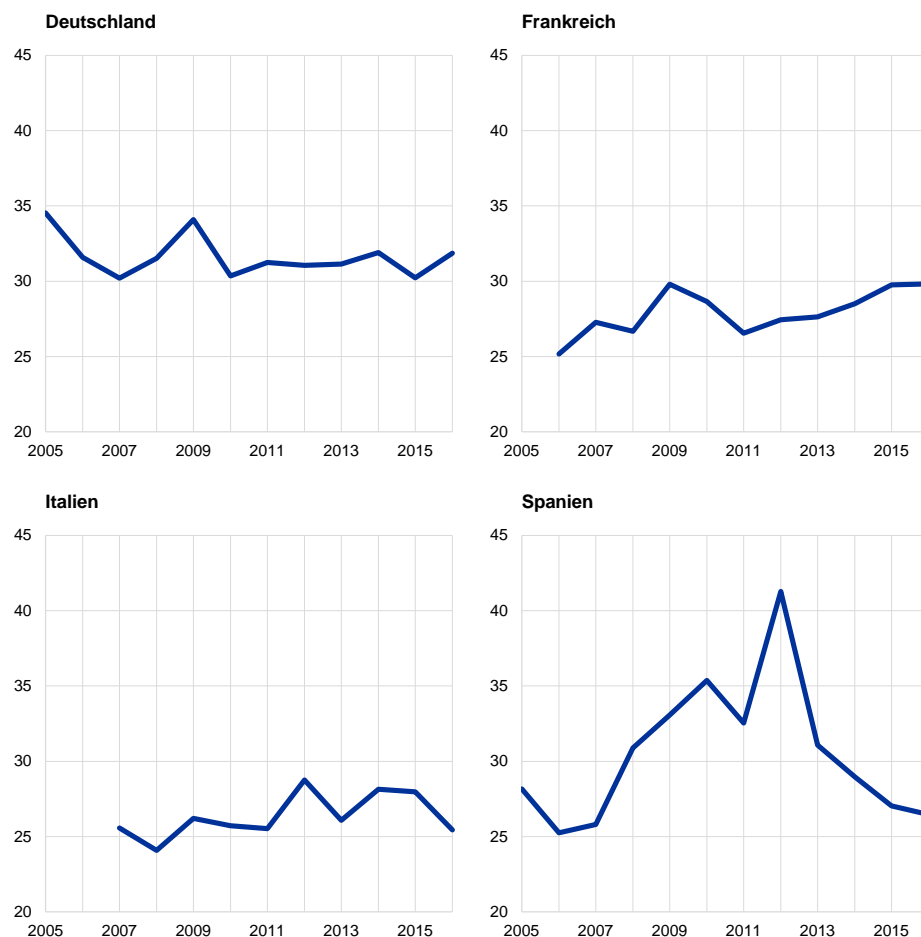
<sup>18</sup> Siehe M. Ampudia, D. Georgarakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen und G. Violante, [Monetary policy and household inequality](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2170, Juli 2018; G. Kaplan und G. Violante, A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments, *Econometrica*, Bd. 82, Nr. 4, Juli 2014, S. 1199-1239.

<sup>19</sup> Für Deutschland ist keine Längsschnittdimension der EU-SILC verfügbar. Da die EU-SILC-Daten für Deutschland auf dem deutschen Sozio-oekonomischen Panel (SOEP) basieren, wird für die Analyse der neu entwickelte EU-SILC-Klon, der seit Version 34 mit dem deutschen SOEP zur Verfügung gestellt wird, herangezogen.

## Abbildung A

### Abwärtsrisiko in Bezug auf das Arbeitseinkommen

(Anteil der Einzelpersonen mit sinkendem Arbeitseinkommen in %)



Quellen: Eurostat, DIW Berlin und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Anteil der Arbeitnehmer im Alter von 25 bis 65 Jahren mit rückläufigem Arbeitseinkommen. Die Angaben zum Arbeitseinkommen beruhen auf der in den Längsschnittdatensätzen enthaltenen EU-SILC-Variablen PY010G für das Bruttoeinkommen aus unselbstständiger Tätigkeit in Form von Geld oder geldwerten Leistungen; für Deutschland wird der EU-SILC-Klon als Längsschnittdatensatz auf Basis des deutschen SOEP herangezogen.

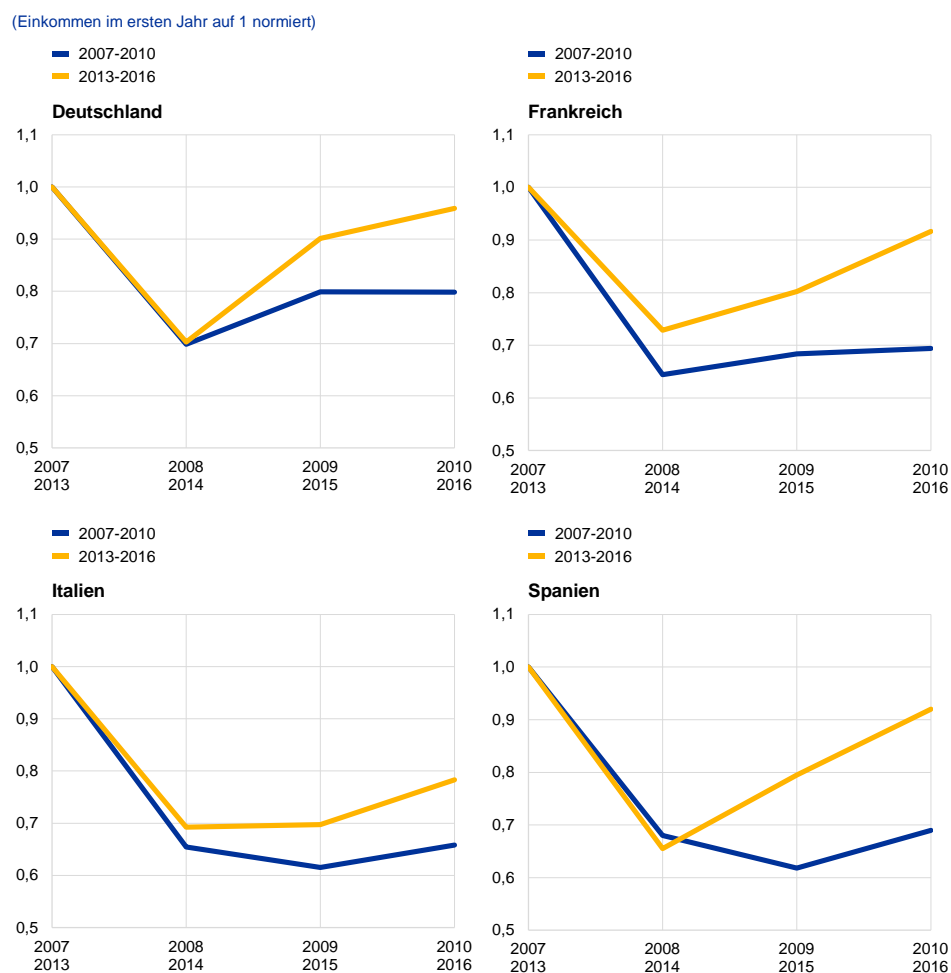
### Das Abwärtsrisiko in Bezug auf das Einkommen verhält sich im Euroraum prozyklisch, ist in den einzelnen Ländern jedoch sehr unterschiedlich ausgeprägt.

Abbildung A zeigt die Veränderung des Anteils der Erwerbstätigen, deren Arbeitseinkommen im Vergleich zum Vorjahr rückläufig war (bei denen also das Einkommensrisiko zum Tragen gekommen ist).<sup>20</sup> Da die Zahl der Arbeitnehmer, die ihren Arbeitsplatz verlieren, in Rezessionsphasen zunimmt, steigt in einer Rezession auch der Anteil der Arbeitnehmer mit sinkendem Einkommen und umgekehrt. Deutlich erkennbar ist dies während der Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009, aber mehr noch 2011 und 2012 in Spanien im Zuge der Staatsschuldenkrise. Dort schlägt sich die größere Variabilität der Arbeitslosigkeit auch in stärkeren Veränderungen des Anteils der Erwerbstätigen mit sinkendem Arbeitseinkommen nieder. In Deutschland,

<sup>20</sup> Der prozentuale Anteil der Einzelpersonen mit sinkendem Lohneinkommen spiegelt eine Reihe unterschiedlicher Phänomene wider: Zeiten der Arbeitslosigkeit, Lohnkürzungen und Anpassungen des Arbeitsangebots sowohl am intensiven als auch am extensiven Rand. Daher kann dieser Indikator nicht als eine Messgröße der Lohnrigidität interpretiert werden.

Frankreich und Italien, wo die Arbeitsmärkte bekanntermaßen weniger flexibel sind, ist dieses Muster viel schwächer ausgeprägt.

**Abbildung B**  
Entwicklung des Arbeitseinkommens nach deutlichen Einkommenseinbußen



Quellen: Eurostat, DIW Berlin und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Entwicklung des normierten Arbeitseinkommens von Männern im Alter von 26 bis 50 Jahren mit stark rückläufigem (d. h. um mehr als 15 % gesunkenem) Einkommen im Jahr 2007 bzw. 2013. Die Angaben zum Einkommen beruhen auf der in den Längsschnittdatensätzen enthaltenen EU-SILC-Variablen PY010G für das Bruttoeinkommen aus unselbstständiger Tätigkeit in Form von Geld oder geldwerten Leistungen; für Deutschland wird der EU-SILC-Klon als Längsschnittdatensatz auf Basis des deutschen SOEP herangezogen.

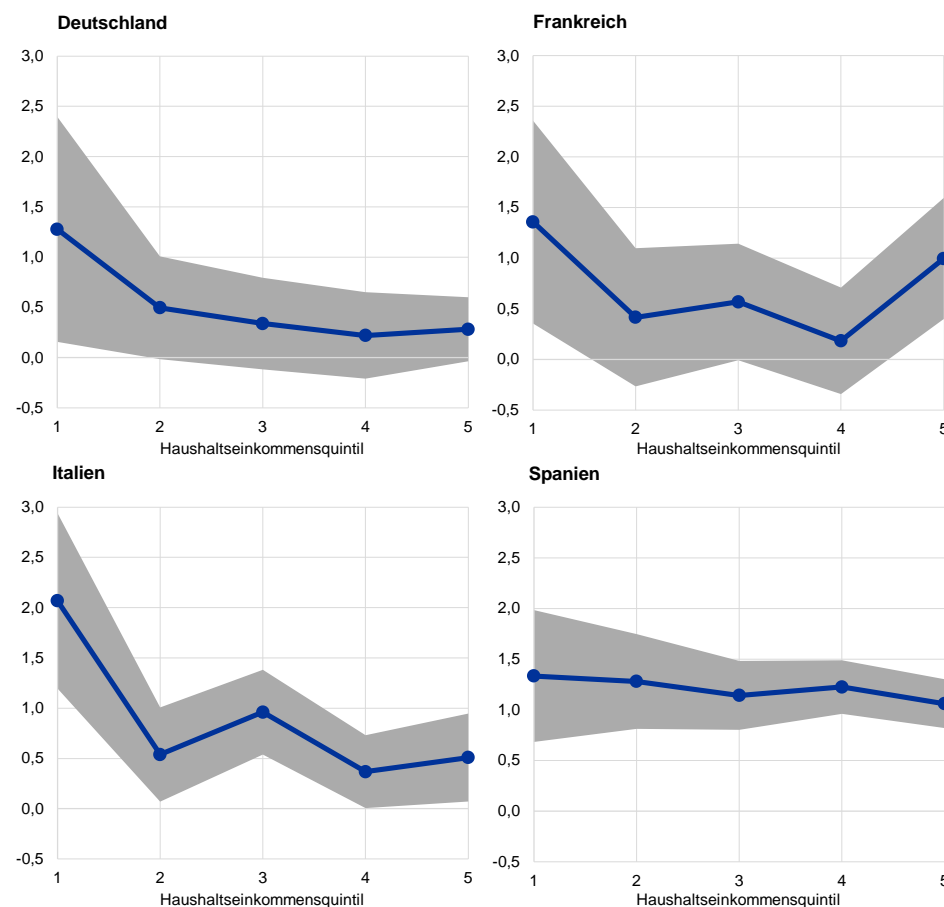
**Das Abwärtsrisiko beim Einkommen ist persistent, woraus sich ein starker Effekt auf das Lebenseinkommen ergibt.** Aus Abbildung B geht hervor, dass das Arbeitseinkommen einer Einzelperson auch in den beiden Jahren nach einem kräftigen Rückgang tendenziell deutlich niedriger ausfällt. Dies lässt darauf schließen, dass das eingetretene Abwärtsrisiko beim Einkommen persistent ist, was wiederum impliziert, dass Arbeitsplatzverluste erhebliche Auswirkungen auf das individuelle Lebensarbeitseinkommen und damit auch auf die Konsumausgaben haben dürften.<sup>21</sup> Zudem ist die Persistenz offenbar auch von der Konjunkturlage abhängig. So scheinen die Einkommensverluste, die seit 2013 mit Beginn des aktuellen

<sup>21</sup> Siehe C. Pissarides, Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 107, Nr. 4, November 1992, S. 1371-1391.

Konjunkturaufschwungs verzeichnet wurden, eine geringere Persistenz aufzuweisen als die Einbußen nach Ausbruch der Finanzkrise. Zwar sind von Land zu Land große Unterschiede in der Veränderung des Anteils der Arbeitnehmer mit rückläufigem Arbeitseinkommen zu beobachten, der Grad der Persistenz ist jedoch augenscheinlich durchaus vergleichbar.

**Abbildung C**  
„Worker betas“ über die Einkommensverteilung hinweg

(Einkommenselastizität gegenüber BIP-Wachstum)



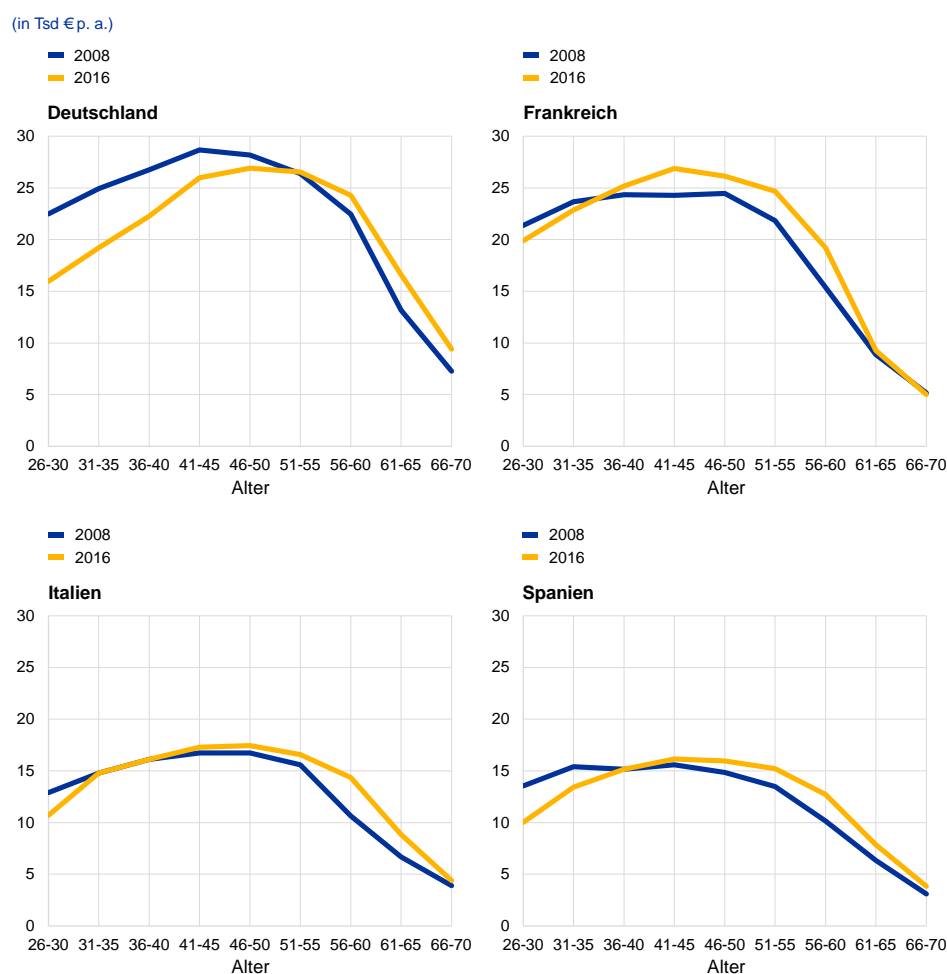
Quellen: Eurostat, DIW Berlin und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Geschätzte Elastizität des Arbeitseinkommens gegenüber dem aggregierten BIP-Wachstum über die gesamte Einkommensverteilung der privaten Haushalte. Dabei werden Einzelpersonen auf Grundlage des Haushaltseinkommens in den beiden Vorjahren in Einkommensquintile eingruppiert, um etwaige Scheinkorrelationen zwischen Risikoexposition und Eingruppierung zu vermeiden. Die Angaben zum Haushaltseinkommen beruhen auf der im Längsschnittdatensatz enthaltenen EU-SILC-Variablen HY020 für das gesamte verfügbare Haushaltseinkommen; für Deutschland wird der EU-SILC-Klon als Längsschnittdatensatz auf Basis des deutschen SOEP herangezogen. Die grau schattierten Bereiche markieren ein Konfidenzintervall von 95 %.

**Das Einkommensrisiko im Euroraum ist in den einzelnen Privathaushalten unterschiedlich stark ausgeprägt.** In Abbildung C sind die „worker betas“ gemäß dem Ansatz dargestellt, den Guvenen et al. für die Vereinigten Staaten vorgelegt haben.<sup>22</sup> „Worker betas“ messen die Elastizität des Arbeitseinkommens gegenüber Veränderungen des aggregierten BIP-Wachstums. Dabei reagiert das Arbeitseinkommen von Erwerbstätigen, die einem privaten Haushalt mit geringerem Einkommen angehören, über die gesamte Einkommensverteilung hinweg wesentlich

<sup>22</sup> Siehe F. Guvenen, S. Schulhofer-Wohl, J. Song und M. Yogo, Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk, American Economic Review, Bd. 107, Nr. 5, Mai 2017, S. 398-403.

sensibler auf Veränderungen des Wirtschaftswachstums. Besonders deutlich ist dieses Muster in Deutschland, Frankreich und Italien zu beobachten. In Spanien ist die Sensitivität des Arbeitseinkommens gegenüber dem BIP-Wachstum in Haushalten mit niedrigerem Einkommen mit jener in den anderen Ländern vergleichbar; allerdings geht sie nicht so stark zurück, wenn die Haushalte ein höheres Einkommen erzielen. Dies könnte in Spanien an der allgemein größeren Variabilität der Arbeitslosigkeit liegen, was sich über die gesamte Einkommensverteilung gleichmäßiger auf die Erwerbstätigen auswirkt.<sup>23</sup> Eine strukturelle Erklärung hierfür würde jedoch den Rahmen des vorliegenden Kastens sprengen.

**Abbildung D**  
Arbeitseinkommen über die Altersverteilung hinweg



Quellen: Eurostat, DIW Berlin und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Geschätztes Arbeitseinkommen von Einzelpersonen im Alter von 26 bis 70 Jahren (aufgeteilt in Altersgruppen von je fünf Jahren), gemessen in konstantem Euro des Jahres 2015. Die Angaben zum Arbeitseinkommen beruhen auf der im Längsschnittdatensatz enthaltenen EU-SILC-Variablen PY010G für das Bruttoeinkommen aus unselbstständiger Tätigkeit in Form von Geld oder geldwerten Leistungen; für Deutschland wird der EU-SILC-Klon als Längsschnittdatensatz auf Basis des deutschen SOEP herangezogen.

<sup>23</sup> Es gibt Hinweise darauf, dass die Divergenz der Arbeitslosenquoten in den Ländern des Euroraums auf die Existenz unterschiedlicher Arbeitsmarktinstitutionen zurückzuführen ist. Siehe T. Boeri und J. Jimeno, Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis, Labour Economics, Bd. 41, Ausgabe C, 2016, S. 32-46.



**Aus der Verteilung des Einkommensrisikos wird auch ersichtlich, wer die Kosten konjunktureller Schwankungen primär zu tragen hat.**

In der Makroökonomie wird bereits seit Langem eine Debatte über die Wohlfahrtsverluste von Konjunkturzyklen geführt. Der amerikanische Ökonom Lucas stellte anhand eines Modells mit repräsentativem Agenten die These auf, dass Rezessionen mit einem recht geringen Wohlfahrtsverlust einhergehen.<sup>24</sup> Demnach würde recht wenig für die Durchführung makroökonomischer Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur sprechen. Die Forschung, die seither betrieben wurde, zeigt indes, dass es für die Beurteilung der negativen Auswirkungen eines Wirtschaftsabschwungs unabdingbar ist, sowohl die Verteilung als auch die Persistenz von Einkommens- und Konsumeinbußen zu verstehen.<sup>25</sup> Vor diesem Hintergrund ist in Abbildung D die Verteilung des realen Arbeitseinkommens in den Jahren 2008 und 2016 über alle Altersgruppen dargestellt. Daraus geht hervor, dass die Einkommen jüngerer Arbeitnehmer seit der Finanzkrise nicht im gleichen Maße gestiegen sind wie jene älterer Arbeitnehmer. In Deutschland und Spanien war das Einkommen jüngerer Erwerbstätiger 2016 in realer Rechnung sogar niedriger als 2008. In Anbetracht der Heterogenität auf Ebene der Einzelpersonen dürfte der Konjunkturverlauf im Euroraum daher mit recht hohen Wohlfahrtskosten verbunden sein.

**Die Erkenntnis, dass sich das Einkommensrisiko privater Haushalte im Eurogebiet ähnlich entwickelt wie in anderen Volkswirtschaften, ist für die Beurteilung der aktuellen Wirtschaftsaussichten nützlich.**

In der Gesamtbetrachtung legt die Analyse nahe, dass das persönliche Einkommensrisiko wie in den Vereinigten Staaten a) stark von der Entwicklung des Arbeitsmarkts abhängt und b) in einer Abschwungphase für bestimmte Arbeitnehmergruppen deutlich stärker ansteigt. Diese Erkenntnis ist wichtig für das Verständnis, wie wirtschaftspolitische Maßnahmen übertragen und makroökonomische Schocks verstärkt werden. Dass sich der Arbeitsmarkt nach dem erheblichen externen Schock, dem die Wirtschaft des Euroraums zuletzt ausgesetzt war, weiterhin robust zeigt (siehe Abschnitt 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht), erklärt womöglich, warum das Einkommensrisiko privater Haushalte die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen dieses Schocks bislang noch nicht verstärkt hat.

---

<sup>24</sup> Siehe R. Lucas, *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

<sup>25</sup> Siehe T. Krebs, *Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles*, *American Economic Review*, Bd. 97, Nr. 3, Juni 2007, S. 664-686.

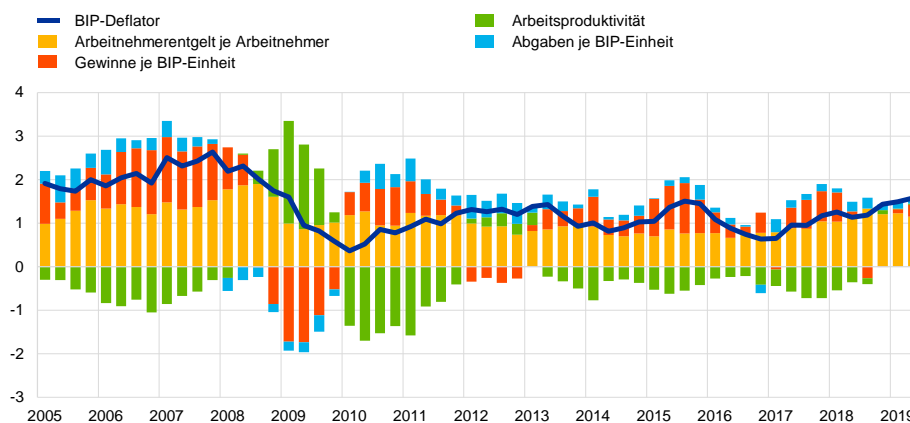
## 6 Einfluss der Gewinnentwicklung auf den binnenwirtschaftlichen Preisdruck im Euro-Währungsgebiet

Elke Hahn

**Gewinne können einen erheblichen Beitrag zur inländischen Preisbildung leisten und sich darauf auswirken, wie Kostenveränderungen in die Endpreise einfließen.** In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird mit dem Bruttobetriebsüberschuss eine weit gefasste Messgröße für die Gewinnentwicklung ausgewiesen, die Aufschluss über die Bedeutung der Gewinne für den am BIP-Deflator gemessenen binnenwirtschaftlichen Preisdruck geben kann. In Abbildung A wird dieser Einfluss anhand der Entwicklung der Gewinne je BIP-Einheit (Bruttobetriebsüberschuss geteilt durch reales BIP) dargestellt, die in diesem Kasten als Messgröße der Gewinnmargen verwendet werden. Im Verlauf der letzten beiden Jahrzehnte trugen die Gewinne je BIP-Einheit mit etwa einem Drittel zum Anstieg des BIP-Deflators im Euroraum bei. Der vorliegende Kasten veranschaulicht, wie die Gewinnentwicklung den binnenwirtschaftlichen Preisdruck im Eurogebiet in letzter Zeit beeinflusst hat. Es wird dargelegt, welche Faktoren für die Veränderung der Gewinnmargen ausschlaggebend sind, und inwiefern sie zu deren jüngster Entwicklung beigetragen haben könnten.

**Abbildung A**  
BIP-Deflator und Beiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Beitrag der Lohnstückkosten setzt sich aus der Kombination der jeweiligen Beiträge des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität zusammen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

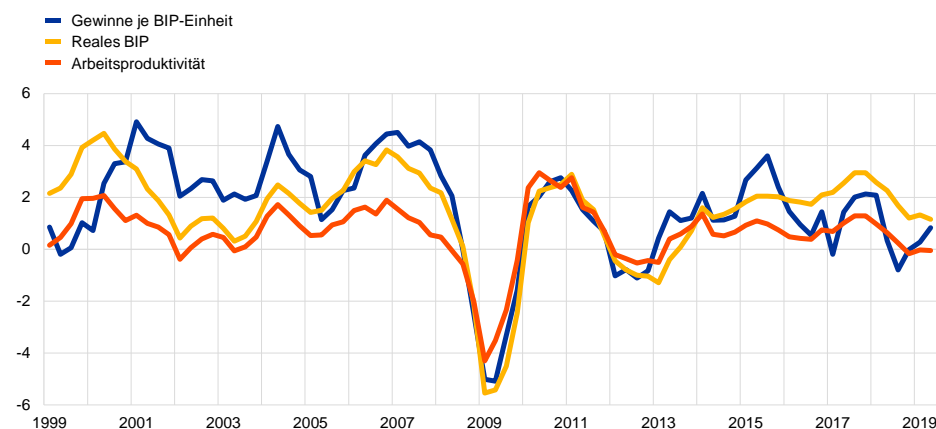
**Der Beitrag der Gewinne je BIP-Einheit zum binnenwirtschaftlichen Preisdruck ging im Jahr 2018 zurück und stieg in der ersten Jahreshälfte 2019 wieder geringfügig an, blieb indessen jedoch auf niedrigem Niveau.** Im Verlauf des Jahres 2018, also in dem Zeitraum, in dem sich das (am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessene) Lohnwachstum und das Wachstum der Lohnstückkosten deutlich erhöhten, schwächte sich der Zuwachs der Gewinne je BIP-Einheit erheblich ab, wodurch der Anstieg des BIP-Deflators gebremst wurde (siehe Abbildung A). In der ersten Hälfte des Jahres 2019 kehrte sich das Gewinnwachstum je BIP-Einheit

leicht ins Positive und stützte die allmählich weiter steigende Zuwachsrate des BIP-Deflators. Auf aggregierter Ebene wird der Beitrag der Gewinne je BIP-Einheit üblicherweise durch zwei Hauptbestimmungsfaktoren beeinflusst: den Konjunkturzyklus und die Terms of Trade.

**Empirische Belege zeigen, dass sich die Gewinnmargen prozyklisch mit der Konjunktur entwickeln** (siehe Abbildung B). In einer Abschwungphase erhöhen sich in der Regel die Lohnstückkosten, da die vertraglich festgelegten Löhne nur mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auf die Abkühlung reagieren. Die Arbeitsproduktivität hingegen sinkt unmittelbar, da die Produktion schneller zurückgeht als die Beschäftigung. Da Preiserhöhungen in einem schwächeren Konjunkturmilieu nur begrenzt kompensiert werden können, werden die Gewinnmargen in einer Abschwungphase komprimiert, während sie sich in einer Aufschwungphase ausweiten. Somit zeigen die Gewinnspannen eine starke positive Reaktion auf die Entwicklung des realen BIP und der Arbeitsproduktivität als weit gefasste Konjunkturindikatoren. Aus Abbildung B geht hervor, dass diese gleichgerichtete Entwicklung auch im Jahr 2018 zu beobachten war, als sich der Anstieg der Gewinne je BIP-Einheit parallel zum Wachstum des realen BIP und der Arbeitsproduktivität abschwächte. Im ersten Halbjahr 2019 kam der Rückgang der drei Indikatoren zum Stillstand, wobei beim Gewinnwachstum je BIP-Einheit bereits wieder eine allmähliche Erholung eingesetzt hatte, die dem Einfluss anderer Faktoren als dem Konjunkturzyklus zuzuschreiben war.

**Abbildung B**  
Gewinne je BIP-Einheit, BIP und Arbeitsproduktivität

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



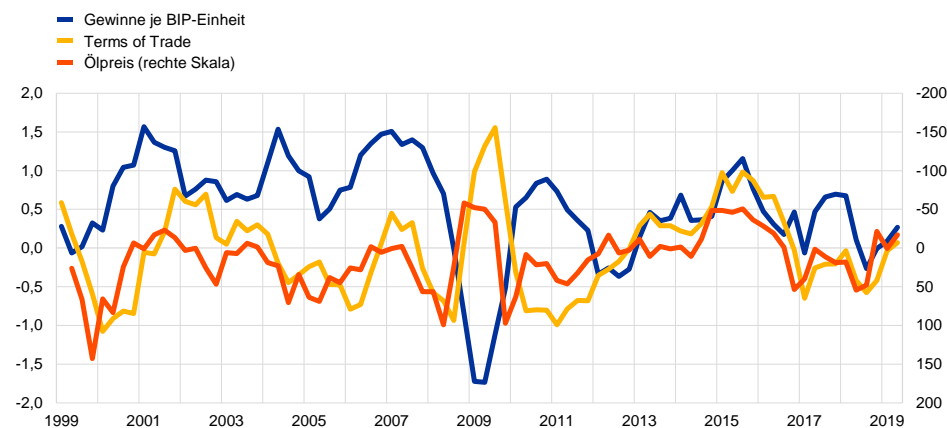
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

**Mitunter besteht auch ein enger Zusammenhang zwischen den Gewinnmargen und den Entwicklungen der Terms of Trade, vor allem dann, wenn sie auf starke Veränderungen zurückzuführen sind** (siehe Abbildung C). Diese Veränderungen haben verschiedene Ursachen. Verbesserungen der Terms of Trade, die sich aus einem Preistrückgang bei importierten Vorleistungen wie Öl ergeben, können sich positiv auf die Gewinnmargen auswirken, wenn die Unternehmen ihre Verkaufspreise zwar nach unten korrigieren, diese Korrektur aber geringer ausfällt als der Rückgang ihrer Vorleistungskosten. Dies scheint im Zeitraum von Mitte 2014 bis Anfang 2016

der Fall gewesen zu sein. Aus einer Euro-Abwertung resultierende Veränderungen der Ausführpreise können sich positiv in den Gewinnmargen niederschlagen, wenn sich die Exporteure an den Exportmarktpreisen orientieren und die Exportpreise in Fremdwährung unverändert belassen. Darüber hinaus können die Terms of Trade auch durch Veränderungen der relativen Preise im In- und Ausland beeinflusst werden, wenn sich diese auch in der Dynamik der Aus- und Einfuhrpreise widerspiegeln. Ändern sich die Preise in der heimischen Wirtschaft vergleichsweise stärker als im Ausland, so können sich dadurch Verbesserungen der Terms of Trade ergeben, die wiederum positiv auf die Gewinnmargen durchwirken. Im Jahr 2018 scheinen die Terms of Trade die Gewinnmargen belastet zu haben, was im Wesentlichen auf die höheren Ölpreise zurückzuführen war. Nachdem sich Öl seit Ende 2018 jedoch wieder verbilligt hat, haben sich auch die Terms of Trade verbessert. Dies hat offenbar das Wachstum der Gewinne je BIP-Einheit unterstützt und somit dazu beigetragen, dass deren Entwicklung in der ersten Hälfte des laufenden Jahres positiver ausfiel als die der Konjunkturindikatoren.<sup>26</sup>

### Abbildung C Gewinne je BIP-Einheit, Terms of Trade und Ölpreise

(Beiträge zum BIP-Deflator in Prozentpunkten; Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



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

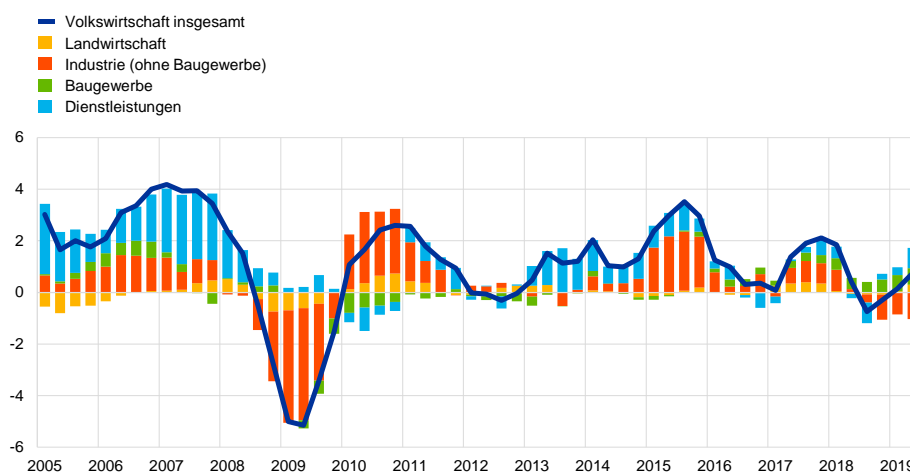
**Die Betrachtung der Beiträge einzelner Wirtschaftszweige zur Entwicklung der Gewinne je BIP-Einheit bestätigt, dass deren Rückgang im Jahr 2018 vor allem in Sektoren erfolgte, die anfällig gegenüber konjunkturellen Schwankungen sind, während der im ersten Halbjahr 2019 verzeichnete graduelle Anstieg die Entwicklungen in weniger konjunkturabhängigen Sektoren widerspiegelte** (siehe Abbildung D). Eine prozyklische Wirkung auf die Gewinne je BIP-Einheit ist insbesondere in der Industrie (ohne Baugewerbe) erkennbar, da diese Branche stark von der Handelsentwicklung beeinflusst wird und somit am meisten von der Abkühlung der Weltwirtschaft und des Konjunkturzyklus im Euroraum seit Ende 2017

<sup>26</sup> Ein weiterer Faktor für den Anstieg der Gewinne je BIP-Einheit im ersten Halbjahr 2019 bestand in der Umsetzung einer finanzpolitischen Maßnahme in Frankreich im Jahr 2019. Diese sieht die Umwandlung einer Steuergutschrift („crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi“ – CICE) in eine dauerhafte Senkung der Sozialbeiträge der Arbeitgeber vor, was zu einem Rückgang der Zuwachsrates des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und zu einem entsprechenden Anstieg der Gewinne je BIP-Einheit führte.

betroffen ist. Die mit dem Wiederanstieg der Ölpreise verbundene Verschlechterung der Terms of Trade im Jahr 2018 dürfte zu der im selben Jahr verzeichneten Verengung der Gewinnmargen beigetragen haben, vor allem in Wirtschaftszweigen wie dem Transportsektor als Teil des Dienstleistungssektors. Der anschließende Rückgang der Ölpreise könnte entsprechend ihre Erholung gestützt haben. Zugleich behaupteten sich die Gewinnmargen in stärker binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren wie dem Baugewerbe über den gesamten Zeitraum hinweg besser, was nicht zuletzt den derzeit sehr günstigen Finanzierungsbedingungen zuzuschreiben ist.

**Abbildung D**  
 Entwicklung der Gewinne je BIP-Einheit und Beiträge verschiedener Wirtschaftszweige

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei der Zerlegung des Wachstums der Gewinne je BIP-Einheit nach Wirtschaftszweigen erfolgt die Berechnung der Gewinne auf Basis der Wertschöpfung. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

**Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich die aggregierten Gewinnmargen im Verlauf des Jahres 2018 verringert und den Anstieg des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks im Euro-Währungsgebiet in diesem Zeitraum gedämpft haben, jedoch im ersten Halbjahr 2019 allmählich wieder zunahmen.**

Der 2018 beobachtete Rückgang der Gewinnmargen war eine Reaktion auf die jüngste konjunkturelle Abkühlung und die ölpreisbedingte Verschlechterung der Terms of Trade im genannten Jahr.<sup>27</sup> Die Anpassung impliziert, dass der verzeichnete Anstieg der Arbeitskosten teilweise abgefedert wurde, und deutet auf ein begrenztes Durchwirken der Löhne auf die Preise hin. In der ersten Hälfte des laufenden Jahres setzte ein neuerlicher Anstieg der Gewinnmargen ein, was unter anderem auf die durch niedrigere Ölpreise bedingte Verbesserung der Terms of Trade zurückzuführen war. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürften die Gewinnmargen im Einklang mit der graduellen Konjunkturbelebung, die in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 prognostiziert wird, steigen.

<sup>27</sup> Der ökonometrischen Evidenz zufolge war der Rückgang der Wachstumsrate der Gewinne je BIP-Einheit im Jahr 2018 weitgehend auf Schocks im Zusammenhang mit der Auslandsnachfrage, dem Ölangebot und Lohnaufschlägen zurückzuführen (siehe Philip R. Lane, The Phillips Curve at the ECB, Rede an der London School of Economics, 4. September 2019).

# Aufsätze

## 1 Daten zu Derivategeschäften und deren Nutzen für die Zentralbankanalyse

**Lena Boneva, Benjamin Böninghausen, Linda Fache Rousová und Elisa Letizia**

Verschiedene Zentralbanken (einschließlich der EZB) können seit kurzem auf Daten zu Derivategeschäften zugreifen, die neue Analysemöglichkeiten eröffnen. Wenngleich die Daten ursprünglich im Zuge der Reformen des Marktes für außerbörsliche Derivate (OTC-Derivate) erhoben wurden und in erster Linie dazu beitragen sollen, Systemrisiken entgegenzuwirken, ergeben sich auch über den Bereich der Finanzstabilität hinaus zahlreiche Anwendungsgebiete.

Im vorliegenden Aufsatz werden zwei dieser Einsatzmöglichkeiten vorgestellt. Es wird veranschaulicht, wie die gemäß der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) gesammelten Daten zu einem besseren Verständnis von zwei verschiedenen Derivatemärkten beitragen können, die für die Zentralbankanalyse von besonderer Bedeutung sind, und zwar dem Zinsderivatemarkt und dem Markt für inflationsindexierte Swaps.

Mit Blick auf den Zinsderivatemarkt wird dargestellt, wie sich die Zinserwartungen der Anleger anhand von Positionierungsindikatoren erschließen lassen, mit deren Hilfe nachverfolgt werden kann, wie sich eine Reihe „informierter Anleger“ in Erwartung künftiger Zinsentwicklungen am Markt positionieren. Solche quantitativen Indikatoren können andere, stärker etablierte Indikatoren der Zinserwartungen, wie etwa Terminkurse oder umfragebasierte Messgrößen, ergänzen.

In Bezug auf die Märkte für inflationsindexierte Swaps im Euroraum wird aufgezeigt, dass EMIR-Daten einen ersten systematischen Einblick in die Handelstätigkeit dieser Märkte ermöglichen, welcher wertvolle und zeitnahe Informationen über die Inflationserwartungen der Anleger liefern kann. Dabei werden verschiedene Strukturmerkmale der Handelstätigkeit an diesen Märkten beleuchtet und deren mögliche Bedeutung für die Beobachtung marktbasierter Messgrößen des Inflationsausgleichs untersucht.

## 1 Einleitung

**Seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers und dem Beinahe-Ausfall von AIG im Jahr 2008 gelten OTC-Derivate als einer der Katalysatoren der weltweiten Finanzkrise.** Als Reaktion darauf vereinbarten die Staats- und Regierungschefs der G-20-Staaten auf dem Gipfeltreffen im September 2009 in Pittsburgh, die OTC-Derivatemärkte zu reformieren, um deren Transparenz zu verbessern, Marktmissbrauch zu verhindern und systemische Risiken einzudämmen. In Europa wurde diese Initiative durch die 2012 in Kraft getretene Europäische Marktinfrastrukturverordnung EMIR formalisiert. Darin sind verschiedene Anforderungen für Unternehmen festgelegt, die Derivatekontrakte eingehen, wie etwa die Umsetzung von Risikomanagementstandards, das Clearing bestimmter Kontrakte über zentrale Gegenparteien und Berichtspflichten.<sup>1</sup>

**Zwar zielten die Reformen der OTC-Derivatemärkte in erster Linie darauf ab, das Systemrisiko zu mindern, aber die in Verbindung mit der Umsetzung der EMIR gewonnenen Daten können bei der Zentralbankanalyse auch über den Bereich der Finanzstabilität hinaus Anwendung finden.**<sup>2</sup> Nach einer kurzen Einführung in die EMIR-Daten (siehe Abschnitt 2) werden im vorliegenden Aufsatz zwei Beispiele für deren Nutzung dargestellt. Zunächst wird gezeigt, wie anhand von EMIR-Daten festgestellt werden kann, welche Erwartungen die Anleger hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Leitzinsen haben (siehe Abschnitt 3). Dem liegt die Annahme zugrunde, dass sich Anleger, die künftig mit niedrigeren Zinsen rechnen, durch einen vermehrten Ankauf (statt Verkauf) von Kontrakten, die von niedrigeren Zinsen profitieren, positionieren. Es ist daher davon auszugehen, dass auf dieser Annahme beruhende Positionierungsindikatoren erfassen können, wie hoch die Erwartungen informierter Anleger sind. Diese Indikatoren könnten demnach potenziell andere Indikatoren der Zinserwartungen wie Terminkurse oder umfragebasierte Messgrößen ergänzen. Im Anschluss daran werden strukturelle Aktivitätsmuster an den Märkten für inflationsindexierte Swaps betrachtet (siehe Abschnitt 4). Der Aufsatz gibt einen Überblick über die relevantesten Kontrakte und wichtigsten Gegenparteien, die an diesen Märkten handeln. Darüber hinaus werden einige Schlussfolgerungen für die Beobachtung marktbasierter Messgrößen des Inflationsausgleichs durch die EZB gezogen, insbesondere hinsichtlich des Informationsgehalts bei verschiedenen Laufzeiten. Beide Anwendungsbereiche belegen das große Potenzial für die Nutzung von EMIR-Daten im Rahmen der Zentralbankanalyse.

<sup>1</sup> Eine ausführliche Übersicht über die Bestandteile der Reformen zu OTC-Derivaten findet sich in: EZB, [Eine Zwischenbilanz der Reformen zu OTC-Derivaten – Zielsetzungen, Fortschritte und weiterer Handlungsbedarf](#), Wirtschaftsbericht 8/2016, Dezember 2016.

<sup>2</sup> Beispiele für die Nutzung von EMIR-Daten zu Finanzstabilitätszwecken finden sich etwa in: J. Abad et al., *Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset*, Occasional Paper Series des ESRB, Nr. 11, Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, 2016; P. Hoffmann, S. Langfield, F. Pierobon und G. Vuilleme, *Who bears interest rate risk?*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2176, September 2018; S. Dalla Fontana, M. Holz auf der Heide, L. Pelizzon und M. Scheicher, *The anatomy of the euro area interest rate swap market*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2242, September 2018; S. Rosati und F. Vacirca, *Interdependencies in the euro area derivatives clearing network: A multi-layer network approach*, *Journal of Network Theory in Finance* (erscheint in Kürze); E. Benos, R. Payne und M. Vasios, *Centralized Trading, Transparency and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence from the Implementation of the Dodd-Frank Act*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (erscheint in Kürze).

## 2 Die EMIR-Daten

**Im Februar 2014 wurde im Zuge der EMIR eine Meldepflicht für alle Derivatekontrakte eingeführt.** Diese Meldepflicht gilt für außerbörslich wie auch für börsengehandelte Derivate, deren Basiswerte den fünf wichtigsten Vermögenskategorien zuzuordnen sind, d. h. Waren-, Aktien-, Devisen-, Kredit- und Zinsderivate. Sie betrifft auch Geschäfte, die über zentrale Gegenparteien gecleart werden. Die Meldepflicht bezieht sich sowohl auf die beteiligten Gegenparteien als auch auf die Kontraktmerkmale, die sich während des Lebenszyklus eines Derivategeschäfts ändern können. Die Daten sind täglich zu melden.<sup>3</sup>

**Alle Unternehmen mit Sitz in der EU, die Derivatekontrakte abschließen, unterliegen der Meldepflicht.** Die Meldung erfolgt an eines der sieben Transaktionsregister, die derzeit von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zugelassen sind. Die täglichen Derivatdaten auf Einzeltransaktionsbasis werden anschließend mehr als hundert Behörden in der EU entsprechend deren Mandat und Zuständigkeit zu Verfügung gestellt. So erhält beispielsweise die EZB eine Teilmenge der von Gegenparteien im Eurogebiet gemeldeten Daten.<sup>4</sup> Somit werden der EZB in der Regel keine Daten zu Transaktionen zwischen zwei außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Gegenparteien (z. B. zwischen zwei Banken im Vereinigten Königreich oder zwischen einer Bank des Vereinigten Königreichs und einer US-amerikanischen Bank) bereitgestellt.

**Aufgrund von Datenvolumen, -geschwindigkeit und -vielfalt sind die EMIR-Daten als „Big Data“ einzustufen, was mit zahlreichen Herausforderungen für deren Nutzung verbunden ist.** In Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) hat die EZB eigens eine IT-Infrastruktur für EMIR-Daten entwickelt, um alle von den Transaktionsregistern eingehenden Daten zu speichern und darauf zugreifen zu können. Trotz der erheblichen Verbesserung der Datenqualität seit Einführung der EMIR-Meldepflicht im Jahr 2014 muss ein sorgfältiges Bereinigungsverfahren durchgeführt werden, bevor die Daten für die geldpolitische Analyse verwendet werden können. So werden zum Beispiel Angaben gelöscht, wenn sowohl der Marktwert als auch der Nominalwert fehlen oder wenn der Nominalwert als Ausreißer<sup>5</sup> eingestuft wird. Im Blickpunkt dieses Aufsatzes stehen die Daten für den Zeitraum vom 2. Mai 2018 bis zum 12. Juni 2019, denn diese bereinigten Daten sind – auch als Zeitreihe – von ausreichend guter Qualität und über die IT-Infrastruktur für EMIR leicht zugänglich.

---

<sup>3</sup> Für jedes Geschäft müssen mehr als 120 Datenfelder gemeldet werden, darunter: Art des Derivats, Basiswert, Preis, ausstehender Betrag, Ausführungsort des Kontrakts und Art des Clearings, Bewertung, Sicherheiten und während der Kontraktlaufzeit eingetretene Ereignisse. Weitere Einzelheiten finden sich in: [Delegierte Verordnung \(EU\) Nr. 148/2013 der Kommission](#).

<sup>4</sup> Tatsächlich ist der Zugang der EZB etwas umfassender als hier dargestellt. Siehe Artikel 2 der [Delegierten Verordnung \(EU\) Nr. 151/2013 der Kommission](#).

<sup>5</sup> Dies ist dann der Fall, wenn der Wert eine festgelegte Schwelle überschreitet. Die Schwellenwerte unterscheiden sich dabei in den verschiedenen Vermögenskategorien und sind das Ergebnis von Marktforschungen der EZB.



### 3 Ableitung von Markterwartungen hinsichtlich künftiger Zinssätze aus EMIR-Daten

**Am Zinsderivatemarkt können Marktteilnehmer mit Finanzprodukten handeln, die an die Höhe künftiger Zinsen geknüpft sind.** Der Marktwert dieser Kontrakte verändert sich mit den Zinssätzen. Anleger können sie zur Absicherung gegen Zinsbewegungen oder für spekulative Zwecke nutzen. Durch eine Analyse der Positionierung von Anlegern am Markt ist es möglich, Rückschlüsse auf deren Einschätzung des Zinsausblicks zu ziehen.

**Die auf EMIR-Daten basierenden Positionierungsindikatoren können die Analyse der Zentralbanken bereichern.** Informationen über die Zinsderivatepositionen bestimmter Anlegergruppen können die preisbasierten Indikatoren und Umfragen ergänzen, die für gewöhnlich zur Ableitung der an den Finanzmärkten vorherrschenden Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik oder der gesamtwirtschaftlichen Aussichten herangezogen werden.<sup>6</sup>

**Die Positionierungsindikatoren basieren auf drei zentralen Bausteinen:** a) der Einschätzung der Netto-Long-Position (oder Netto-Short-Position) eines Anlegers in einem bestimmten Kontrakt, b) der Identifizierung eines Kreises informierter Anleger und c) der Wahl geeigneter Zinsderivatekontrakte.

**Die Netto-Long- bzw. Netto-Short-Position eines Anlegers bildet ab, wie und in welchem Umfang dieser von künftigen Zinsentwicklungen profitieren würde.**

Bei festverzinslichen Futures, beispielsweise Anleihe-Futures, erzielen Käufer bzw. Anleger, die eine Long-Position halten, im Falle eines Zinsrückgangs Gewinne, da ein inverser Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und dem Basiswert, also der Anleihe, besteht. Das Gegenteil gilt für Verkäufer bzw. Anleger, die eine Short-Position halten. Verfügt ein Anleger gleichzeitig über Long- und Short-Positionen, lässt sich seine Risikoposition in Bezug auf die künftige Zinsentwicklung durch eine Verrechnung aller Positionen bestimmen. Folglich dürften Anleger mit einer taubenhaften Einstellung, die also mit einem Rückgang der Zinsen rechnen, eher eine Netto-Long-Position aufweisen, während falkenhafte Anleger eine Netto-Short-Position halten dürften.

**Ein aussagekräftiger Indikator für die Positionierung der Anleger muss eine bestimmte Untergruppe von Anlegern herausfiltern, da der Gesamtmarkt weder eine Netto-Long- noch eine Netto-Short-Position aufweist.** Grund dafür ist folgendes Prinzip: Geht ein Anleger long, muss ein anderer zwangsläufig die entsprechende Short-Position desselben Derivats eingehen. Somit ergeben die Netto-Long- und Netto-Short-Positionen aller Anleger zusammengenommen immer null, es sei denn, es liegt ein Meldefehler und/oder eine Beschränkung der Stichprobe

<sup>6</sup> Zu den preisbasierten Indikatoren zählen insbesondere solche, die auf der Grundlage von Terminkontrakten auf die wichtigsten Referenzzinssätze im Euro-Währungsgebiet wie EONIA und EURIBOR berechnet werden. Dabei werden entweder bestimmte Terminhorizonte (z. B. ein Einjahreszinssatz in einem Jahr) zugrunde gelegt oder Mindestreserve-Erfüllungsperioden, die sich an bestimmten Sitzungen des EZB-Rats orientieren. Was die Umfragen betrifft, so zieht die EZB unter anderem einschlägige Umfragen privater Anbieter sowie ihre kürzlich eingeführte eigene [Umfrage geldpolitischer Analysten \(Survey of Monetary Analysts\)](#) heran.

vor. Ein aussagekräftiger Positionierungsindikator muss sich daher auf eine bestimmte, aussagekräftige Gruppe von Anlegern konzentrieren.<sup>7</sup>

**Mithilfe des hier konzipierten Positionierungsindikators sollen informierte Anleger herausgefiltert werden, die sich bei Zinsderivategeschäften auf Basis ihrer Erwartungen der künftigen Zinsentwicklung aktiv positionieren.** Die Abgrenzung einer solchen Anlegergruppe ist jedoch schwierig. In Kasten 1 wird daher erläutert, wie EMIR-Daten erweitert werden, um eine detaillierte Sektoreuzuordnung zu erhalten, die diese Aufgabe vereinfacht. Doch selbst eine feine Granularität bei der Sektoreuzuordnung kann die Heterogenität der Investitionsstrategien einzelner Zinsderivateanleger nicht vollständig abbilden.<sup>8</sup> Deshalb werden die informierten Sektoren nach folgenden Kriterien bestimmt: a) Sie bilden sich anhand der geldpolitischen und makroökonomischen Entwicklung eine Meinung über das künftige Zinsniveau, b) sie reagieren schnell auf Änderungen des Ausblicks, c) sie handeln aktiv mit Derivatekontrakten und tun dies in erster Linie zum Zweck der Gewinnerzielung und d) sie verfolgen eine Anlagestrategie, die weder sehr kurzfristig (wie bei Arbitrageuren, die die Innertagesvolatilität ausnutzen) noch sehr langfristig (wie bei Versicherungsgesellschaften und Banken, die sich gegen Durationslücken in ihren Bilanzen absichern) ausgerichtet ist. Der Sektor der Hedgefonds erfüllt alle diese Kriterien, vor allem, da er für gewöhnlich Unternehmen umfasst, die ihre Positionen relativ frei an ihre Erwartungen bezüglich der künftigen Entwicklung der Finanzmarktpreise knüpfen. Allerdings ist es sehr schwierig, solche Fonds korrekt zu identifizieren,<sup>9</sup> und es gibt möglicherweise auch andere Kategorien von Anlegern, die sich ähnlich verhalten.

**Aus diesem Grund werden im vorliegenden Aufsatz Positionierungsindikatoren vorgestellt, die auf verschiedenen Anlegerkategorien basieren** (siehe Tabelle 1). Die erste Stichprobe entspricht der Hedgefonds-Definition aus dem „Manual on investment fund statistics“ der EZB<sup>10</sup> und umfasst alle Fonds, die nicht den Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zuzurechnen sind, sowie OGAW-Fonds<sup>11</sup> mit einer Hedgefondsstrategie (siehe Kasten 1). Die zweite Stichprobe ist umfangreicher und umfasst alle Investmentfonds. Ein Grund für diese Ausweitung der Kategorie ist, dass Vermögensverwalter nur eine einzige

<sup>7</sup> Entsprechende Untergruppen finden sich im viel zitierten (disaggregierten) Bericht „Commitments of Traders“, der von der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde für den Warenterminhandel veröffentlicht wird. Einige Marktbeobachter greifen auf diesen zurück, um die Entwicklung der Long- und Short-Positionen kommerzieller und nichtkommerzieller Gegenparteien von Future-Kontrakten (beispielsweise in Fremdwährungen und Rohstoffen) zu verfolgen.

<sup>8</sup> Andere Ansätze, die den hier verwendeten ergänzen, sind eher datenbasiert und konzentrieren sich auf Investoren, die ihre Positionen häufig ändern oder besonders aktiv am Markt sind. Solche Ansätze sollen in weiterführenden Arbeiten zu diesem Thema genauer untersucht werden.

<sup>9</sup> Die Hauptschwierigkeit ergibt sich aus der begrenzten Datenabdeckung und -offenlegung, da viele Hedgefonds in Offshorezentren ansässig sind.

<sup>10</sup> Das [Manual on investment fund statistics](#) definiert Hedgefonds als Fonds, „die relativ freie Anlagestrategien verfolgen, um positive absolute Renditen zu erzielen, und deren Verwalter nicht nur über die Management-Gebühren, sondern auch über performanceabhängige Gebühren vergütet werden“. Zugleich wird jedoch eingeräumt, dass keine allgemein anerkannte Definition von Hedgefonds existiert.

<sup>11</sup> Die Einteilung von Fonds in OGAW und Nicht-OGAW hängt davon ab, ob sie unter die [Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren \(OGAW\)](#) fallen. OGAW-Fonds sind Investmentfonds, die an private Anleger verkauft werden können und als nichtspekulativ, diversifiziert und gut reguliert gelten.

Einschätzung hinsichtlich der kurzfristigen Zinsaussichten haben, für gewöhnlich aber mehrere Fonds verwalten, von denen einige in die Kategorie der Hedgefonds fallen, andere nicht. Die dritte Stichprobe umfasst auch sonstige Finanzinstitute (die weder Banken noch Versicherungsunternehmen noch Pensionseinrichtungen sind), um falsche Zuordnungen zu berücksichtigen und weitere Arten von aktiven Anlegern zu erfassen, beispielsweise Firmen für systematisches Trading. Damit nur große und aktive<sup>12</sup> Investoren einbezogen werden, werden schließlich alle vorherigen Stichproben auf die Gegenparteien beschränkt, die im Zeitverlauf im Durchschnitt die 100 größten Portfolios halten (gemessen am Bruttonominalwert).

**Tabelle 1**  
Abgrenzung von „informierten Anlegern“

	Nicht-OGAW-Fonds und OGAW-Fonds mit Hedgefondsstrategie	Alle Investmentfonds	Sonstige Finanzinstitute	100 größte Anleger	Durchschnittliche Zahl der Anleger in der Stichprobe im Zeitverlauf
Positionierungsindikator 1	✓				229
Positionierungsindikator 2		✓			402
Positionierungsindikator 3		✓	✓		450
Positionierungsindikator 4	✓			✓	97
Positionierungsindikator 5		✓		✓	99
Positionierungsindikator 6		✓	✓	✓	100

Anmerkung: Die durchschnittliche Zahl der in den Positionierungsindikatoren 4 bis 6 enthaltenen Anleger ist nicht immer 100, da einige der 100 Gegenparteien mit den größten Portfolios nicht die ganze Zeit tätig waren.

### Abschließend muss eine Klasse von Zinsderivaten ausgewählt werden.

Grundsätzlich kann zwischen Derivaten mit linearer Auszahlung (z. B. Swaps, Terminkontrakten oder Futures) und solchen mit nichtlinearer Auszahlung (hauptsächlich Optionen) gewählt werden. Da die Positionierungsindikatoren messen sollen, inwieweit die Anleger allgemeinen Zinsbewegungen (und nicht unüblichen Schwankungen) ausgesetzt sind, sind hier Derivate mit linearer Auszahlung besser für die Analyse geeignet. Außerdem muss das Marktsegment ausreichend liquide sein, was bei den Optionsmärkten nicht immer der Fall ist.

### Der Zinsderivatemarkt im Euroraum ist sowohl volumenmäßig als auch im Hinblick auf die Zahl der dort gehandelten Instrumente sehr groß

(siehe Abbildung 1). Im Juni 2019 belief sich der Nominalwert der ausstehenden Zinsderivate auf rund 200 Billionen €, dies entspricht zwei Dritteln des gesamten Derivatemarkts im Eurogebiet.<sup>13</sup> Zinsswaps und -futures sind wichtige Instrumente am Markt für Zinsderivate. Swaps sind die häufigste Kontraktart, auf sie entfallen rund 54 % des Nominalwerts der ausstehenden Kontrakte. Swaps (auch EONIA-basierte) werden außerbörslich gehandelt und zu unterschiedlichsten Zwecken verwendet, u. a. auch zur Absicherung gegen Zinsrisiken in den Bilanzen von Banken und Versicherern (z. B. Risiken im Zusammenhang mit positiven oder negativen

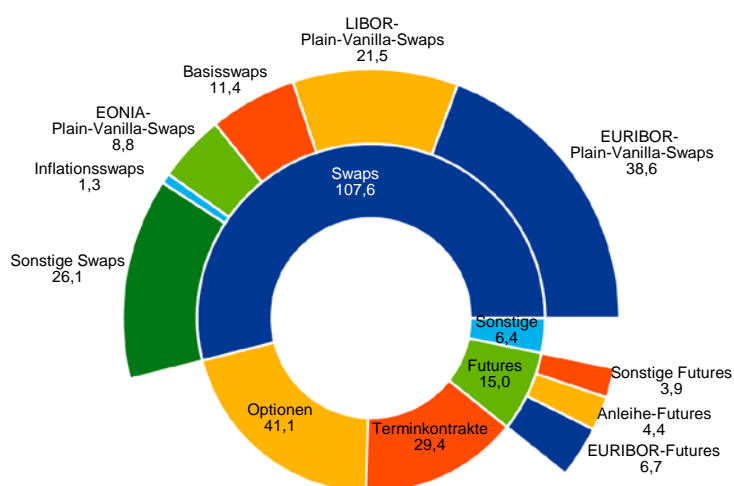
<sup>12</sup> Die Einteilung von Fonds anhand ihrer Beschreibung in aktive oder passive Fonds zeigt, dass die passiven Fonds in dieser Gruppe nicht überwiegen.

<sup>13</sup> Die aus den EMIR-Daten abgeleiteten Aggregate des Bruttonominalwerts sind tendenziell nicht deckungsgleich mit jenen aus den halbjährlichen Umfragen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, da es konzeptionelle und messtechnische Unterschiede zwischen den beiden Datenquellen gibt. Einzelheiten finden sich in: J. Abad et al., a. a. O.; European Securities and Markets Authority, ESMA Annual Statistical Report, EU Derivatives Markets, 2018.

Durationslücken). Der Markt für Futures ist kleiner als der für Swaps; da Futures an Börsen gehandelt werden, ist er jedoch sehr viel standardisierter und äußerst liquide. Von allen Futures weisen Dreimonats-EURIBOR-Futures den höchsten ausstehenden Nominalwert auf (rund 7 Billionen € von 15 Billionen € im Juni 2019), gefolgt von Eurodollar- und Bund-Futures.

**Abbildung 1**  
Der Zinsderivatemarkt im Euroraum

(in Billionen €)



Quellen: Der EZB vorliegende EMIR-Daten.

Anmerkung: Ausgewiesen werden die ausstehenden Nominalwerte am 12. Juni 2019. Die Stichprobe enthält sowohl geclearte als auch ungeclearte ausstehende Kontrakte, bei denen die Richtung (d. h. Käufer- oder Verkäuferseite) bekannt ist. „Terminkontrakte“ umfassen Zinsausgleichsvereinbarungen. „Optionen“ schließen auch Swaptions (Optionen auf einen Swap) mit ein. Der Posten „Sonstige“ (6,4 Billionen €) enthält weniger gängige und nicht zugeordnete Kontrakte. Unter „LIBOR-Plain-Vanilla-Swaps“ fallen Kontrakte, die an die LIBOR-Sätze in Pfund Sterling, US-Dollar, japanischem Yen oder Schweizer Franken geknüpft sind. „Basisswaps“ schließen alle Kontrakte ein, bei denen zwei variable Zinssätze getauscht werden. Die Kategorie „Sonstige Swaps“ umfasst Kontrakte, bei denen zwei Festsatz-Swaps oder zwei Fixed-for-Floating-Swaps getauscht werden, die nicht an den EURIBOR, EONIA oder LIBOR gekoppelt sind, sowie andere weniger gängige und nicht zugeordnete Kontrakte. Unter „Anleihe-Futures“ fallen alle Arten dieser Papiere (sowohl von öffentlichen Haushalten als auch von Unternehmen begeben, gleich welcher Laufzeit und Herkunft), während „Sonstige Futures“ Eurodollar-Futures und nicht zugeordnete Kontrakte einschließen. Die ausgewiesenen Nominalwerte sind als Obergrenze zu verstehen, da Transaktionen möglicherweise mehr als einmal gezählt werden, weil sie einander nicht zugeordnet werden konnten. Außerdem werden zwei Transaktionen gezählt, wenn ein Clearingmitglied das Clearing eines Geschäfts im Auftrag eines Kunden vornimmt, nämlich eine zwischen dem Kunden und dem Clearingmitglied und eine zwischen dem Clearingmitglied und der zentralen Gegenpartei.

**Die Positionierungsindikatoren basieren auf EURIBOR-Future-Kontrakten, da diese einen hohen Informationsgehalt im Hinblick auf die Zinsentwicklung im Euro-Währungsgebiet aufweisen.** Wie aus Marktinformationen hervorgeht, greifen informierte Anleger gerne zu EURIBOR-Futures, weil diese sehr liquide und standardisiert sind. Investoren, die ihre Positionierung anpassen müssen, dürften Futures häufig gegenüber Zinsswaps vorziehen, da bestehende Positionen so leichter glattgestellt werden können. Außerdem sind Dreimonats-EURIBOR-Futures attraktiv, weil sie direkt mit der Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze im Euroraum über bestimmte Zeithorizonte verknüpft sind. Das Basisrisiko, das sich aus der Nachbildung des EONIA durch EURIBOR-Futures ergibt, ist angesichts des stabilen Spreads zwischen den beiden Sätzen derzeit recht begrenzt. Die Positionierungsindikatoren konzentrieren sich auf EURIBOR-Futures mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr, da dies den Vergleich mit anderen häufig von

Zentralbanken genutzten Messgrößen für die Zinserwartungen, beispielsweise dem Einjahres-EONIA in einem Jahr, vereinfacht.<sup>14</sup>

**Beim Positionierungsindikator handelt es sich um den Quotienten aus den Netto-Long-Positionen und den Brutto-Positionen der informierten Anleger.**<sup>15</sup>

Die Netto-Long-Position (Long-Position minus Short-Position) jedes Investors wird anhand der betreffenden Brutto-Position (Long-Position plus Short-Position) normalisiert. Diese Messgröße hat mindestens zwei Vorteile. Erstens ermöglicht die Normalisierung anhand der Brutto-Position, dass die Einschätzungen aller informierter Anleger mit einfließen, auch die kleinerer Anleger, die möglicherweise eine deutliche Meinung vertreten, jedoch in absoluter Rechnung über keine umfangreichen Positionen verfügen. Würde lediglich die Summe der Netto-Long-Positionen aller informierten Anleger gebildet und keine Normalisierung vorgenommen, würden die Ansichten sehr großer Investoren und Besonderheiten einzelner Akteure sehr stark ins Gewicht fallen. Zweitens ist der Indikator durch die Summierung und Normalisierung robuster gegen fehlerhafte Meldungen.

**Die Messgröße deutet auf eine relativ starke Polarisierung hin, was die Positionierung von Investmentfonds betrifft – eine Bestätigung dafür, dass der Fokus in der Tat auf dieser Anlegerkategorie liegen sollte, da Investmentfonds allem Anschein nach eher geneigt sind, eine Meinung zur künftigen Zinsentwicklung zu vertreten, als andere Anlegergruppen.**

Werden als repräsentative Kategorie für informierte Anleger sämtliche Investmentfonds zugrunde gelegt (Positionierungsindikator 2), so geht aus Abbildung 2 hervor, dass sich rund 60 % dieser Anleger entweder extrem falkenhaft oder extrem taubenhaft zeigen, wobei die extrem taubenhafte Ausrichtung am Stichtag (12. Juni 2019) klar dominierte. Dieses Muster unterscheidet sich beispielsweise vom dem der Dealer-Banken, die tendenziell neutraler aufgestellt sind, da sie üblicherweise als Market-Maker agieren. Das heißt jedoch nicht, dass Dealer-Banken keine Meinung zum geldpolitischen oder makroökonomischen Ausblick hätten, doch ihr Platzierungsgeschäft überwiegt in der Regel im Vergleich zum Eigenhandel. Da die Dealer-Tätigkeit auch impliziert, dass viele ihrer Positionen sich gegenseitig ausgleichen, sind die Portfolios dieser Banken gemessen am Bruttonominalwert tendenziell groß (zu erkennen an der Größe der Kreise in Abbildung 2), jedoch gemessen am Nettonominalwert eher klein.

---

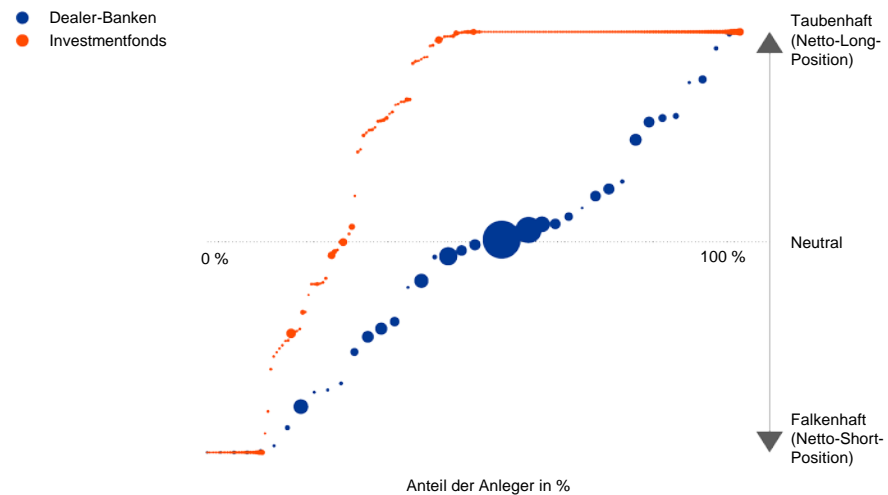
<sup>14</sup> Außerdem bleibt bei Laufzeiten von mehr als einem Jahr der automatische Roll-Over auf den als nächstes fälligen Futures-Kontrakt unberücksichtigt.

<sup>15</sup> Die Positionierung auf Sektorebene wird als Durchschnitt der einzelnen Positionen errechnet.

## Abbildung 2

### Empirische Quantile der Netto/Brutto-Positionen von Investmentfonds und Dealer-Banken

(Nominalwerte)



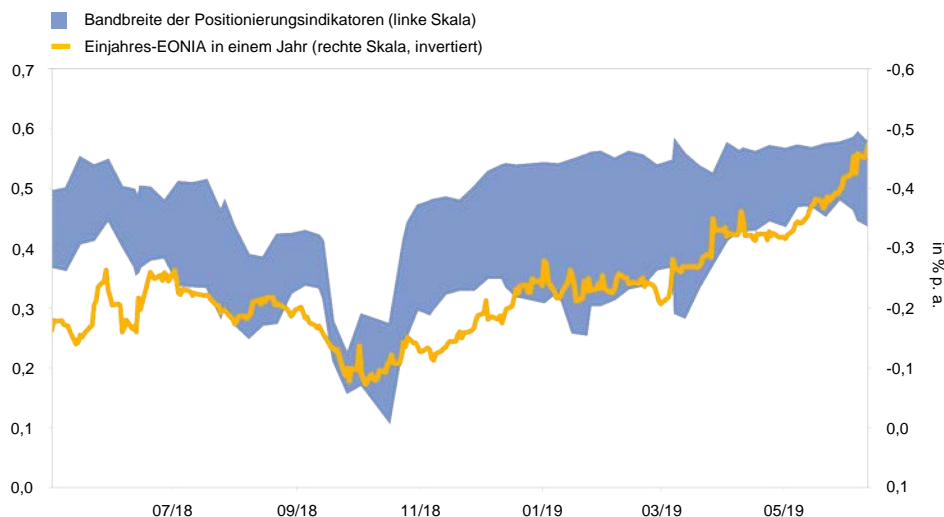
Quellen: Der EZB vorliegende EMIR-Daten.

Anmerkung: Die Daten (Stand: 12. Juni 2019) zeigen die Netto/Brutto-Positionen einzelner Anleger am Markt für EURIBOR-Futures mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr. Die Größe der Kreise ist, bezogen auf den Bruttonominalwert, proportional zur Größe des jeweiligen Portfolios.

**Netto-Long-Positionierungen haben seit Jahresbeginn 2019 im Einklang mit der Markterwartung eines stärker akkommodierenden geldpolitischen Kurses tendenziell zugenommen** (siehe Abbildung 3). Der einjährige EONIA-Terminzinssatz in einem Jahr liefert einen weiteren Blick darauf, wie sich die Zinserwartungen im Beobachtungszeitraum entwickelt haben. So setzte Ende 2018 ein Abwärtstrend ein, als die Anleger begannen, eine stärkere Akkommodierung der Geldpolitik einzupreisen, und sich im Hinblick auf die weltweiten Konjunkturaussichten weniger zuversichtlich zeigten. Analog zu dieser Entwicklung haben die informierten Anleger ihre Netto-Long-Positionen in diesem Zeitraum aufgestockt. Die hier vorgestellten Ergebnisse deuten daher darauf hin, dass die Positionierungsindikatoren – als quantitative bzw. volumenbasierte Näherungsgrößen für die Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik und der allgemeinen Wirtschaftsaussichten – Signale liefern können, die preis- oder kursbasierten Proxies ähneln. Mithilfe weiterer Datenanalysen könnten sich zudem Sektoren ermitteln lassen, deren durchschnittliche Positionierung den Preisbildungsmechanismus am Markt besonders gut abbildet. Im Idealfall würde eine solche Analyse auch neue Erkenntnisse über den Informationsgehalt der Terminzinssätze liefern, vor allem in Situationen, in denen sich die aus den Positionierungsindikatoren gewonnenen Signale nicht vollständig mit den Signalen der preisbasierten Indikatoren decken.

### Abbildung 3

#### Positionierung informierter Anleger in Dreimonats-EURIBOR-Futures und Einjahres-EONIA-Kontrakten in einem Jahr



Quelle: Der EZB vorliegende EMIR-Daten.

Anmerkung: Die Bandbreite wird anhand der Positionierungsindikatoren auf Basis der sechs in Tabelle 1 dargestellten Stichproben informierter Anleger berechnet. Ein Positionierungsindikator wird berechnet als Mittelwert des Quotienten aus Netto- und Bruttonominalwert der einzelnen Anleger in einer Stichprobe. Es wurde eine Korrektur zur Glättung eines Ausreißers in der Beobachtung am 5. Juni 2019 vorgenommen.

### Kasten 1

#### Bestimmung des Sektors der Gegenpartei bei EMIR-Daten

Francesca D. Lenoci und Elisa Letizia

**Um „informierte Anleger“ bestimmen zu können, sind zunächst umfassende und detaillierte Informationen über die Sektoreuzuordnung vonnöten.** Im vorliegenden Kasten wird erläutert, wie EMIR-Daten erweitert werden, um eine solche Zuordnung zu ermöglichen.

**Zwar enthalten EMIR-Daten ein Feld mit Informationen über den Sektor der meldepflichtigen Gegenpartei, diese Informationen unterliegen jedoch gewissen Einschränkungen.** Die erste Einschränkung betrifft die Datenqualität: Der von einigen Gegenparteien gemeldete Sektor kann sich im Laufe der Zeit ändern, und in einigen Fällen fehlt die Angabe ganz. Die zweite Einschränkung ist konzeptioneller Natur: Die Sektoreuzuordnung der EMIR-Verordnung ist für viele Zentralbankzwecke nicht detailliert genug; zudem werden Unternehmen, die eine zentrale Rolle am Derivatemarkt spielen, nicht gesondert ausgewiesen. So können beispielsweise zentrale Gegenparteien, ihre Clearingmitglieder und Banken, die Tochtergesellschaften der 16 größten Händler (G16) sind, nicht direkt ermittelt werden.<sup>16</sup> Darüber hinaus ist die Sektorenuntergliederung nach der

<sup>16</sup> Bei den G16 handelt es sich um: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS und Wells Fargo.

EMIR-Verordnung<sup>17</sup> nicht immer deckungsgleich mit der weitverbreiteten Systematik des ESVG 2010<sup>18</sup>.

**Um diese Einschränkungen zu beseitigen, werden die EMIR-Daten um acht Datenquellen erweitert, sodass eine Sektoreuzuordnung möglich wird.** Dabei werden die Quellen einzeln nacheinander herangezogen, sodass eine Quellenhierarchie entsteht. In einem ersten Schritt werden die Gegenparteien anhand von vier offiziellen Verzeichnissen klassifiziert: der EZB-Verzeichnisse der monetären Finanzinstitute und der Investmentfonds, des von der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) erstellten Verzeichnisses der Versicherungsunternehmen sowie des Verzeichnisses der zentralen Gegenparteien der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA). Da diese Verzeichnisse lediglich eine begrenzte Anzahl der in der EU/im Euroraum ansässigen Unternehmen umfassen, werden in einem zweiten Schritt vier weitere Datenquellen herangezogen: das Datenregister über Institute und verbundene Unternehmen (Register of Institutions and Affiliates Data – RIAD) des Europäischen Systems der Zentralbanken sowie drei kommerzielle Datenquellen (BankFocus, Lipper und Orbis). Als letzte Quelle in der Hierarchie wird der in den EMIR-Daten angegebene Sektor verwendet, jedoch nur bei konsistenter Meldung.

**Die sich daraus ergebende Sektoreuzuordnung weist einen hohen Deckungsgrad auf, ist detailliert und zeigt an, ob ein Unternehmen eine besondere Relevanz am Derivatemarkt hat.**

Mitte 2019 stand der Sektor der Gegenpartei für mehr als 98 % (gemessen am Nominalwert) der in EMIR-Daten gemeldeten ausstehenden Geschäfte fest (siehe Abbildung A).<sup>19</sup> Granulare Informationen über Teilsektoren sind ebenfalls häufig verfügbar. So werden etwa Banken weiter unterteilt in Investment- und Geschäftsbanken und Investmentfonds in OGAW und alternative Investmentfonds. Überdies liegen auch Informationen über die Investmentfondsstrategie (z. B. Renten-, Aktien- oder Hedgefonds) vor. Schließlich werden auch Einrichtungen, die eine Schlüsselfunktion am Derivatemarkt innehaben, wie beispielsweise Clearingmitglieder und Banken, die den G16-Händlern angehören, als solche gekennzeichnet.

---

<sup>17</sup> In der EMIR-Sektorengliederung wird zwischen acht Arten von Finanzunternehmen unterschieden: alternative Investmentfonds, Lebensversicherungsunternehmen, Kreditinstitute, sonstige Versicherungsunternehmen, Wertpapierfirmen, Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge, Rückversicherungsunternehmen, Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) sowie deren Verwaltungsgesellschaften und eine Restkategorie. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften melden die aus einem Buchstaben bestehenden Codes gemäß der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE).

<sup>18</sup> Das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010) ist ein statistisches Klassifizierungssystem, mit dessen Hilfe sich institutionelle Einheiten nach ihrer Haupttätigkeit eingruppiert lassen. Der Sektorcode unterteilt die Wirtschaft in sechs Sektoren: nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, finanzielle Kapitalgesellschaften, Staat, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck und übrige Welt.

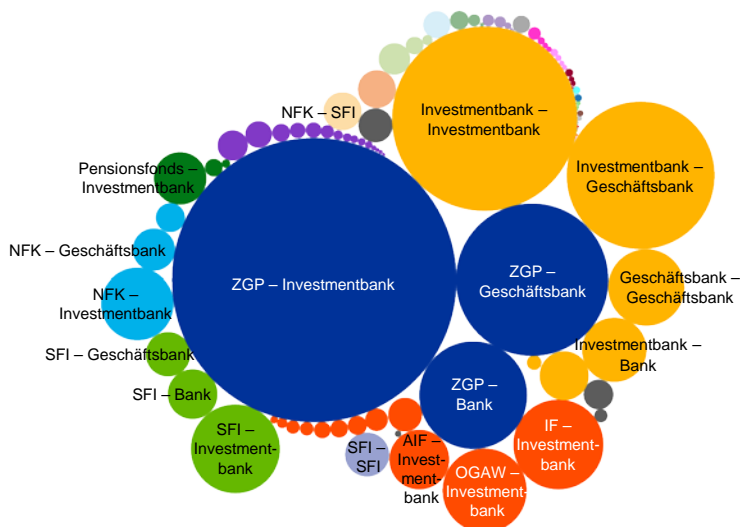
<sup>19</sup> Bei den verbleibenden 2 % ist der Sitz der Gegenpartei entweder nicht bekannt oder befindet sich außerhalb Europas.



## Abbildung A

### Bestimmung des Sektors der Gegenpartei bei EMIR-Daten: Aufschlüsselung nach Nominalwert

(in % des Bruttonominalwerts der ausstehenden Kontrakte)



<b>Banken</b>	Investmentbanken	43,1 %
	Geschäftsbanken	13,2 %
	Ohne Zuordnung	4,8 %
<b>Zentrale Gegenparteien (ZGPs)</b>		23,3 %
<b>Investmentfonds (IFs)</b>	OGAW	1,7 %
	Alternative Investmentfonds (AIFs)	1,2 %
	Ohne Zuordnung	2,0 %
<b>Sonstige Finanzinstitute (SFI)</b>		4,3 %
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (NFKs)</b>		3,0 %
<b>Versicherungsunternehmen</b>	Lebens- und Kompositversicherungen	0,3 %
	Nichtlebensversicherungen	0,1 %
	Ohne Zuordnung	0,3 %
<b>Pensionsfonds (PFs)</b>	Privat	0,4 %
	Öffentlich	0,1 %
	Ohne Zuordnung	0,1 %
<b>Staatliche Institutionen</b>		0,4 %
<b>Zentralbanken</b>		0,1 %
<b>Geldmarktfonds</b>		0,0 %
<b>Sonstige</b>		1,7 %

Quellen: EMIR-Daten, EZB, EIOPA, ESMA, BankFocus, Lipper, Orbis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Mitte Juni 2019. Die Tabelle zeigt die neue Sektoreuzuordnung in % des Bruttonominalwerts aller ausstehenden Kontrakte („ohne Zuordnung“ bedeutet, dass der Nominalwert keiner der Teilssektor-Kategorien zugeordnet werden konnte). In der Abbildung werden Paare von Gegenparteiensektoren dargestellt, wobei die Größe der Kreise ihrem Verhältnis zum Bruttonominalwert aller ausstehenden Kontrakte entspricht. Zu den Investmentbanken zählen die G16-Händler (und maßgebliche Tochtergesellschaften) sowie Banken, die sowohl als Geschäfts- als auch als Investmentbank tätig sind. AIF steht für alternativer Investmentfonds. Die Restkategorie „Sonstige“ wird verwendet, wenn der Sektor nicht bekannt ist.

## 4 Analyse der Märkte für inflationsindexierte Swaps im Euro-Währungsgebiet

**Die EMIR-Daten können auch erfolgsversprechend dazu eingesetzt werden, ein umfassenderes Verständnis der Märkte für inflationsindexierte Derivate im Euroraum zu erlangen, welche wichtige Informationen über die Inflationserwartungen der Anleger enthalten.** Die Inflationserwartungen sind für die EZB, deren vorrangiges Ziel die Gewährleistung von Preisstabilität im Eurogebiet ist, von zentraler Bedeutung. Bei der Durchführung der Geldpolitik sind diese Erwartungen per se relevant, da sie wirtschaftliche Entscheidungen beispielsweise im Hinblick auf Konsum und Investitionen, aber auch bezüglich Lohn- und Preissetzung beeinflussen und sich somit auf die Teuerung auswirken. Darüber hinaus dienen sie zur Gegenprüfung der Inflationsaussichten in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems bzw. der EZB, die wiederum in die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats einfließen. Neben umfragebasierten Messgrößen, welche die im Rahmen regelmäßiger Expertenbefragungen direkt geäußerten Inflationserwartungen abbilden, gibt es marktbasiertere Messgrößen des Inflationsausgleichs, in denen Informationen zum Ausdruck kommen, die sich aus den Preisen für Finanzinstrumente ableiten lassen. Hierzu zählen inflationsindexierte Swaps, inflationsgebundene Anleihen und Inflationsoptionen, die allesamt an die zukünftigen Teuerungsraten gekoppelt sind. Da diese Finanzinstrumente kontinuierlich gehandelt werden, ergeben sich aus marktbasierteren Indikatoren nicht nur wertvolle zusätzliche Informationen über die Inflationserwartungen der Anleger, sondern auch aktuellere Hinweise auf mögliche Verschiebungen bei den Inflationsaussichten.<sup>20</sup>

**EMIR-Daten geben einen ersten quantitativen Einblick in die Struktur des Marktes für inflationsindexierte Swaps im Euroraum.** Bislang hat sich die EZB hinsichtlich der Handelsaktivität, die der Entwicklung etwa der inflationsindexierten Swapsätze zugrunde liegt, stark auf die Marktforschung gestützt. Diese Marktinformationen sind zwar hilfreich, aber in der Regel qualitativer Natur, sodass sich eine einheitliche Erhebung über die verschiedenen Gegenparteien hinweg in der Praxis schwierig gestaltet. Die EMIR-Daten ergänzen diese Art von Informationen und ermöglichen eine Gegenprüfung mittels einer quantitativen, systematischeren Betrachtung der Handelstätigkeit an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Eurogebiet. Im vorliegenden Abschnitt werden anhand von EMIR-Daten einige strukturelle Merkmale dieser Märkte aufgezeigt.<sup>21</sup>

<sup>20</sup> Weitere Informationen hierzu finden sich in: EZB, [Jüngste Entwicklung der marktbasierteren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und ihre Interpretation](#), Wirtschaftsbericht 6/2018, September 2018.

<sup>21</sup> Der von den verfügbaren Daten bei der EZB erfasste Teil der Märkte für inflationsindexierte Swaps im Euroraum weist einen ausstehenden Nominalwert von nahezu 1 Billion € auf. Da diese Daten jedoch nur einen Teil des Marktes abdecken (siehe Abschnitt 2), ist der Gesamtmarkt de facto deutlich – und möglicherweise sogar signifikant – größer. In jedem Fall lässt sich aus dieser Teilmenge ablesen, dass der Markt für inflationsindexierte Swaps im Eurogebiet wesentlich kleiner ist als der Zinsderivatemarkt. So ist beispielsweise der ausstehende Nominalwert der EURIBOR-Futures rund zehnfach so hoch wie der Nominalwert HVPI-indizierter Swaps im Eurogebiet.

**Die Daten lassen darauf schließen, dass am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euro-Währungsgebiet vorrangig Swaps gehandelt werden, die an die Gesamtinflation im Euroraum und weniger an nationale Verbraucherpreisindizes gekoppelt sind.** Aus Abbildung 4 wird ersichtlich, dass im Durchschnitt mehr als 80 % der Transaktionen wie auch des nominalen Transaktionsvolumens auf Swaps entfallen, die an den Harmonisierten Verbraucherpreisindex des Eurogebiets ohne Tabak (HVPIxT) gebunden sind. Der übrige Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum ist nahezu ausschließlich an den französischen Verbraucherpreisindex (VPI) gekoppelt. Der Handel mit an die VPIs anderer Länder gebundenen Swaps ist sehr begrenzt; dies gilt auch für an den italienischen VPI gebundene Swaps, obwohl für entsprechend indexierte Anleihen ein großer Markt besteht.<sup>22</sup> Da sich die Beobachtung der Inflationserwartungen von Investoren auf Marktnotierungen stützt (inflationsindexierte Swaps werden außerbörslich gehandelt), erscheint es durchaus angemessen, den Swaps, deren Notierungen stärker vom zugrunde liegenden Handel getragen werden, einen höheren Informationsgehalt zuzuweisen.<sup>23</sup> In Anbetracht dessen und unter Berücksichtigung der obigen Feststellungen scheint eine Beobachtung der aggregierten euroraumweiten Inflationserwartungen an den Märkten für inflationsindexierte Swaps der zuverlässigste Ansatz zu sein. Dies schließt jedoch eine Beobachtung der an die VPIs einzelner Länder gebundenen Inflationsswapsätze nicht aus, um Erwartungen bezüglich möglicher Abweichungen von der Gesamtentwicklung auf nationaler Ebene zu ermitteln.

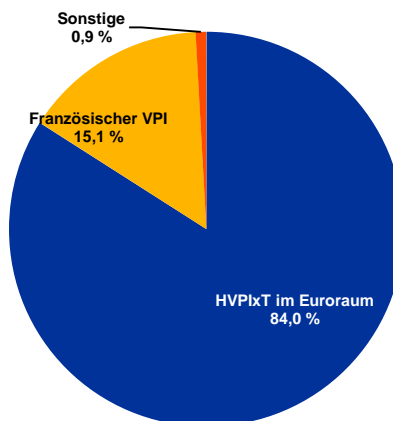
---

<sup>22</sup> Inflationsindexierte Anleihen sind ebenfalls vorwiegend an den aggregierten HVPIxT des Euroraums gebunden, wobei jedoch sowohl Frankreich als auch Italien beträchtliche – und ähnlich hohe – Bestände an ausstehenden Anleihen aufweisen, die an den jeweiligen nationalen VPI gebunden sind.

<sup>23</sup> Dabei ist zu beachten, dass diese Notierungen in großen Datenbanken global agierender Banken erstellt werden und vermutlich auch Informationen enthalten, die von den Märkten für inflationsindexierte Anleihen und anderen Märkten abgeleitet wurden. Gleichwohl ist die zugrunde liegende Handelstätigkeit bei der Beurteilung des Informationsgehalts der Notierungen an den OTC-Märkten von Nutzen, da der tatsächliche Preis (oder Kurs), zu dem zwei Gegenparteien miteinander Geschäfte tätigen, zwar vertraulich bleibt, beim Handel an diesen Märkten aber zumeist ein Intermediär zwischengeschaltet ist, der (mindestens) eine Seite der Transaktion übernimmt und gleichzeitig Kursnotierungen für das betreffende Produkt zur Verfügung stellt. Demzufolge basieren die veröffentlichten Händlernoteierungen auf den Geschäften zwischen Händlern und anderen Investoren und werden entsprechend angepasst. Je umfangreicher die zugrunde liegende Aktivität an einem OTC-Markt, desto eher dürften die notierten Preise (oder Kurse) demnach eine verlässliche Orientierung darüber bieten, wo Anleger Geschäfte tätigen möchten.

#### Abbildung 4

Aktivität am Markt für inflationsindexierte Swaps im Euroraum nach zugrunde liegenden Referenzindizes



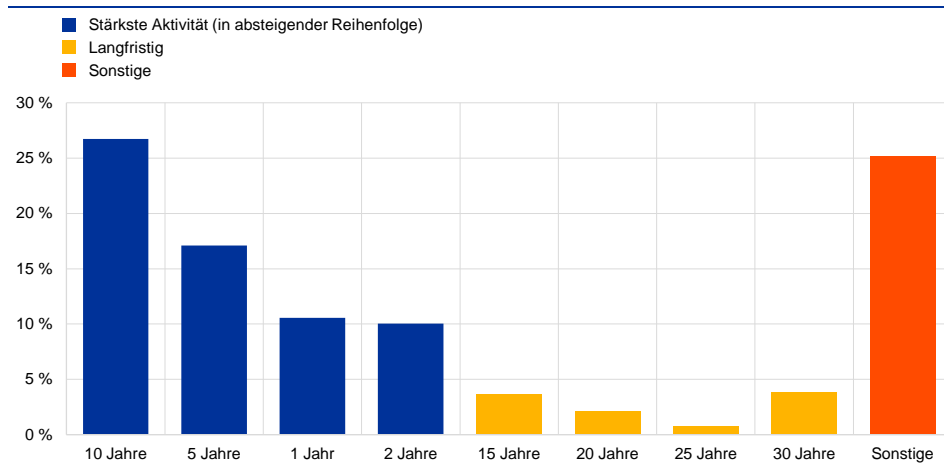
Quellen: EMIR-Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Mitte 2019. Die Anteile basieren auf dem Durchschnitt zweier Aktivitätsmessgrößen, und zwar der Anzahl und dem Nominalvolumen der Transaktionen.

**Die EMIR-Daten zeigen auch, dass sich die Aktivität relativ stark auf den zehn-, fünf-, zwei- und einjährigen Laufzeitbereich konzentriert.** Diese Ergebnisse beziehen sich auf die Kassakurse von Nullkupon-Swaps, d. h. Swaps, bei denen feste Zinszahlungen gegen variable Zahlungen getauscht werden, die an die vom jetzigen bis zu einem gegebenen zukünftigen Zeitpunkt tatsächlich beobachtete Inflation gekoppelt sind. Wie aus Abbildung 5 hervorgeht, machen die vier Laufzeiten mit der stärksten Aktivität rund 50 % des gesamten Handels mit HVPIxT-indexierten Swaps im Eurogebiet aus. Dass sich etwa ein Viertel der Handelstätigkeit auf den Kassakurs zehnjähriger Swaps konzentriert und der zweitgrößte Anteil auf den Kassakurs fünfjähriger Swaps entfällt, hat eine interessante Konsequenz. Daraus lässt sich folgern, dass von allen inflationsindexierten *Termin*-Swapsätzen der fünfjährige Satz in fünf Jahren, der am Markt auf beachtliches Interesse stößt, auch am stärksten vom zugrunde liegenden Handel getragen wird. Zudem nimmt die Aktivität nicht automatisch mit zunehmender Laufzeit ab, sondern fällt an mehreren Punkten im längeren Laufzeitbereich entlang der Kassakurve, z. B. bei Laufzeiten von 15, 20 und 30 Jahren, immer noch beträchtlich aus. Dies ist im Rahmen der Zentralbankanalyse eine beruhigende Erkenntnis, werden längerfristige inflationsindexierte Swapsätze doch weniger stark von kurzfristigen, transitorischen Schocks beeinflusst und geben daher deutlichere Hinweise auf das Steady-State-Niveau der Inflationserwartungen der Anleger.

## Abbildung 5

### Aktivität am Markt für HVPlxT-indexierte Inflationsswaps im Euroraum nach Laufzeiten



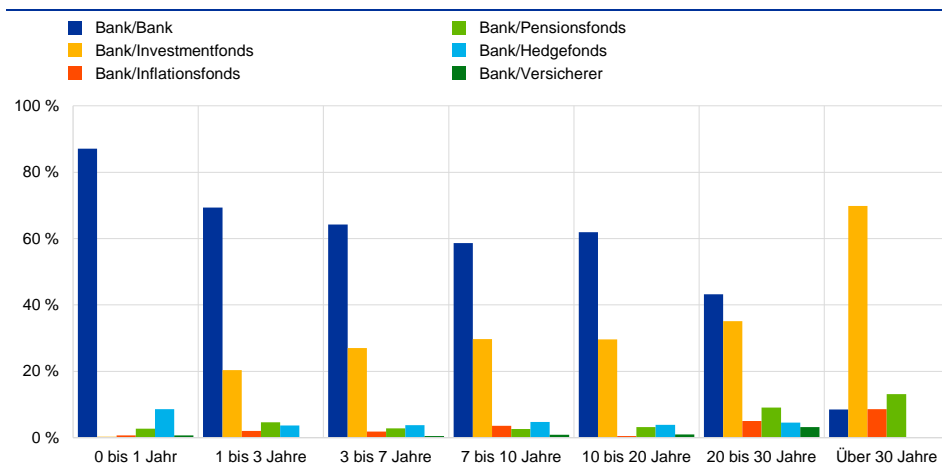
Quellen: EMIR-Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf Mitte 2019. Die Aktivitätsanteile basieren auf dem Durchschnitt von vier Messgrößen, die a) die Anzahl und das Nominalvolumen der Transaktionen betrachten und b) als Laufzeit entweder den Zeitraum vom Geltungsbeginn bis zum Fälligkeitsdatum oder den Zeitraum vom Ausführungsdatum bis zum Fälligkeitsdatum definieren. „Sonstige“ bezieht sich auf hier nicht ausgewiesene Laufzeiten.

**Bei der sektoralen Handelstätigkeit sind über die verschiedenen Laufzeiten hinweg bedeutende Unterschiede zu beobachten: Hedgefonds sind am sehr kurzen Ende recht aktiv, während Pensionsfonds im langen bis ultrlangen Laufzeitbereich eine überdurchschnittliche Aktivität aufweisen.** In Abbildung 6 werden die Transaktionen in unterschiedliche Laufzeitkategorien unterteilt, statt einzelne Fälligkeiten in den Blick zu nehmen. Ferner werden Sektorenpaare ausgewiesen, bei denen Banken auf mindestens einer Seite der Transaktion stehen. Grund hierfür ist die beherrschende Rolle der Banken am Markt für inflationsindexierte Swaps und die vernachlässigbare Handelstätigkeit anderer Sektorenpaare. Neben der erkennbaren laufzeitübergreifenden Dominanz der Transaktionen von Bank zu Bank sowie zwischen Banken und Investmentfonds wird aus Abbildung 6 auch die beachtliche Aktivität von Hedgefonds im kurzen Laufzeitbereich ersichtlich. Diese Beobachtung deckt sich mit den Ergebnissen der Marktforschung, wonach sich einige Hedgefonds in den letzten Jahren verstärkt darum bemüht haben, eigene kurzfristige Inflationsprognosen zu erstellen und dementsprechend an den Märkten für inflationsindexierte Swaps Handel zu treiben. Darüber hinaus steht die Tatsache, dass Pensionsfonds bei Laufzeiten von 20 Jahren und mehr überproportional vertreten sind, mit der Einschätzung im Einklang, dass diese Akteure den Markt für inflationsindexierte Swaps zur Absicherung inflationsgebundener Verbindlichkeiten, insbesondere im Rahmen von Pensionsplänen mit Leistungszusagen, nutzen.

## Abbildung 6

Anteile ausgewählter Sektorenpaare an HVPIxT-indexierten Swappgeschäften im Euroraum nach Laufzeiten



Quellen: EMIR-Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bestimmung der Sektoren erfolgt anhand der in der EMIR-Datenbank ausgewiesenen Klassifikation, erweitert um eine detailliertere Aufgliederung und nach gründlicher Prüfung der Datenqualität. So werden beispielsweise Inflationsfonds identifiziert als Investmentfonds, deren Bezeichnung und Beschreibung eine starke Ausrichtung auf inflationsbereinigte oder reale Renditen nahelegen. Die Anteile basieren auf dem durchschnittlichen Anteil an den Transaktionen im Zeitraum von Juni 2016 bis Januar 2018 und dem durchschnittlichen Anteil am Nominalvolumen dieser Transaktionen. Die Summe der Prozentsätze ergibt für jede Laufzeitkategorie über die sechs ausgewiesenen Sektorenpaare hinweg 100 %. Die Angaben basieren auf Meldungen von DTCC, einem der sieben Transaktionsregister, die aktuell von der ESMA zugelassen sind und gemäß der EMIR-Verordnung Daten liefern.

**Die Ergebnisse belegen, dass es für die EZB wichtig ist, bei der Beurteilung der Inflationserwartungen von Anlegern nicht nur die Entwicklung der Gesamtaktivität entlang der Inflationsswapkurve, sondern auch die sektorale Zusammensetzung der Handelstätigkeit in unterschiedlichen**

**Kurvensegmenten zu betrachten.** Konkret hat der vorliegende Beitrag gezeigt, dass der Handel mit länger laufenden inflationsindexierten Swaps im Euroraum (mit Laufzeiten von 15 Jahren und mehr) im Vergleich zu kürzeren Laufzeiten zwar nicht unerheblich ist, der sektoralen Analyse zufolge jedoch ein relativ hoher Anteil an dieser Aktivität auf Pensionsfonds zurückgeht. Da diese den Markt für inflationsindexierte Swaps häufig zur Absicherung gegen die Inflationsentwicklung nutzen, treten sie tendenziell eher als Preisnehmer auf, vor allem verglichen mit den am kurzen Ende der Inflationsswapkurve tätigen Hedgefonds, die sich mit höherer Wahrscheinlichkeit entsprechend ihrer eigenen Einschätzung zur künftigen Teuerung aufstellen. Wird darüber hinaus die Preissensibilität mit einkalkuliert, ist der Informationsgehalt längerfristiger Inflationsswapsätze somit möglicherweise geringer, als die Gesamtaktivität in der betreffenden Laufzeitkategorie vermuten lässt.

**Insgesamt lassen sich mithilfe der EMIR-Daten eine Reihe interessanter Strukturmerkmale der Märkte für inflationsindexierte Swaps im Euro-Währungsgebiet aufdecken, was darauf hindeutet, dass eine weiter gehende Analyse auf Basis von EMIR-Daten der EZB helfen kann, die künftige Entwicklung an diesen Märkten besser einzuschätzen.** Die hier dargelegten Feststellungen stimmen mit den Ergebnissen der Marktforschung überein. Dies spricht dafür, dass die EMIR-Daten eine quantitative, systematischere Sichtweise bieten und so tatsächlich zur Ergänzung und Gegenprüfung anderer Informationen dienen können. Natürliche Erweiterungen der hier vorgestellten eher strukturellen

Analyse bestünden etwa darin, die Gesamtaktivität oder die Aktivität unterschiedlicher Anlegergruppen im Zeitverlauf sowie in verschiedenen Laufzeitbereichen abzubilden. Zudem ist das Datenmaterial reichhaltiger, als es die hier angeschnittenen Informationen nahelegen, vor allem mit Blick auf die Preise, zu denen die Gegenparteien miteinander Geschäfte tätigen. EMIR-Daten sind somit eine wichtige Ergänzung des Instrumentariums der EZB zur Analyse der Märkte für inflationsindexierte Swaps im Euro-Währungsgebiet.

## 5 Schlussbemerkungen

**Der vorliegende Aufsatz hat gezeigt, wie EMIR-Daten für Analysezwecke über den Bereich der Finanzstabilität hinaus genutzt werden können.** Es wurden Beispiele auf Basis zweier Derivatmärkte vorgestellt, die für die Zentralbankanalyse von besonderer Bedeutung sind: der Markt für Zinsderivate und der Markt für inflationsindexierte Derivate.

**Das erste Beispiel hat veranschaulicht, wie sich die Erwartungen der Anleger hinsichtlich der künftigen Zinssätze anhand von EMIR-Daten erschließen lassen.** Mithilfe der entwickelten Positionierungsindikatoren lässt sich nachverfolgen, wie sich eine Gruppe informierter Anleger in Erwartung der künftigen Zinsentwicklung am Futures-Markt positioniert. Solche quantitativen Indikatoren können andere, stärker etablierte Indikatoren der Zinserwartungen, wie etwa Terminkurse oder umfragebasierte Messgrößen, ergänzen. Im vorliegenden Beitrag wurden erste Erkenntnisse aus diesen quantitativen Indikatoren dargelegt. Im Rahmen einer weiter gehenden Datenanalyse könnten die Messgrößen verfeinert und neue Erkenntnisse über den Informationsgehalt von Terminzinssätzen gesammelt werden, insbesondere in Situationen, in denen sich die aus den Positionierungsindikatoren gewonnenen Signale nicht vollständig mit den Signalen der preisbasierten Indikatoren decken.

**Das zweite Beispiel hat aufgezeigt, wie die EMIR-Daten einen ersten systematischen Einblick in die Handelstätigkeit an den Märkten für inflationsindexierte Swaps im Euro-Währungsgebiet ermöglichen.** Es wurden eine Reihe struktureller Merkmale dieser Märkte herausgestellt, die wertvolle und zeitnahe Informationen über die Inflationserwartungen von Investoren liefern können. Insgesamt stützen die Ergebnisse die Einschätzung, dass EMIR-Daten die eher qualitativen Informationen aus der Marktforschung über die Handelstätigkeit an diesen Märkten ergänzen und zu einer Gegenprüfung beitragen können. So lässt sich beispielsweise der Informationsgehalt inflationsindexierter Swapsätze sowohl über verschiedene Laufzeiten hinweg als auch auf Basis der relativen Aktivität unterschiedlicher Anlegergruppen mithilfe dieser Daten besser beurteilen. Insofern können sie als eine wichtige Ergänzung des analytischen Instrumentariums der EZB angesehen werden.

**Ungeachtet der zahlreichen Herausforderungen, die mit der Nutzung dieser „Big Data“ verbunden sind, ist bei der EZB und bei Zentralbanken allgemein ein verstärkter Einsatz von EMIR-Daten zu beobachten.** Dass diese Daten auch verstärkt zu Analyse Zwecken verwendet werden, unterstreicht die Vorteile, die sich für politische Entscheidungsträger aus der Meldung von EMIR-Daten im Rahmen der Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz am OTC-Derivatemarkt ergeben.



## 2 Bankenaufsicht der EZB – Taxonomie der zur Verfügung stehenden Instrumente

Rinke Bax und Andreas Witte

### 1 Einleitung

**Bereits im EZB-Monatsbericht vom November 1999 fand sich ein Beitrag über die Rechtsinstrumente der Europäischen Zentralbank.** Da die EZB seit 2014 für die Aufsicht über die Kreditinstitute zuständig ist, hat sie eine breite Palette weiterer rechtlich verbindlicher und unverbindlicher Instrumente im Bereich der Bankenaufsicht erlassen. Die ihr durch die SSM-Verordnung<sup>1</sup> übertragenen Aufsichtsaufgaben nimmt die EZB in ausschließlicher Zuständigkeit für alle Kreditinstitute wahr. Die SSM-Verordnung legt bestimmte Arten von Rechtsakten fest, welche die EZB zur Durchführung der ihr durch die Verordnung übertragenen Aufgaben erlassen kann. Gemäß der SSM-Verordnung muss die EZB ihre Aufsichtsaufgaben darüber hinaus getrennt von ihren Aufgaben im Bereich der Geldpolitik wahrnehmen. Im vorliegenden Aufsatz werden die Instrumente beschrieben, welche die EZB im Zusammenhang mit der Durchführung der Bankenaufsicht in den letzten Jahren erlassen hat.

**Aus der Beaufsichtigung von Banken ergeben sich Veränderungen in deren Rechtsstellung, z. B. wenn den Instituten Aufsichtsmaßnahmen auferlegt werden, deren Befolgung für sie eine rechtliche Verpflichtung darstellt, oder wenn ihnen ansonsten untersagte Vorgehensweisen gestattet werden.** Solche Veränderungen der Rechtsposition können nur mittels verbindlicher Rechtsinstrumente bewirkt werden. Zu diesem Zweck sehen sowohl das EU-Primärrecht (in erster Linie der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) und die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank) als auch das EU-Sekundärrecht (vor allem die SSM-Verordnung) ein breites Spektrum von Instrumenten (darunter auch Rechtsakte) vor, die von der EZB zur Wahrnehmung ihrer aufsichtsrechtlichen Aufgaben erlassen werden können.

**In vielen Fällen kann es sich für die EZB – ebenso wie für jede andere Aufsichtsbehörde – jedoch auch als nützlich erweisen, auf Instrumente zurückzugreifen, bei denen es sich nicht um verbindliche Rechtsakte handelt.** Diese Instrumente können der EZB beispielsweise dazu dienen, ihre Position in Grundsatzfragen gegenüber der Öffentlichkeit zu kommunizieren oder eine Orientierung bezüglich der künftigen Ausübung ihrer Aufsichtsbefugnisse zu geben.

---

<sup>1</sup> Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank (ABl. L 287 vom 29.10.2013, S. 63).

**Da das bankenaufsichtliche Aufgabenspektrum der EZB relativ breit ist, stehen ihr eine Reihe von Instrumenten in diesem Bereich zur Verfügung.** Je nach Art der Instrumente können diese für unterschiedliche Zwecke eingesetzt werden. Im vorliegenden Aufsatz soll versucht werden, die Vielzahl der Instrumente zu beleuchten und ihre rechtlichen Auswirkungen zu beschreiben. In Abschnitt 2 werden Rechtsakte mit Bindungswirkung erörtert, während in Abschnitt 3 umfassend auf nicht rechtsverbindliche Instrumente und Veröffentlichungen eingegangen wird, von denen einige trotz ihres rechtsunverbindlichen Charakters als Rechtsakte gelten. Abschnitt 4 befasst sich mit der mitunter nicht einfachen Abgrenzung dieser beiden Kategorien. Abschnitt 5 schließlich enthält eine Zusammenfassung und zieht ein allgemeines Fazit.

## 2 Verbindliche Rechtsakte und andere Instrumente mit Bindungswirkung

### 2.1 Allgemeine Bemerkungen

**In Artikel 4 Absatz 3 der SSM-Verordnung sind die verbindlichen Rechtsinstrumente aufgeführt, die von der EZB in ihrer Eigenschaft als Aufsichtsbehörde erlassen werden können.** Diese Aufzählung geht nicht allein auf die Verfasser der SSM-Verordnung zurück, sondern beruht vielmehr auf dem sich aus dem EU-Primärrecht ergebenden, in Artikel 34.1 der ESZB-Satzung<sup>2</sup> genannten Katalog von Rechtsakten. Dort werden Verordnungen, Beschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen<sup>3</sup> aufgeführt. Darüber hinaus werden in der SSM-Verordnung einige weitere Instrumente erwähnt, die nicht den primärrechtlichen Rechtsakten zuzuordnen sind, jedoch von der EZB verbindlich erlassen werden können, um ihre Aufgaben gemäß der SSM-Verordnung auszuüben.

**Der EZB stehen hierfür vor allem fünf Werkzeuge zur Verfügung: Verordnungen, Beschlüsse, Leitlinien, Empfehlungen und (die im dritten Unterabsatz von Artikel 9 Absatz 1 der SSM-Verordnung sowie in Artikel 22 der SSM-Rahmenverordnung angeführten) Anweisungen an die nationalen zuständigen Behörden (NCAs).**

---

<sup>2</sup> Die Bestimmung entspricht im Wesentlichen Artikel 132 Absatz 1 AEUV, der wiederum eine Spezifizierung des allgemeinen Katalogs von EU-Rechtsakten in Artikel 288 AEUV darstellt. Nicht alle der dort aufgeführten Rechtsakte sind auch in Artikel 132 Absatz 1 AEUV bzw. Artikel 34.1 der ESZB-Satzung genannt; insbesondere die Auslassung von Richtlinien verdeutlicht, dass die EZB nicht befugt ist, diese Art von Rechtsakt zu erlassen.

<sup>3</sup> Auf Stellungnahmen der EZB wird in diesem Aufsatz nicht weiter eingegangen. EZB-Stellungnahmen können zwar in Bezug auf Gesetzgebungsentwürfe, die die Aufsicht von Kreditinstituten betreffen, beschlossen werden, sind jedoch nicht per se mit der Ausübung der aufsichtlichen Befugnisse der EZB verbunden.

## 2.2 Verordnungen der EZB

**EZB-Verordnungen weisen zwei Gemeinsamkeiten mit den Verordnungen des Europäischen Parlaments und des Rates der Europäischen Union auf: Sie sind nicht einzelfallbezogen, sondern von allgemeiner Geltung, und sie sind in den Mitgliedstaaten (des Euro-Währungsgebiets im Falle von EZB-Verordnungen) unmittelbar anwendbar.** In diesem Sinne wird der Begriff der Verordnung in Artikel 4 Absatz 3 der SSM-Verordnung in der gleichen Bedeutung verwendet wie im zweiten Absatz von Artikel 288 AEUV, Artikel 132 Absatz 1 erster Gedankenstrich AEUV und Artikel 34.1 erster Gedankenstrich der EZB-Satzung. Zudem gilt für Verordnungen der Vorrang des Unionsrechts, sodass sie anstelle kollidierender nationaler Rechtsvorschriften anzuwenden sind. Im Bereich der Aufsicht besitzt die EZB jedoch keine gesetzgebende Funktion, sondern ist – wie in Artikel 4 Absatz 3 der SSM-Verordnung ausdrücklich bestimmt – an das einheitliche Regelwerk gebunden. Dieses beinhaltet auf Level 1 die vom Europäischen Parlament und dem Rat erlassenen Rechtstexte, in erster Linie die Eigenkapitalrichtlinie CRD IV (Richtlinie 2013/36/EU), die Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie BRRD (Richtlinie 2014/59/EU), die Eigenkapitalverordnung CRR (Verordnung 575/2013) und die Verordnung zum Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Verordnung 806/2014), sowie die Texte auf Level 2. Level 2 umfasst hauptsächlich die technischen Regulierungsstandards (RTS), deren Entwürfe von der EBA auf Grundlage von Artikel 10 der EBA-Verordnung ausgearbeitet und die anschließend von der Europäischen Kommission auf Basis von Artikel 290 AEUV unter Berufung auf eine aus einem Gesetzestext auf Level 1 abgeleitete Befugnis erlassen werden, sowie die technischen Durchführungsstandards (ITS), die von der EBA auf Grundlage von Artikel 15 der EBA-Verordnung entworfen und im Anschluss von der Kommission basierend auf Artikel 291 AEUV wiederum mittels einer aus einem Gesetzestext auf Level 1 resultierenden Befugnis angenommen werden. Darüber hinaus kann die Europäische Kommission in bestimmten Fällen delegierte Verordnungen auf dem Gebiet der Bankenaufsicht direkt auf Basis von Artikel 290 AEUV und anhand einer sich aus einem Gesetzestext auf Level 1 ergebenden Befugnis erlassen, ohne dass es eines Entwurfs der EBA nach Artikel 10 der EBA-Verordnung bedarf. Ein Beispiel hierfür ist die delegierte Verordnung (EU) 2015/61 der Kommission, mit der auf Grundlage von Artikel 291 AEUV und Artikel 460 CRR die Berechnung der Liquiditätsdeckungsquote bestimmt wird. Die RTS und ITS sowie die delegierten Verordnungen der Kommission stellen den weitaus größten Teil der Rechtstexte auf Level 2 dar und werden in Form von Verordnungen erlassen, um ihre unmittelbare Geltung in der gesamten Europäischen Union sicherzustellen. Die EZB hat den Auftrag, diese Rechtsakte anzuwenden, ohne sie abzuändern oder von ihnen abzuweichen. Ebenso wenig darf sie neue Rechtsvorschriften in Form von Verordnungen mit allgemeiner Geltung erlassen, wenn dies nicht auf Level 1 des einheitlichen Regelwerks vorgesehen ist.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Demnach dürften EZB-Verordnungen gemäß der in der Rechtsprechung für die Zwecke des vierten Absatzes von Artikel 263 AEUV entwickelten Dichotomie als Rechtsakte mit Verordnungscharakter, im Gegensatz zu Rechtsakten mit Gesetzescharakter („Gesetzgebungsakte“), gelten. Siehe Rechtssache C-583/11 P Inuit Tapiriit Kanatami u. a. gegen Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union, ECLI:EU:C:2013:625.

**Artikel 4 Absatz 3 der SSM-Verordnung allein ist keine ausreichende Rechtsgrundlage für den Erlass von Verordnungen, sondern setzt vielmehr eine anderweitig bestehende Rechtsgrundlage für das Handeln der EZB voraus. Er ist auf die Aussage beschränkt, dass auch eine Verordnung im Prinzip einen zulässigen Rechtsakt darstellt, von dem die EZB im Bereich der Bankenaufsicht Gebrauch machen kann.** Die von der EZB erlassene Verordnung (EU) 2016/445 ist ein Beispiel für die Ausübung ihrer regulatorischen Befugnisse in diesem Sinne; hier nutzte sie die im einschlägigen Unionsrecht mit unmittelbarer Geltung in den regulär (d. h. nicht in Form einer engen Zusammenarbeit) am SSM teilnehmenden Mitgliedstaaten eröffneten Optionen und Ermessensspielräume. Die EZB konnte diese Optionen und Ermessensspielräume nur in den Fällen nutzen, in denen sie nicht den Mitgliedstaaten, sondern der zuständigen Behörde eröffnet sind; diese Funktion nimmt nunmehr die EZB aufgrund von Artikel 9 Absatz 1 der SSM-Verordnung in Bezug auf bedeutende Institute wahr. Ein weiteres Beispiel ist Artikel 6 Absatz 7 der SSM-Verordnung; er ermöglicht den Erlass von Verordnungen zur Schaffung eines Rahmenwerks zur Gestaltung der praktischen Modalitäten für die Umsetzung der Zusammenarbeit zwischen der EZB und den nationalen zuständigen Behörden innerhalb des SSM und diene vor allem als Grundlage für den Erlass der SSM-Rahmenverordnung (Verordnung (EU) Nr. 468/2014). In diesen Beispielen zeigen sich gewisse Parallelen zur Befugnis der EZB, Verordnungen auf dem Gebiet der Geldpolitik zu erlassen. Auch dort kann die EZB lediglich Verordnungen für bestimmte geldpolitische Bereiche erlassen, während der EU-Gesetzgeber in der Regel ab dem Zeitpunkt der Zuständigkeitsübertragung berechtigt ist, das am besten geeignete Rechtsinstrument auszuwählen.<sup>5</sup> Voraussetzung für das Inkrafttreten von EZB-Verordnungen ist deren Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union (Artikel 297 Absatz 2 AEUV sowie Artikel 17.7 der Geschäftsordnung der EZB).

## 2.3 Beschlüsse der EZB

### Unterschiedliche Begriffsbedeutungen

**Wie die Verwendung des Begriffs im AEUV zeigt, sind drei Bedeutungen zu unterscheiden:**

- Die erste Bedeutung ist am engsten gefasst und entspricht der Verwendung des Begriffs im vierten Absatz von Artikel 288 AEUV, Artikel 132 Absatz 1 zweiter Gedankenstrich AEUV und Artikel 34.1 zweiter Gedankenstrich der ESZB-Satzung. Es wird also eine Handlung beschrieben, die einzelfallbezogene und mitunter auf bestimmte Adressaten begrenzte Rechtswirkungen erzeugen und eben keine allgemeine Geltung haben soll; hierin besteht auch der Hauptunterschied zu einer Verordnung. Vor allem um diese Bedeutung geht es auch im vorliegenden Aufsatz.

---

<sup>5</sup> Dieser Gegensatz ist im Bereich der Banknoten und Münzen erkennbar: Während die Vorschriften zu Münzen in Form einer Verordnung erlassen wurden, musste die Reproduktion von Banknoten über einen Beschluss geregelt werden, da es der EZB aufgrund ihrer Satzung nicht gestattet ist, Verordnungen im Zusammenhang mit Banknoten zu erlassen.

- Die zweite Bedeutung findet sich in Artikel 26 Absatz 8 der SSM-Verordnung und bezieht sich auf das Beschlussfassungsverfahren innerhalb des SSM. Nach diesem Verständnis ist „Beschluss“ ein Oberbegriff für jeden Rechtsakt, der vom Aufsichtsgremium vorgeschlagen wird und vom EZB-Rat verabschiedet werden muss. Dieses Beschlussfassungsverfahren gilt für alle Maßnahmen, die im Zusammenhang mit der Wahrnehmung der durch die SSM-Verordnung auf die EZB übertragenen Aufgaben zu prüfen sind, sofern nicht Entscheidungsbefugnisse an die Leiter von Arbeitseinheiten der EZB delegiert werden, was wiederum aufgrund eines Vorschlags des Aufsichtsgremiums durch den EZB-Rat erfolgt, dem der im Rahmen der Delegation erlassene Rechtsakt zugeschrieben wird. In dieser zweiten Bedeutung umfasst der Begriff nicht nur alle unter den ersten Aufzählungspunkt fallenden Beschlüsse, sondern geht noch darüber hinaus; beispielsweise wäre der Erlass einer Verordnung der EZB im Bereich der Bankenaufsicht in diesem Sinne auch ein Aufsichtsbeschluss.
- In der dritten und weitesten Auslegung, die auch dem allgemeinen Sprachgebrauch am nächsten kommt, wird der Begriff schließlich EZB-intern mitunter für jede Art von Entscheidung verwendet, die von Gremien bzw. Organen der EZB getroffen wird. Diese Beschlüsse müssen nicht zwangsläufig eine Rechtswirkung gegenüber Dritten außerhalb der EZB entfalten, sie sind jedoch für die sie erlassenden Einrichtungen und Organe oder Gremien bindend. So entscheidet zum Beispiel das Aufsichtsgremium der EZB in seinen Sitzungen über bestimmte an Banken gerichtete Schreiben, ohne dass diese das Verfahren der impliziten Zustimmung durchlaufen. Solche Beschlüsse über den Wortlaut dieser Schreiben sind keine Rechtsakte (und somit keine Beschlüsse im eigentlichen Sinne), sondern eher Werkzeuge zur Wahrnehmung von Aufsichtsaufgaben (Artikel 26 Absatz 1 der SSM-Verordnung).

**Wie bereits erwähnt, befasst sich der vorliegende Text in erster Linie mit Beschlüssen in der zuerst genannten Bedeutung, die sich aus dem vierten Absatz von Artikel 288 AEUV und Artikel 132 Absatz 1 zweiter Gedankenstrich AEUV ergibt.** Demnach ist ein Beschluss – ebenso wie eine Verordnung – durch die rechtliche Bindungswirkung gekennzeichnet. Die beiden Instrumente unterscheiden sich vor allem in ihrem Geltungsbereich. Während Verordnungen allgemeingültig sind, gelten Beschlüsse, die sich nicht an bestimmte Adressaten richten, nur in Bezug auf einen bestimmten Sachverhalt. Zudem lassen sich Beschlüsse in zwei Gruppen unterteilen – Beschlüsse mit einem konkreten Adressatenkreis und Beschlüsse ohne Adressaten, die jedoch einen bestimmten Sachverhalt betreffen (siehe unten).<sup>6</sup>

## Beschlüsse mit Adressaten

**Ein Beschluss, der sich an einen bestimmten Adressatenkreis richtet, muss diesen eindeutig benennen und ist nur für die genannten Adressaten verbindlich.** Deshalb übt die EZB ihre Aufsicht in konkreten Einzelfällen üblicherweise in dieser Form aus. So erfolgen aufsichtliche Maßnahmen, mit denen

<sup>6</sup> Mit der Verabschiedung des Vertrags von Lissabon wurde diese Unterscheidung ausdrücklich im vierten Absatz von Artikel 288 AEUV festgeschrieben. Sie war jedoch bereits zuvor gängige Praxis.

den beaufsichtigten Instituten Pflichten auferlegt werden oder umgekehrt eine nach anwendbarem Recht vorgeschriebene Erlaubnis gewährt wird, fast immer in Form eines Beschlusses, der sich an einen bestimmten Adressaten richtet. Diese Beschlüsse sind daher mit den im nationalen Verwaltungsrecht vorgesehenen einzelfallbezogenen Rechtsakten mit rechtlicher Bindungswirkung vergleichbar, wie etwa dem Verwaltungsakt in Deutschland, dem „acte administratif“ in Frankreich oder dem Bescheid in Österreich. Aufgrund seiner rechtlichen Bindungswirkung kann ein Beschluss, der an einen bestimmten Adressaten gerichtet ist, vor den Gerichten der Europäischen Union angefochten werden. Dies erfolgt in der Regel durch eine Nichtigkeitsklage nach Artikel 263 AEUV. Die Adressaten sind dabei automatisch klagebefugt, wohingegen (nicht bevorrechtigte) nicht als Adressaten benannte Personen nur dann klagebefugt sind, wenn sie nachweisen können, dass sie unmittelbar und individuell von dem Beschluss betroffen sind. Beschlüsse mit Adressaten müssen diesen bekannt gegeben werden.<sup>7</sup>

## Beschlüsse ohne Adressaten

**Beschlüsse, die nicht an einen bestimmten Adressaten gerichtet sind, erzeugen ebenfalls Bindungswirkung, es ist jedoch nicht möglich, über sie auf die Rechtsstellung einer bestimmten Partei, z. B. eines beaufsichtigten Instituts, unmittelbaren Einfluss zu nehmen. Hierfür wäre ein an dieses Institut gerichteter Beschluss erforderlich.** Es handelt sich dabei um die angemessene Rechtsform, um einerseits mit Rechtswirkung einen Fall zu definieren, der nicht nur die Rechtsposition einer bestimmten Partei beeinflusst, und andererseits verbindliche Regelungen für die EZB im Hinblick auf die Wahrnehmung bestimmter Aufgaben aufzustellen. Häufig werden hierdurch organisatorische Regelungen rechtlich fundiert festgeschrieben, wie beispielsweise für den administrativen Überprüfungsausschuss und seine Arbeitsweise oder für die interne Trennung zwischen den aufsichtsrechtlichen und geldpolitischen Funktionen der EZB (siehe unten). Es gibt somit eine gewisse Überschneidung im Geltungsbereich von Beschlüssen ohne Adressaten und von Verordnungen; der einzige Unterschied besteht in der nach innen gerichteten Bindungswirkung dieser Beschlüsse.

**Die EZB hat im Rahmen des SSM bereits mehrere nicht an bestimmte Adressaten gerichtete Beschlüsse erlassen, von denen einige im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht wurden.** Die folgende Aufstellung zeigt, dass diese Beschlüsse mehrheitlich institutioneller Art sind:

- Beschluss zur Einrichtung eines administrativen Überprüfungsausschusses<sup>8</sup>
- Beschluss zur Änderung der Geschäftsordnung der EZB vor dem Hintergrund ihrer Aufsichtsaufgaben<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Dies ergibt sich auch aus Artikel 17a.4 der Geschäftsordnung der EZB. Gemäß Artikel 24 Absatz 5 der SSM-Verordnung können neben den Adressaten auch Personen, die von einem Beschluss „unmittelbar und individuell“ betroffen sind, dessen Überprüfung beantragen.

<sup>8</sup> Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. April 2014 zur Einrichtung eines administrativen Überprüfungsausschusses und zur Festlegung der Vorschriften für seine Arbeitsweise (EZB/2014/16) (ABl. L 175 vom 14.6.2014, S. 47).

- Beschluss über die enge Zusammenarbeit mit den nationalen zuständigen Behörden teilnehmender Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist<sup>10</sup>
- Beschluss über die Ernennung von Vertretern der EZB für das Aufsichtsgremium<sup>11</sup>
- Beschluss über die Lieferung der den nationalen zuständigen Behörden gemeldeten aufsichtlichen Daten an die EZB<sup>12</sup>
- Beschluss über die Umsetzung der Trennung zwischen der geldpolitischen Funktion und der Aufsichtsfunktion<sup>13</sup>
- Beschluss über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der EZB, die sich in Besitz der nationalen zuständigen Behörden befinden<sup>14</sup>
- Beschluss über die Offenlegung vertraulicher Informationen bei strafrechtlichen Ermittlungen<sup>15</sup>
- Beschluss zu den Verfahrensgrundsätzen zur Leistungsbeurteilung von Unterkoordinatoren der nationalen zuständigen Behörden<sup>16</sup>
- Beschlüsse zur Übertragung von bestimmten Entscheidungsbefugnissen im Zusammenhang mit Aufsichtsaufgaben<sup>17</sup>

---

<sup>9</sup> Beschluss (EU) 2016/1717 der Europäischen Zentralbank vom 21. September 2016 zur Änderung des Beschlusses EZB/2004/2 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank (EZB/2016/27) (ABl. L 258 vom 24.9.2016, S. 17).

<sup>10</sup> Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 31. Januar 2014 über die enge Zusammenarbeit mit den nationalen zuständigen Behörden teilnehmender Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist (EZB/2014/5) (ABl. L 198 vom 5.7.2014, S. 7).

<sup>11</sup> Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 6. Februar 2014 über die Ernennung von Vertretern der Europäischen Zentralbank für das Aufsichtsgremium (EZB/2014/4) (ABl. L 196 vom 3.7.2014, S. 38).

<sup>12</sup> Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 2. Juli 2014 über die Lieferung der aufsichtlichen Daten an die Europäische Zentralbank, die von den beaufsichtigten Unternehmen gemäß der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 680/2014 der Kommission den nationalen zuständigen Behörden gemeldet werden (EZB/2014/29) (ABl. L 214 vom 19.7.2014, S. 34); Beschluss (EU) 2017/1493 der Europäischen Zentralbank vom 3. August 2017 zur Änderung des Beschlusses EZB/2014/29 über die Lieferung der aufsichtlichen Daten an die Europäische Zentralbank, die von den beaufsichtigten Unternehmen gemäß der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 680/2014 der Kommission den nationalen zuständigen Behörden gemeldet werden (EZB/2017/23) (ABl. L 216 vom 22.8.2017, S. 23); Beschluss (EU) 2017/1198 der Europäischen Zentralbank vom 27. Juni 2017 zur Meldung von Finanzierungsplänen von Kreditinstituten durch die nationalen zuständigen Behörden an die Europäische Zentralbank (EZB/2017/21) (ABl. L 172 vom 5.7.2017, S. 32).

<sup>13</sup> Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 17. September 2014 über die Umsetzung der Trennung zwischen der geldpolitischen Funktion und der Aufsichtsfunktion der Europäischen Zentralbank (EZB/2014/39) (ABl. L 300 vom 18.10.2014, S. 57).

<sup>14</sup> Beschluss (EU) 2015/811 der Europäischen Zentralbank vom 27. März 2015 über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der Europäischen Zentralbank, die sich in Besitz der nationalen zuständigen Behörden befinden (EZB/2015/16) (ABl. L 128 vom 23.5.2015, S. 27).

<sup>15</sup> Beschluss (EU) 2016/1162 der Europäischen Zentralbank vom 30. Juni 2016 über die Offenlegung vertraulicher Informationen bei strafrechtlichen Ermittlungen (EZB/2016/19) (ABl. L 192 vom 16.7.2016, S. 73).

<sup>16</sup> Beschluss (EU) 2017/274 der Europäischen Zentralbank vom 10. Februar 2017 zur Festlegung der Verfahrensgrundsätze zur Leistungsbeurteilung von Unterkoordinatoren der nationalen zuständigen Behörden und zur Aufhebung des Beschlusses (EU) 2016/3 (EZB/2017/6) (ABl. L 40 vom 17.2.2017, S. 72).

## 2.4 Weisungen und Leitlinien der EZB

**Die nationalen zuständigen Behörden sind dafür verantwortlich, die Europäische Zentralbank gegebenenfalls bei der Ausarbeitung und Durchführung von Rechtsakten im Zusammenhang mit der Wahrnehmung ihrer Aufsichtsaufgaben zu unterstützen.** Diesbezüglich ist die EZB kraft SSM-Verordnung befugt, an nationale zuständige Behörden gerichtete Leitlinien und Weisungen zu erlassen.

**Diese Leitlinien und Weisungen sind zwar nicht in Artikel 132 Absatz 1 AEUV und Artikel 34.1 der ESZB-Satzung als Rechtsakte aufgeführt, doch stellen sie gegenüber den NCAs, an die sie gerichtet sind, verbindliche Rechtsinstrumente dar.**

**EZB-Weisungen treten in zwei verschiedenen Formen auf.** Sie können entweder fallspezifisch oder allgemeiner Natur sein. Letzteres bedeutet, dass sie sich nicht auf einen Einzelfall, sondern auf einen bestimmten Sachverhalt beziehen und fortan in allen entsprechenden Fällen anwendbar sind.

### Einzelfallbezogene Weisungen der EZB

**Einzelfallbezogene Weisungen verpflichten die jeweilige nationale zuständige Behörde im Hinblick auf einen konkreten Fall zu einer bestimmten Vorgehensweise.** Entscheidend für diese Art der Weisung ist, dass die EZB eine NCA durch Anweisung auffordern kann, einen Beschluss oder eine andere Verwaltungsentscheidung auf nationaler Ebene zu erlassen, wobei die NCA von ihren Befugnissen nach dem Landesrecht Gebrauch macht (über die die EZB selbst nicht verfügt). Die Weisungen sind vergleichbar mit den gemäß Artikel 14.3 der ESZB-Satzung für den Bereich der Geldpolitik vorgesehenen Weisungen innerhalb des Eurosystems. Sie sind durch Artikel 9 Absatz 1 dritter Unterabsatz der SSM-Verordnung rechtlich begründet und auch in Artikel 22 der SSM-Rahmenverordnung ausgeführt. Gemäß Artikel 7 Absatz 1 der SSM-Verordnung kann die EZB auch der nationalen zuständigen Behörde eines

---

<sup>17</sup> Beschluss (EU) 2017/933 der Europäischen Zentralbank vom 16. November 2016 über einen allgemeinen Rahmen für die Übertragung von Entscheidungsbefugnissen in Bezug auf Rechtsinstrumente im Zusammenhang mit Aufsichtsaufgaben (EZB/2016/40) (ABl. L 141 vom 1.6.2017, S. 14); Beschluss (EU) 2017/934 der Europäischen Zentralbank vom 16. November 2016 über die Übertragung von Beschlüssen über die Bedeutung der beaufsichtigten Unternehmen (EZB/2016/41) (ABl. L 141 vom 1.6.2017, S. 18); Beschluss (EU) 2017/935 der Europäischen Zentralbank vom 16. November 2016 zur Übertragung der Befugnis zum Erlass von Beschlüssen über die Eignungsprüfung und zur Prüfung der Eignungsanforderungen (EZB/2016/42) (ABl. L 141 vom 1.6.2017, S. 21); Beschluss (EU) 2017/936 der Europäischen Zentralbank vom 23. Mai 2017 zur Ernennung von Leitern von Arbeitseinheiten für den Erlass von delegierten Beschlüssen über die Eignungsprüfung (EZB/2017/16) (ABl. L 141 vom 1.6.2017, S. 26); Beschluss (EU) 2018/228 der Europäischen Zentralbank vom 13. Februar 2018 zur Änderung des Beschlusses (EU) 2017/936 zur Ernennung von Leitern von Arbeitseinheiten für den Erlass von delegierten Beschlüssen über die Eignungsprüfung (EZB/2018/6) (ABl. L 43 vom 16.2.2018, S. 18); Beschluss (EU) 2018/546 der Europäischen Zentralbank vom 15. März 2018 zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Eigenmittelbeschlüssen (EZB/2018/10) (ABl. L 90 vom 6.4.2018, S. 105); Beschluss (EU) 2018/547 der Europäischen Zentralbank vom 27. März 2018 zur Ernennung von Leitern von Arbeitseinheiten für den Erlass von delegierten Eigenmittelbeschlüssen (EZB/2018/11) (ABl. L 90 vom 6.4.2018, S. 110).



Mitgliedstaats, mit dem eine enge Zusammenarbeit besteht, Weisungen erteilen. Die Weisungen sind für die entsprechenden Behörden, an die sie gerichtet sind, bindend, was sich aus dem Wortlaut der zuvor genannten Rechtsgrundlage ableiten lässt. Sie sind ihren Adressaten im Einklang mit Artikel 17a.3 der Geschäftsordnung der EZB bekannt zu geben.

## Allgemeine Weisungen der EZB

**Weisungen können auch allgemeiner Natur sein, d. h., sie beziehen sich nicht auf einen Einzelfall, sondern auf einen Sachverhalt und gelten künftig immer dann, wenn dieser von der Weisung geregelte Sachverhalt auftritt.** In solchen Fällen handelt es sich um eine allgemeine Weisung. Diese allgemeinen Weisungen richten sich in der Regel an eine einzelne NCA. In ihnen sind die allgemeinen Rahmenbedingungen und die wichtigsten von der nationalen zuständigen Behörde umzusetzenden Regeln aufgeführt.

**Artikel 6 Absatz 5 Buchstabe a der SSM-Verordnung verleiht der EZB ausdrücklich die Befugnis, den nationalen zuständigen Behörden allgemeine Weisungen in Bezug auf die Beaufsichtigung weniger bedeutender Institute zu erteilen.** Dies ist mit dem Grundsatz vereinbar, dass die NCAs für die Durchführung bestimmter Aufsichtsaufgaben in Bezug auf weniger bedeutende Institute zuständig sind, beispielsweise indem sie Aufsichtsbeschlüsse fassen; hiervon ausgenommen sind allerdings Beschlüsse im Hinblick auf die Erteilung von Zulassungen und den Erwerb qualifizierter Beteiligungen (siehe Artikel 6 Absatz 6 der SSM-Verordnung). Die EZB übt die allgemeine Aufsicht über das Funktionieren des Systems aus (Artikel 6 Absatz 5 Buchstabe c der SSM-Verordnung). Unter dem Vorbehalt, dass sie bei Bedarf die direkte Aufsicht vollständig selbst übernehmen kann (Artikel 6 Absatz 5 Buchstabe b der SSM-Verordnung), schaltet sie sich aber nicht in Einzelfälle ein. Insofern erlaubt die SSM-Verordnung der EZB einzelfallbezogene Weisungen lediglich gegenüber bedeutenden Instituten, für die sie direkt zuständig ist, oder im Falle einer engen Zusammenarbeit. Im Hinblick auf die weniger bedeutenden Institute ist die EZB indes auf allgemeine Weisungen beschränkt. Gleichwohl sind allgemeine Weisungen innerhalb ihres Geltungsbereichs bindend für die NCAs, an die sie gerichtet sind, und daher keineswegs bloße Instrumente ohne Bindungskraft. Vielmehr sind sie im Sinne der vom Europäischen Gerichtshof (EuGH) vertretenen Auslegung zu sehen, wonach die EZB die ausschließliche Zuständigkeit für die Wahrnehmung der in Artikel 4 Absatz 1 der SSM-Verordnung aufgeführten Aufgaben auch bei der Beaufsichtigung weniger bedeutender Institute innehat und dass die diesbezüglichen Aktivitäten der NCAs als Unterstützung der EZB und nicht als Ausübung einer eigenen nationalen Kompetenz zu werten sind.<sup>18</sup>

**Die Leitlinien der EZB sind an alle nationalen zuständigen Behörden gerichtet; sie besitzen ebenfalls allgemeinen, nicht einzelfallbezogenen Charakter und sind dennoch für die Adressaten bindend.** Daher ist die Trennung zwischen

<sup>18</sup> Urteil des Gerichtshofs vom 8. Mai 2019, Rechtssache C-450/17 P, Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank gegen Europäische Zentralbank, ECLI:EU:C:2019:372, Randnr. 38-41.

allgemeinen Weisungen und Leitlinien der EZB nicht immer leicht zu vollziehen, zumal die praktischen Erfahrungen mit der Erteilung allgemeiner Weisungen begrenzt sind. Allerdings könnte man anführen, dass der wesentliche Unterschied im quasi regulatorischen Charakter der Leitlinien liegt. Auch wenn diese – von den nationalen zuständigen Behörden einmal abgesehen – keine direkte Verpflichtung für Dritte darstellen (insbesondere nicht für Kreditinstitute), regeln sie doch einen bestimmten Bereich in allgemeiner Weise für sämtliche NCAs und geben in abstrakter Form vor, wie die in der Leitlinie genannten Tätigkeiten auszuführen sind. Dagegen können allgemeine Weisungen an eine einzelne NCA oder eine Gruppe von NCAs gerichtet sein und ein eng abgestecktes aufsichtliches Thema, etwa einen neu aufkommenden dringenden Handlungsbedarf, behandeln. Sie gelten dann für alle weniger bedeutenden Institute, die der Aufsicht durch diese NCAs unterliegen und sich in der Situation befinden, auf die sich die allgemeine Weisung bezieht.

Die EZB hat bisher mehrere Leitlinien erlassen und veröffentlicht:

- Leitlinie (EU) 2015/856 der Europäischen Zentralbank vom 12. März 2015 über die Festlegung von Grundsätzen eines Ethik-Rahmens für den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (EZB/2015/12) (ABl. L 135 vom 2.6.2015, S. 29).<sup>19</sup>
- Leitlinie (EU) 2016/256 der Europäischen Zentralbank vom 5. Februar 2016 über die Erweiterung einheitlicher Regeln und Mindestanforderungen zum Schutz der Vertraulichkeit statistischer Daten, die von der Europäischen Zentralbank mit Unterstützung der nationalen Zentralbanken erhoben werden, auf die nationalen zuständigen Behörden der teilnehmenden Mitgliedstaaten und auf die Europäische Zentralbank in ihrer Aufsichtsfunktion (EZB/2016/1) (ABl. L 47 vom 24.2.2016, S. 16).
- Leitlinie (EU) 2016/1993 der Europäischen Zentralbank vom 4. November 2016 über die Festlegung von Grundsätzen für die Koordination der Bewertung gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates und die Überwachung institutsbezogener Sicherungssysteme für bedeutende und weniger bedeutende Institute (EZB/2016/37) (ABl. L 306 vom 15.11.2016, S. 32).
- Leitlinie (EU) 2016/1994 der Europäischen Zentralbank vom 4. November 2016 zum Ansatz bei der Anerkennung institutsbezogener Sicherungssysteme für Aufsichtszwecke durch die nationalen zuständigen Behörden gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates (EZB/2016/38) (ABl. L 306 vom 15.11.2016, S. 37).

---

<sup>19</sup> Im Gegensatz zu den anderen Leitlinien in dieser Übersicht wurde diese Leitlinie auf der Grundlage eines speziellen Beschlussverfahrens erlassen, das in Artikel 6 Absatz 7 der SSM-Verordnung niedergelegt ist. Normalerweise findet das Verfahren der impliziten Zustimmung gemäß Artikel 26 Absatz 8 der SSM-Verordnung standardmäßig bei der Verabschiedung von Rechtsinstrumenten im Bereich der Bankenaufsicht Anwendung. Im vorliegenden Fall wurde ein anderes Vorgehen gewählt, da das Verfahren der impliziten Zustimmung nicht für das allgemeine Rahmenwerk für die aufsichtliche Beschlussfassung, beispielsweise das in Artikel 6 Absatz 7 der SSM-Verordnung genannte Rahmenwerk zur Gestaltung der praktischen Modalitäten, gilt; siehe Erwägungsgrund 6 des Beschlusses EZB/2014/1.

- Leitlinie (EU) 2017/697 der Europäischen Zentralbank vom 4. April 2017 über die Nutzung der im Unionsrecht eröffneten Optionen und Ermessensspielräume durch die nationalen zuständigen Behörden bei weniger bedeutenden Instituten (EZB/2017/9) (ABl. L 101 vom 13.4.2017, S. 156).

**Es ist in jedem Fall unbedingt zwischen den Leitlinien der EZB und denen der EBA (nach Artikel 16 der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010) zu unterscheiden.**

Wenngleich beide als Leitlinien bezeichnet werden, sind die der EBA nicht rechtsverbindlich, sondern an nationale zuständige Behörden (einschließlich EZB) gerichtete, nicht verpflichtende Instrumente, die auf dem „comply or explain“-Verfahren beruhen. Hierbei müssen sich die Adressaten lediglich für die Nichteinhaltung einer Leitlinie rechtfertigen.

**Da die Leitlinien der EZB wie auch die allgemeinen Weisungen nicht an Kreditinstitute gerichtet sind, erzeugen sie ihnen gegenüber auch keine bindende rechtliche Wirkung.**

Gegenüber den entsprechenden nationalen zuständigen Behörden besitzen die Leitlinien indes verbindlichen Rechtscharakter. Darüber hinaus darf getreu dem Grundsatz der europarechtskonformen Auslegung davon ausgegangen werden, dass die NCAs die Leitlinien nicht nur gewissenhaft umsetzen, sondern ihr jeweiliges nationales Recht auch so auslegen und anwenden, dass die Leitlinien ihre bestmögliche Wirkung entfalten. Nach dem Unionsrecht besteht keine Verpflichtung, die Leitlinien der EZB zu veröffentlichen; diese müssen lediglich ihren Adressaten bekannt gegeben werden (Artikel 17a.2 der EZB-Geschäftsordnung in Bezug auf Leitlinien, die gemäß Artikel 4 Absatz 3 und Artikel 6 Absatz 5 Buchstabe a der SSM-Verordnung erlassen wurden, sowie Artikel 17.2 der EZB-Geschäftsordnung in Bezug auf Leitlinien, die auf einer anderen Rechtsgrundlage angenommen wurden). Im Sinne der Transparenzpflicht öffentlicher EU-Institutionen hat die EZB jedoch einen Teil ihrer Leitlinien veröffentlicht, die für das breite Publikum von Interesse sein könnten. Dies wiederum führt im Hinblick auf die Tätigkeit der europäischen Bankenaufsicht zu einer erhöhten Transparenz.

### 3 Rechtsakte, Instrumente und Dokumente ohne rechtliche Bindungswirkung

#### 3.1 Allgemeine Hinweise

**Neben den oben beschriebenen Rechtsakten und Instrumenten mit Bindungswirkung kann die EZB auch Instrumente oder Dokumente ohne rechtliche Bindung zugänglich machen und damit Transparenz für die beaufsichtigten Institute und die Öffentlichkeit schaffen.** Dabei muss die EZB sicherstellen, dass solche Instrumente nicht den Anschein erwecken, eine Bindungswirkung für Dritte zu entfalten. Während die auf der Website der EZB veröffentlichten Instrumente und Grundsatzdokumente also keine bindende Wirkung gegenüber Dritten erzeugen, sind sie für die EZB selbst sehr wohl verbindlich. Hieraus lassen sich begründete Erwartungen darüber ableiten, welche Arbeits- und Vorgehensweise die europäische Bankenaufsicht bei der Wahrnehmung ihrer

Aufsichtsaufgaben anwenden wird. Insoweit die EZB Anlass zu solchen begründeten Erwartungen gegeben hat, ist sie verpflichtet, danach zu handeln.<sup>20</sup>

### 3.2 Empfehlungen der EZB

**Empfehlungen der EZB sind Rechtsakte ohne bindende Wirkung. Normalerweise werden sie vom EZB-Rat verabschiedet.**<sup>21</sup> Empfehlungen der EZB können im Amtsblatt veröffentlicht werden und erscheinen in solchen Fällen in allen Amtssprachen der EU. Es lassen sich zwei Arten von EZB-Empfehlungen unterscheiden.

**Zum einen können sie als Instrument eingesetzt werden, mit dem die EZB Gesetzesinitiativen auf EU-Ebene vorschlägt, was zur Verabschiedung ergänzender Rechtsvorschriften führt.** Wenngleich derartige Empfehlungen einen Bezug zu Rechtsvorschriften hinsichtlich der Aufsichtsaufgaben der EZB aufweisen können, ist dieser Beitrag zum Gesetzgebungsverfahren nicht per se mit der Ausübung der Aufsichtsbefugnisse der EZB verbunden.<sup>22</sup>

**Zum anderen kann die EZB aber auch auf Empfehlungen zurückgreifen, um die Durchführung bestimmter Maßnahmen vorzuschlagen.** Hiervon hat die EZB in Ausübung ihrer Aufsichtstätigkeit mehrfach Gebrauch gemacht und den Kreditinstituten auf diesem Weg eine Reihe von Empfehlungen zur Politik der Dividendenausschüttung unterbreitet.<sup>23</sup> Dies ist das bislang einzige Thema, zu dem die EZB an alle Kreditinstitute gerichtete Empfehlungen ausgesprochen hat. Darüber hinaus hat sie eine Empfehlung an die nationalen zuständigen Behörden gerichtet, in der es mit Blick auf die weniger bedeutenden Institute um einheitliche Kriterien für die Nutzung einiger im Unionsrecht eröffneter Optionen und Ermessensspielräume durch die NCAs geht.<sup>24</sup> Alle zuvor erwähnten Empfehlungen der EZB wurden im Amtsblatt der EU veröffentlicht.

---

<sup>20</sup> Siehe beispielsweise Rechtssache T-374/04, Bundesrepublik Deutschland gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Randnr. 111.

<sup>21</sup> Artikel 17.4 der EZB-Geschäftsordnung besagt, dass Empfehlungen der EZB je nach Zuständigkeitsbereich vom EZB-Rat oder vom Direktorium verabschiedet und vom Präsidenten unterzeichnet werden.

<sup>22</sup> So hat die EZB eine Empfehlung für eine Verordnung des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 2532/98 über das Recht der Europäischen Zentralbank, Sanktionen zu verhängen, verabschiedet (EZB/2014/19) (ABl. C 144 vom 14.5.2014, S. 2).

<sup>23</sup> Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 28. Januar 2015 zur Politik bezüglich der Dividendenausschüttung (EZB/2015/2) (ABl. C 51 vom 13.2.2015, S. 1); Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 17. Dezember 2015 zur Politik bezüglich der Dividendenausschüttung (EZB/2015/49) (ABl. C 438 vom 30.12.2015, S. 1); Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 13. Dezember 2016 zur Dividenden-Ausschüttungspolitik (EZB/2016/44) (ABl. C 481 vom 23.12.2016, S. 1); Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 28. Dezember 2017 zur Dividenden-Ausschüttungspolitik (EZB/2017/44) (ABl. C 8 vom 11.1.2018, S. 1); Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 7. Januar 2019 zur Dividenden-Ausschüttungspolitik (EZB/2019/1) (ABl. C 11 vom 11.1.2019, S. 1).

<sup>24</sup> Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 4. April 2017 zu einheitlichen Kriterien für die Nutzung einiger im Unionsrecht eröffneter Optionen und Ermessensspielräume durch die nationalen zuständigen Behörden bei weniger bedeutenden Instituten (EZB/2017/10) (ABl. C 120 vom 13.4.2017, S. 2).

### 3.3 Aufsichtliche Offenlegungspflichten

**Laut Richtlinie 2013/36/EU<sup>25</sup> sind die für die Bankenaufsicht zuständigen Behörden verpflichtet, die folgenden Informationen zu veröffentlichen: den Wortlaut der Rechts- und Verwaltungsvorschriften und allgemeinen Leitlinien, die in dem betreffenden Mitgliedstaat im Bereich der Finanzdienstleistungsaufsicht verabschiedet wurden, die Art und Weise, wie die im Unionsrecht eröffneten Optionen und Ermessensspielräume genutzt werden, die allgemeinen Kriterien und Methoden für den aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess (SREP) sowie aggregierte statistische Daten zu zentralen Aspekten der Umsetzung der aufsichtlichen Rahmenvorschriften.** Im Einklang mit diesen Vorgaben veröffentlicht die EZB auf ihrer Website zur Bankenaufsicht Informationen über Vorschriften und Leitlinien, Optionen und nationale Ermessensspielräume, SREP sowie aggregierte statistische Daten.

**Die EZB wendet das einschlägige Unionsrecht an sowie alle relevanten Durchführungsbestimmungen und Verordnungen der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist bzw. deren Währung nicht der Euro ist, die aber eine enge Zusammenarbeit eingegangen sind.** In Anbetracht der Vielzahl einschlägiger Vorschriften, die es zu berücksichtigen gilt, verweist die Website der EZB für weitere Informationen zu diesen Bestimmungen auf die Website der EBA. Dort finden sich die nationalen Gesetze und Vorschriften der einzelnen EU-Mitgliedstaaten zur Umsetzung der CRD IV und CRR, Verwaltungsvorschriften (z. B. Anweisungen an die beaufsichtigten Banken, wie die gesetzlichen und regulatorischen Anforderungen zu erfüllen sind), allgemeine Hinweise (z. B. ausdrückliche Bekanntmachungspflichten gemäß CRD IV) oder andere Informationen, die Aufsichtsbehörden zum besseren Verständnis der neuen Eigenkapitalregeln veröffentlichen. Die EZB verweist auch mit Blick auf die Art, wie im Unionsrecht eröffnete Optionen und Ermessensspielräume genutzt werden, auf die Website der EBA. Ferner hat die EZB eine Verordnung und einen Leitfaden über ihre Politik bezüglich der Nutzung der im Unionsrecht eröffneten Optionen und Ermessensspielräume erlassen und auf ihrer Website veröffentlicht.<sup>26</sup>

**Des Weiteren stellt die EZB auf ihrer Website spezielle Informationen zum aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozess für bedeutende und weniger bedeutende Institute zur Verfügung.** Hierzu gehören eine jährliche Beschreibung der Methoden, die für die aufsichtliche Überprüfung verwendet werden, sowie aggregierte statistische Daten. Auf der Website der EZB sind zudem auch aggregierte statistische Daten zum Finanzsektor, Marktrisiko und operationellen Risiko sowie zu Aufsichtsmaßnahmen, Verwaltungssanktionen und Ausnahmeregelungen zu finden.

<sup>25</sup> Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 338).

<sup>26</sup> Verordnung (EU) 2016/445 der Europäischen Zentralbank vom 14. März 2016 über die Nutzung der im Unionsrecht eröffneten Optionen und Ermessensspielräume (EZB/2016/4) (ABl. L 78 vom 24.3.2016, S. 60) und Leitfaden der EZB zu im Unionsrecht eröffneten Optionen und Ermessensspielräumen, November 2016.

### 3.4 Grundsatzdokumente

**Um stets Transparenz gegenüber den beaufsichtigten Instituten und der breiten Öffentlichkeit zu gewährleisten, veröffentlicht die EZB neben den Instrumenten, für die aufgrund aufsichtlicher Offenlegungsvorschriften üblicherweise eine Bekanntmachung erforderlich ist, auch verschiedene Grundsatzdokumente. Hierbei handelt es sich weder um Rechtsakte noch um Dokumente mit rechtlich bindender Wirkung für Dritte; vielmehr sind es Instrumente, die der Konkretisierung aufsichtlicher Verfahrensweisen und Erwartungen dienen sowie eine einheitliche Anwendung der Regeln und gleiche Behandlung der beaufsichtigten Institute sicherstellen sollen.** Für diese Grundsatzdokumente existieren unterschiedliche Bezeichnungen – Grundsatzstrategie („policy stance“), gemeinsamer Aufsichtsstandard, Methodik, Leitfaden („guide“, „guidance“) oder auch Schreiben. Sie sind von den Rechtsakten der EZB ohne Bindungswirkung wie beispielsweise Empfehlungen abzugrenzen.

**Blieben die vom Präsidenten der EZB oder vom Vorsitzenden des Aufsichtsgremiums verfassten Schreiben an Mitglieder des Europäischen Parlaments außer Acht – von ihnen gibt es bislang insgesamt über 160 an der Zahl –, so lassen sich die Grundsatzdokumente grob in drei Kategorien unterteilen: Leitfäden, Berichte und Schreiben an die Geschäftsleiter von Kreditinstituten.**

**Die von der EZB veröffentlichten Leitfäden decken ein breites Themenspektrum ab.** Mit ihnen soll in der Regel die einheitliche und gleiche Behandlung der bedeutenden Kreditinstitute sichergestellt werden, etwa durch Konkretisierung der von der EZB bei der Ausübung ihrer Aufsichtstätigkeit angewandten Verfahren. Beispiele sind der Leitfaden zur Beurteilung von Zulassungsanträgen, der Leitfaden zu internen Modellen, der Leitfaden der EZB für den bankinternen Prozess zur Sicherstellung einer angemessenen Liquiditätsausstattung (Internal Liquidity Adequacy Assessment Process – ILAAP), der Leitfaden der EZB für den bankinternen Prozess zur Sicherstellung einer angemessenen Kapitalausstattung (Internal Capital Adequacy Assessment Process – ICAAP), der Leitfaden für Vor-Ort-Prüfungen und Prüfungen interner Modelle und der Leitfaden zur Beurteilung der fachlichen Qualifikation und persönlichen Zuverlässigkeit. Die EZB nutzt das Instrument der Leitfäden im Allgemeinen dazu, ihr politisches Ziel der Schaffung von Transparenz gegenüber Kreditinstituten zu verfolgen, d. h. um zu erläutern, wie sie das einschlägige Unionsrecht anzuwenden gedenkt oder wie die Verfahren, die bei der Ausübung ihrer Aufsichtstätigkeit zum Einsatz kommen, im Einzelnen ausgestaltet sind. Darüber hinaus legt sie mithilfe dieses Instruments gegenüber den Banken dar, welches Handeln sie von einem umsichtig agierenden Kreditinstitut in Anbetracht des maßgeblichen Unionsrechts erwartet. Da nunmehr die ersten Jahre seit Einrichtung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus verstrichen sind, steht wohl zu erwarten, dass die künftigen Veröffentlichungen der EZB zu ihren Aufsichtsgrundsätzen zunehmend als Leitfäden erscheinen werden. Leitfäden können und sollen nicht darauf abzielen, den Kreditinstituten neue Verpflichtungen oder Anforderungen aufzuerlegen. Darüber hinaus sollen diese Dokumente nicht zu der Annahme führen, dass sie eine davon abweichende Anwendung des einschlägigen Unionsrechts

ausschließen. Dementsprechend soll weder durch den Wortlaut, Zusammenhang und Inhalt noch durch die von der EZB zum Ausdruck gebrachte Absicht eine Rechtswirkung für Kreditinstitute erzeugt werden.

**Die EZB veröffentlicht darüber hinaus verschiedene Berichte, beispielsweise zu Sanierungsplänen<sup>27</sup>, zur thematischen Überprüfung der effektiven Aggregation von Risikodaten und der Risikoberichterstattung<sup>28</sup> und zur thematischen Überprüfung der Rentabilität und der Geschäftsmodelle von Banken<sup>29</sup> sowie den EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit.** Die Berichte sollen die breite Öffentlichkeit über das aufsichtliche Handeln der EZB bzw. die daraus gewonnenen Erkenntnisse informieren. Sie sind üblicherweise rein beschreibender Natur und werden im Nachgang zu einer bestimmten aufsichtlichen Analyse oder Tätigkeit erstellt. Mit Ausnahme des EZB-Jahresberichts zur Aufsichtstätigkeit erscheinen sie in der Regel einmalig.

**Zudem veröffentlicht die EZB an die Geschäftsleiter von Kreditinstituten gerichtete Schreiben, um gegenüber der breiten Öffentlichkeit Transparenz in Bezug auf die bestehenden Aufsichtspraktiken und durchgeführten Aufsichtsaufgaben herzustellen.** Diese Schreiben gehen in der Regel an sämtliche Kreditinstitute und enthalten allgemeine, nicht vertrauliche Informationen, die alle bzw. einen Großteil der Banken betreffen. Beispiele hierfür sind das Ankündigungsschreiben über den Beginn der Datenerhebung zur Validierung interner Modelle für das Kreditrisiko („Announcement letter to institutions on the launch of the validation reporting on internal models for credit risk“) vom 5. März 2019 sowie die bislang in etwa jährlichem Rhythmus an die Banken versandten Schreiben zur variablen Vergütungspolitik, in denen immer wieder auf den Stellenwert einer soliden Vergütungspraxis sowie die Erwartung verwiesen wird, dass die Kreditinstitute bei der Festlegung des Vergütungsrahmens die künftig geltenden Rechtsnormen berücksichtigen werden. Veröffentlicht werden lediglich die nicht der Vertraulichkeit unterliegenden Schreiben an Kreditinstitute, und zwar in der Regel nur solche, die sich an alle Banken richten bzw. alle Banken betreffen. Mitunter kommt es auch zur Bekanntmachung von Schreiben an einzelne Kreditinstitute, so etwa im Falle von Dexia Crédit Local S.A.; das Schreiben vom 27. November 2017 enthielt einen von der EZB nach Betrachtung der konsolidierten Gesamtlage von Dexia S.A. gefassten Beschluss, der es dem Institut gestattete, die im Rahmen der Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien begebenen Instrumente als hartes Kernkapital (CET1) anzurechnen. Bisweilen finden sich in den Schreiben an die Geschäftsleiter auch nur Informationen zu bevorstehenden Veröffentlichungen oder aufsichtlichen Datenerhebungen, wie beispielsweise im bereits erwähnten Ankündigungsschreiben vom 5. März 2019 oder in dem am 15. Juni 2018 veröffentlichten Schreiben über den aktuellen Sachstand der gezielten Überprüfung interner Modelle („Status update on TRIM: overview of outcome of general topics review and interim update on preliminary results of credit risk on-site investigations“).

---

<sup>27</sup> EZB, [Report on recovery plans](#), Juli 2018.

<sup>28</sup> EZB, [Report on the Thematic Review on effective risk data aggregation and risk reporting](#), Mai 2018.

<sup>29</sup> EZB, [SSM thematic review on profitability and business models, Report on the outcome of the assessment](#), September 2018.

**Der Großteil der von der EZB im Rahmen der Wahrnehmung ihrer Aufsichtsaufgaben veröffentlichten Dokumente lässt sich einer der drei erwähnten Kategorien zuordnen, doch nicht immer ist eine derartig genaue Abgrenzung möglich.** So werden beispielsweise in dem als Bericht deklarierten Dokument vom September 2018, das sich mit der thematischen Überprüfung der Rentabilität und der Geschäftsmodelle von Banken befasst, auch aufsichtliche Erwartungen zum Ausdruck gebracht.

#### 4 Unterscheidung zwischen Instrumenten mit und ohne rechtliche Bindungswirkung

**Im Rahmen ihrer Aufsichtsfunktion hat die EZB die vom Unionsgesetzgeber, der Europäischen Kommission und der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) festgelegte Politik umzusetzen.** Die EZB kann Verordnungen erlassen, um im erforderlichen Umfang Verfahren einzurichten oder zu konkretisieren, die sie zur Wahrnehmung der ihr durch die SSM-Verordnung übertragenen Aufgaben befähigen. Untersagt ist es ihr hingegen, Vorschriften mit allgemeiner Geltung zu beschließen, durch die den Kreditinstituten bankenaufsichtliche Anforderungen auferlegt werden. Darüber hinaus kann die EZB weder Bereiche regulieren, für die der Unionsgesetzgeber vorerst keine Harmonisierung festgelegt hat, noch Ergänzungen im Unionsrecht vornehmen, wenn dieses weiterhin Optionen oder Ermessensspielräume zugunsten der Mitgliedstaaten bzw. der Finanzinstitute selbst vorsieht. Im Einklang mit den EU-Verträgen liegt das Recht zur Verabschiedung allgemein geltender Vorschriften in diesen Bereichen beim Unionsgesetzgeber, der gemeinsam mit der Kommission und gegebenenfalls der EBA tätig wird.

**In der Praxis ist nicht immer offensichtlich, ob es sich um eine Vorschrift mit allgemeiner Geltung handelt, oder ob es darum geht, Transparenz in Bezug auf die einheitliche Anwendung des einschlägigen Unionsrechts und die Gleichbehandlung der Kreditinstitute zu schaffen.** So kann beispielsweise ein Leitfaden, in dem die aufsichtlichen Erwartungen zur Umsetzung einer konkreten Bestimmung des EU-Rechts formuliert werden, von den Adressaten als rechtsverbindlich aufgefasst werden, wenn darin nicht ausdrücklich klargestellt wird, dass die Erwartungen stets vor dem Hintergrund aller im betreffenden Einzelfall maßgeblichen Faktoren geprüft und gegebenenfalls angepasst werden. Die Unterscheidung ist dennoch auf Basis von Inhalt und Titel eines Dokuments zu treffen, wobei der Rechtsauffassung des Europäischen Gerichtshofs eindeutig zu entnehmen ist, dass der Inhalt eines Dokuments – und nicht seine Form oder Bezeichnung – für die Beurteilung der Rechtswirkung und Anfechtbarkeit ausschlaggebend ist.<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Siehe beispielsweise Urteil des Gerichtshofes vom 31. März 1971, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Rat der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache 22/70, ECLI:EU:C:1971:32, Randnr. 39; Urteil des Gerichtshofes vom 17. Juli 2008, Athinaïki Techniki AE gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache C-521/06 P, ECLI:EU:C:2008:422, Randnr. 43 und 45. Das Gericht der Europäischen Union bekräftigte in seinem Urteil im Rechtsstreit Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland gegen Europäische Zentralbank, Rechtssache T-496/11, ECLI:EU:T:2015:133, Randnr. 30, dass die ständige Rechtsprechung bezwecke, es zu vermeiden, dass eine Handlung infolge der Form oder der Bezeichnung, die ihr Urheber ihr gegeben hat, einer rechtlichen Prüfung entzogen werden kann, obschon sie tatsächlich Rechtswirkungen erzeugt.



**Daher muss die EZB beim Erlass von Rechtsakten oder der Veröffentlichung von Grundsatzdokumenten eine genaue Abgrenzung von verbindlichen Rechtsakten, die bankenaufsichtliche Anforderungen enthalten, und nicht verbindlichen Rechtsakten und Dokumenten vornehmen.** Dies ist nicht nur im Hinblick auf die Rechtssicherheit des beabsichtigten Adressatenkreises eines Instruments von Belang, sondern spielt auch im Falle eines Rechtsstreits eine wesentliche Rolle, denn die Rechtsprechung (einschließlich eines Urteils gegen ein Grundsatzdokument der EZB<sup>31</sup>) stellt klar, dass Rechtswirkung erzeugende Handlungen – unabhängig von ihrer Bezeichnung – Gegenstand von Nichtigkeitsklagen sein und Haftungsfolgen für die EZB nach sich ziehen können.

**Um zu bestimmen, ob eine Handlung Rechtswirkung erzeugt, werden Wortlaut und Zusammenhang der fraglichen Handlung<sup>32</sup> sowie ihr Inhalt vom EuGH geprüft.<sup>33</sup>** Erzeugt eine Maßnahme Rechtswirkungen, die voraussichtlich die Interessen des Adressaten durch einen Eingriff in seine Rechtsstellung beeinträchtigen, stellt sie eine Handlung oder eine Entscheidung dar, die durch einen Antrag auf Nichtigkeitsklärung anfechtbar ist, wobei Titel, Bezeichnung oder Eigenschaft der Maßnahme unerheblich sind.<sup>34</sup>

**Darüber hinaus sind zur Beurteilung der rechtsverbindlichen Wirkungen einer Maßnahme nach ständiger Rechtsprechung des Gerichtshofs objektive Kriterien wie der Inhalt der Maßnahme heranzuziehen<sup>35</sup> – gegebenenfalls unter Berücksichtigung des Zusammenhangs, in dem sie verabschiedet wurde<sup>36</sup> – sowie die Befugnisse der die Maßnahme beschließenden Institution<sup>37</sup>.** Im Extremfall kann diese objektive Beurteilung zur Zulässigkeit einer Nichtigkeitsklage auch gegen solche Handlungen führen, mit denen die verabschiedende Institution subjektiv keine Rechtsverbindlichkeit bezweckt.<sup>38</sup>

---

<sup>31</sup> Urteil des Gerichtshofes vom 23. April 1986, Parti écologiste „Les Verts“ gegen Europäisches Parlament, Rechtssache 294/83, ECLI:EU:C:1986:166. Urteil des Gerichts vom 4. März 2015, Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland gegen Europäische Zentralbank, Rechtssache T-496/11, ECLI:EU:T:2015:133.

<sup>32</sup> Siehe z. B. Urteil des Gerichtshofes vom 20. März 1997, Französische Republik gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache C-57/95, ECLI:EU:C:1997:164, Randnr. 18.

<sup>33</sup> Siehe z. B. Urteil des Gerichtshofes vom 9. Oktober 1990, Französische Republik gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache C-366/88, ECLI:EU:C:1990:348, Randnr. 11; Urteil des Gerichtshofes vom 13. November 1991, Französische Republik gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache C-303/90, ECLI:EU:C:1991:424, Randnr. 10; Urteil des Gerichtshofes vom 20. März 1997, Rechtssache C-57/95, ECLI:EU:C:1997:164, Randnr. 9.

<sup>34</sup> Siehe u. a. Urteil des Gerichtshofes vom 11. November 1981, International Business Machines Corporation gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache 60/81, ECLI:EU:C:1981:264, Randnr. 12.

<sup>35</sup> Urteil des Gerichtshofes vom 11. November 1981, International Business Machines Corporation gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache 60/81, ECLI:EU:C:1981:264, Randnr. 9; Urteil des Gerichtshofes vom 20. März 1997, Französische Republik gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache C-57/95, ECLI:EU:C:1997:164, Randnr. 9.

<sup>36</sup> Beschluss des Gerichtshofes vom 13. Juni 1991, Sunzest Europe BV und Sunzest Netherlands BV gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache C-50/90, ECLI:EU:C:1991:253, Randnr. 13; Urteil des Gerichtshofes vom 26. Januar 2010, Internationaler Hilfsfonds e. V. gegen Europäische Kommission, Rechtssache C-362/08 P, ECLI:EU:C:2010:40, Randnr. 58.

<sup>37</sup> Urteil des Gerichtshofes vom 1. Dezember 2005, Italienische Republik gegen Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Rechtssache C-301/03, ECLI:EU:C:2005:727, Randnr. 28.

<sup>38</sup> Urteil des Gerichts vom 4. März 2015, Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland gegen Europäische Zentralbank, Rechtssache T-496/11, ECLI:EU:T:2015:133.

**Vor diesem Hintergrund muss die EZB bei der Veröffentlichung nicht verbindlicher Dokumente, sei es in Form von Rechtsakten (Empfehlungen) oder Grundsatzdokumenten, sicherstellen, dass diese Dokumente von interessierten Stellen nicht als rechtsverbindlich angesehen werden können und dass sie keine die Rechtsstellung Dritter verändernde Wirkung erzeugen.**

Dies gestaltet sich besonders schwierig in einem Handlungsumfeld, in dem die Rechtsstellung Einzelner durch die Märkte beeinflusst wird und die Märkte ihrerseits auf Verlautbarungen der EZB bzw. des SSM reagieren, selbst wenn mit diesen keine bindende Wirkung, sondern lediglich eine Klarstellung oder Ankündigung einer künftig durchzuführenden Maßnahme erreicht werden soll.

## 5 Schlussbemerkungen

**Die EZB kann im Rahmen der Erfüllung ihrer Aufsichtsaufgaben sehr unterschiedliche Rechtsinstrumente erlassen und hat darüber hinaus regelmäßig ihren Standpunkt in Form von Dokumenten, bei denen es sich nicht um Rechtsakte handelt, klargestellt.**

**Im Zusammenhang mit ihren bankenaufsichtlichen Befugnissen und Ermessensspielräumen darf sie eine Reihe von Rechtsakten mit rechtlich bindender Wirkung erlassen.** Die EZB verfügt über bestimmte regulatorische Befugnisse zur Erfüllung ihrer Aufsichtsaufgaben, kann diese jedoch nur in dem vom Unionsgesetzgeber vorgesehenen Rahmen ausüben. So ist sie weder befugt, Gesetzesakte zu erlassen, die zu einer Modifizierung des einheitlichen Regelwerks oder einer Abweichung von diesem führen würden, noch darf sie neue Rechtsvorschriften mit allgemeiner Geltung verabschieden. Durch den Erlass von Rechtsakten und Rechtsinstrumenten bzw. durch die Veröffentlichung von Dokumenten kann die EZB allerdings im Sinne des Selbstverpflichtungsgrundsatzes handeln und ihrer Ermessensentscheidung verbindlichen Charakter verleihen. Zugleich fasst die EZB aber auch – so wie es in ihrem Mandat festgelegt ist – fortlaufend individuelle, an Kreditinstitute gerichtete Aufsichtsbeschlüsse. Darüber hinaus wurden und werden von der EZB Beschlüsse ohne konkreten Adressatenkreis verabschiedet, die hauptsächlich der Organisation und dem Betrieb des SSM dienen. Die EZB darf auch Rechtsakte ohne rechtliche Bindungswirkung erlassen; hierzu zählen vor allem die Empfehlungen an Banken und die nationalen zuständigen Behörden.

**Ein wichtiges Arbeitsmittel der Bankenaufseher – und auch der EZB bei der Durchführung ihrer Aufsichtsaufgaben – sind die veröffentlichten nicht rechtsverbindlichen Grundsatzdokumente, mit denen Transparenz gegenüber Kreditinstituten in Bezug auf aufsichtliche Praktiken und Erwartungen hergestellt werden soll.** Diese Grundsatzdokumente sind keine Rechtsakte und somit von den Empfehlungen zu unterscheiden. Die EZB hat zahlreiche Grundsatzdokumente auf ihrer Internetseite publiziert und dürfte dieses nützliche und praktische Werkzeug auch weiterhin einsetzen. Da es mitunter schwierig sein kann zu unterscheiden, ob es sich um eine Vorschrift mit allgemeiner Geltung handelt oder ob Transparenz in Bezug auf die einheitliche Anwendung des einschlägigen

Unionsrechts und die Gleichbehandlung der Kreditinstitute geschaffen werden soll, muss die EZB solche Dokumente im Hinblick auf diese Fragestellung gründlich prüfen und sich in angemessener Weise um Klarstellung bemühen, dass mit der von ihr geäußerten Position keinerlei rechtliche Bindungswirkung erzeugt werden soll. Grundsatzdokumente dürfen weder durch ihren Titel noch durch ihren Inhalt den Anschein erwecken, es handele sich um Vorschriften mit allgemeiner Geltung, wobei für die Beurteilung der Rechtswirkung und Anfechtbarkeit eines Dokuments nicht seine Bezeichnung, sondern der Inhalt ausschlaggebend ist.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,8	2,4	1,8	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2018 Q3	0,8	0,7	0,7	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1	
Q4	0,7	0,3	0,2	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9	
2019 Q1	0,8	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4	
Q2	.	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	.	0,8	2,6	1,4	
2019 März	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4	
April	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7	
Mai	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2	
Juni	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3	
Juli	-	-	-	-	-	-	.	.	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0	
Aug. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,0	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 Q3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,4
Q4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,4
2019 Q1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,1
Q2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
2019 März	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,1
April	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,2	0,8
Mai	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,5	-0,9	1,3
Juni	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,1
Juli	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	.	.	.
Aug.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,5	51,3	47,8	.	.	.

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 <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	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
2019 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
April	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
Mai	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Juni	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Juli	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Aug.	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10

Quelle: EZB.

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

### 2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
2019 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
April	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
Mai	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
Juni	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Juli	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Aug.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

Quelle: EZB.

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

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

### 2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX											Vereinigte Staaten	Japan	
	Benchmark		Hauptbranchen									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	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
2019 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
April	379,0	3 458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2 903,8	21 964,9
Mai	369,4	3 385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2 854,7	21 218,4
Juni	369,7	3 406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2 890,2	21 060,2
Juli	380,0	3 507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2 996,1	21 593,7
Aug.	363,6	3 355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2 897,5	20 629,7

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 Aug.	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
Sept.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
Okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
Nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dez.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 Jan.	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Febr.	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
März	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
April	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
Mai	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
Juni	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
Juli <sup>(a)</sup>	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 Aug.	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63
Sept.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
Okt.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
Nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
Dez.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019 Jan.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
Febr.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64
März	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
April	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
Mai	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57
Juni	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Juli <sup>(a)</sup>	0,03	0,04	0,58	2,11	2,06	2,49	2,19	1,65	1,56	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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



## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2019 Febr.	1 277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24
März	1 331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
April	1 319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
Mai	1 338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37
Juni	1 303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35
Juli	1 332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45
<b>Langfristig</b>														
2016	15 379	3 695	3 174	.	1 184	6 684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15 360	3 560	3 050	.	1 243	6 865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 753	3 687	3 151	.	1 267	7 022	626	228	64	68	.	16	75	6
2019 Febr.	15 956	3 749	3 175	.	1 276	7 125	632	300	104	56	.	14	115	11
März	16 024	3 754	3 201	.	1 301	7 127	641	269	76	63	.	25	88	17
April	15 999	3 746	3 183	.	1 307	7 122	641	233	55	68	.	19	84	8
Mai	16 061	3 766	3 202	.	1 306	7 153	635	247	62	80	.	13	86	7
Juni	16 109	3 766	3 222	.	1 313	7 175	633	242	61	74	.	22	80	5
Juli	16 184	3 788	3 254	.	1 324	7 183	636	250	70	70	.	25	76	8

Quelle: EZB.

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

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

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2016	16 620,2	4 213,2	3 309,9	.	1 243,5	7 149,9	703,7	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017	16 600,8	4 079,3	3 205,3	.	1 312,6	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 975,2	4 191,4	3 325,4	.	1 339,7	7 446,0	672,7	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019 Febr.	17 233,2	4 287,1	3 344,7	.	1 370,8	7 544,0	686,5	7 716,0	518,7	1 225,2	5 972,1
März	17 354,9	4 318,0	3 379,3	.	1 399,5	7 562,4	695,7	7 761,2	495,8	1 230,9	6 034,5
April	17 318,1	4 308,1	3 351,6	.	1 415,7	7 540,5	702,3	8 090,6	537,0	1 281,8	6 271,8
Mai	17 399,4	4 339,3	3 370,9	.	1 421,0	7 574,4	693,8	7 586,8	470,9	1 208,1	5 907,8
Juni	17 411,4	4 322,8	3 383,8	.	1 413,7	7 602,7	688,4	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
Juli	17 516,6	4 363,8	3 420,9	.	1 433,3	7 606,2	692,4	7 980,5	484,0	1 252,8	6 243,7
<b>Wachstumsraten</b>											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,3	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 Febr.	2,7	3,0	2,6	.	4,6	2,5	-1,6	0,5	-0,1	2,1	0,3
März	2,5	3,0	3,0	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
April	2,3	2,9	1,6	.	4,0	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
Mai	2,6	3,9	2,0	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Juni	2,8	4,4	1,8	.	4,4	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Juli	2,9	5,1	1,9	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

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

Quelle: EZB.

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

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

### 2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 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
Q2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
2019 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
April	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
Mai	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
Juni	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Juli	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Aug.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2019 Aug.	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019 Aug.	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	-7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2018 Q2	25 683,4	26 256,5	-573,2	10 999,6	9 039,5	8 752,4	10 907,1	-96,6	5 337,9	6 309,9	690,0	14 294,7
Q3	25 848,2	26 265,3	-417,1	10 967,4	8 923,6	8 891,9	10 984,8	-80,1	5 395,1	6 356,9	673,9	14 343,2
Q4	25 145,7	25 478,1	-332,4	10 679,9	8 813,7	8 481,9	10 369,2	-94,5	5 359,4	6 295,2	719,1	14 054,3
2019 Q1	26 292,8	26 450,1	-157,3	10 900,8	8 851,1	9 091,7	11 127,4	-100,1	5 659,2	6 471,6	741,1	14 431,9
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2019 Q1	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
<b>Transaktionen</b>												
2018 Q3	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	-
Q4	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	-
2019 Q1	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	-
Q2	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	-
2019 Jan.	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	-
Febr.	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	-
März	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	-
April	166,3	189,6	-23,3	29,0	73,7	9,4	-8,6	3,1	121,7	124,5	3,2	-
Mai	86,8	45,9	40,9	12,8	-4,2	-0,2	58,3	2,2	70,2	-8,1	1,8	-
Juni	-80,8	-132,1	51,3	-57,6	-67,4	-7,7	3,5	7,8	-21,1	-68,2	-2,2	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2019 Juni	156,8	-122,7	279,5	-316,3	-246,1	58,0	42,3	84,4	318,2	81,1	12,6	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2019 Juni	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2016	10 806,0	10 340,5	5 853,0	2 228,6	2 211,7	1 053,5	686,2	466,4	47,1	465,5	4 938,7	4 473,1
2017	11 183,8	10 702,9	6 025,6	2 292,4	2 325,1	1 116,8	720,2	482,7	59,8	480,9	5 303,1	4 822,2
2018	11 544,0	11 053,2	6 197,9	2 357,4	2 425,8	1 189,5	757,2	473,9	72,0	490,8	5 560,7	5 069,8
2018 Q3	2 893,1	2 777,4	1 554,1	590,8	612,6	300,3	192,0	119,0	19,9	115,8	1 401,6	1 285,8
Q4	2 917,2	2 800,7	1 564,7	595,5	623,4	305,9	192,9	123,3	17,1	116,5	1 415,6	1 299,0
2019 Q1	2 939,5	2 807,5	1 572,9	599,9	627,1	312,5	192,5	120,8	7,6	132,0	1 429,4	1 297,4
Q2	2 959,2	2 829,9	1 583,9	604,9	633,3	314,5	195,3	122,2	7,7	129,3	1 433,5	1 304,2
<i>In % des BIP</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	21,0	10,3	6,6	4,1	0,6	4,3	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2018 Q3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,1	0,8	1,0	-	-	0,4	0,9
Q4	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	1,3	0,5	3,6	-	-	1,0	1,0
2019 Q1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	1,4	-0,1	-2,3	-	-	0,9	0,4
Q2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,0	1,2	0,9	-	-	0,0	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,9	4,2	-	-	3,0	4,2
2017	2,5	2,1	1,6	1,5	3,5	3,4	4,4	2,5	-	-	5,4	4,8
2018	1,9	1,5	1,4	1,1	2,3	3,3	4,4	-2,9	-	-	3,5	2,8
2018 Q3	1,7	1,8	1,1	0,9	3,4	2,3	4,3	4,7	-	-	3,3	3,8
Q4	1,2	1,8	1,2	1,0	4,0	3,3	2,3	8,8	-	-	1,9	3,3
2019 Q1	1,3	1,4	1,1	1,3	4,0	4,7	3,2	3,6	-	-	3,4	3,8
Q2	1,2	1,2	1,2	1,3	2,8	2,9	2,4	3,2	-	-	2,4	2,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2018 Q3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	-	-
Q4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	-	-
2019 Q1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
Q2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,5	-	-
2018 Q3	1,7	1,8	0,6	0,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	-	-
Q4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,5	-	-
2019 Q1	1,3	1,3	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	-	-
Q2	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>												
2016	9 694,0	159,3	1 944,5	485,1	1 831,7	449,1	473,6	1 097,2	1 075,0	1 847,5	331,1	1 112,0
2017	10 024,2	174,0	2 008,4	510,0	1 909,8	470,0	466,4	1 121,4	1 128,7	1 897,8	337,8	1 159,6
2018	10 340,0	175,4	2 059,5	546,5	1 968,8	489,5	467,9	1 153,9	1 179,1	1 956,1	343,3	1 203,9
2018 Q3	2 590,6	44,0	516,6	137,7	492,5	122,4	117,3	288,9	295,4	490,0	85,8	302,5
Q4	2 613,5	44,5	516,2	140,9	497,2	124,7	117,7	291,5	299,5	494,8	86,4	303,7
2019 Q1	2 633,2	44,9	518,0	144,6	501,3	125,8	117,9	294,0	302,1	497,5	87,1	306,3
Q2	2 650,7	46,3	515,5	146,4	505,4	127,0	118,0	296,3	305,5	502,2	88,0	308,5
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2018	100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2018 Q3	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1
Q4	0,3	0,8	-0,4	1,2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,2
2019 Q1	0,5	0,7	0,0	1,5	1,0	1,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,1
Q2	0,1	0,0	-0,7	0,1	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,9
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
2016	1,8	-1,4	3,0	1,6	1,9	3,9	-0,8	0,4	2,5	1,6	0,2	2,8
2017	2,5	1,0	3,4	2,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018	2,0	1,0	1,9	3,5	2,2	4,2	0,7	1,4	3,4	1,0	0,6	1,7
2018 Q3	1,7	0,1	1,3	3,4	1,8	4,8	0,9	1,3	2,7	0,8	0,4	1,8
Q4	1,2	0,0	-0,6	3,5	1,5	3,5	0,4	1,3	2,8	0,9	0,5	1,3
2019 Q1	1,4	0,4	-0,3	4,6	1,9	4,4	0,9	1,2	1,9	1,1	1,1	0,9
Q2	1,1	0,7	-1,3	3,5	1,6	3,8	1,4	1,5	1,9	1,2	1,4	1,3
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
2018 Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 Q1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,5	0,0	0,7	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 Q3	1,7	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
Q4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2019 Q1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	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	13,8	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	13,9	24,1	6,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,3	0,8	0,3	1,5	3,1	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,4	2,1	3,3	1,3	1,0
2018	1,5	1,8	-0,3	-0,4	1,4	2,6	1,5	3,2	-1,0	1,8	2,6	1,2	0,5
2018 Q3	1,4	1,7	-0,2	0,0	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,2	1,7	2,4	1,2	0,0
Q4	1,4	1,6	-0,2	-0,3	1,2	3,2	1,5	3,5	-0,7	1,3	1,9	1,2	-0,1
2019 Q1	1,4	1,6	-0,1	0,2	1,2	2,6	1,3	3,9	-0,3	2,1	1,8	1,2	0,3
Q2	1,2	1,5	-0,5	-1,9	0,9	1,7	1,3	3,9	-0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,3	6,6	25,7	3,0	2,6	1,0	13,3	21,9	6,2
2017	100,0	81,1	18,9	4,2	15,3	6,7	25,7	3,0	2,5	1,0	13,5	21,8	6,2
2018	100,0	81,5	18,5	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,7	21,8	6,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,0	1,8	1,2	2,9	-2,0	2,2	2,9	0,8	0,4
2018	1,5	1,9	-0,5	0,2	1,2	2,9	1,2	3,0	-1,1	1,9	2,8	1,3	0,3
2018 Q3	1,6	2,0	0,0	0,7	1,1	3,6	1,4	3,6	-1,1	2,1	3,1	1,3	0,3
Q4	1,5	2,0	-0,3	0,0	1,2	3,5	1,4	3,7	-0,4	0,8	2,3	1,4	0,4
2019 Q1	1,7	2,0	0,5	1,2	1,4	3,8	1,6	4,0	-0,1	1,6	2,2	1,3	0,5
Q2	1,0	1,3	-0,5	-1,7	0,6	2,2	1,0	3,4	-1,0	1,5	1,5	1,0	0,8
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2016	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,1	0,0	-0,1
2017	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
2018	0,0	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
2018 Q3	0,2	0,3	0,2	0,7	-0,2	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,7	0,0	0,3
Q4	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,2	0,5
2019 Q1	0,3	0,4	0,5	1,0	0,2	1,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	0,0	0,2
Q2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 2010.

## 3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio. <sup>1)</sup>	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- 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	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 Q3	163,730	3,6	13,144	8,0	3,6	10,744	7,2	2,400	16,8	6,792	7,7	6,352	8,4	2,1
Q4	163,702	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,375	16,5	6,651	7,6	6,319	8,3	2,3
2019 Q1	163,278	3,6	12,690	7,7	3,5	10,371	6,9	2,319	16,1	6,480	7,4	6,209	8,2	2,3
Q2	.	.	12,417	7,6	.	10,166	6,8	2,251	15,6	6,387	7,3	6,029	7,9	2,3
2019 Febr.	-	-	12,713	7,8	-	10,393	7,0	2,320	16,1	6,495	7,4	6,217	8,2	-
März	-	-	12,563	7,7	-	10,264	6,9	2,299	15,9	6,422	7,3	6,141	8,1	-
April	-	-	12,500	7,6	-	10,238	6,8	2,262	15,6	6,421	7,3	6,079	8,0	-
Mai	-	-	12,413	7,6	-	10,153	6,8	2,260	15,6	6,396	7,3	6,017	7,9	-
Juni	-	-	12,338	7,5	-	10,107	6,8	2,231	15,5	6,345	7,2	5,992	7,9	-
Juli	-	-	12,322	7,5	-	10,077	6,7	2,245	15,6	6,332	7,2	5,991	7,9	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	1	2	3	4	5	6							
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,3	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 Q3	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,3	1,1	1,5	0,1	3,4
Q4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	-9,4
2019 Q1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,4	-2,7	4,5	-3,2	2,4	1,1	3,5	2,9	-3,6
Q2	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	1,6	0,1	2,0	-3,3	2,0	1,1	2,9	0,5	-1,7
2019 Febr.	-0,2	0,7	-0,5	0,3	3,4	-6,1	6,9	-3,8	3,0	0,9	4,6	2,9	-2,3
März	-0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,2	-7,7	5,9	-3,0	2,1	0,6	3,7	1,8	-5,5
April	-0,7	-0,8	-1,1	-2,2	1,9	0,0	3,0	-1,8	2,1	2,3	1,8	1,5	-0,2
Mai	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,1	0,4	1,7	-5,0	1,1	-0,3	2,5	-0,9	1,1
Juni	-2,6	-2,8	-2,6	-4,4	-0,1	-0,1	1,0	-3,1	2,8	1,2	4,4	1,0	-5,6
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,3	2,8	2,0	.
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2019 Febr.	0,0	0,5	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,1	-1,5	0,7	0,3	1,1	-0,4	-0,1
März	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	-3,6
April	-0,5	-0,8	-0,9	-1,9	0,3	1,8	-1,5	0,9	0,2	0,0	0,4	-0,2	4,8
Mai	0,8	0,8	-0,2	0,9	2,5	0,5	-0,5	-1,9	-0,4	-0,8	0,0	-1,4	2,8
Juni	-1,6	-1,7	-0,8	-4,0	-2,6	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,3	1,1	1,8	-6,7
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,3	-1,0	0,0	.

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	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 Q3	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
Q4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 Q1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
Q2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 März	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
April	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
Mai	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
Juni	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Juli	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Aug.	103,1	-5,9	-	-7,1	3,7	0,5	9,3	-	47,0	47,9	53,5	51,9

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,1	93,8	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	139,0	4,9	6,1	2,9
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	137,3	3,7	4,5	2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 Q2	11,7	93,5	2,1	2,0	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	137,7	3,1	1,6	1,8
Q3	11,8	93,5	1,4	2,0	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	137,4	2,7	8,6	1,6
Q4	11,9	93,5	1,6	2,0	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	21,3	1,3
2019 Q1	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Nettoszunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden).

Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.

3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnungslegung entspricht.

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



### 3 Konjunktorentwicklung

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

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 Q3	1 038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
Q4	1 058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019 Q1	1 061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
Q2	1 043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2019 Jan.	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
Febr.	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
März	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
April	346,9	323,8	23,1	197,9	174,0	77,1	70,9	63,2	58,4	8,7	20,5	2,4	1,9
Mai	350,9	320,6	30,3	199,7	172,8	77,0	71,4	64,8	56,9	9,3	19,5	3,0	2,0
Juni	346,2	327,8	18,4	199,3	174,1	78,0	75,1	60,0	55,8	8,8	22,8	3,6	2,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2019 Juni	4 201,8	3 883,6	318,2	2 391,8	2 101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2019 Juni	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2018 Q3	4,7	10,2	572,8	278,5	117,7	166,8	479,1	530,8	310,1	86,1	127,0	373,6	68,5
Q4	3,8	7,8	580,1	278,3	123,3	168,3	485,1	535,6	309,4	88,5	129,9	379,8	66,0
2019 Q1	4,1	5,1	588,1	283,9	120,5	172,7	492,9	531,6	306,5	85,0	132,6	381,2	64,2
Q2	2,4	2,4	582,4	.	.	.	485,8	529,7	.	.	.	378,0	.
2019 Jan.	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9
Febr.	6,2	5,6	195,4	94,2	40,0	57,1	163,9	174,8	100,8	27,5	43,9	126,2	21,0
März	3,5	6,2	197,5	94,9	40,0	58,7	164,6	178,9	103,2	28,5	45,0	128,0	22,2
April	5,4	6,8	192,7	92,4	39,1	58,2	159,8	177,4	101,8	27,9	44,8	126,8	21,8
Mai	7,1	4,8	195,5	91,6	40,4	59,0	163,3	175,9	101,1	28,3	43,7	125,0	22,3
Juni	-4,7	-4,2	194,3	.	.	.	162,7	176,4	.	.	.	126,2	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2018 Q3	1,1	2,0	125,4	125,8	125,3	127,6	126,2	115,6	115,1	119,1	115,6	120,4	99,5
Q4	0,2	1,7	126,0	124,9	130,1	127,7	126,6	116,2	115,2	119,9	117,1	120,8	100,5
2019 Q1	0,1	1,4	126,8	126,9	126,2	129,3	126,9	116,6	116,6	115,3	118,8	120,7	107,9
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Dez.	-5,0	0,3	125,6	123,7	132,5	127,6	125,6	116,8	116,0	120,0	115,4	119,8	108,9
2019 Jan.	-1,1	1,9	126,4	127,1	127,9	128,3	126,8	117,6	118,2	118,8	116,9	120,6	111,3
Febr.	2,0	1,5	126,6	126,3	125,6	128,4	126,7	115,3	115,0	112,4	118,8	120,5	105,8
März	-0,7	0,8	127,5	127,1	125,1	131,2	127,1	116,9	116,7	114,6	120,9	121,2	106,5
April	0,9	2,4	123,6	123,1	121,4	129,6	122,9	115,8	114,9	113,1	120,4	120,7	98,8
Mai	3,3	1,3	125,3	122,1	125,9	130,2	125,6	115,1	113,6	117,0	118,0	119,5	99,2

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2019)	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
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	2,2
2018 Q3	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,3	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	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
Q2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
2019 März	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2
April	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1
Mai	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,5	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,0
Juni	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
Juli	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
Aug. <sup>3)</sup>	105,1	1,0	0,9	.	1,3	0,1	0,2	0,9	0,0	-0,6	0,1	.	.

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien <sup>3)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2
2018 Q3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3
Q4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0
2019 Q1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.
Q2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.
2019 Febr.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	-	-	-
März	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	-	-	-
April	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	-	-	-
Mai	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,1	-	-	-
Juni	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	-	-	-
Juli	104,6	0,2	0,3	0,6	-0,2	1,5	1,0	1,1	0,8	-1,7	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	106,9	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	107,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,9	1,3	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 Q3	109,3	1,2	1,9	1,7	1,9	2,3	2,2	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
Q4	109,9	1,4	2,0	1,7	1,7	2,1	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 Q1	110,3	1,5	1,6	1,3	1,6	2,2	1,3	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
Q2	110,8	1,6	1,6	1,4	1,6	2,2	1,1	1,2	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
2019 März	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
April	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,3	2,6	-7,1
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-2,9	0,5	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,9	4,2	1,8	3,0	7,8	-1,6
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,0	1,0	-2,7	-1,2	3,3	-5,7

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 Q3	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
Q4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 Q1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
Q2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
2019 März	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
April	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
Mai	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
Juni	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Juli	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Aug.	2,2	6,0	8,7	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

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](http://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2016	105,6	0,8	1,3	-0,7	0,5	1,1	-0,2	2,7	4,6	1,0	1,1	2,0
2017	106,3	0,7	-0,7	-0,8	1,0	0,2	0,6	-1,9	4,1	1,8	1,3	1,6
2018	108,1	1,7	0,7	1,5	0,9	1,7	1,8	-0,3	3,7	1,9	2,2	2,2
2018 Q3	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	2,5
Q4	109,0	2,4	1,3	3,5	1,6	2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	2,5
2019 Q1	109,4	2,2	1,3	3,6	1,0	2,3	1,4	-0,5	4,8	2,0	2,0	1,7
Q2	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8	2,2	1,6	-1,1	2,7	2,1	2,0	2,7
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2016	109,6	1,3	0,1	1,4	1,8	1,5	0,6	2,4	2,8	0,6	1,4	1,5
2017	111,4	1,6	0,8	1,4	1,7	1,5	2,3	0,8	2,5	2,6	1,6	1,5
2018	113,8	2,1	2,1	1,9	1,8	2,4	2,8	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 Q3	114,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9
Q4	114,9	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2
2019 Q1	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5
Q2	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	-0,5
2017	104,8	0,9	1,5	2,2	0,7	1,3	1,8	2,7	-1,6	0,8	0,3	-0,1
2018	105,2	0,4	1,5	0,4	0,8	0,7	1,0	1,7	-0,4	0,7	-0,2	0,2
2018 Q3	105,3	0,2	0,1	0,0	0,7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4
Q4	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7
2019 Q1	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8
Q2	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6
2017	113,3	1,9	1,0	1,5	1,6	1,8	2,5	1,4	2,4	2,7	2,1	2,1
2018	115,6	2,0	1,8	2,0	1,2	2,4	2,7	1,5	2,7	2,4	1,9	2,1
2018 Q3	115,5	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1
Q4	116,0	1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4
2019 Q1	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4
Q2	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6	-2,2	-0,5	0,3	-0,4
2017	107,2	1,3	2,1	2,4	0,8	1,8	2,0	3,3	-1,7	1,2	0,8	0,6
2018	107,7	0,5	0,8	0,6	0,5	1,0	1,2	1,8	-0,5	0,5	-0,3	0,3
2018 Q3	107,2	0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,1
Q4	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,1	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,2
2019 Q1	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
Q2	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Bestände</b>													
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	6 637,3	7 748,9	1 197,0	2 260,9	3 457,9	11 206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11 865,1	
2018	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5	
2018 Q3	1 150,6	7 009,8	8 160,3	1 126,6	2 284,6	3 411,2	11 571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12 198,8	
Q4	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5	
2019 Q1	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3	
Q2	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9	
2019 Febr.	1 172,8	7 190,1	8 362,9	1 125,1	2 308,9	3 433,9	11 796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12 430,0	
März	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3	
April	1 182,2	7 307,3	8 489,5	1 126,3	2 327,2	3 453,5	11 943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12 570,3	
Mai	1 185,4	7 365,5	8 550,9	1 124,6	2 335,2	3 459,8	12 010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12 639,2	
Juni	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9	
Juli <sup>(a)</sup>	1 193,1	7 492,8	8 685,9	1 099,5	2 345,0	3 444,5	12 130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12 768,2	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2016	38,1	541,6	579,7	-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	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5	
2018	50,0	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8	
2018 Q3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7	
Q4	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9	
2019 Q1	18,1	167,8	185,9	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7	
Q2	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8	
2019 Febr.	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2	
März	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1	
April	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9	
Mai	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3	
Juni	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6	
Juli <sup>(a)</sup>	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3	
<b>Wachstumsraten</b>													
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	10,0	-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	-3,4	0,8	4,1	
2018 Q3	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,5	-6,7	-26,1	-8,1	3,6	
Q4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1	
2019 Q1	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5	
Q2	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5	
2019 Febr.	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,7	-4,1	-2,6	4,1	
März	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5	
April	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-42,9	-5,8	4,7	
Mai	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-28,2	-3,4	4,8	
Juni	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5	
Juli <sup>(a)</sup>	5,0	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,7	1,9	-40,5	-1,2	5,2	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
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	2 239,0	1 795,5	285,7	148,8	9,1	6 315,2	3 700,7	562,0	2 051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2018 Q3	2 309,7	1 886,3	267,9	148,7	6,8	6 545,8	3 946,3	524,6	2 073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
Q4	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2019 Q1	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Q2	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
2019 Febr.	2 347,9	1 919,0	275,8	147,0	6,1	6 723,4	4 103,0	516,8	2 102,0	1,5	965,2	206,0	452,1
März	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
April	2 390,9	1 963,1	271,7	148,8	7,2	6 789,7	4 156,2	513,5	2 118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
Mai	2 401,7	1 977,0	268,5	149,2	7,0	6 828,6	4 188,3	512,7	2 126,1	1,6	990,2	216,7	458,7
Juni	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
Juli <sup>4)</sup>	2 438,0	2 018,0	263,2	150,4	6,4	6 898,1	4 253,7	508,8	2 133,4	2,1	1 003,2	220,9	453,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 Q3	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
Q4	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 Q1	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,7	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
Q2	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,3
2019 Febr.	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
März	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
April	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
Mai	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
Juni	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
Juli <sup>4)</sup>	30,2	31,1	0,1	0,0	-1,0	53,6	49,6	-1,8	5,4	0,3	-12,8	3,3	-8,7
<b>Wachstumsraten</b>													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 Q3	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
Q4	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 Q1	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
Q2	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
2019 Febr.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
März	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
April	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,1	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
Mai	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	6,0	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
Juni	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
Juli <sup>4)</sup>	7,0	8,8	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,2	1,5	6,2

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) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
												Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
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	11 167,4	4 325,4	5 600,0	839,1	109,6	1 442,4	799,8
2018	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2018 Q3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,5	11 394,1	4 396,2	5 702,0	841,9	124,4	1 513,8	784,8
Q4	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2019 Q1	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
Q2	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
2019 Febr.	4 684,7	1 000,8	3 672,0	13 502,5	11 179,4	11 527,1	4 425,2	5 770,5	857,4	126,3	1 533,1	789,9
März	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
April	4 639,6	998,2	3 630,0	13 570,4	11 234,0	11 591,2	4 443,8	5 800,5	864,1	125,7	1 523,3	813,1
Mai	4 632,4	1 004,3	3 616,4	13 592,9	11 257,4	11 623,7	4 463,9	5 807,5	862,8	123,2	1 533,9	801,6
Juni	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
Juli <sup>6)</sup>	4 673,6	1 000,6	3 661,4	13 680,0	11 338,8	11 710,6	4 486,4	5 842,7	876,1	133,7	1 534,2	807,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2016	485,9	-34,5	520,3	319,6	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017	289,7	-43,2	332,3	362,7	274,8	315,6	82,7	173,7	22,0	-3,5	64,3	23,6
2018	92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4
2018 Q3	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2
Q4	40,8	4,0	36,8	66,0	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7
2019 Q1	-41,0	-6,8	-34,2	107,5	83,1	78,7	25,2	50,1	6,0	1,8	-1,7	26,1
Q2	-56,9	-1,4	-55,8	126,4	113,8	134,4	53,8	38,7	24,2	-2,8	17,5	-4,9
2019 Febr.	10,9	-4,8	15,3	46,4	25,0	32,2	17,6	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3
März	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,7	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8
April	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,7	46,6	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2
Mai	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	33,7	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
Juni	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,0	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6
Juli <sup>6)</sup>	14,8	-0,2	15,0	34,7	45,0	43,0	25,9	17,1	-0,1	2,2	-14,2	3,9
<b>Wachstumsraten</b>												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,7	-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 Q3	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,3	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
2019 Q1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
2019 Febr.	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3
März	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
April	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2
Mai	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,1	0,5
Juni	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
Juli <sup>6)</sup>	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,1	1,2	1,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.



## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>					Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
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	4 325,4	4 360,1	987,3	820,2	2 517,9	5 600,0	5 866,6	654,4	4 217,0	728,6
2018	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2018 Q3	4 396,2	4 459,8	999,7	836,2	2 560,4	5 702,0	5 979,1	678,6	4 311,7	711,7
Q4	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2019 Q1	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
Q2	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
2019 Febr.	4 425,2	4 506,1	980,1	851,5	2 593,7	5 770,5	6 051,7	690,8	4 375,6	704,0
März	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
April	4 443,8	4 528,0	984,9	858,9	2 600,0	5 800,5	6 083,2	695,7	4 405,3	699,5
Mai	4 463,9	4 546,6	982,4	865,7	2 615,9	5 807,5	6 098,7	701,0	4 409,5	697,0
Juni	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
Juli <sup>(p)</sup>	4 486,4	4 575,9	987,1	874,7	2 624,6	5 842,7	6 133,0	710,8	4 437,0	694,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 Q3	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
Q4	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 Q1	25,2	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,7	38,7	-0,3
Q2	53,8	58,4	2,6	18,6	32,7	38,7	48,6	13,1	27,3	-1,7
2019 Febr.	17,6	17,3	0,7	5,3	11,6	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
März	3,2	8,3	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
April	26,1	23,7	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
Mai	21,9	18,8	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,9	5,6	4,2	-2,2
Juni	5,8	15,8	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,7	12,8	0,8
Juli <sup>(p)</sup>	25,9	21,8	8,3	7,3	10,3	17,1	20,9	3,3	15,5	-1,7
<b>Wachstumsraten</b>										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 Q3	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
Q4	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 Q1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
Q2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 Febr.	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
März	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
April	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
Mai	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Juni	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
Juli <sup>(p)</sup>	3,3	3,9	-0,2	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	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)<sup>1)</sup>

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2016	307,7	6 955,9	2 089,5	70,9	2 145,9	2 649,6	1 124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,9	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2018 Q3	403,7	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
Q4	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2019 Q1	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
Q2	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
2019 Febr.	409,0	6 875,6	1 936,6	55,6	2 140,6	2 742,7	1 110,1	417,2	198,1	210,5
März	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
April	362,2	6 892,0	1 934,7	56,0	2 129,7	2 771,5	1 196,5	417,9	216,8	232,2
Mai	361,8	6 905,8	1 932,2	56,5	2 130,3	2 786,8	1 271,1	410,5	212,8	229,2
Juni	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
Juli <sup>(p)</sup>	370,5	7 015,8	1 927,8	58,1	2 148,5	2 881,5	1 399,7	401,2	206,5	224,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-66,2	-61,2	-28,5
2018	39,0	45,1	-37,8	-4,9	17,0	70,8	64,6	45,2	21,8	24,2
2018 Q3	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
Q4	-24,1	16,4	-0,5	-0,9	3,4	14,4	34,7	21,8	9,7	11,9
2019 Q1	-11,4	50,8	-10,7	-0,3	44,7	17,1	109,7	-7,1	2,7	5,5
Q2	-0,7	46,8	20,5	2,0	-1,8	26,2	109,0	39,4	-7,1	-4,5
2019 Febr.	31,5	21,3	-3,3	0,0	26,3	-1,8	42,7	19,1	-0,9	2,1
März	-41,4	8,4	-1,5	0,0	-1,4	11,3	48,0	7,6	-8,4	-10,2
April	-5,2	-5,4	-2,6	0,3	-14,0	10,9	26,5	2,5	17,8	19,8
Mai	-0,4	5,2	-1,8	0,6	-0,9	7,2	58,9	-13,5	-4,1	-2,9
Juni	4,8	47,1	24,8	1,1	13,1	8,1	23,6	50,4	-20,8	-21,4
Juli <sup>(p)</sup>	3,9	-3,5	-29,1	0,4	10,0	15,3	59,0	-24,9	14,9	16,3
<b>Wachstumsraten</b>										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 Q3	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,5	3,9
Q4	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 Q1	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
Q2	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
2019 Febr.	19,7	1,4	-1,8	-7,1	2,9	2,8	-	-	35,9	27,9
März	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
April	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,2	2,6	-	-	40,6	44,3
Mai	8,7	1,3	-1,6	-3,8	2,4	2,8	-	-	14,4	15,9
Juni	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
Juli <sup>(p)</sup>	5,5	1,9	-1,9	0,5	3,8	3,4	-	-	7,1	9,9

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

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	46,2	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	12,5	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	5,2	2,0	22,4	3,8
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2018 Q2	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7
Q3	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6
Q4	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2019 Q1	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 Q2	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Q1	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-0,4	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8
2018 Q2	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5
Q3	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0
Q4	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8
2019 Q1	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2

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

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

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

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

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
	Laufzeit von bis zu 1 Jahr												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 Q2	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
Q3	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
Q4	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 Q1	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2019 Febr.	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9
März	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
April	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1
Mai	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Juni	12,8	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
Juli	13,0	11,5	4,0	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9
Finanzierungssaldo									
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2018 Q2	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5
Q3	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9
Q4	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2019 Q1	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2
Verschuldung									
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2018 Q2	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9
Q3	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1
Q4	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2019 Q1	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0

	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
2018 Q2	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6	-1,0
Q3	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5	-0,7
Q4	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,8
2019 Q1	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,7	-0,8
Verschuldung										
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9
2018 Q2	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9	60,0
Q3	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5	59,4
Q4	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	59,5
2019 Q1	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	48,9	59,3

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2019

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 11. September 2019.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-19-006-DE-N (Online-Version)