



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2019



Inhalt

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Finanzielle Entwicklungen	17
3 Konjunkturentwicklung	23
4 Preise und Kosten	28
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	34
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	41
Kästen	44
1 Die Auswirkungen von Zollerhöhungen im Kontext globaler Wertschöpfungsketten	44
2 Marktreaktionen auf das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven	51
3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 31. Juli bis zum 29. Oktober 2019	55
4 Indikatoren zur Lage am Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet	61
5 Aktuelle Entwicklung der Sozialbeiträge und Mindestlöhne im Euro-Währungsgebiet	66
6 Exporttätigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln	71
7 Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2020 – mögliche Implikationen für eine Reform des finanzpolitischen Ordnungsrahmens	76
Aufsätze	81
1 Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?	81
2 Auswirkungen der Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet	99
3 Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems und der EZB seit der Finanzkrise	126
Statistik	142

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

Überblick

Auf Basis der Bewertung der Konjunktur- und Inflationsaussichten für das Euro-Währungsgebiet, bei der auch die jüngsten von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen berücksichtigt wurden, beschloss der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung am 12. Dezember, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Zudem bestätigte er erneut seine Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen, den Nettoerwerb von Vermögenswerten und die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen. Die seit der letzten Sitzung des EZB-Rats Ende Oktober neu verfügbaren Daten deuten auf einen anhaltend gedämpften Inflationsdruck und eine schwache Wachstumsdynamik im Euroraum hin. Es gibt jedoch erste Anzeichen einer Stabilisierung bei der Wachstumsverlangsamung und eines leichten Anstiegs der zugrunde liegenden Inflation, was im Einklang mit den bisherigen Erwartungen steht. Die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets wird nach wie vor durch das anhaltende Beschäftigungswachstum und steigende Löhne gestützt. In diesem Gesamtkontext und in Anbetracht der verhaltenen Inflationsaussichten unterstrich der EZB-Rat abermals die Notwendigkeit eines weiterhin äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum, um den Druck auf die zugrunde liegende Inflation und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu unterstützen. Darüber hinaus stellt die Forward Guidance des EZB-Rats sicher, dass sich die Finanzierungsbedingungen im Einklang mit Veränderungen der Inflationsaussichten entwickeln. In jedem Fall ist der EZB-Rat nach wie vor bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinen Zielen annähert.

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

Das Wachstum des realen BIP auf globaler Ebene (ohne Euro-Währungsgebiet) verlangsamte sich im ersten Halbjahr 2019; gegen Jahresende zeigten sich jedoch erste Anzeichen einer Stabilisierung. Die schwache Dynamik war einem geringeren Wachstum sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch bei den Investitionen zuzuschreiben. Diese Entwicklung wurde durch eine zunehmende Unsicherheit in Bezug auf politische Maßnahmen und das politische Umfeld noch verstärkt. Hierzu trugen vor allem die Zuspitzung der Handelsspannungen und mit dem Brexit verbundener Entwicklungen bei. Aktuellere Daten lassen indes auf eine Stabilisierung des weltweiten Wachstums schließen. Dies bestätigen auch die jüngsten umfragebasierten Daten. So zeigen die Einkaufsmanagerindizes einen

leichten Wiederanstieg des Produktionszuwachses im verarbeitenden Gewerbe und eine gewisse Abschwächung des Produktionswachstums im Dienstleistungssektor an. In der Vorausschau wird die weltwirtschaftliche Erholung den Projektionen zufolge verhalten ausfallen. Ausschlaggebend hierfür dürften eine Wachstumsverlangsamung in den Industrieländern und eine schleppende Konjunkturbelebung in einigen Schwellenländern sein. Der Welthandel gab im laufenden Jahr nach und sollte auf mittlere Sicht langsamer wachsen als die Weltwirtschaft. Der Inflationsdruck ist weltweit weiterhin begrenzt, und die Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur überwiegen nach wie vor, auch wenn sie sich etwas abgeschwächt haben.

Seit der EZB-Ratssitzung im September 2019 sind die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet angestiegen. Gleichzeitig hat sich die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) nach oben verschoben. An den Märkten wird derzeit nicht mit einer weiteren Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität gerechnet. Im Einklang mit einer Verbesserung der globalen Risikostimmung haben die Aktienkurse im Euroraum zugelegt, und die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich verengt. Auch die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum spiegeln den Anstieg der risikofreien Zinssätze größtenteils wider. An den Devisenmärkten blieb der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil.

Das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im Euroraum wurde für das dritte Quartal 2019 mit 0,2 % bestätigt und blieb damit gegenüber dem Vorquartal unverändert. Die fortdauernde Schwäche des Welthandels in einem Umfeld anhaltender globaler Unsicherheiten belastet weiterhin das verarbeitende Gewerbe im Eurogebiet und dämpft das Investitionswachstum. Unterdessen sind die aktuellen Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse zwar insgesamt weiterhin schwach, deuten aber darauf hin, dass sich bei der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Euroraum eine gewisse Stabilisierung einstellt. Trotz einer leichten Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte 2019 zeigen sich der Dienstleistungssektor und das Baugewebe nach wie vor widerstandsfähig. Das Wachstum im Eurogebiet wird weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen, erneuten Beschäftigungszuwächsen bei steigenden Löhnen, dem leicht expansiven finanzpolitischen Kurs im Euroraum und dem anhaltenden, wenn auch etwas schwächeren, weltweiten Wirtschaftswachstum getragen.

Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2019. Das jährliche reale BIP wird demzufolge 2019 um 1,2 %, 2020 um 1,1 % und 2021 sowie 2022 um jeweils 1,4 % wachsen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für 2020 leicht nach unten korrigiert. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets, die mit geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenhängen, sind nach wie vor abwärtsgerichtet, haben sich aber etwas abgeschwächt.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet stieg der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 0,7 % im Oktober 2019 auf 1,0 % im November, was in erster Linie einem stärkeren Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Nahrungsmitteln geschuldet war.

Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten leicht steigen. Die Indikatoren der Inflationserwartungen befinden sich auf niedrigem Niveau. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich insgesamt weiterhin verhalten entwickelt. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass sie im Einklang mit den bisherigen Erwartungen leicht ansteigen. Obwohl sich der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten verstärkt hat, verzögert die schwächere Wachstumsdynamik das Durchwirken auf die Inflation. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats, dem anhaltenden Wirtschaftswachstum und dem robusten Lohnzuwachs dürfte sich die Inflation auf mittlere Sicht erhöhen.

Diese Einschätzung spiegelt sich auch weitgehend in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2019 wider. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,1 %, 2021 auf 1,4 % und 2022 auf 1,6 % belaufen.

Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation für 2020 leicht nach oben und für 2021 leicht nach unten korrigiert, was hauptsächlich auf die erwartete Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen ist. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte im Jahr 2019 bei 1,0 %, im Jahr 2020 bei 1,3 %, im Jahr 2021 bei 1,4 % und im Jahr 2022 bei 1,6 % liegen.

Im Oktober 2019 entwickelte sich die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 weiterhin robust, während die Buchkredite an den privaten Sektor ihre allmähliche Erholung fortsetzten. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 belief sich im Oktober 2019 auf 5,6 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert. Das anhaltende Wachstum ist auf die fortdauernde Bankkreditvergabe an den privaten Sektor und die geringen Opportunitätskosten für das Halten von Komponenten der Geldmenge M3 zurückzuführen. 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 stieg im Oktober auf 3,8 %, verglichen mit 3,6 % im September. Der akkommodierende geldpolitische Kurs des EZB-Rats wird zur Wahrung der sehr günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken beitragen und in allen Wirtschaftssektoren den Zugang insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln weiter unterstützen.

Im Jahr 2020 wird der fiskalische Kurs den Projektionen zufolge auf Euroraumebene weiterhin leicht expansiv ausfallen und somit die Konjunktur stützen. Der fiskalische Kurs dürfte 2021 expansiv bleiben und sich 2022 stabilisieren, was vor allem auf einen sinkenden, aber noch immer positiven Primärsaldo zurückzuführen ist. Angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten sollten Regierungen, die über fiskalischen Spielraum verfügen, zu wirksamen und zeitnahen Maßnahmen bereit sein. 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 automatische Stabilisatoren frei wirken können. Alle Länder sollten ihre Anstrengungen im Hinblick auf eine wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen intensivieren.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf Grundlage der regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse beschloss der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung am 12. Dezember, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen, und bestätigte erneut seine Forward Guidance im Hinblick auf die Leitzinsen, den Nettoerwerb von Vermögenswerten und die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen:

- Erstens geht der EZB-Rat davon aus, dass die Leitzinsen der EZB so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis der Rat feststellt, dass sich die Inflationsaussichten in seinem 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.
- Zweitens geht der EZB-Rat davon aus, dass die Nettoankäufe im Rahmen des EZB-Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP), die am 1. November in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € wieder aufgenommen wurden, so lange fortgesetzt werden, wie es für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen der EZB erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor er mit deren Erhöhung beginnt.
- Drittens beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Von dem umfangreichen Maßnahmenpaket, das der EZB-Rat bei seiner Sitzung im September beschlossen hat, gehen substantielle geldpolitische Impulse aus, die für günstige Finanzierungsbedingungen in allen Wirtschaftssektoren sorgen. So fördern insbesondere die verbesserten Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte die Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen. Dies wird das

Wachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und damit die deutliche Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Ziel des EZB-Rats unterstützen. Der EZB-Rat wird die Inflationsentwicklung und die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen auf die Konjunktur genau beobachten. Der EZB-Rat 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 Ziel annähert.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Während sich das Wachstum des realen BIP auf globaler Ebene (ohne Euro-Währungsgebiet) im ersten Halbjahr 2019 verlangsamt hat, deuten die jüngsten verfügbaren Daten auf eine Stabilisierung im zweiten Halbjahr hin. Die schwache Dynamik war einem geringeren Wachstum im verarbeitenden Gewerbe und bei den Investitionen zuzuschreiben. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch eine zunehmende Unsicherheit in Bezug auf politische Maßnahmen und das politische Umfeld. Hierzu trugen vor allem die Zuspitzung der Handelsspannungen und mit dem Brexit verbundene Entwicklungen bei. Aktuellere Daten lassen indes auf eine Stabilisierung des Weltwirtschaftswachstums im dritten Quartal schließen. Dies bestätigen auch die jüngsten umfragebasierten Daten. So zeigen die Einkaufsmanagerindizes (EMIs) einen leichten Wiederanstieg des Produktionswachstums im verarbeitenden Gewerbe und eine gewisse Abschwächung des Produktionswachstums im Dienstleistungssektor an. Den Projektionen zufolge wird die weltwirtschaftliche Erholung verhalten ausfallen. Ausschlaggebend hierfür dürften eine Wachstumsverlangsamung in den Industrieländern und eine schleppende Konjunkturbelebung in den Schwellenländern sein. Der Welthandel gab im laufenden Jahr nach und dürfte auf mittlere Sicht mit geringerem Tempo wachsen als die Weltwirtschaft. Der Inflationsdruck hält sich weltweit nach wie vor in Grenzen, während sich die Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur etwas zurückgebildet haben, aber immer noch überwiegen.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Während sich das globale Wachstum (ohne Euroraum) im ersten Halbjahr verlangsamte, waren zum Jahresende hin erste Anzeichen einer Stabilisierung erkennbar. Nachdem das Wachstum Mitte 2018 weltweit einen Höchststand erreicht hatte, folgte anschließend eine Schwächephase, die sich bis in die erste Hälfte des laufenden Jahres fortsetzte und mit der geringsten Wachstumsdynamik seit der weltweiten Finanzkrise einherging. Die Wachstumsverlangsamung zeichnete sich international durch eine verhaltene Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und bei den Investitionen aus. Erschwerend kam die zunehmende politische Unsicherheit hinzu, die der wiederholten Zuspitzung der Handelsspannungen¹ und mit dem Brexit verbundenen Entwicklungen geschuldet war. Die jüngsten Daten deuten indes auf eine Stabilisierung der globalen Wirtschaftstätigkeit auf allerdings niedrigem Niveau hin. So stieg das reale BIP in den Vereinigten Staaten und in Japan weiter stetig an, während sich das reale Wachstum im Vereinigten Königreich erholte. In den USA wurde die Wirtschaft im dritten Quartal abermals durch einen soliden Arbeitsmarkt und hohe Konsumausgaben sowie durch günstige Finanzierungsbedingungen gestützt. Wichtigster Wachstumsmotor in Japan war derweil eine solide Inlandsnachfrage. Im Vereinigten Königreich zeichneten eine unerwartet starke Zunahme der Nettoexporte und ein solider Anstieg der privaten Konsumausgaben für das schnellere Wachstum verantwortlich. Auf Basis der Daten für das dritte

¹ In Kasten 1 werden die Auswirkungen von Handelszöllen auf die wirtschaftliche Entwicklung vor dem Hintergrund globaler Wertschöpfungsketten analysiert.

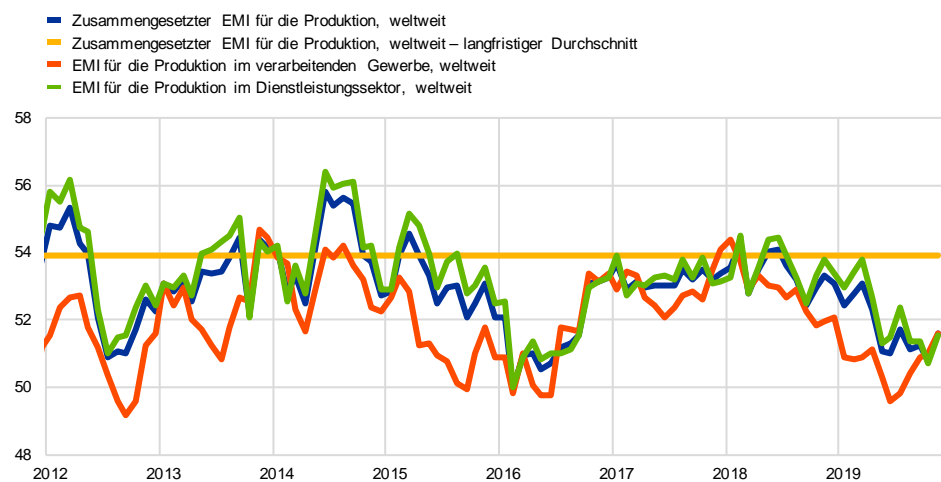
Quartal schwächte sich die chinesische Wirtschaft allmählich ab, was durch eine geringere Investitionstätigkeit bedingt war. In den anderen Schwellenländern stabilisierte sich unterdessen das Wachstum.

Die umfragebasierten Indikatoren lassen darauf schließen, dass sich die weltwirtschaftliche Stabilisierung im vierten Quartal fortgesetzt hat. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) blieb im dritten Vierteljahr gegenüber dem Vorquartal unverändert und deutete somit auf eine Festigung der Weltkonjunktur hin. Die verfügbaren Daten für Oktober und November lassen für das vierte Quartal ebenfalls ein stabiles, wenn auch verhaltenes Wachstum des globalen BIP (ohne Euroraum) erkennen. Auf Sektorebene hat sich der Abstand zwischen dem EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und dem für die Produktion im Dienstleistungssektor seit Juli/August auf internationaler Ebene kontinuierlich verringert. Dies weist auf eine allmähliche Erholung des Produktionswachstums im verarbeitenden Gewerbe und einen leichten Rückgang des Produktionszuwachses im Dienstleistungssektor hin.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2019. Der langfristige Durchschnitt bildet den Zeitraum von Januar 1999 bis November 2019 ab. Die ausgewiesenen Indizes beziehen sich auf das globale Aggregat ohne den Euroraum.

Die globalen Finanzierungsbedingungen haben sich weiter verbessert. Seit Fertigstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2019 wurden die Finanzierungsbedingungen sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern gelockert. In den aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Finanzierungsbedingungen hauptsächlich aufgrund eines Rückgangs der Anleiherenditen und einer Verringerung der Renditeabstände verbessert. Dagegen profitierten die fortgeschrittenen Volkswirtschaften von gestiegenen Bewertungen an den Aktienmärkten (insbesondere in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich) und einer Verringerung der Spreads bei den Unternehmensanleihen. Hierzu haben nachlassende Handelsspannungen, eine geringere Unsicherheit in

Bezug auf den Brexit sowie eine weitere geldpolitische Akkommodierung beigetragen.

Mit Blick auf die Zukunft wird lediglich eine leichte Zunahme des globalen Wachstums erwartet, da die projizierte Wachstumsverlangsamung in den Industrieländern und in China durch eine moderate Erholung in den Schwellenländern ausgeglichen wird.

Die Entwicklung des Weltwirtschaftswachstums wird maßgeblich von drei Faktoren bestimmt. So wird die Weltwirtschaft durch eine Abschwächung der Konjunkturpolitik in den meisten Industrieländern und den schrittweisen Übergang Chinas zu einem niedrigeren Wachstumspfad belastet. Dagegen wird ein positiver Basiseffekt infolge der konjunkturellen Stabilisierung in Schwellenländern, die eine (schwere) Rezession durchlaufen haben, zu einer Erholung beitragen. Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 wurde der globale Wachstumsausblick für den Projektionszeitraum nach unten revidiert. Dies ist dadurch bedingt, dass die Erholung in einigen Schwellenländern weniger dynamisch ausgefallen ist als erwartet, was auch vor dem Hintergrund der politischen Instabilität in einigen Ländern (Hongkong, Chile) zu sehen ist.

In den Vereinigten Staaten dürfte sich die Konjunktur auf kurze Sicht weiter behaupten, mittelfristig aber abschwächen.

Im dritten Quartal 2019 wuchs die Wirtschaft auf Jahresrate hochgerechnet um 2,1 % und zeigte sich damit gegenüber dem zweiten Vierteljahr weitgehend unverändert. Wichtigste Wachstumstreiber waren nach wie vor der dynamische Arbeitsmarkt, die robusten Konsumausgaben und die günstigen Finanzierungsbedingungen. Wachstumshemmend wirkten dagegen erneut die Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus. Der Außenbeitrag fiel neutral aus, wobei sowohl die Importe als auch die Exporte mäßig stiegen. Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Gesamtinflation beschleunigte sich geringfügig von 1,7 % im September auf 1,8 % im Oktober und stützte sich weitgehend auf die Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise. Der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel verlangsamte sich im Oktober leicht auf 2,3 %. Den Projektionen zufolge wird das Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht allmählich auf die Potenzialrate von knapp 2 % zurückkehren. Darin spiegeln sich der an Reife gewinnende Konjunkturzyklus und die zunehmend dämpfende Wirkung von Kapazitätsengpässen wider. Die Teuerung auf der Verbraucherstufe dürfte indessen weiterhin bei über 2 % liegen.

Die chinesische Wirtschaft befindet sich nach wie vor auf einem allmählich sinkenden Wachstumspfad.

Der jährliche Anstieg des BIP verringerte sich im dritten Quartal 2019 auf 6,0 % (nach 6,2 % im zweiten Vierteljahr), da vom Außenhandel weniger Impulse ausgingen. Die Investitionstätigkeit blieb hinter den Erwartungen zurück und dürfte auch weiter verhalten bleiben. Zugleich belastet der Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten nach wie vor den Handel. Was die nähere Zukunft betrifft, so dürfte sich das Wachstum aufgrund der schwächeren Exporte und Investitionen im kommenden Jahr weiter verlangsamen und in den Jahren 2021 und 2022 flankiert durch politische Maßnahmen leicht anziehen. Insgesamt manifestieren sich in der konjunkturellen Verlangsamung die vorangegangenen Bemühungen um einen Abbau der Verschuldung zur Begrenzung

der finanziellen Risiken, der Fokus der Regierung, die Wirtschaft zulasten der Investitionen neu auszurichten, und die Auswirkungen der anhaltenden Handelsspannungen mit den USA. Die Umsetzung von Strukturreformen dürfte einen geordneten Übergang zu einem moderateren, weniger von Investitionen und Exporten abhängigen Wachstumskurs ermöglichen.

In Japan ist die Wirtschaftsaktivität nach wie vor gedämpft und wird den Projektionen zufolge auf mittlere Sicht moderat wachsen. Das reale BIP legte im dritten Jahresviertel 2019 auf Quartalsbasis um 0,4 % zu, verglichen mit 0,5 % im zweiten Vierteljahr. Dabei wurden positive Faktoren wie eine solide Inlandsnachfrage, die sich auf private Unternehmensinvestitionen außerhalb des Wohnungsbaus und vorgezogene Ausgaben im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung zum 1. Oktober stützte, teilweise durch negative Faktoren ausgeglichen. Hierzu zählten schwache Exporte und Lageranpassungen sowie eine gewisse Korrektur angesichts der relativ positiven Ergebnisse im zweiten Quartal (unter anderem wegen der zusätzlichen Feiertage anlässlich der Krönung des neuen Kaisers). Das Wachstum dürfte sich zwar im Gefolge der Mehrwertsteueranhebung und der Naturkatastrophen vom Oktober vorübergehend verlangsamen, doch sollte die Wirtschaft danach allmählich zu einem moderateren Wachstum zurückkehren. Impulse dürften dabei weiterhin vom äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurs, einer robusten Arbeitsmarktlage und den Vorbereitungen für die Olympischen Spiele 2020 in Tokio ausgehen. Das zuletzt von der japanischen Regierung angekündigte, vom Parlament aber noch nicht beschlossene umfangreiche Konjunkturpaket sollte das Wachstum im weiteren Verlauf ebenfalls beflügeln. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass der an Reife gewinnende Konjunkturzyklus und die zunehmend hemmende Wirkung des Arbeitskräftemangels und der Kapazitätsengpässe das Expansionstempo drosseln werden.

Im Vereinigten Königreich erholte sich das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal geringfügig, doch der Ausblick ist trotz des gesunkenen Risikos eines ungeordneten Brexits nach wie vor getrübt. Nachdem im zweiten Vierteljahr ein Rückgang von 0,2 % gegenüber dem Vorquartal verzeichnet worden war, stieg das reale BIP im dritten Jahresviertel dank einer unerwartet kräftigen Zunahme der Nettoexporte um 0,3 % an. Die privaten Konsumausgaben entwickelten sich weiter solide und legten um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zu. Dahinter standen höhere reale Lohnzuwächse im laufenden Jahr und weitere Unterstützung durch die staatlichen Konsumausgaben (+0,3 % zum Vorquartal). Dagegen wirkten die Investitionen und die Vorratsveränderungen immer noch wachstumshemmend. Die mit dem Brexit verbundene Unsicherheit blieb hoch und belastete das Wachstum auf kurze Sicht. Die längerfristigen Wachstumsaussichten hängen nach wie vor wesentlich davon ab, wie das noch zu vereinbarende Handelsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU nach dem Brexit letztlich aussehen wird. Die Inflation ging zu Beginn des vierten Quartals deutlich zurück, wobei sich der jährliche Anstieg des Verbraucherpreisindex (VPI) im Oktober auf 1,5 % verlangsamte (nach 1,8 % im dritten Jahresviertel). Diese Entwicklung ist Ausdruck mehrerer Faktoren. Hierzu gehören die Auswirkungen der im Vorjahresvergleich gesunkenen Ölpreise in Pfund Sterling, der Rückgang der Importpreise aufgrund der seit September aufwertenden Landeswährung und ein starker Abwärtseffekt auf die inländischen

Energiepreise. Letzterer ist einer Senkung der Preisobergrenze für Energie durch die Regulierungsbehörde zuzuschreiben, was voraussichtlich im Frühjahr 2020 wieder zurückgenommen wird.

In den mittel- und osteuropäischen Ländern dürfte sich das Wachstum des realen BIP im Projektionszeitraum weiter dynamisch entwickeln. Dabei wird die Konjunktur angesichts einer angespannten Lage an den Arbeitsmärkten nach wie vor von soliden Konsumausgaben getragen. Die Investitionstätigkeit wird sich den Projektionen zufolge verringern, da der Finanzierungszyklus der EU inzwischen weiter fortgeschritten ist. Nach den über der Potenzialrate liegenden Zuwächsen dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Projektionszeitraum abschwächen, insgesamt aber robust bleiben.

Die Wirtschaftstätigkeit in den großen rohstoffexportierenden Ländern wird sich den Projektionen zufolge nach der im laufenden Jahr verzeichneten Schwächephase leicht erholen. In Russland führte die Einspeisung verunreinigten Öls in eine wichtige Export-Pipeline zu gravierenden Beeinträchtigungen. Die Produktion konnte jedoch schneller als erwartet wiederaufgenommen werden, sodass das BIP und die Exporte im dritten Quartal 2019 besser als angenommen ausfielen. Die mittelfristigen Aussichten werden vor allem durch die Umsetzung finanz- und strukturpolitischer Maßnahmen, die Entwicklung an den globalen Ölmärkten – genauer gesagt die Selbstverpflichtung großer OPEC- und Nicht-OPEC-Produzenten (OPEC+), die Fördermengen weiterhin zu drosseln – und das Ausmaß der internationalen Sanktionen, denen das Land unterliegt, bestimmt. In Brasilien zeigt sich das Wachstum trotz einiger seit Jahresbeginn erzielter Verbesserungen nach wie vor fragil. Grund hierfür sind die angespannte Haushaltslage (mit Haushaltssperren), ein unsicheres außenwirtschaftliches Klima (etwa wegen Handelsspannungen und Krisen in Argentinien und anderen lateinamerikanischen Ländern) sowie idiosynkratische Schocks (beispielsweise der Dammbruch in Brasilien). Die unlängst verabschiedete Rentenreform trug zwar entscheidend zur Stärkung des Vertrauens bei, doch wird das Wachstum auf mittlere bis lange Sicht durch die Frage, inwiefern weitere notwendige finanzpolitische Reformen umgesetzt werden, erheblich beeinflusst.

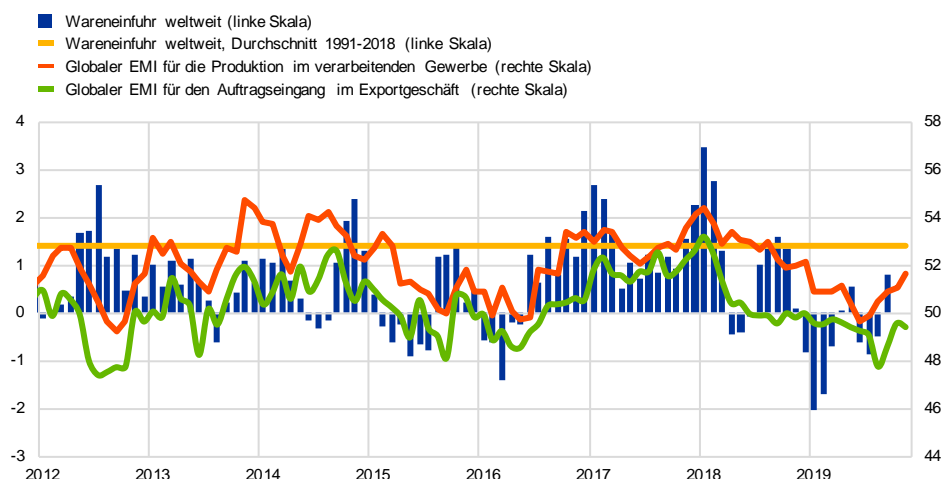
Das Wachstum in der Türkei dürfte 2019 leicht positiv ausfallen und sich mittelfristig allmählich beleben. Nachdem das BIP in der zweiten Jahreshälfte 2018 drastisch geschrumpft war, zog die Konjunktur im ersten Halbjahr 2019 wieder an. Zurückzuführen war dies auf fiskalische Stimulierungsmaßnahmen vor den Kommunalwahlen im März, höhere Konsumausgaben der privaten Haushalte und einen verbesserten Außenbeitrag. Die Investitionen gingen indessen erneut zurück. Sofern sich der private Konsum weiterhin als widerstandsfähig erweist, sollte sich das Wirtschaftswachstum 2019 im leicht positiven Bereich halten. Vom außenwirtschaftlichen Umfeld könnten jedoch etwas geringere Wachstumsimpulse ausgehen. Zum Ende des Projektionszeitraums wird die Konjunktur den Erwartungen nach allmählich Fahrt aufnehmen.

Der Welthandel hat sich im Verlauf dieses Jahres vor dem Hintergrund wiederholter Verschärfungen im Handelsstreit und einer nachlassenden Industriekonjunktur deutlich abgeschwächt.

Nachdem der internationale Handel in der ersten Jahreshälfte 2019 gesunken war, lassen die jüngsten verfügbaren Daten auf eine Stabilisierung im restlichen Jahresverlauf schließen – diese dürfte allerdings auf einem sehr niedrigen Niveau stattfinden. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verzeichnete der Handel im dritten und vierten Quartal 2019 eine Rückkehr zu moderat positiven Wachstumsraten. Gestützt wurde die Entwicklung durch eine Normalisierung der Einfuhren des Vereinigten Königreichs (nach dem außergewöhnlichen Lageraufbau zu Jahresbeginn 2019)². Ein positiver Beitrag ging auch von den steigenden Importen der mittel- und osteuropäischen EU-Staaten aus, nachdem sich diese im zweiten Quartal vorübergehend abgeschwächt hatten. In den Schwellenländern ging der Handel auch im dritten Vierteljahr zurück, wofür ungünstige handelspezifische Faktoren in China, die Konjunkturabkühlung in Indien sowie politische Verwerfungen in Lateinamerika verantwortlich waren; für das Schlussquartal 2019 zeichnet sich jedoch eine Stabilisierung ab. Daten des CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis zeigen, dass die weltweiten Wareneinfuhren (ohne Euroraum) im dritten Quartal 2019 im Dreimonatsvergleich um 0,8 % stiegen, nachdem sie drei Quartale in Folge geschrumpft waren und obwohl im September ein gravierender monatlicher Rückgang verzeichnet wurde (siehe Abbildung 2). Da sich die Umfrageindikatoren zum Auftragseingang im Exportgeschäft trotz einer geringfügigen Verbesserung nach wie vor im Kontraktionsbereich befinden, ist auf kurze Sicht mit einer Fortsetzung der derzeitigen Schwäche im Welthandel zu rechnen.

Abbildung 2
Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit (ohne Euroraum)

(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 November 2019 (EMIs) bzw. September 2019 (Wareneinfuhr weltweit). Die Indizes und Daten beziehen sich auf das globale Aggregat ohne den Euroraum.

² Im ersten Quartal 2019 legten die Importe in das Vereinigte Königreich um rund 10 % gegenüber dem Vorquartal zu, da es im Vorfeld des ersten Brexit-Termins am 29. März 2019 zu einem Lageraufbau kam. In der Folge wurden diese Bestände im zweiten Jahresviertel wieder abgebaut, sodass die Einfuhren um 13 % sanken.

Die aktuellen Entwicklungen in der Handelspolitik der Vereinigten Staaten senden gemischte Signale hinsichtlich einer möglichen Lösung der Handelskonflikte aus.

Mit der Wiederaufnahme der bilateralen Gespräche zwischen den USA und China Anfang Oktober wurden die Weichen für ein „Handelsabkommen der Phase 1“ gestellt. Dies schürte die Hoffnung, dass der Konflikt etwas entschärft werden könnte. Zwar wurden die Gespräche bei Redaktionsschluss dieses Berichts trotz politischer Auseinandersetzungen zwischen den beiden Ländern weiter fortgeführt, doch bleibt unklar, wann eine Vereinbarung erzielt werden kann.³ Angesichts der Fortschritte haben die Vereinigten Staaten ihre zum 15. Oktober vorgesehene Zollerhöhung bis auf Weiteres ausgesetzt.⁴ Zudem wurde eine ursprünglich für Mitte November angesetzte Entscheidung der USA über die Erhebung von Zöllen auf Einfuhren von Pkw und Fahrzeugteilen aus der EU vertagt. Im Handel mit anderen Staaten haben sich die Spannungen in jüngster Zeit allerdings verschärft. So drohte die US-Regierung Anfang Dezember, Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte aus Argentinien und Brasilien wieder in Kraft zu setzen; Auslöser war die Währungspolitik der beiden Länder. Nach Abschluss einer Untersuchung des US-Handelsbeauftragten bezüglich der von Frankreich im Jahr 2019 beschlossenen Digitalsteuer warnten die Vereinigten Staaten, sie könnten Zölle auf Einfuhren bestimmter französischer Produkte erheben. Begründet wurde dies damit, dass die Steuer US-amerikanische Unternehmen benachteilige. Wenngleich das potenzielle, von diesen Zöllen insgesamt betroffene Handelsvolumen nicht groß ist, verheißen diese Entwicklungen im Hinblick auf eine mögliche Verringerung der Handelsspannungen nichts Gutes.

Die weltweiten Einfuhren dürften auf mittlere Sicht allmählich, aber etwas langsamer als die Weltwirtschaft wachsen.

Die weitere Verschärfung der Handelskonflikte, deren Auswirkungen bis ins Jahr 2020 hinein zu spüren sein werden, wird zusammen mit einer gegenüber den früheren Projektionen langsameren wirtschaftlichen Belebung in den Schwellenländern und der strukturellen Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft zu einer verzögerten Erholung im Handel beitragen. Infolgedessen dürfte die Elastizität des Handels gegenüber der Wirtschaftsleistung den Projektionen zufolge im Projektionszeitraum unter dem Durchschnittswert bleiben. Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 wird das Wachstum der globalen Importe (ohne Eurogebiet) deutlich von 4,6 % im Jahr 2018 auf 0 % im laufenden Jahr zurückgehen, bevor es 2020, 2021 und 2022 wieder ansteigt (auf 0,8 %, 2,4 % bzw. 2,7 %). Die Auslandsnachfrage nach Gütern des Eurogebiets, die im letzten Jahr um 3,7 % zugenommen hatte, wird den Erwartungen zufolge auf 0,7 % im Jahr 2019 sinken, bevor sie allmählich auf 1,0 % im Jahr 2020, 2,3 % im Jahr 2021 und 2,6 % im Jahr 2022 klettert. Gegenüber den

³ Das derzeit verhandelte Abkommen dürfte verschiedene Aspekte der Beziehung zwischen den beiden Ländern betreffen, zu denen jedoch noch keine Einzelheiten bekannt sind. Den verfügbaren Informationen zufolge wird sich China im Phase-1-Abkommen unter anderem verpflichten, seine Einfuhren landwirtschaftlicher Erzeugnisse aus den USA zu erhöhen (was weitgehend eine Rückkehr zu dem Importvolumen bedeutet, das vor der Verhängung von Zöllen auf landwirtschaftliche Produkte durch China verzeichnet worden war, d. h. rund 20 Mrd USD pro Jahr). Zudem soll China die Transparenz an den Devisenmärkten verbessern und die Bestimmungen zum Schutz geistigen Eigentums verschärfen.

⁴ Die Zollerhöhung zum 15. Oktober beinhaltet eine Anhebung der Zölle um 5 Prozentpunkte (von 25 % auf 30 %) auf Importe aus China im Wert von 250 Mrd USD.

von der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 wurde die Auslandsnachfrage im Euroraum für das Jahr 2019 um 0,3 Prozentpunkte, für 2020 um 0,9 Prozentpunkte und für 2021 um 0,4 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Neben den Auswirkungen der Ende August angekündigten Zölle und schwächeren Daten spiegeln diese Revisionen vor dem Hintergrund getrübler Wachstumsaussichten auch eine breit angelegte Schwäche der Importdynamik in den Industrie- und Schwellenländern wider.

Die weltwirtschaftliche Entwicklung bleibt überwiegend mit Abwärtsrisiken behaftet, wenngleich sich die Risiken insgesamt etwas abgeschwächt haben.

Eine weitere Zuspitzung der Handelskonflikte würde dem internationalen Handel und dem Weltwirtschaftswachstum schaden und zu Störungen in den globalen Lieferketten führen. Darüber hinaus könnte ein ungeordneter Brexit vor allem in Europa stärkere negative Übertragungseffekte entfalten. Auch dürfte es schwieriger werden, einem deutlich langsameren Wachstum in China wirksame politische Stützungsmaßnahmen entgegenzusetzen, was sich wiederum als Herausforderung für die laufende wirtschaftliche Neuausrichtung des Landes erweisen könnte. Eine Neubewertung an den Finanzmärkten könnte die Risikobereitschaft auf internationaler Ebene verringern, während sich eine weitere Verschärfung der geopolitischen Spannungen womöglich ebenfalls negativ auf die Weltwirtschaft und den Welthandel auswirken würde. Aufwärtsrisiken bestehen in Bezug auf eine schnellere Erholung des globalen Handels und eine günstigere Auflösung der aktuellen politischen Unsicherheiten.

Internationale Preisentwicklung

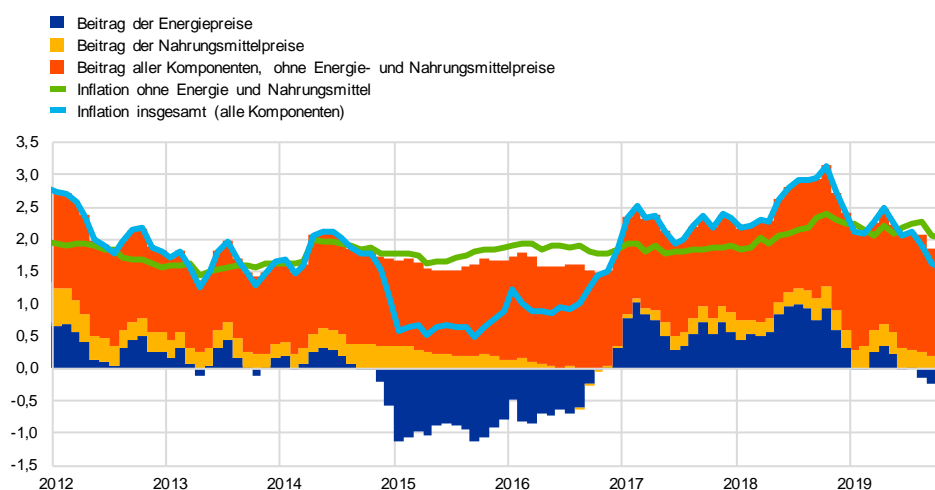
Die Rohölpreise haben angesichts einer Stimmungsaufhellung am Markt angezogen. Bedenken hinsichtlich einer schwachen weltweiten Ölnachfrage blieben zunächst ein bestimmender Faktor der Marktentwicklung. Dies war bis Mitte Oktober der Fall, als die Handelsgespräche zwischen den USA und China wiederaufgenommen wurden. Seitdem sind die Ölnotierungen aufgrund einer freundlicheren Marktstimmung wieder gestiegen. Stützend wirkte sich dabei auch die am 6. Dezember getroffene Vereinbarung der OPEC+ aus, die Fördermengen noch deutlicher zu reduzieren.

Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 davon aus, dass die Ölnotierungen im Projektionszeitraum sinken werden. Aufgrund des Anstiegs der Kassakurse liegt die Öl-Terminkontraktkurve nun geringfügig über der in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September unterstellten Kurve, wobei der Verlauf der Terminkurve im Großen und Ganzen unverändert ist. Dementsprechend sind die Ölpreisannahmen, die den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 zugrunde liegen, für das laufende Jahr rund 2,1 %, für 2020 etwa 4,6 % und für 2021 rund 2,1 % höher als in den entsprechenden Projektionen der EZB vom September. Seit dem Stichtag für die Erstellung der Projektionen vom Dezember ist der Ölpreis erneut gestiegen. So wurde Rohöl der Sorte Brent am 11. Dezember mit 65,2 USD je Barrel gehandelt.

Der Inflationsdruck ist weltweit nach wie vor verhalten. In den Mitgliedstaaten der OECD belief sich die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate im Oktober 2019 auf 1,6 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert. Die Energiepreise hatten erneut eine dämpfende Wirkung auf die Gesamtinflation und gaben weiter auf -3,0 % nach (verglichen mit -2,7 % im September). Der Preis-
auftrieb bei Nahrungsmitteln verstärkte sich indes geringfügig und glich somit den Rückgang der Energiepreise aus. Die jährliche VPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich leicht auf 2,0 % gegenüber 2,1 % im September (siehe Abbildung 3). Ungeachtet des akkommodierenden geldpolitischen Kurses und der angespannten Arbeitsmarktbedingungen, die bislang nicht vollständig auf das Lohnwachstum durchschlagen, ist der Inflationsdruck in führenden Industrieländern weiterhin verhalten. Dies lässt insgesamt darauf schließen, dass der zugrunde liegende Preisdruck auf absehbare Zeit gering bleiben dürfte.

Abbildung 3
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

In der Vorausschau ist zu erwarten, dass sich der globale Inflationsdruck weiterhin in Grenzen halten wird. Der (in der jeweiligen Landeswährung gerechnete) Anstieg der Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums dürfte sich auf mittlere Sicht größtenteils stabilisieren, da der Einfluss der abwärtsgerichteten Terminkontraktkurve für Öl durch die Abwertung des Euro im Projektionszeitraum weitgehend aufgewogen werden dürfte.

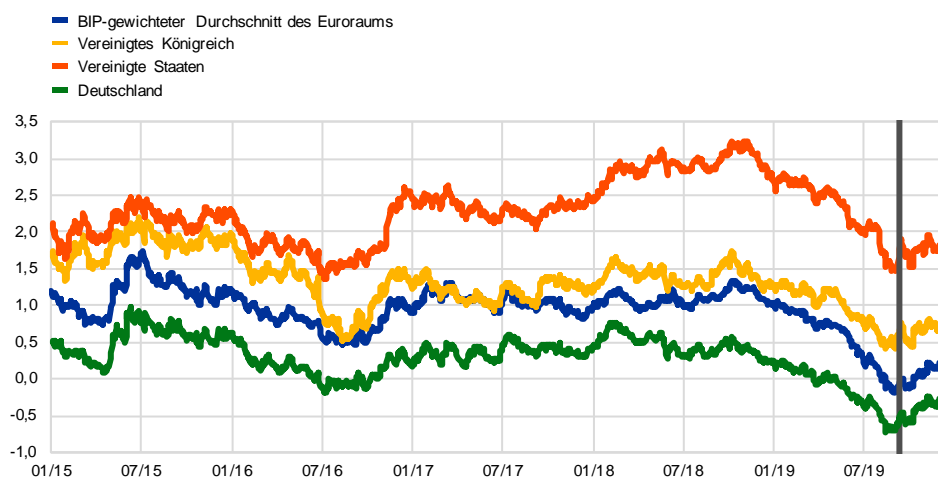
2 Finanzielle Entwicklungen

Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet sind seit der EZB-Ratssitzung vom September 2019 angestiegen. Gleichzeitig hat sich die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) nach oben verschoben. An den Märkten wird derzeit nicht mit einer weiteren Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität gerechnet. Im Einklang mit einer gewissen Verbesserung der globalen Risikostimmung haben die Aktienkurse im Euroraum zugelegt, und die Spreads von Unternehmensanleihen haben sich eingeengt. Da die Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet weitgehend den Anstieg der risikofreien Zinssätze widerspiegeln, blieben die Renditeabstände der Staatsschuldttitel größtenteils unverändert. Lediglich bei italienischen Anleihen erhöhte sich der Spread vornehmlich aufgrund innenpolitischer Spannungen erheblich. An den Devisenmärkten war zu beobachten, dass der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil blieb.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sind im gesamten Euroraum angestiegen; dies deutet auf eine Umkehr des Abwärtstrends hin, der von Ende 2018 bis August 2019 zu beobachten war (siehe Abbildung 4). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldttitel aus dem Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im Berichtszeitraum (12. September bis 11. Dezember 2019) um 25 Basispunkte auf 0,20 %. Grund dafür war ein Anstieg der risikofreien Zinssätze angesichts einer Verbesserung der Risikostimmung und einer leichten Stabilisierung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks. Auch im Vereinigten Königreich legte die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Betrachtungszeitraum zu (auf rund 0,78 %), während sie in den Vereinigten Staaten weitgehend unverändert blieb (1,79 %).

Abbildung 4
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen

(in % p. a.)

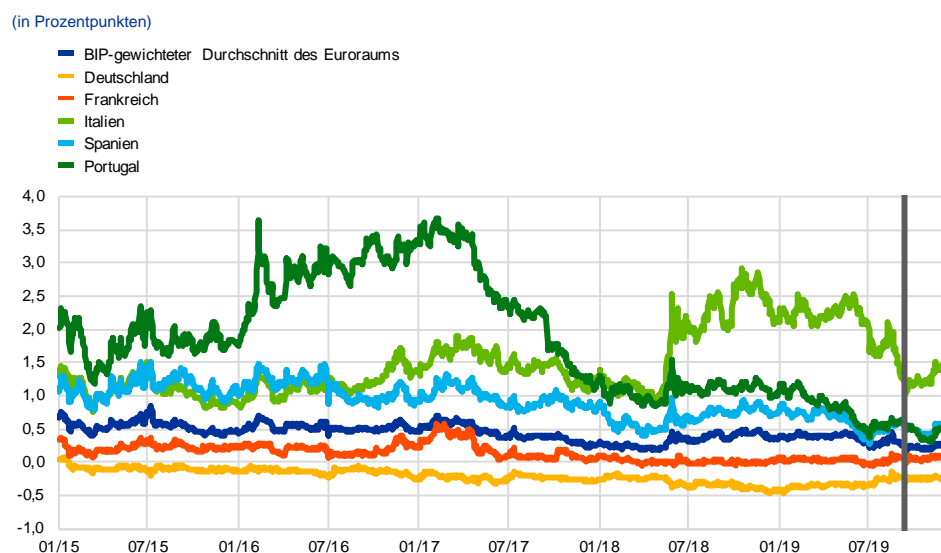


Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Tageswerte. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet spiegelten überwiegend den Anstieg des risikofreien Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) im Berichtszeitraum wider. Folglich blieben die Abstände der meisten Staatsanleiherenditen gegenüber dem OIS-Satz mit Ausnahme der italienischen weitgehend unverändert (siehe Abbildung 5). Der Spread italienischer zehnjähriger Staatsschuldtitel erhöhte sich deutlich um 27 Basispunkte auf zuletzt 1,43 Prozentpunkte. Grund dafür waren vor allem verstärkte innenpolitische Spannungen, sodass keine Übertragung auf andere Euro-Länder stattfand. Die entsprechenden Spreads deutscher und portugiesischer Anleihen sanken um 3 bzw. 4 Basispunkte auf -0,23 Prozentpunkte bzw. 0,46 Prozentpunkte. Im Fall Spaniens und Frankreichs weiteten sie sich um 7 Basispunkte bzw. 1 Basispunkt auf 0,53 Prozentpunkte bzw. 0,09 Prozentpunkte aus. Insgesamt vergrößerte sich der BIP-gewichtete Spread für den Euroraum um 6 Basispunkte auf 0,27 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 zehnjährigen Staatsanleiherendite. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

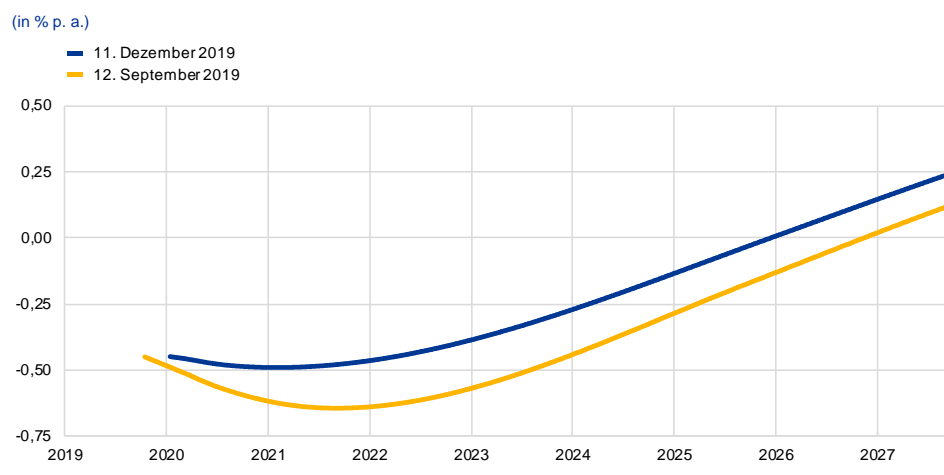
Der EONIA und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Berichtszeitraum im Schnitt bei -45 Basispunkten bzw. -54 Basispunkten. Beide lagen damit rund 10 Basispunkte unter dem jeweiligen Durchschnitt vom August 2019 und zeichneten so die am 18. September 2019 wirksam gewordene Senkung des Einlagesatzes nach. Die Methodik zur Berechnung des EONIA wurde am 2. Oktober 2019 verändert. Er wird nun gebildet, indem zum €STR ein fester Zinsaufschlag von 8,5 Basispunkten hinzugerechnet wird.⁵ Die Überschussliquidität erhöhte sich im Betrachtungszeitraum um etwa 41 Mrd € auf rund 1 800 Mrd €. Gründe dafür waren vor allem ein Rückgang bei den liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren und die

⁵ Siehe EZB, [Der EONIA geht, der €STR kommt](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2019, November 2019.

Wiederaufnahme der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem am 1. November 2019.

Die Terminzinskurve des EONIA hat sich deutlich nach oben verlagert, was darauf hindeutet, dass die Märkte nicht mehr mit einer weiteren Senkung des Einlagesatzes rechnen (siehe Abbildung 6). Die Kurve hat ihren invertierten Verlauf im Berichtszeitraum fast vollständig verloren. Sie zeigt nun für den Jahreswechsel 2020/2021 einen Tiefstand von rund -0,49 % an, also nur wenige Basispunkte unterhalb des aktuellen EONIA-Niveaus. Dass der Kurvenverlauf nicht mehr invers ist, ist ein Hinweis darauf, dass die Märkte keine weitere Senkung des Einlagesatzes mehr erwarten. Insgesamt liegt die Kurve bei den Zeithorizonten bis 2025 nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen.

Abbildung 6
EONIA-Terminzinskurve



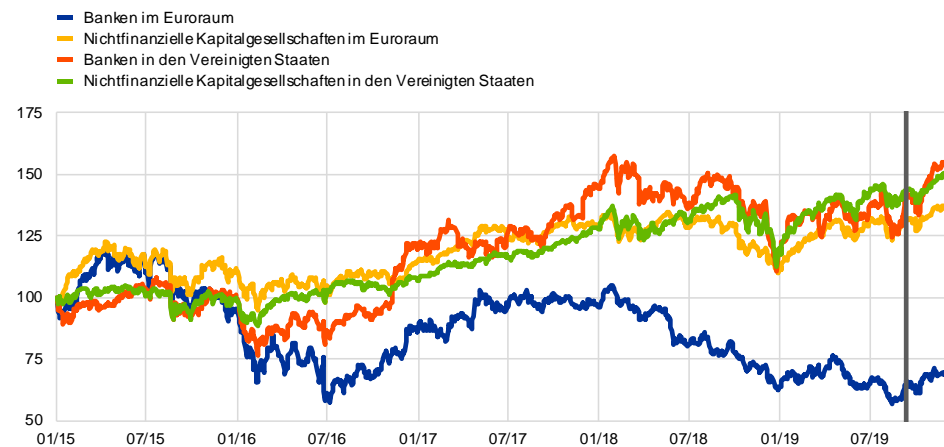
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

An den Aktienmärkten im Eurogebiet notierten die marktbreiten Indizes aufgrund einer Verbesserung der globalen Risikostimmung im Plus (siehe Abbildung 7). Die Börsennotierungen finanzieller und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet erhöhten sich im Berichtszeitraum um 6,6 % bzw. 3,0 %. Die Aktienkurse wurden zwar durch die gestiegenen risikofreien Zinssätze und die leicht rückläufigen längerfristigen Gewinnerwartungen belastet, doch wurde dies durch die gesunkenen Aktienrisikoprämien mehr als ausgeglichen. Die Verringerung der Risikoprämien könnte zum Teil mit einem gewissen Nachlassen der weltweiten Handelsspannungen und einer leichten Stabilisierung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks zusammenhängen.

Abbildung 7

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

Die Renditeabstände von Anleihen finanzieller und nichtfinanzieller

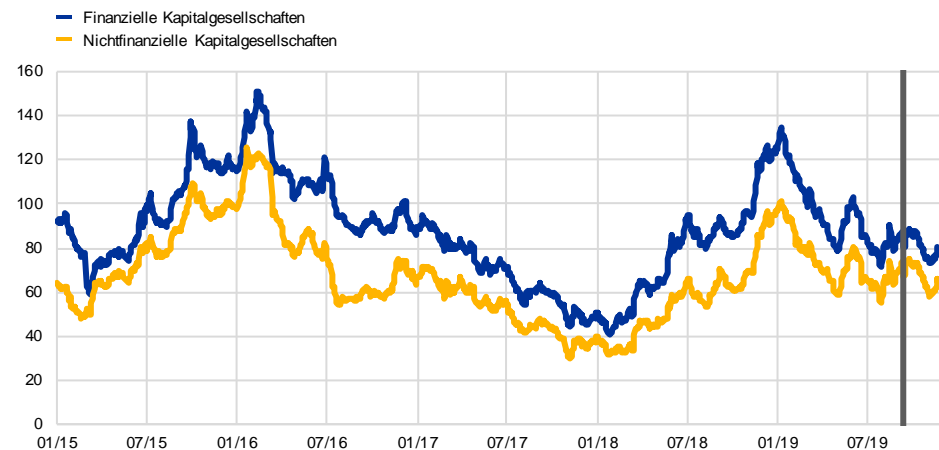
Unternehmen aus dem Euroraum gingen im Berichtszeitraum zurück (siehe

Abbildung 8). Da durch die Verbesserung der globalen Risikostimmung risikoreiche Anlagen generell wieder attraktiver wurden, spiegelte sich das Plus an den Aktienmärkten in einem Rückgang der Renditeabstände von Unternehmensanleihen wider. Bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verkleinerte sich der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz im Berichtszeitraum um 11 Basispunkte auf 61 Basispunkte, bei Anleihen des Finanzsektors sank er um 13 Basispunkte auf 73 Basispunkte. Dies war jedoch nicht auf Veränderungen bei den Fundamentaldaten der Kreditvergabe (die an den Bonitätsbeurteilungen und der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit gemessen werden) zurückzuführen, denn diese blieben weitgehend unverändert. Derzeit liegen die Renditeabstände von Unternehmensanleihen zwar über den Tiefständen von Anfang 2018, aber nach wie vor deutlich unter dem Niveau, das im März 2016 vor der Ankündigung und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) zu beobachten war.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



Quellen: Markt-iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

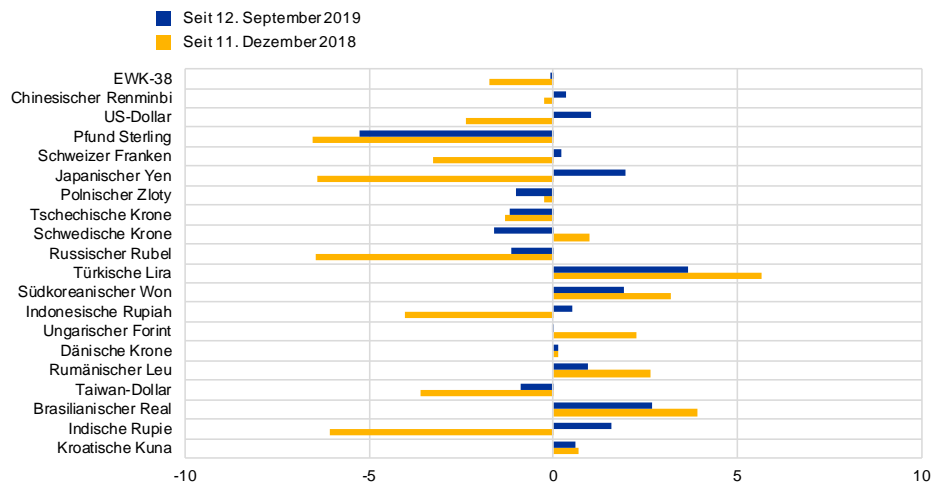
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

An den Devisenmärkten war zu beobachten, dass der Euro in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil blieb, wobei sich einige bilaterale Wechselkurse gegenläufig entwickelten (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, sank im Berichtszeitraum um 0,1 %. Gegenüber mehreren wichtigen Währungen konnte sich die Gemeinschaftswährung behaupten: beispielsweise zum US-Dollar (+1,0 %), zum chinesischen Renminbi (+0,3 %), zum japanischen Yen (+1,9 %) und zum Schweizer Franken (+0,2 %). Auch in Relation zu den Währungen Brasiliens, Indiens und der Türkei gewann der Euro an Wert. Ausgeglichen wurden diese Kursgewinne hauptsächlich durch eine Abwertung des Euro um 5,3 % gegenüber dem Pfund Sterling. Grund hierfür waren Meldungen, dass ein geordneter Brexit wahrscheinlicher werde. An Wert verlor der Euro auch im Verhältnis zur tschechischen Krone (-1,2 %) und zum polnischen Zloty (-1,0 %).

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. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an, eine negative eine Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 11. Dezember 2019.

3 Konjunktorentwicklung

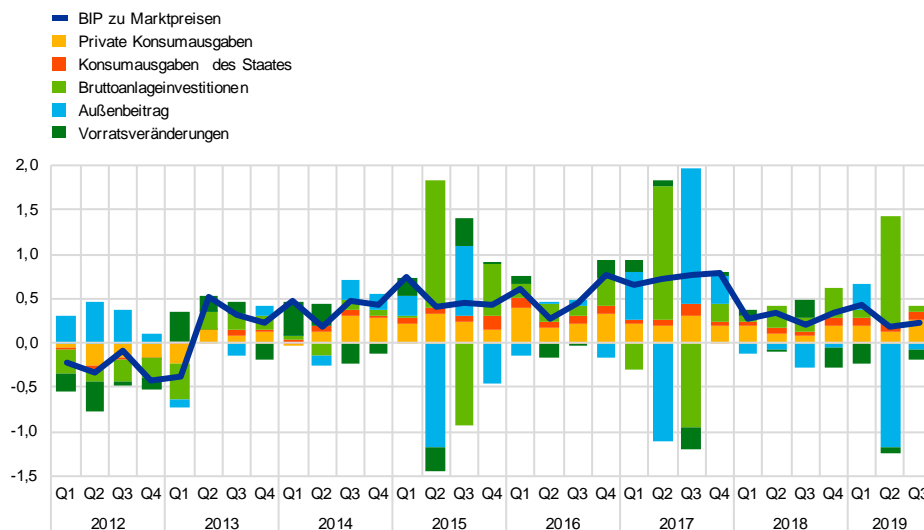
Im dritten Quartal 2019 lag das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im Quartalsvergleich unverändert bei 0,2 %. Getragen wurde die Konjunktur im Euroraum dabei in erster Linie vom privaten Konsum, der den positiven Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage weiterhin stützte. Die Außenwirtschaft bremste hingegen erneut die Dynamik im Eurogebiet, was sich im leicht negativen Außenbeitrag widerspiegelte. Mit Blick auf die nähere Zukunft lassen die aktuellen Daten auf ein moderates Wachstum schließen, wenngleich damit gewisse Abwärtsrisiken verbunden sind. Laut den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2019 wird das jährliche reale BIP im Jahr 2019 um 1,2 %, im Jahr 2020 um 1,1 % und 2021 sowie 2022 um jeweils 1,4 % steigen. Gegenüber den Projektionen vom September 2019 wurde das Wachstum des realen BIP für 2020 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Grund hierfür waren deutliche Abwärtskorrekturen bei der Auslandsnachfrage, die nur teilweise durch eine stärker konjunkturstützende Finanz- und Geldpolitik und eine effektive Abwertung des Euro ausgeglichen wurden.

Das Wachstum im Euroraum setzte sich im dritten Quartal 2019 in moderatem Tempo fort und wurde dabei durch die robuste Binnennachfrage gestützt. Das reale BIP erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2019 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und damit in gleichem Maße wie im zweiten Vierteljahr, während es im ersten Vierteljahr noch um 0,4 % gestiegen war (siehe Abbildung 10). Von der inländischen Nachfrage gingen im dritten Quartal des laufenden Jahres weiterhin positive Wachstumsimpulse aus. Die Vorratsveränderungen leisteten hingegen einen negativen Beitrag. Auch die außenwirtschaftliche Entwicklung wirkte sich nach wie vor wachstumshemmend aus, was sich in einem leicht negativen Außenbeitrag widerspiegelte. Auf der Produktionsseite wurde die Konjunktur im Berichtsquartal vornehmlich durch Zuwächse im Dienstleistungssektor gestützt, und im Baugewerbe war eine Erholung zu beobachten. Die Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) ging indes weiter zurück.

Abbildung 10

Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

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



Quelle: Eurostat.

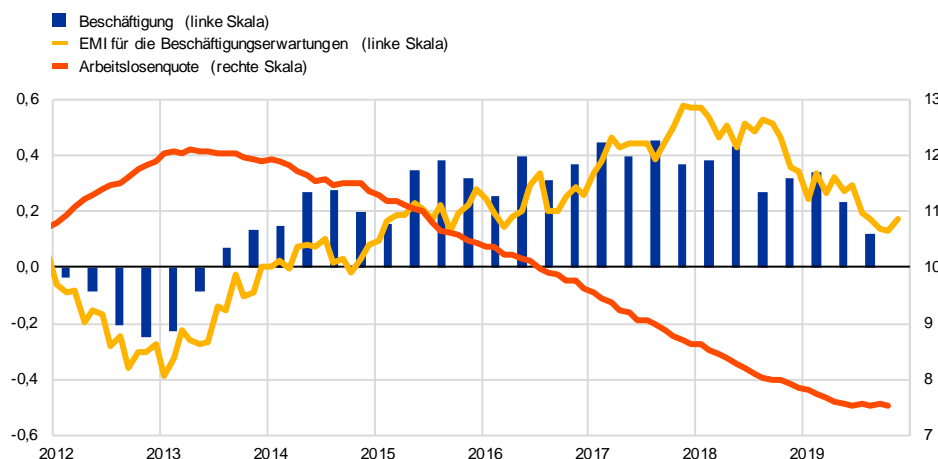
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019. Die starken Schwankungen der Bruttoanlageinvestitionen und des Außenbeitrags in den Jahren 2015, 2017 und 2019 spiegeln spezifische Entwicklungen im Zusammenhang mit Investitionen in immaterielle Vermögenswerte in Irland und den Niederlanden wider.

Die Lage am Arbeitsmarkt verbesserte sich weiter, wenn auch in moderatem Tempo (siehe Abbildung 11). Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal 2019 um 0,1 % zu, nachdem im zweiten Jahresviertel ein Zuwachs von 0,2 % verzeichnet worden war. Das verhaltene Wachstum war über Länder und Sektoren hinweg breit angelegt. Aktuell liegt die Beschäftigung 3,9 % über dem im ersten Quartal 2008 gemessenen Höchststand vor der Krise. Die Arbeitslosenquote belief sich im Berichtsquartal unverändert auf 7,6 %. Im Oktober sank die Quote auf 7,5 % und ist damit weiterhin annähernd so niedrig wie vor der Krise. Die Arbeitsproduktivität je Beschäftigten erhöhte sich im dritten Quartal 2019 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Mit Blick auf die nähere Zukunft deuten die Umfrageindikatoren auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum hin. In Kasten 4 wird anhand einer Hauptkomponentenanalyse dargelegt, dass die Dynamik am Arbeitsmarkt zwar leicht rückläufig, aber nach wie vor hoch ist, was auf kurze Sicht auf eine weitere moderate Verbesserung der Arbeitsmarktlage schließen lässt.

Abbildung 11

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

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex; in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019 (Beschäftigung), November 2019 (EMI) bzw. Oktober 2019 (Arbeitslosenquote).

Die Entwicklung der privaten Konsumausgaben wird nach wie vor von einem höheren Arbeitseinkommen und soliden Bilanzen der privaten Haushalte getragen. Im dritten Quartal 2019 stiegen die privaten Konsumausgaben um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem der Zuwachs im zweiten Jahresviertel etwas geringer ausgefallen war. Die Einzelhandelsumsätze lagen im dritten Quartal durchschnittlich 0,5 % über ihrem Stand vom zweiten Vierteljahr, als sie im Quartalsvergleich um 0,6 % zugenommen hatten. Im Oktober gingen die Umsätze allerdings um 0,6 % gegenüber dem Vormonat zurück. Mittelfristig betrachtet wird die Grunddynamik des privaten Verbrauchs weiterhin durch das zunehmende Arbeitseinkommen gestützt. Darüber hinaus bleibt die anhaltende Stärkung der Bilanzen der privaten Haushalte ein maßgeblicher Faktor für den stetigen Konsumzuwachs.

Die Unternehmensinvestitionen (näherungsweise beziffert anhand der Investitionen außerhalb des Baugewerbes) stiegen im dritten Quartal 2019 geringfügig um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem im zweiten Jahresviertel noch eine kräftige Zunahme aufgrund der Investitionen in geistiges Eigentum in Irland verzeichnet worden war. Die aktuellen Daten deuten auf ein gedämpftes Wachstum der Unternehmensinvestitionen im Eurogebiet hin. Das Vertrauen im Investitionsgütersektor stabilisierte sich im November etwas, wenngleich es im Quartalsdurchschnitt weiter rückläufig war. Grund hierfür war die weltweite Unsicherheit im Verbund mit einer Reihe struktureller Faktoren, wie etwa Umweltvorschriften und der technologische Wandel. Die sinkende Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe sowie geringe Gewinnmargen und Gewinnerwartungen der Unternehmen deuten ebenfalls auf eine verhaltene Investitionsdynamik hin. Positiv anzumerken ist, dass die Unternehmensinvestitionen auch in Zukunft durch günstige Finanzierungsbedingungen gestützt werden.

Die Wohnungsbauinvestitionen erhöhten sich im dritten Quartal 2019 um 0,6 %, nachdem sie im zweiten Jahresviertel nur geringfügig um 0,1 % gestiegen waren.

Gestützt von beiden Teilkomponenten, d. h. den Wohnungsbauinvestitionen und den Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus, wurden auch die Bauinvestitionen im dritten Quartal um 0,3 % ausgeweitet. Trotz der anhaltenden Erholung im Wohnungsbau lassen Konjunktur- und Umfrageindikatoren auf eine divergierende Entwicklung an den Wohnimmobilienmärkten schließen. Einerseits weisen nachfrageseitige Indikatoren, wie verstärkte Absichten der Verbraucher, in neue oder bestehende Immobilien zu investieren, auf eine lebhaftere Dynamik hin. Andererseits deuten angebotsseitige Indikatoren, wie die Produktion im Baugewerbe, die Baugenehmigungen und der von Bauunternehmen gemeldete Arbeitskräftemangel, auf die zunehmend bremsende Wirkung von Produktionsengpässen hin. Die positive, aber nachlassende Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen dürfte sich im vierten Quartal fortsetzen. Im Oktober und November waren die Vertrauensindikatoren, die immer noch über ihren historischen Durchschnittswerten liegen, rückläufig. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Wohnungsbau lag indessen im Schnitt bei 50,7 Punkten, verglichen mit 50,1 Punkten im dritten Jahresviertel.

Das Wachstum der gesamten realen Exporte des Euroraums setzte sich im dritten Vierteljahr 2019 im Quartalsvergleich langsam fort (+0,4 % nach +0,3 % im zweiten Vierteljahr).

Die Warenausfuhr des Eurogebiets erholte sich, während sich die Ausfuhr von Dienstleistungen abschwächte. Die Exporte in das Vereinigte Königreich und in die Türkei normalisierten sich bis zu einem gewissen Grad, während die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten weiter zunahmen und die negative Entwicklung der Exporte in andere Länder (vor allem nach Asien) kompensierten. Der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum fiel mit -0,1 Prozentpunkten leicht negativ aus. Vorlaufindikatoren lassen darauf schließen, dass sich die Handelsbedingungen bei schwacher Dynamik stabilisieren. Die sich weniger negativ entwickelnden Auslandsbestellungen können als frühes Indiz dafür gewertet werden, dass die Talsohle im vierten Quartal durchschritten wird. Die Seetransportindikatoren liefern indes ein uneinheitliches Bild. Die internationalen handelspolitischen Bedingungen wirken sich auch negativ auf die jüngste Handelsentwicklung aus: Die Tatsache, dass das verarbeitende Gewerbe um ein eng verflochtenes regionales Netzwerk organisiert ist, macht den Euroraum für zunehmende protektionistische Maßnahmen besonders anfällig (siehe Kasten 1).

Die aktuellen Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse lassen nach wie vor auf ein moderates Wirtschaftswachstum im Euroraum schließen.

Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) stieg im November über seinen langfristigen Durchschnitt, obwohl der Indikator im Schlussquartal bislang im Quartalsdurchschnitt gesunken ist. Insgesamt lag der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor von Oktober bis November unverändert auf einem Niveau, das auf ein anhaltend moderates Wachstum hindeutet, wenngleich er bis November in quartalsdurchschnittlicher Betrachtung rückläufig war.

Was die künftige Entwicklung angeht, so wird die Expansion im Euroraum weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen getragen.

Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB stützt nach wie vor die Binnen- nachfrage. Fortlaufende Beschäftigungszuwächse, steigende Löhne und die Bilanzverbesserungen der privaten Haushalte sollten den privaten Konsumausgaben weiterhin förderlich sein. Zugleich dürfte der anhaltende – wenn auch etwas schwächere – weltweite Konjunkturaufschwung das Wachstum stützen.

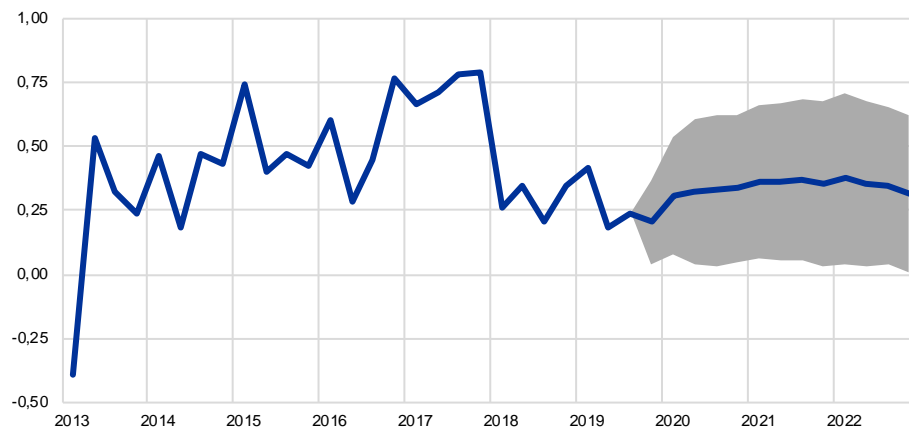
Laut den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2019 wird das jährliche reale BIP 2019 um 1,2 %, 2020 um 1,1 % und 2021 sowie 2022 um jeweils 1,4 % steigen (siehe Abbildung 12).

Gegenüber den Projektionen vom September 2019 wurde das Wachstum des realen BIP für 2020 geringfügig um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Grund hierfür waren Abwärtskorrekturen bei der Auslandsnachfrage, die nur teilweise durch eine stärker konjunkturstützende Finanz- und Geldpolitik und eine effektive Abwertung des Euro ausgeglichen wurden. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets, die mit geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften zusammenhängen, sind nach wie vor abwärtsgerichtet, haben sich aber etwas abgeschwächt.

Abbildung 12

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2019, veröffentlicht am 12. Dezember 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 Bereinigung um außergewöhnliche Ereignisse beinhaltet, wird in der EZB-Publikation [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) vom Dezember 2009 dargelegt, die auf der Website der EZB abrufbar ist.

4 Preise und Kosten

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet stieg der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 0,7 % im Oktober 2019 auf 1,0 % im November, was in erster Linie einem stärkeren Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Nahrungsmitteln geschuldet war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation in den nächsten Monaten leicht steigen. Die Indikatoren der Inflationserwartungen liegen auf niedrigem Niveau. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben sich insgesamt weiterhin verhalten entwickelt. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass sie im Einklang mit den bisherigen Erwartungen leicht ansteigen. Obwohl sich der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten verstärkt hat, verzögert die schwächere Wachstumsdynamik das Durchwirken auf die Inflation. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Wirtschaftswachstum und dem robusten Lohnzuwachs dürfte sich die Inflation auf mittlere Sicht erhöhen. Diese Einschätzung spiegelt sich auch weitgehend in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2019 wider. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,1 %, 2021 auf 1,4 % und 2022 auf 1,6 % belaufen. Gegenüber den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 wurde der Ausblick für die HVPI-Inflation für 2020 leicht nach oben und für 2021 leicht nach unten korrigiert, was hauptsächlich auf die erwartete Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen ist. Die jährliche HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2019 bei 1,0 %, 2020 bei 1,3 %, 2021 bei 1,4 % und 2022 bei 1,6 % liegen.

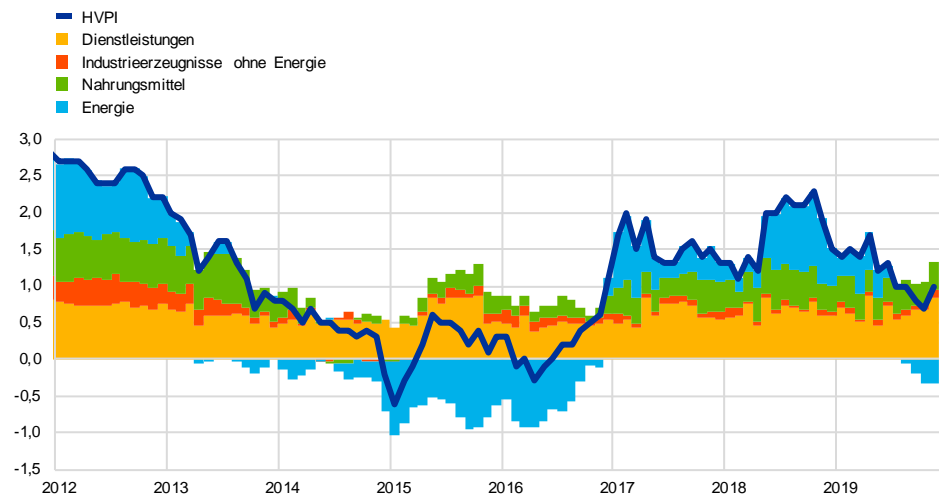
Die Teuerungsrate nach dem HVPI ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge von 0,7 % im Oktober auf 1,0 % im November gestiegen.

Zurückzuführen war dies vornehmlich auf einen höheren Preisauftrieb bei Dienstleistungen und Nahrungsmitteln sowie, in geringerem Maße, bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie. Dadurch wurde der erneute leichte Inflationsrückgang bei Energie mehr als ausgeglichen.

Abbildung 13

Beiträge der Komponenten zur HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 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 nach wie vor insgesamt verhalten. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel stieg weiter an, und zwar von 1,0 % im September und 1,1 % im Oktober auf 1,3 % im November. Darin kam auch die nachlassende Wirkung abwärtsgerichteter Effekte zum Ausdruck, die sich aufgrund methodischer Änderungen ergeben hatten.⁶ Alternative Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, die tendenziell weniger schwankungsanfällig sind als die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel, waren über die letzten Quartale hinweg recht stabil (die verfügbaren Daten reichen lediglich bis Oktober 2019, siehe Abbildung 14). Ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung gerechnet lag die HVPI-Inflation im Oktober bei 1,1 % und führte damit ihren sehr langsamen Aufwärtstrend fort, der Anfang 2017 eingesetzt hatte. Andere Maße der zugrunde liegenden Inflation, einschließlich der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (PCCI) und des Supercore-Indikators,⁷ deuten auf eine Fortsetzung der breit angelegten Seitwärtsbewegung hin, die bereits seit mehreren Quartalen zu beobachten ist.

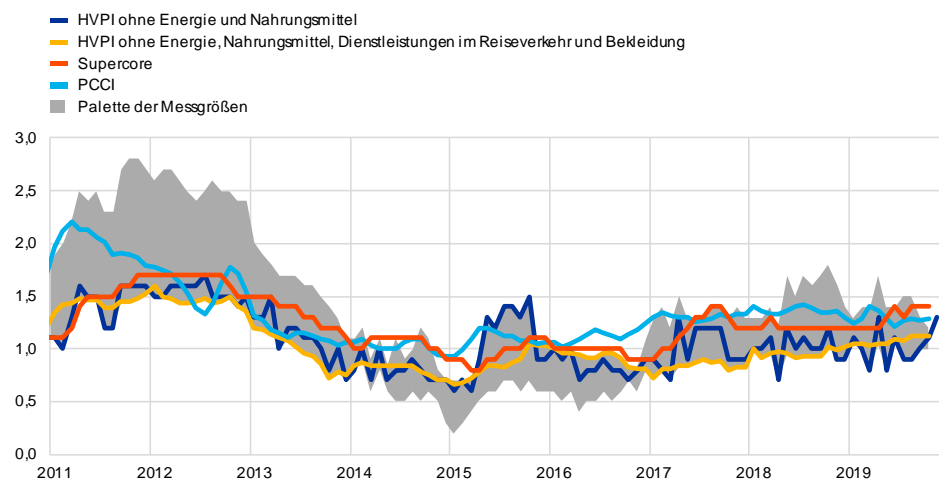
⁶ Änderungen bei der statistischen Erfassung von Pauschalreisen in Deutschland übten einen sich nun abschwächenden Abwärtseffekt auf den Preisauftrieb bei Dienstleistungen und den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum aus. Siehe hierzu Deutsche Bundesbank, Zum dämpfenden Sondereffekt beim HVPI im Juli 2019, in: [Konjunktur in Deutschland](#), Monatsbericht August 2019, S. 59-61.

⁷ Siehe hierzu auch EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 2 und Kasten 3, 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 November 2019 (Vorausschätzung) und für alle übrigen Indikatoren auf Oktober 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).

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

Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel, die als Indikator für den Preisdruck auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette dient, lag im Oktober wie bereits seit Juli unverändert bei 0,8 % gegenüber dem Vorjahr und damit über ihrem historischen Durchschnitt. Die Jahresänderungsrate der Importpreise war rückläufig und verringerte sich von 0,9 % im September auf 0,5 % im Oktober. Die Indikatoren für den Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette schwächten sich leicht ab. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter betrug im Oktober -1,0 % nach -0,7 % im September, und die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter belief sich im Oktober auf -0,5 % gegenüber 0,4 % im Vormonat. Der erneute leichte Rückgang der globalen Teuerung auf der Erzeugerebene (ohne Energie) von 1,2 % im September auf 1,1 % im Oktober deutet auf einen nachlassenden externen Preisdruck hin.

Das Lohnwachstum entwickelt sich weiterhin robust. Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer belief sich im dritten Quartal 2019 auf 2,1 %. Sie verringerte sich damit geringfügig gegenüber den im zweiten und ersten Jahresviertel verzeichneten Werten von 2,2 % bzw. 2,3 % (siehe Abbildung 15). Beeinflusst wurden die Daten für 2019 durch eine signifikante Abnahme der Sozialbeiträge in Frankreich.⁸ Die Jahreswachstumsrate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer, bei denen die Sozialbeiträge nicht berücksichtigt werden, lag im dritten Quartal bei 2,5 % und damit auf demselben Niveau wie im zweiten Quartal.

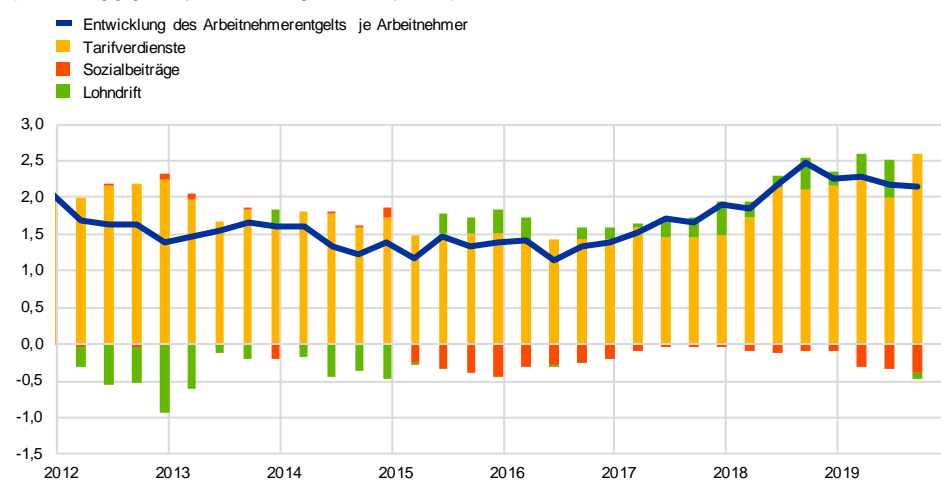
⁸ Siehe auch Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Im ersten Vierteljahr hatte sie 2,6 % und im Durchschnitt des Vorjahres 2,3 % betragen. Die Jahresänderungsrate der Tarifverdienste im Euroraum erhöhte sich von 2,0 % im zweiten auf 2,6 % im dritten Quartal 2019. Dieser Anstieg war im Wesentlichen auf Einmalzahlungen im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland zurückzuführen. Aus der Gesamtbetrachtung der verschiedenen Indikatoren ohne Berücksichtigung temporärer Faktoren geht hervor, dass das Lohnwachstum seit Mitte 2018 etwa auf dem Stand des historischen Durchschnitts oder leicht darüber liegt und sich damit weitgehend seitwärts entwickelt hat.

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 dritte Quartal 2019.

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

Die marktbasieren Messgrößen der Inflationserwartungen entwickelten sich im gesamten Berichtszeitraum nach wie vor weitgehend stabil und bewegten sich knapp über dem neuen historischen Tiefstand von Anfang Oktober 2019. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 11. Dezember 2019 bei 1,25 % und damit in etwa auf dem Stand zum Zeitpunkt der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im September. Dennoch war die marktbasierte Wahrscheinlichkeit einer Deflation nach wie vor gering. Dies markierte einen Wendepunkt für den 2019 verzeichneten Aufwärtstrend. Insgesamt deutet das zukunftsgerichtete Profil der marktbasieren Indikatoren der Inflationserwartungen weiterhin auf eine länger andauernde Phase niedriger Inflationsraten hin. Auch die umfragebasierten langfristigen Inflationserwartungen befinden sich auf einem Rekordtief. Dies geht aus dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2019 sowie den von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer im November veröffentlichten Daten hervor.

Abbildung 16

Marktbasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

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

Die Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 davon aus, dass die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht ansteigt.

Auf Grundlage der Ende November vorliegenden Daten wird erwartet, dass sich die durchschnittliche am HVPI gemessene Gesamtinflation 2019 auf 1,2 %, 2020 auf 1,1 %, 2021 auf 1,4 % und 2022 auf 1,6 % belaufen wird; in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2019 wurden für die Jahre 2019, 2020 und 2021 Werte von 1,2 %, 1,0 % bzw. 1,5 % prognostiziert (siehe Abbildung 17). Die Revisionen ergeben sich in erster Linie aus der erwarteten Entwicklung der Energiepreise, die für 2020 nach oben, für 2021 aber nach unten korrigiert wurde. Bedingt war dies durch den kurzfristigen Anstieg der Ölpreise und die etwas stärker abwärtsgerichtete Terminpreiskurve für Öl. Nach einer moderaten Zunahme bis Ende 2019 dürfte sich die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im Jahr 2020 auf einem Niveau von 1,3 % seitwärts bewegen und 2021 auf 1,4 % und 2022 auf 1,6 % steigen. Der Aufwärtstrend der am HVPI gemessenen Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Erwartungen zufolge durch eine wirtschaftliche Belebung, ein relativ robustes Lohnwachstum vor dem Hintergrund der angespannten Arbeitsmarktlage und eine Erholung der Gewinnmargen angesichts der wieder anziehenden Konjunktur gestützt, wozu unter anderem die im September 2019 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB beitragen dürften. Ferner wird davon ausgegangen, dass Preissteigerungen bei Rohstoffen ohne Energie der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel einen gewissen Auftrieb verleihen werden.

Abbildung 17

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), veröffentlicht am 12. Dezember 2019 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2022 (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. Stichtag für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der 27. November 2019.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

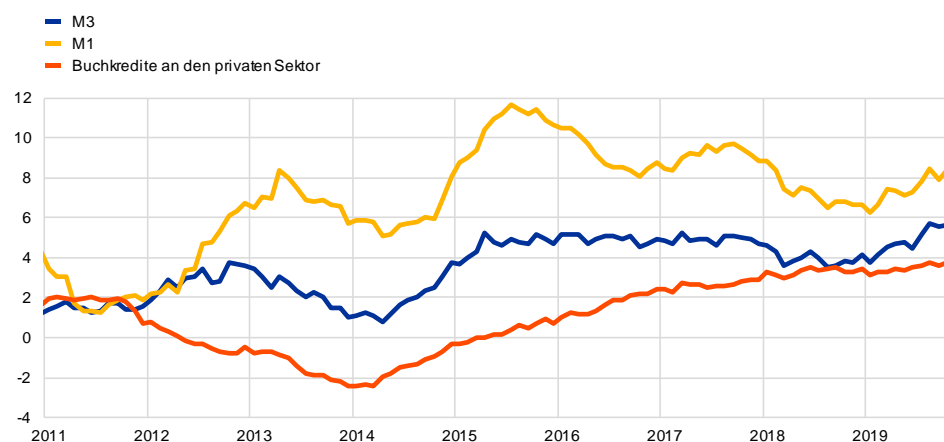
Im Oktober 2019 blieb das Jahreswachstum der weit gefassten Geldmenge M3 robust, und die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor erholte sich sukzessive weiter. Das stabile Wachstum von M3 spiegelte hauptsächlich die sehr geringen Opportunitätskosten der Geldhaltung wider. Günstige Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken stützten nach wie vor die Darlehensvergabe und damit auch das Wirtschaftswachstum. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich im dritten Quartal 2019, nachdem bereits im Quartal zuvor ein solides Ergebnis erzielt worden war. Die Bedingungen an den Anleihemärkten fördern weiterhin die Begebung von Schuldverschreibungen.

Die weit gefasste Geldmenge verzeichnete im Oktober ein robustes Wachstum.

Die Jahreswachstumsrate von M3 war im Oktober mit 5,6 % unverändert (siehe Abbildung 18). Sie lag damit leicht über der Rate von 5 %, die im Zeitraum von 2015 bis 2018 verzeichnet worden war, als noch Vermögenswerte im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworben wurden. Die sehr niedrigen Opportunitätskosten der Haltung monetärer Instrumente stützten das M3-Wachstum. Das schwächere Wirtschaftswachstum wirkte sich hingegen hemmend darauf aus. Die Zinskonstellation beeinflusst auch die Zusammensetzung von M3, da sie Anreize für eine Konzentration auf die liquidesten Instrumente schafft. Wie in vorangegangenen Quartalen wurde das Wachstum der Geldmenge M3 daher weiterhin vom eng gefassten Geldmengenaggregat M1 angetrieben, das sich aus den täglich fälligen Einlagen und dem Bargeldumlauf zusammensetzt. Die Jahreswachstumsrate von M1 erhöhte sich von 7,8 % im September auf 8,4 % im Oktober, 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.

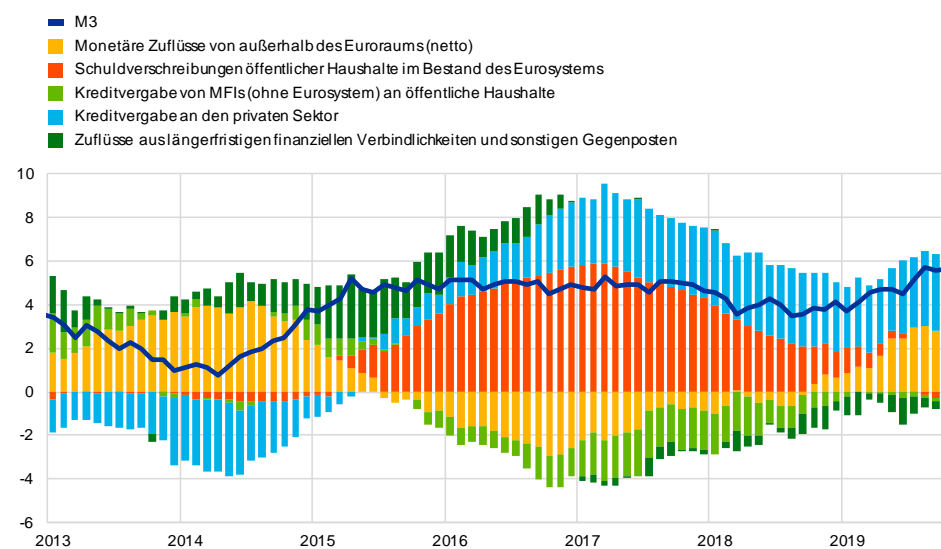
Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019.

Die täglich fälligen Einlagen leisteten nach wie vor den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum. Die jährliche Zuwachsrate der täglich fälligen Einlagen erhöhte sich im Oktober weiter auf 9,0 %, verglichen mit 8,5 % im September. Die stabile Entwicklung des Bargeldumlaufs deutet nicht darauf hin, dass angesichts des negativen Zinsumfelds verstärkt Einlagen durch Bargeld ersetzt werden. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen (M2 - M1) wirkten sich im Oktober begünstigend auf das M3-Wachstum aus, was in erster Linie einem kräftigeren Wachstum der Spareinlagen zu verdanken war. Indes war der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2) zum weit gefassten Geldmengenaggregat infolge der relativ niedrigen Verzinsung dieser Instrumente weiterhin leicht negativ.

Auch im Oktober war die Kreditvergabe an den privaten Sektor der wichtigste Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor leistete einen erheblichen Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 19). Die Beschleunigung des M3-Wachstums seit Anfang 2019 ist allerdings überwiegend auf die Entwicklung der monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums zurückzuführen (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 19). Diese Entwicklung spiegelt ein größeres Interesse ausländischer Anleger an Vermögenswerten des Eurogebiets wider. Aufgrund der Beendigung der Nettoankäufe im Rahmen des APP zum Jahresende 2018 trugen die Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte im Bestand des Eurosystems indes nur unwesentlich zum M3-Wachstum bei (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 19). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten wirkten sich weiterhin geringfügig negativ aus (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 19).

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 Oktober 2019.

Die jährliche Zuwachsrate der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor nahm leicht zu, wodurch sich ihre allmähliche Erholung festigte.

Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor stieg im Oktober geringfügig auf 3,7 %, verglichen mit 3,6 % im September (siehe Abbildung 18). Grund hierfür war im Wesentlichen, dass sich die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften von 3,6 % im September auf 3,8 % im Oktober erhöhte. Die Stabilisierung dieser Rate auf einem Niveau von rund 4 %, die seit Mitte 2018 zu verzeichnen ist, verfestigte sich damit weiter. Die Kreditgewährung an Unternehmen des Dienstleistungssektors (einschließlich Grundstücks- und Wohnungswesen) trägt am meisten zum Wachstum der Kreditvergabe an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften bei. Das Jahreswachstum der Buchkreditvergabe an private Haushalte setzte seinen allmählichen Aufwärtstrend fort; Triebfeder waren vor allem die günstigen Kreditvergabebedingungen und die positive Entwicklung am Wohnimmobilienmarkt. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich leicht von 3,4 % im September auf 3,5 % im Oktober. Das Wachstum der Buchkredite an Unternehmen und Privathaushalte ist im Ländervergleich weiterhin sehr unterschiedlich (siehe Abbildung 20). Gründe hierfür sind unter anderem ein im Zeitverlauf divergierendes Wirtschaftswachstum sowie nationale Unterschiede bei der Verfügbarkeit anderer Finanzierungsquellen und der Höhe der Verschuldung von Privathaushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie bei den Immobilienpreisen.

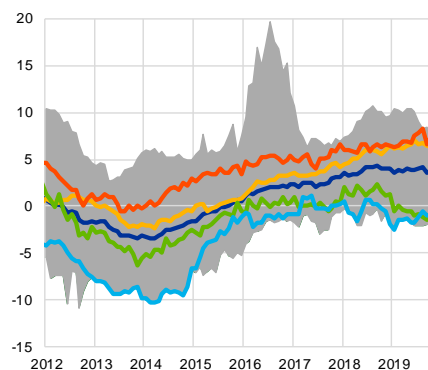
Abbildung 20

MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

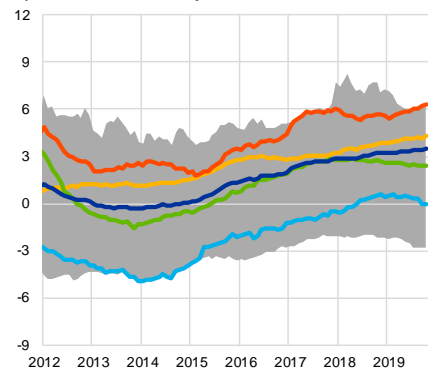
(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien
- Bandbreite der nationalen Daten

a) MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) MFI-Buchkredite an private Haushalte



Quelle: EZB.

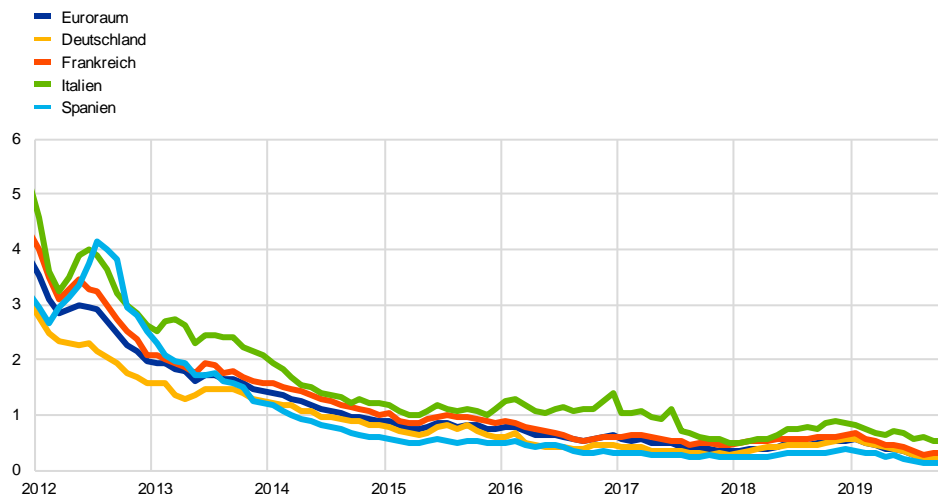
Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Bandbreite der nationalen Daten gibt die Spanne zwischen dem Minimum und dem Maximum einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019.

Die Banken konnten sich weiterhin günstig über Fremdmittel refinanzieren. Der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum war seit Anfang 2019 im Einklang mit den Marktsätzen rückläufig und blieb auch im dritten Quartal 2019 sehr niedrig (siehe Abbildung 21). Darin spiegelt sich ein deutlicher Abwärtstrend bei den Bankanleiherenditen wider, wobei sich jedoch die Anleiherenditen insgesamt seit September aufgrund eines breiter angelegten Anstiegs der risikofreien Zinssätze leicht erholt haben. Zugleich sanken die Einlagenzinsen der Banken im Euro-Währungsgebiet im Oktober auf neue historische Tiefstände. Die Fremdfinanzierungskosten der Banken entwickelten sich in den größten Euro-Ländern weitgehend synchron, worin sich die geldpolitischen Maßnahmen der EZB widerspiegelten. Dennoch war die Höhe dieser Kosten weiterhin von Land zu Land unterschiedlich. Laut der im Oktober 2019 durchgeführten Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft rechnen die Banken im Eurogebiet damit, dass es durch die Wiederaufnahme der Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP zu einer weiteren Lockerung der Finanzierungsbedingungen am Markt und dadurch zu einer weiteren Verbesserung der Finanzierungssituation kommt. Außerdem meldeten die Banken steigende Kreditvolumen. Diese wirken dem Abwärtsdruck auf die Differenz zwischen Kredit- und Einlagenzinsen entgegen, der die Ertragskraft der Banken schmälert. Der Gesamteffekt dieser gegenläufigen Entwicklungen auf das Zinsergebnis (als Produkt aus Margen und Kreditvolumen) war leicht positiv. Allerdings ist die Ertragslage der Banken im internationalen und historischen Vergleich immer noch schwach, auch wenn sie Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt haben (etwa durch den Abbau der Bestände an notleidenden Krediten). Dies kann ihre Fähigkeit zur Intermediation und Transmission geldpolitischer Signale beeinträchtigen. Deshalb sind einige der zuletzt beschlossenen geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB – darunter die GLRG III und das zweistufige System für die Verzinsung von Reserveguthaben – darauf ausgelegt, die bankbasierte Intermediation zu stärken.

Abbildung 21

Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken

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



Quellen: EZB, Markt iBoxx und EZB-Berechnungen.

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

Die günstigen Kreditzinsen tragen weiterhin zur Unterstützung des

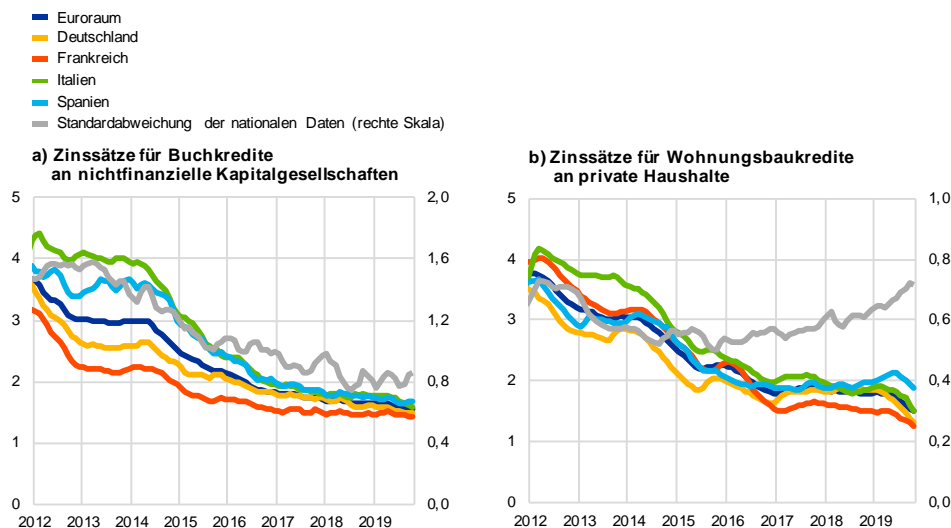
Wirtschaftswachstums im Eurogebiet bei. Der gewichtete Zinssatz für

Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hat sich in den vergangenen Monaten kaum verändert; dies entspricht der Entwicklung der Referenzzinssätze am Markt. Die entsprechenden Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte sind indes weiter gesunken. Im Oktober 2019 lag der gewichtete Zinssatz für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bei 1,56 % und damit nur leicht über seinem historischen Tiefstand, während der gewichtete Zinssatz für Wohnungsbaukredite mit 1,44 % ein neues Rekordtief erreichte (siehe Abbildung 22). Gedämpft wurden die Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Privathaushalte durch den Wettbewerbsdruck und die günstigeren Refinanzierungskosten der Banken. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Kreditzinsen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte insgesamt deutlich nachgegeben. In der Zeit von Mai 2014 bis Oktober 2019 sanken sie um rund 140 bzw. 150 Basispunkte.

Abbildung 22

Gewichtete Kreditzinsen in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von 12 Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019.

Die jährlichen Ströme von Außenfinanzierungsmitteln an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum waren auch im dritten Quartal 2019 solide.

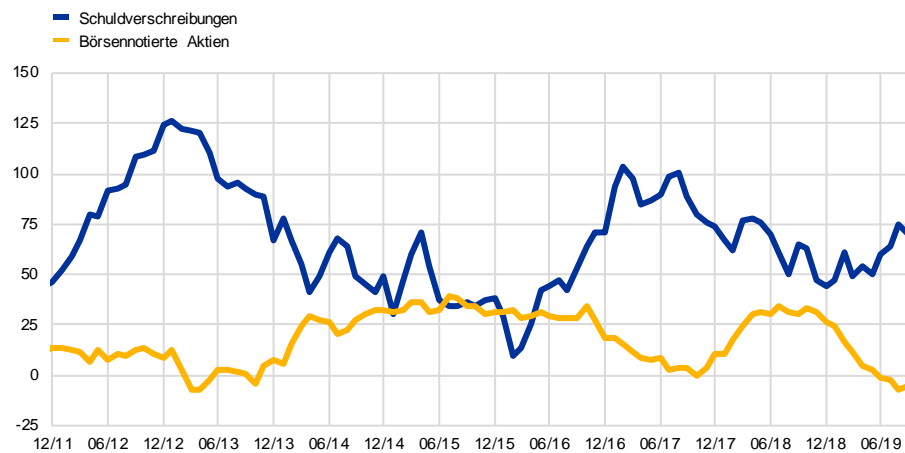
Dank der gegenwärtig günstigen Finanzierungsverhältnisse haben die Fremdfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften der aktuellen Konjunkturschwäche bislang recht gut standgehalten. In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln ([Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE](#)) meldeten die kleinen und mittleren Unternehmen im Eurogebiet – die sehr auf die Finanzierung durch Banken angewiesen sind – eine anhaltende Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe. Die Außenfinanzierung der Unternehmen wurde durch die niedrigen und weiter sinkenden Kosten von Finanzierungsinstrumenten gestützt und nahm im dritten Quartal 2019 geringfügig zu. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich im dritten Quartal 2019; damit liegt das Emissionsvolumen im bisherigen Jahresverlauf in der Nähe der bisherigen Rekordwerte. Hintergrund dieser Entwicklung waren eine allmähliche Erholung der Gesamtkreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (einschließlich MFI-Krediten) und eine weitere Verbesserung der Bedingungen für die Finanzierung über Unternehmensanleihen, die sich stärker verbesserten als die Konditionen für die Aufnahme von Bankkrediten. Eine mittelfristige Betrachtung zeigt, dass die jährlichen Nettoströme an Schuldverschreibungen im September durch die Erholung der Emissionstätigkeit im Jahr 2019 wieder auf das Niveau vom Frühjahr 2018 anstiegen. Sie lagen damit deutlich über den Tiefständen vom Dezember 2018 (siehe Abbildung 23). Die Nettoemission börsennotierter Aktien fiel im September positiv aus, blieb aber im dritten Quartal 2019 insgesamt negativ. Hierfür waren sowohl geringe Fusions- und Übernahmehandlungen als auch eine Zunahme der Eigenfinanzierungskosten verantwortlich. Aktuelle Marktdaten zufolge entwickelte

sich der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen auch im Oktober und November 2019 robust. Bestimmt wurde die Entwicklung weiterhin von Emittenten mit Investment-Grade-Rating, doch nahm die Emissionstätigkeit auch im Hochzinsbereich zu.

Abbildung 23

Nettoemission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum

(jährliche Ströme in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Monatswerte basieren auf einem rollierenden Zwölfmonatszeitraum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2019.

Die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lagen im September in der Nähe ihres historischen Tiefstands vom April 2019. So

beliefen sich die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) im September auf 4,6 %. Damit lagen sie 9 Basispunkte über dem historischen Tiefstand vom April, waren aber immer noch sehr günstig. Bis Ende November blieben die Gesamtfinanzierungskosten den Schätzungen zufolge weitgehend unverändert auf dem Niveau vom September. Dahinter verbergen sich etwas niedrigere Eigenkapitalkosten, die durch marginal höhere Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung ausgeglichen wurden. Die niedrigeren geschätzten Eigenkapitalkosten waren hauptsächlich durch sinkende Aktienrisikoprämien bedingt, die ihrerseits auf eine Verbesserung der globalen Risikostimmung zurückzuführen waren. Die etwas höheren Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung waren einer Zunahme der risikofreien Zinssätze geschuldet, während sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Das öffentliche Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet dürfte im Zeitraum 2019-2021 stetig steigen; ausschlaggebend hierfür werden niedrigere Primärüberschüsse sein. Diese ergeben sich vor allem daraus, dass die Finanzpolitik den Projektionen zufolge expansiv ausgerichtet sein und somit die Konjunktur stützen dürfte. Die öffentliche Schuldenquote im Eurogebiet wird aufgrund eines günstigen Zins-Wachstums-Differenzials und positiver – wenngleich sinkender – Primärsalden weiter zurückgehen. Gleichwohl ist der Schuldenstand in einigen Ländern nach wie vor hoch. Dort müssen die Regierungen eine umsichtige Politik verfolgen und die Zielvorgaben für den strukturellen Finanzierungssaldo erfüllen; dies wird zur Schaffung eines Umfelds beitragen, in dem die automatischen Stabilisatoren frei wirken können. Angesichts der eingetrübten Konjunkturaussichten sollten die Regierungen von Staaten mit Haushaltsspielräumen bereit sein, zeitnah wirksame Maßnahmen zu ergreifen.

Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum wird den Projektionen zufolge im Zeitraum 2019-2021 stetig sinken und sich 2022 stabilisieren.⁹In

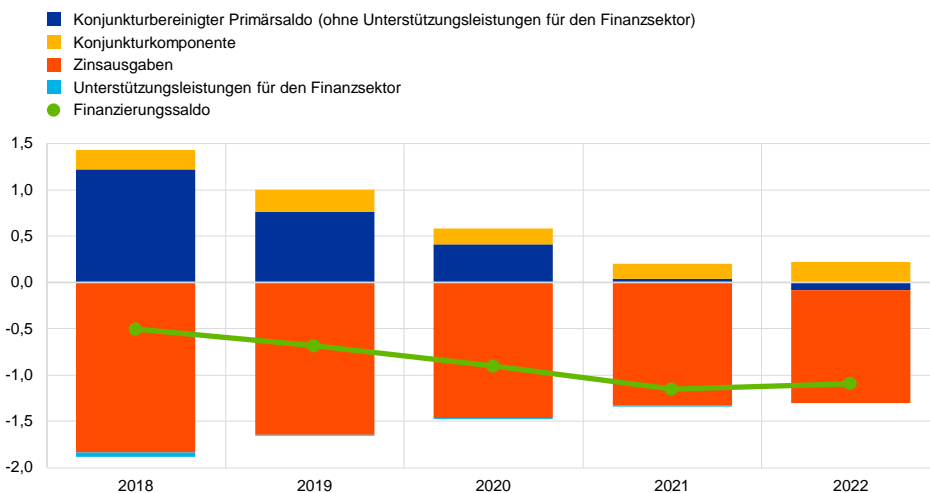
ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 gehen die Experten des Eurosystems von einem Anstieg der Defizitquote im Euroraum von 0,5 % im Jahr 2018 auf 0,7 % im Jahr 2019 aus. Dabei wird sich das Haushaltsdefizit 2020 und 2021 ausweiten und danach bei 1,1 % des BIP einpendeln (siehe Abbildung 24). Der Finanzierungssaldo dürfte im Zeitraum 2019-2021 hauptsächlich aufgrund eines niedrigeren konjunkturbereinigten Primärsaldos zurückgehen. Diese Entwicklung wird teilweise durch geringere Zinsausgaben kompensiert, während die Konjunkturkomponente im Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleiben wird.

⁹ Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2019.

Abbildung 24

Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Dezember 2019.
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

Die Haushaltsaussichten für den Zeitraum 2020-2021 im Eurogebiet lassen auf eine etwas stärker konjunkturstützende Finanzpolitik schließen, als dies in den Projektionen der EZB vom September 2019 der Fall war. Der Finanzierungssaldo wird für das Jahr 2019 leicht nach oben revidiert und in den beiden darauffolgenden Jahren aufgrund einer zusätzlichen finanzpolitischen Lockerung gesenkt. Die Projektionen zur Konjunkturkomponente und den Zinsausgaben blieben indes weitgehend unverändert.

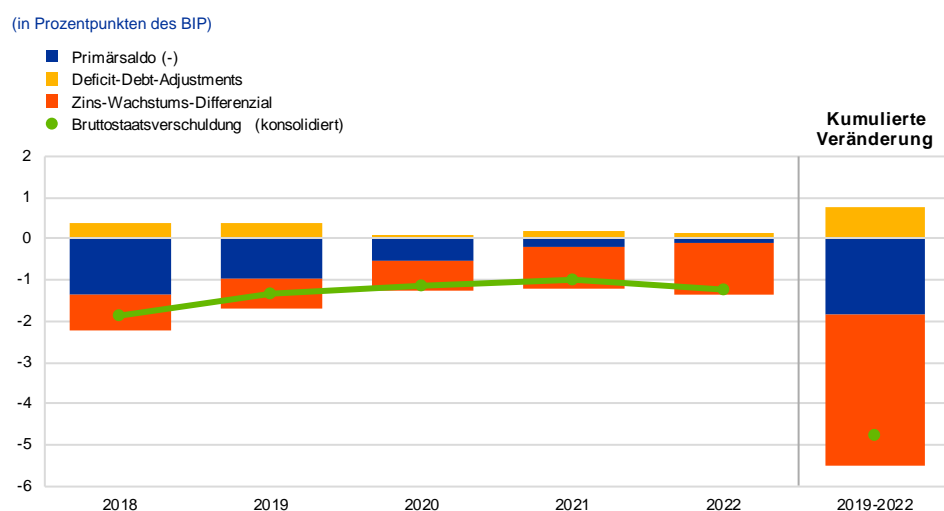
Für den Zeitraum 2019-2021 wird ein expansiver, für 2022 dagegen ein weitgehend neutraler fiskalischer Kurs im Euroraum projiziert.¹⁰ Die Experten des Eurosystems rechnen in ihren Projektionen für 2019 mit einer Lockerung des fiskalischen Kurses. Dieser dürfte auch in den Jahren 2020-2021 expansiv bleiben und somit die Konjunktur stützen. Zurückzuführen ist dies vor allem auf eine Senkung der direkten Steuern in Frankreich und den Niederlanden, eine Erhöhung der Transferleistungen und öffentlichen Investitionen in Italien und Deutschland sowie auf einen Anstieg der Konsumausgaben des Staates in Deutschland, den Niederlanden und Spanien. Für 2022 wird ein weitgehend neutraler fiskalischer Kurs erwartet. In Frankreich dürfte es zu einer weiteren, jedoch begrenzten Senkung der direkten Steuern kommen, und in Deutschland und Spanien dürften die öffentlichen Ausgaben nochmals steigen.

¹⁰ 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.

Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum dürfte weiter sinken. So erwarten die Experten des Eurosystems in ihren aktuellen Projektionen, dass sich der öffentliche Schuldenstand von 85,8 % des BIP im Jahr 2018¹¹ auf 81,1 % des BIP im Jahr 2022 verringern wird. Dieser Rückgang wird durch ein günstiges Zins-Wachstums-Differenzial¹² sowie Primärüberschüsse gestützt, wenngleich Letztere rückläufig sind (siehe Abbildung 25). Die Schuldenquote dürfte insgesamt geringfügig höher ausfallen, als in den Projektionen vom September 2019 erwartet. Grund hierfür sind Aufwärtskorrekturen von Vergangenheitsdaten (2018: 0,5 % des BIP), niedrigere Projektionen zu den Primärüberschüssen sowie ein weniger günstiges Zins-Wachstums-Differenzial (jeweils im Zeitraum 2020-2021).

Abbildung 25

Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Dezember 2019.
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

Wenngleich die Schuldenquote während des Projektionszeitraums in den meisten Euro-Ländern zurückgehen dürfte, wird sie in einigen dieser Staaten nach wie vor deutlich über dem Referenzwert von 60 % liegen. Die Regierungen der hoch verschuldeten Länder müssen eine umsichtige Politik verfolgen und die Zielvorgaben für den strukturellen Finanzierungssaldo erfüllen, damit ein Umfeld entsteht, in dem die automatischen Stabilisatoren frei wirken können. Sind Haushaltsspielräume vorhanden, sollten die Regierungen angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten und der nach wie vor ausgeprägten Abwärtsrisiken bereit sein, zeitnah wirksame Maßnahmen zu ergreifen. Gleichzeitig sollten alle Länder ihre Anstrengungen verstärken, die öffentlichen Finanzen wachstumsfreundlicher auszugestalten.

¹¹ Da in den Projektionen üblicherweise die jüngsten Datenrevisionen berücksichtigt werden, können sich Abweichungen gegenüber den aktuellen validierten Angaben von Eurostat ergeben.

¹² Siehe hierzu EZB, [Zins-Wachstums-Differenzial und Entwicklung der Staatsverschuldung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019.

Kästen

1 Die Auswirkungen von Zollerhöhungen im Kontext globaler Wertschöpfungsketten

Philipp Meinen

Vor dem Hintergrund des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China stellen globale Wertschöpfungsketten einen potenziellen Faktor dar, der die Auswirkungen von Zollerhöhungen auf die Wirtschaftstätigkeit verschärfen könnte. In einer globalisierten Welt mit internationalen Lieferketten kann eine Anhebung von Zöllen erhebliche negative Folgen für die konjunkturelle Entwicklung haben. Die globalen Beschaffungsaktivitäten der Unternehmen bedeuten allgemein, dass höhere Zölle, die für gewöhnlich dem Schutz einer inländischen Industrie dienen, die Vorleistungskosten der Produzenten im jeweiligen Land unter Umständen steigen lassen. Die Auswirkungen höherer Zölle können durch globale Wertschöpfungsketten noch verstärkt werden. Dies gilt insbesondere für mehrstufige Produktionsprozesse, bei denen die Waren eine Abfolge von vorgelagerten bis hin zu nachgelagerten Produktionsschritten nacheinander durchlaufen und in jeder Phase ein Mehrwert entsteht.¹ Im vorliegenden Kasten wird gezeigt, dass sich Zölle vor dem Hintergrund globaler Beschaffungen und internationaler Wertschöpfungsketten nachteilig auf die Wirtschaftstätigkeit auswirken.

Der Handel über globale Wertschöpfungsketten (d. h. der Güterverkehr, der mindestens zwei internationale Grenzen überschreitet) nahm in den zehn Jahren vor der Finanzkrise gemessen am gesamten Handel zu, blieb dann konstant und ging in den letzten Jahren, für die Daten vorliegen, zurück (siehe Abbildung A).² Der Handel über globale Wertschöpfungsketten lässt sich in sogenannte Rückwärts- und Vorwärtsverflechtungen unterteilen. Letztere beziehen sich auf die Wertschöpfungsexporte eines Landes, die nicht durch die Endnachfrage der direkten Handelspartner dieses Landes absorbiert werden, sondern (normalerweise nach weiterer Verarbeitung) auf Drittmärkte weiter exportiert werden. Rückwärtsverflechtungen im Handel beinhalten hingegen den ausländischen

¹ Diese sequenziell organisierten Wertschöpfungsketten werden auch als „Schlangen“ bezeichnet. Im Gegensatz dazu werden Lieferketten manchmal „Spinnen“ genannt, bei denen mehrere Glieder (d. h. Teile) zusammengefügt werden und dann – ohne feste Abfolge – einen Körper (d. h. ein Produkt) bilden. Siehe R. Baldwin und A. J. Venables, Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy, Journal of International Economics, 90, Elsevier, Amsterdam, 2013, S. 245-254.

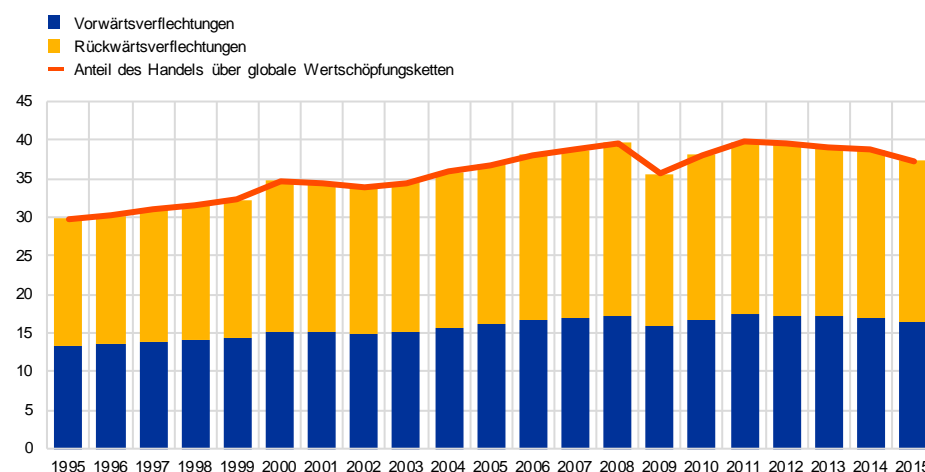
² Beim Handel über globale Wertschöpfungsketten werden die Handelsgüter somit mindestens einmal reexportiert, bevor sie durch die Endnachfrage absorbiert werden (Borin und Mancini, 2019). Diese Handelsströme lassen sich auf der Grundlage von länderübergreifenden Input-Output-Tabellen berechnen. Die in diesem Kasten verwendeten Tabellen stammen von der OECD. Der Umfang des Handels über globale Wertschöpfungsketten kann zwar je nach Herkunft der jeweiligen Tabellen variieren (z. B. OECD-Daten im Vergleich zu globalen Input-Output-Tabellen), doch fällt die dargestellte Entwicklung im Zeitverlauf meist recht ähnlich aus (siehe Abbildung A). Im Rahmen dieser Untersuchung werden zwei von der OECD veröffentlichte Ausgaben der länderübergreifenden Input-Output-Tabellen im Zeitverlauf angepasst, um den Stichprobenzeitraum zu verlängern. Siehe A. Borin und M. Mancini, Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade, Policy Research working paper, WPS 8804, Weltbank, 2019.

Wertschöpfungsgehalt, der zur Herstellung der Exportgüter eines Landes verwendet wird.³ Wirtschaftszweige, die weiter vorn in der Lieferkette angesiedelt sind (z. B. Bergbau, Produktentwicklung), zeichnen sich normalerweise durch einen höheren Anteil von Vorwärtsverflechtungen aus. Die eher nachgelagerten Sektoren (z. B. weite Teile des verarbeitenden Gewerbes) weisen dagegen meist stärkere Rückwärtsverflechtungen auf. Solche Überlegungen sind im Zusammenhang mit den Verstärkungseffekten von Zollerhöhungen durch globale Wertschöpfungsketten relevant, da diese Effekte unter anderem vom Anteil der ausländischen Wertschöpfung an den Exporten abhängen.

Abbildung A

Entwicklung des Handels über globale Wertschöpfungsketten von 1995 bis 2015

(weltweiter Anteil der Exporte über globale Wertschöpfungsketten an den gesamten Exporten (brutto) in %)



Quellen: Länderübergreifende Input-Output-Tabellen der OECD und EZB-Berechnungen auf Basis von Borin und Mancini (2019). Anmerkung: Der Handel über globale Wertschöpfungsketten umfasst alle Güterströme, die mindestens zwei internationale Grenzen überschreiten. In der Abbildung wird der gewichtete Durchschnitt der Indikatoren für 64 Länder dargestellt.

Der Handel mit Vorleistungsgütern kann den Einfluss von Zöllen auf die Wirtschaft verstärken, insbesondere wenn es sich um eine internationale mehrstufige Produktion handelt. Internationale Handelsmodelle, die sektorale Verflechtungen und den Vorleistungsgüterhandel einbeziehen, deuten auf höhere Wohlfahrtsgewinne durch eine Liberalisierung des Handels hin als Modelle ohne diese Merkmale. Unter der Annahme globaler Beschaffungen hängt dies damit zusammen, dass geringere Reibungsverluste im Handel nicht nur zu einem Rückgang der Endproduktpreise, sondern auch der Vorleistungskosten der Unternehmen führen.⁴ Wird darüber hinaus auch eine globale mehrstufige Produktionsstruktur zugrunde gelegt, bei der die Produktionsstufen über Grenzen hinweg sequenziell organisiert sind, so kann sich der Effekt von Zöllen noch weiter

³ Rückwärtsverflechtungen umfassen auch die inländische Wertschöpfung, die bei der Aufgliederung der Bruttoexporte doppelt erfasst wird. Diese Doppelerfassungen fallen in der Regel kaum ins Gewicht.

⁴ Siehe beispielsweise L. Caliendo und F. Parro, Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA, The Review of Economic Studies, 82(1), 2015, S. 1-44. Siehe ebenfalls C. I. Jones, Intermediate goods and weak links in the theory of economic development, American Economic Journal: Macroeconomics, 3(2), 2011, S. 1-28. Darin wird ganz allgemein erörtert, inwieweit Vorleistungsgüter zu Verflechtungen zwischen Unternehmen führen, die Multiplikatorwirkungen auslösen können.

verstärken.⁵ Erstens kann es vorkommen, dass Waren in einem internationalen mehrstufigen Produktionsprozess bei jedem Grenzübertritt verzollt werden. Zweitens ist es üblich, Zölle anhand des gesamten Bruttowarenwerts der Importe zu erheben und nicht auf Basis der Wertschöpfung, die in der letzten Produktionsstufe erzeugt wurde. Folglich gilt: Je geringer die Wertschöpfung in der letzten Produktionsstufe (in Relation zum Bruttowert) ausfällt, desto höher ist der in diesem Produktionsstadium angewandte effektive Zollsatz.

Empirische Analysen lassen darauf schließen, dass Zollerhöhungen die Wirtschaftstätigkeit in Sektoren, die auf ausländische Vorleistungen angewiesen sind, mittelfristig erheblich dämpfen können. Globale

Beschaffungsaktivitäten der Unternehmen haben zur Folge, dass Zölle zum Schutz bestimmter Sektoren zugleich inländische Produzenten aus anderen Branchen belasten können, da deren Vorleistungskosten steigen. Daneben bewirken internationale mehrstufige Produktionsprozesse, dass die Vorleistungskosten nicht nur den eigenen Zollbestimmungen eines Landes unterliegen, sondern auch den Zöllen, die in den vorgelagerten Produktionsstufen angewandt werden. So kann es vorkommen, dass ein von den Vereinigten Staaten auf chinesische Exporte erhobener Zoll nachgelagerte mexikanische Firmen belastet, wenn diese US-Vorleistungsgüter mit chinesischem Wertschöpfungsgehalt verwenden. Daher hängt die Wirkung von Zöllen auf die Wirtschaftsentwicklung davon ab, welche Position die jeweilige Industrie eines Landes innerhalb der Lieferkette einnimmt. Abbildung B veranschaulicht für die Sektoren eines Landes mit niedrigen bzw. hohen Rückwärtsverflechtungen die Impulsantworten der realen Industrieproduktion, wenn eine Variable zur Messung der „vorgelagerten Zölle“ um eine Standardabweichung steigt.⁶ Eine Erhöhung der „vorgelagerten Zölle“ beeinflusst die realwirtschaftliche Aktivität in Branchen mit geringen Rückwärtsverflechtungen nur unwesentlich. Dagegen ergeben sich für Industrien in den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette (d. h. mit hohen Rückwärtsverflechtungen) erhebliche negative Effekte. Dies scheint naheliegend, da ihre Produktion auf ausländische

⁵ Die quantitative Bedeutung dieser Verstärkungseffekte wird normalerweise in allgemeinen Gleichgewichtsmodellen für den Handel untersucht, die gemischte Resultate hervorgebracht haben. So stellen beispielsweise sowohl Yi als auch Antràs und de Gortari fest, dass mehrstufige Produktionsketten beträchtliche Verstärkungseffekte aufweisen können, während Johnson und Moxnes zu der Erkenntnis gelangen, dass diese Effekte im Vergleich zu einem Modell mit globaler Beschaffung von untergeordneter Bedeutung sind. Siehe K. M. Yi, Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?, *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, S. 52-102; K. M. Yi, Can multistage production explain the home bias in trade?, *American Economic Review*, 100, 2010, S. 364-393; P. Antràs und A. de Gortari, On the Geography of Global Value Chains, Mimeo, Harvard University, 2019; R. C. Johnson und A. Moxnes, GVCs and trade elasticities with multistage production, Working Paper des NBER, Nr. 26108, 2019.

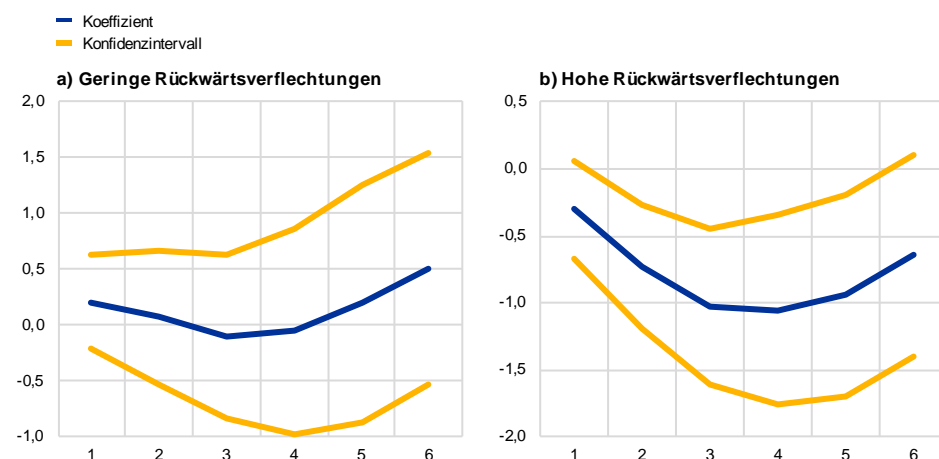
⁶ Die Zölle in der vorgelagerten Stufe werden als gewichteter Durchschnitt der Zölle auf Vorleistungsgüter berechnet, die von einer Industrie eines Landes verwendet werden. Dabei beziehen sich die Gewichte auf den Anteil der Vorleistungen an der gesamten Produktion dieses Sektors in dem Land. Die Messgröße wird um Zölle erweitert, die von Ländern in den weiter vorgelagerten Produktionsstufen erhoben werden. Zu diesem Zweck werden die Erkenntnisse von Rouzet und Miroudot zu kumulierten Zöllen anhand der länderübergreifenden Input-Output-Tabellen der OECD herangezogen. Die Zolldaten auf detaillierter Produktebene stammen aus dem Trade Analysis Information System (TRAINS) und von der WTO. Sie werden mit der World Integrated Trade Solution (WITS) der Weltbank gewonnen und auf die Industrieebene aggregiert. Dabei werden konstante Handelsanteile auf Basis des BACI-Datensatzes von CEPII verwendet. Die in den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette geltenden Zölle könnten die Ausbringung vorgelagerter Stufen ebenfalls beeinflussen, was im vorliegenden Kasten allerdings nicht untersucht wird. Siehe D. Rouzet und S. Miroudot, The cumulative impact of trade barriers along the value chain, Juni 2013 Conference Paper, GTAP Resource Nr. 4184, 2013.

Vorleistungen angewiesen ist.⁷ In diesen Branchen geht eine Erhöhung der „vorgelagerten Zölle“ um eine Standardabweichung nach drei Jahren mit einem Rückgang der Industrieproduktion um einen Prozentpunkt einher. Nach sechs Jahren wird dieser Effekt statistisch insignifikant.

Abbildung B

Impulsantworten der realen Industrieproduktion auf eine Erhöhung der Zölle auf vorgelagerter Stufe (Vorleistungsgüter) über einen Zeitraum von sechs Jahren

(Impulsantworten in Prozentpunkten; Konfidenzintervalle von 90 %)



Quellen: UNIDO, OECD, WITS, BACI und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Impulsantworten beziehen sich auf einen zollbedingten Schock in Höhe einer Standardabweichung. Bei den Sektoren eines Landes mit hohen (geringen) Rückwärtsverflechtungen handelt es sich um die Sektoren dieses Landes am 80. (20.) Perzentil der Variablenverteilung. Rückwärtsverflechtungen messen den ausländischen Wertschöpfungsgehalt der Industrieexporte eines Landes. Sie werden anhand des Ansatzes von Borin und Mancini (2019) berechnet. Weitere Einzelheiten zu den Daten und dem Schätzansatz finden sich in Fußnote 7.

Die Verstärkungseffekte von Zöllen über internationale mehrstufige Produktionsprozesse führen dazu, dass Handelsströme im Zusammenhang mit nachgelagerten Branchen besonders sensibel auf Zölle reagieren; dies entspricht auch den Schätzergebnissen aus einem Gravitationsmodell.

Da sich der Wert der Produktion entlang der Wertschöpfungskette erhöht, fallen wertbezogene Handelskosten (wie Zölle) bei nachgelagerten Herstellern in absoluter Betrachtung höher aus. Überdies impliziert eine internationale mehrstufige Produktion, dass sich Kostenersparnisse aufgrund von Produktionsverlagerungen nur auf die Wertschöpfung dieser verlagerten Produktionsstufe auswirken. Dagegen

⁷ Die Impulsantworten basieren auf den lokalen Projektionen nach Jorda. Dabei werden die Standardfehler auf Industriebene für ein Land zusammengefasst. Beobachtungseinheit ist ein Sektor eines Landes in einem bestimmten Jahr. Die hier relevante Ergebnisvariable ist die reale Industrieproduktion (auf Basis von UNIDO-Daten), die auf Ebene der zweistelligen internationalen Wirtschaftszweig-systematik variiert. Lokale Projektionen implizieren, dass eine Veränderung dieser Variablen auf Veränderungen der Zölle und einen Vektor von Kontrollvariablen regressiert wird, der zwei Verzögerungen (jeder) Veränderung der abhängigen Variablen, der Variablen für Input und Schutzzölle sowie das Wachstum der nominalen Wertschöpfung beinhaltet. Das Modell enthält zudem fixe Land-Industrie-, Industrie-Zeit- und Land-Zeit-Effekte, um verschiedene andere Faktoren zu berücksichtigen, die die Industriekonjunktur bestimmen können. Die Zollvariablen werden mit einer Land-Industrie-Messgröße für Rückwärtsverflechtungen interagiert, die auf Basis der länderübergreifenden Input-Output-Tabelle der OECD für das Jahr 2005 (der Mitte des Stichprobenzeitraums) errechnet wurde. Die Stichprobe erstreckt sich über den Zeitraum von 1995 bis 2017 und umfasst 54 Länder und 22 Wirtschaftszweige. Bedenken hinsichtlich der Endogenität der Zollvariablen lassen sich möglicherweise durch den Fokus auf Zölle in den vorgelagerten Produktionsstufen verringern. Kausalwirkungen gehen aus der Analyse indes nicht unbedingt hervor. Siehe O. Jorda, Estimation and inference of impulse responses by local projections, American Economic Review, 95(1), 2005, S. 161-182.

werden wertbezogene Handelskosten auf der jeweiligen Produktionsstufe auf den vollständigen Produktionswert angerechnet. Beide Aspekte lassen darauf schließen, dass nachgelagerte Sektoren wohl besonders stark auf Zölle reagieren dürften. Dies stünde im Einklang mit den Verstärkungseffekten von Zöllen über einen mehrstufigen Produktionsprozess.⁸ Diese These lässt sich durch Anwendung eines empirischen Gravitationsmodells mit Zöllen empirisch testen. Dabei werden die bilateralen Exporte auf Sektorebene auf die zeitvariablen bilateralen Zollsätze auf Ebene des jeweiligen Sektors und eine Reihe von fixen Effekten – zur Berücksichtigung weiterer Handelskosten – regressiert.⁹ Der Zoll-Koeffizient kann hier je nach Auslandsanteil der bilateralen Exporte variieren, um feststellen zu können, ob ein größerer Auslandsanteil (d. h. stärkere Rückwärtsverflechtungen) mit einer höheren Reagibilität auf Handelskosten einhergeht. Die empirischen Ergebnisse deuten tatsächlich darauf hin, dass der Handel bei einem Anstieg des Auslandsanteils der bilateralen Handelsströme wesentlich stärker auf Zölle reagiert (siehe Abbildung C). Branchen mit geringen Rückwärtsverflechtungen weisen eine Zollelastizität von nahe -0,8 auf, bei Sektoren mit einem mittleren Auslandsanteil beläuft sie sich auf rund -1,4, und bei Handelsströmen mit umfangreichen Rückwärtsverflechtungen steigt sie deutlich auf -2,1 an.¹⁰ Diese Erkenntnisse sprechen daher für signifikante Verstärkungseffekte von Zöllen, wenn sequentiell organisierte internationale Lieferketten vorhanden sind.

⁸ Nähere Einzelheiten finden sich in: R. C. Johnson und A. Moxnes, GVCs and trade elasticities with multistage production, Working Paper des NBER, Nr. 26108, 2019.

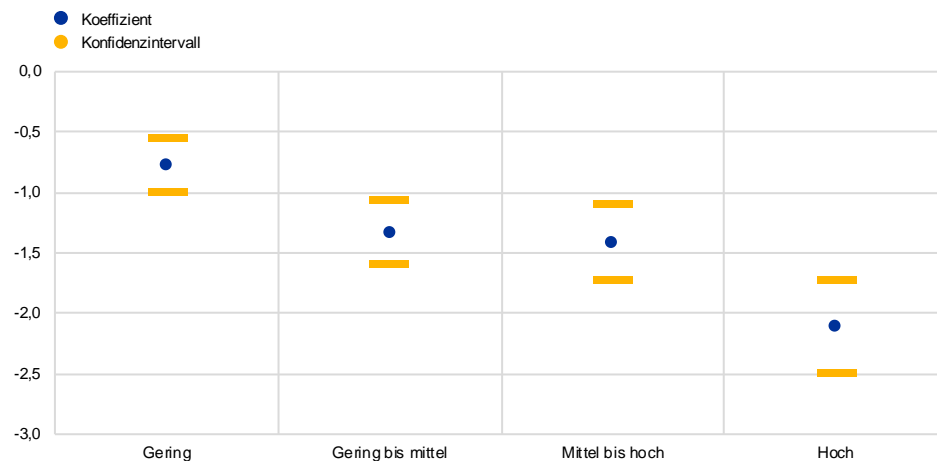
⁹ Der angewandte empirische Aufbau folgt dem Konzept von Bergstrand et al., die sich mit Schätzansätzen für strukturelle Gravitationsmodelle befassen. So enthält das Modell fixe Exporteur-Industrie-Zeit-Effekte und fixe Importeur-Industrie-Zeit-Effekte sowie fixe Exporteur-Importeur-Industrie-Effekte. Das Modell wird anhand der Daten zum sektorbezogenen Handel und zur Produktion geschätzt, die aus den länderübergreifenden Input-Output-Tabellen der OECD für die Zeitspanne von 1995 bis 2015 für 62 Länder und 18 Teilsektoren des verarbeitenden Gewerbes abgeleitet werden. Die Zollraten stammen aus der WITS. Standardfehler werden auf der bilateralen Sektorebene zusammengefasst. Die in Abbildung C dargestellten Ergebnisse beziehen sich auf ein mittels Kleinstquadratmethode geschätztes Modell. Eine Schätzung des Modells mit der Poisson-Pseudo-Maximum-Likelihood-Methode führt zu qualitativ ähnlichen Resultaten, wenngleich die Elastizitätsschätzungen allgemein höher sind. Siehe J. H. Bergstrand, M. Larch und Y. V. Yotov, Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation, *European Economic Review*, 78, 2015, S. 307-327.

¹⁰ Das Gravitationsmodell beruht auf einer langfristigen Perspektive. Eine Elastizität von -1 bedeutet, dass eine Erhöhung der bilateralen Zölle um 10 % die bilateralen Ausfuhren um 10 % sinken lassen würde.

Abbildung C

Reagibilität der Exporte auf Zölle nach Rückwärtsverflechtungen

(geschätzte Koeffizienten; Konfidenzintervalle von 95 %)



Quellen: OECD, WITS, BACI und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bezeichnungen gering, gering bis mittel, mittel bis hoch und hoch in Bezug auf die Rückwärtsverflechtungen beziehen sich auf die vier Quartile der Variablenverteilung für die Rückwärtsverflechtung. Rückwärtsverflechtungen messen den ausländischen Wertschöpfungsgehalt der Industrieexporte eines Landes. Sie werden anhand des Ansatzes von Borin und Mancini (2019) berechnet. Die abhängige Variable bezieht sich auf die bilateralen Exporte auf Sektorebene, die auf die bilateralen sektorspezifischen Zollsätze regressiert werden. Dabei wird anderen Faktoren mit Einfluss auf die Ausfuhren durch entsprechende fixe Effekte Rechnung getragen. Weitere Einzelheiten zu den Daten und dem Schätzansatz finden sich in Fußnote 9.

Vor diesem Hintergrund wird häufig davon ausgegangen, dass globale Wertschöpfungsketten im aktuellen Handelskonflikt zwischen den Vereinigten Staaten und China eine Rolle spielen, weil sie die Auswirkungen von Zollerhöhungen verschärfen.

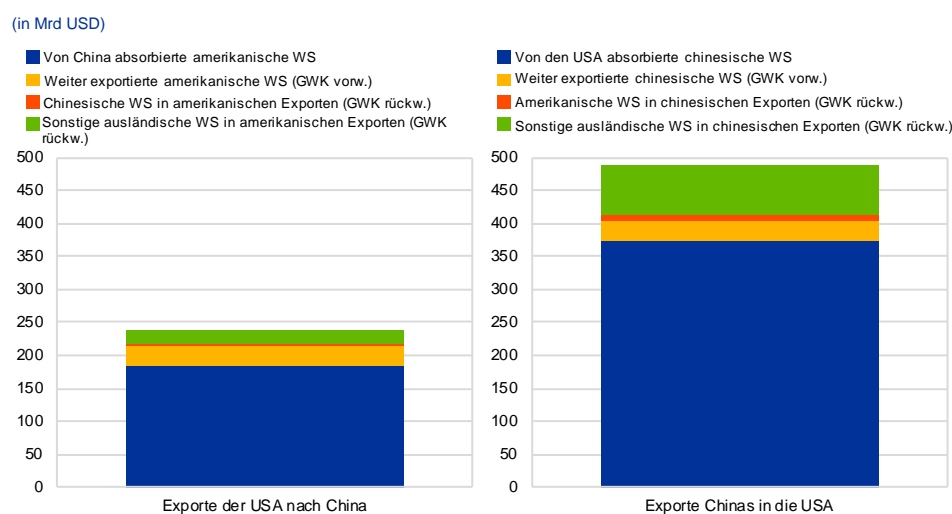
Einerseits sprechen frühere Ergebnisse dafür, dass zu höheren Vorleistungskosten führende Zölle die Produktionsleistung in Wirtschaftszweigen erheblich drosseln können, die in ihren Herstellungsprozessen auf ausländische Vorleistungsgüter angewiesen sind. Da sich die von den USA gegen China verhängten Zölle gegen eine Vielzahl von Vorleistungsgütern richteten, könnte dieser Kanal im derzeitigen Handelsstreit durchaus relevant sein.¹¹ Andererseits ist die Bedeutung von Verstärkungseffekten über internationale mehrstufige Produktionsprozesse nicht ganz eindeutig; diese hängen davon ab, welchen Stellenwert der Handel über globale Wertschöpfungsketten in den bilateralen Handelsbeziehungen einnimmt. Aus OECD-Daten für das Jahr 2015 geht hervor, dass insgesamt rund 25 % des Handels zwischen den Vereinigten Staaten und China Verflechtungen im Rahmen globaler Wertschöpfungsketten betreffen (siehe die nichtblauen Balken in Abbildung D).¹² Für beide Länder liegt dies unterhalb des Gesamtanteils des Handels über globale Wertschöpfungsketten an den Ausfuhren insgesamt sowie des (gewichteten) durchschnittlichen Anteils des Handels über internationale Wertschöpfungsketten am Welthandel (siehe Abbildung A). Grund hierfür könnte die große Entfernung zwischen den beiden Ländern sein. Zudem gilt für US-Exporte nach China, dass Vorwärtsverflechtungen

¹¹ Von den seitens der USA im dritten Quartal 2018 verhängten Zöllen gegen Einfuhren aus China (im Wert von 250 Mrd USD) machen Vorleistungsgüter wertmäßig mehr als die Hälfte der Produkte aus. Siehe beispielsweise C. P. Bown, E. Jung und Z. Lu, Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase, Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch, 20. September 2018.

¹² Die vom jeweiligen Einfuhrland absorbierte chinesische bzw. US-amerikanische Wertschöpfung (siehe blaue Balken in Abbildung D) umfasst Vorleistungen und Endprodukte.

(siehe gelbe Balken in Abbildung D) relativ gesehen stärker ins Gewicht fallen. Dies ist ein Hinweis darauf, dass amerikanische Ausfuhren nach China eher auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette angesiedelt sind.¹³ Demgegenüber fällt bei den chinesischen Ausfuhren in die USA der Anteil der Rückwärtsverflechtungen höher aus (siehe grüne und orangefarbene Balken in Abbildung D). Damit reagieren diese Handelsströme möglicherweise sensibler auf die Verstärkungseffekte von Zollerhöhungen, die – wie bereits erwähnt – mit der mehrstufigen Organisation der Produktion zusammenhängen.¹⁴

Abbildung D
Aufgliederung der bilateralen Exporte zwischen China und den Vereinigten Staaten im Jahr 2015



Quellen: Länderübergreifende Input-Output-Tabellen der OECD und EZB-Berechnungen auf Basis von Borin und Mancini (2019). Anmerkung: WS steht für Wertschöpfung. Die blauen Balken umfassen Vorleistungsgüter und Endprodukte. GWK vorw. und GWK rückw. bezeichnen Vorwärts- bzw. Rückwärtsverflechtungen. Exporte umfassen Waren und Dienstleistungen.

¹³ Derartige Vorwärtsverflechtungen können implizieren, dass Zollkosten an nachgelagerte Drittmärkte der Wertschöpfungskette weitergegeben werden. Siehe beispielsweise H. Mao und H. Görg, Friends like this: The Impact of the US-China Trade War on Global Value Chains, Working Paper des Kiel Centre for Globalization, Nr. 17, 2019.

¹⁴ Mit Blick auf eine sektorale Aufschlüsselung des bilateralen Handels auf Bruttobasis zeigen die Daten der OECD für 2015, dass 90 % der gesamten Ausfuhren Chinas (d. h. Waren und Dienstleistungen) in die USA aus dem verarbeitenden Gewerbe stammen und weniger als 10 % auf Dienstleistungen entfallen. Die Bedeutung der Landwirtschaft ist dabei zu vernachlässigen. Dagegen haben etwa 50 % der gesamten Exporte der Vereinigten Staaten nach China ihren Ursprung im verarbeitenden Gewerbe, während rund 7 % dem landwirtschaftlichen Sektor und der Rest vor allem den Dienstleistungen zuzurechnen sind. Blickt man ausschließlich auf den Warenhandel, so sind knapp 55 % der Bruttoexporte Chinas in die USA Konsumgüter (darunter Mobiltelefone, PCs und Pkw). Vorleistungs- und Investitionsgüter machen rund 30 % bzw. 15 % aus. Die nach China exportierten US-Waren sind hauptsächlich Vorleistungsgüter (mehr als 55 %), während auf Investitions- und Konsumgüter ein Anteil von jeweils etwa 15 % entfällt (weitere rund 15 % beziehen sich auf sonstige Produkte).

2 Marktreaktionen auf das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven

Luca Baldo, Cristina Coutinho und Nick Ligthart

Am 30. Oktober hat die EZB ein zweistufiges System eingeführt, wonach ein Teil der Überschussliquidität, die Kreditinstitute beim Eurosystem halten, von der negativen Verzinsung befreit ist. Das neue System gilt für Reserveguthaben von Banken auf Girokonten beim Eurosystem, nicht jedoch für im Rahmen der EZB-Einlagefazilität gehaltene Liquiditätsbestände.¹⁵ Die von dieser Regelung betroffene Überschussliquidität (d. h. Reserveguthaben, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen) wird zu 0 % statt zum Zinssatz für die Einlagefazilität verzinst, der derzeit -0,5 % beträgt.

Das zweistufige System zielt darauf ab, die bankbasierte Transmission der Geldpolitik zu unterstützen und sicherzustellen, dass die negativen Zinssätze auch weiterhin einen positiven Beitrag zum akkommodierenden geldpolitischen Kurs leisten. Der EZB-Rat hat festgelegt, dass ein Betrag in Höhe des Sechsfachen des Mindestreserve-Solls eines Instituts von der Verzinsung zum Einlagesatz ausgenommen wird (Freibetrag). Der Multiplikator gilt für alle Institute gleichermaßen und wurde so gewählt, dass er das Durchwirken des negativen Einlagesatzes auf die Bankkreditzinsen unterstützt. Dies geschieht, indem er einige nachteilige Effekte der Negativzinsen auf die Ertragslage der Banken aufhebt und gleichzeitig sicherstellt, dass die kurzfristigen Euro-Geldmarktzinsen in der Nähe des Einlagesatzes bleiben. Der Multiplikator und der Zinssatz für den ausgenommenen Teil der Überschussliquidität können im Zeitverlauf angepasst werden. So ist gewährleistet, dass die Konditionen für Kredite, die Banken an ihre Kunden ausreichen, in vollem Umfang den angestrebten geldpolitischen Kurs widerspiegeln.

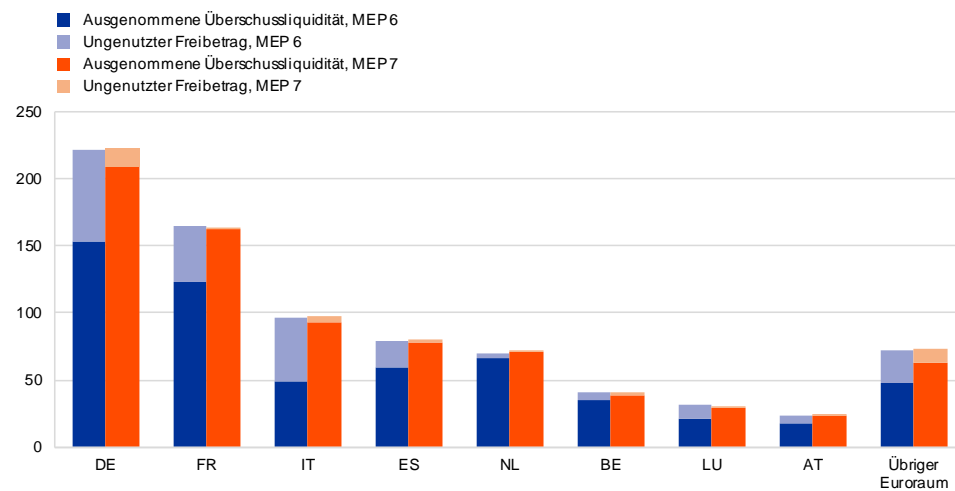
Seit der Einführung des zweistufigen Systems haben Banken, deren Überschussliquidität bisher unter ihrem Freibetrag lag, ihre Überschussreserven erhöht; dazu liehen sie sich Mittel von Banken, die ihren Freibetrag überschreiten. Am 30. Oktober, als das zweistufige System in Kraft trat, reduzierten die Banken ihre nicht ausgeschöpften Kontingente von 28 % auf 13 % des gesamten Freibetrags. In den Folgetagen erhöhten die Banken, die ihren Betrag nicht ganz ausgeschöpft hatten, ihre Überschussreserven sukzessive weiter. Am 11. Dezember waren dann nur noch knapp 5 % der Kontingente ungenutzt (siehe Abbildung A). Gleichzeitig bauten die Institute, die ihren Freibetrag überschritten, ihre Überschussliquidität etwas ab. Dies ist ein Hinweis darauf, dass im Einklang mit den Anreizen des zweistufigen Systems eine Umverteilung von Überschussliquidität über die Geldmärkte und andere Kanäle stattgefunden hat (siehe Abbildung B).

¹⁵ Einzelheiten zum [zweistufigen System für die Verzinsung von Überschussreserven](#).

Abbildung A

Ausgenommene Überschussliquidität und Freibeträge nach Ländern

(in Mrd €)



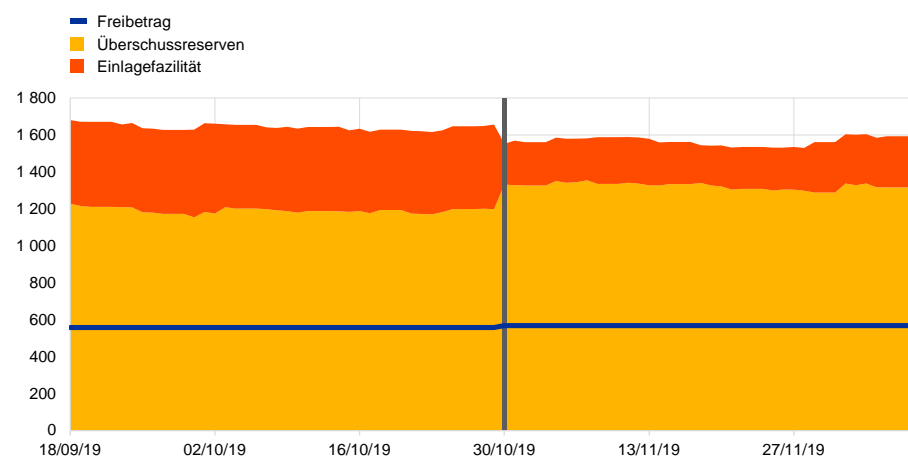
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die ausgenommene Überschussliquidität und nicht ausgeschöpften Freibeträge wurden berechnet anhand der individuellen durchschnittlichen Bestände an Überschussliquidität (Überschussreserven zzgl. Inanspruchnahme der Einlagefazilität) in der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2019 (MEP 6) und anhand der Durchschnittsbestände an Überschussreserven (bis zum 24. November 2019) in der siebten Erfüllungsperiode 2019 (MEP 7). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

Abbildung B

Entwicklung der Überschussliquidität von Banken, die ihren Freibetrag überschreiten

(in Mrd €)



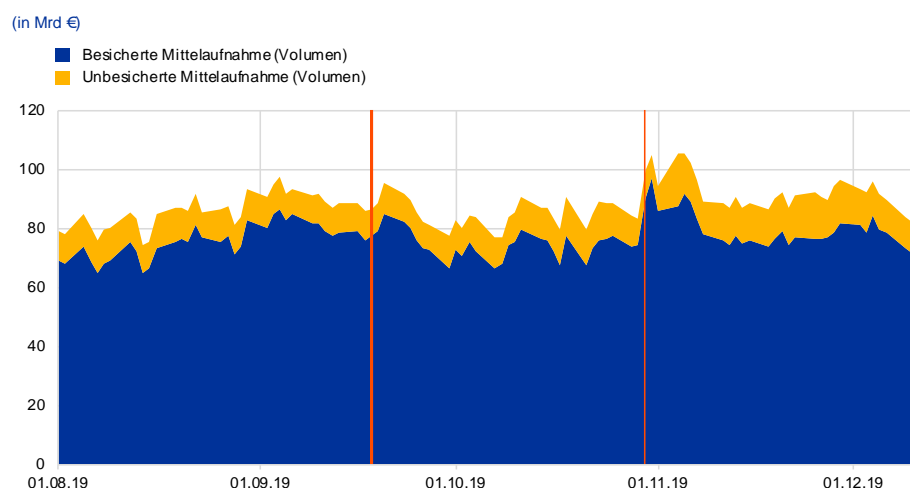
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Daten zu den Überschussreserven und zur Inanspruchnahme der Einlagefazilität von Banken, die ihren Freibetrag überschreiten, beziehen sich auf die MEP 6 und den Beginn der MEP 7. Die graue Linie markiert den Beginn der MEP 7 am 30. Oktober 2019.

Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

Die erhöhte Mittelaufnahme der Banken am Geldmarkt erfolgte zum Großteil über besicherte Transaktionen. Die Transaktionsdaten für eine Untergruppe von Banken, die ihre Freibeträge nicht ausgeschöpft hatten, zeigen Folgendes: In den ersten Tagen nach der Einführung des neuen Systems nahmen diese Banken im Tagesdurchschnitt rund 15 Mrd € mehr Mittel am besicherten Geldmarkt auf. Ihre Mittelbeschaffung am unbesicherten Geldmarkt blieb hingegen unverändert (siehe Abbildung C). Im weiteren Verlauf ließ die Tendenz, ungenutzte Freibeträge über den Geldmarkt auszuschöpfen, jedoch wieder nach. Banken müssen dazu nicht auf den Geldmarkt zurückgreifen, sondern können auch andere Strategien verfolgen. Denkbar sind zum Beispiel die Veräußerung von Vermögenswerten und die Nutzung anderer Refinanzierungsquellen.

Abbildung C
 Kurzfristige Mittelaufnahme am besicherten und unbesicherten Geldmarkt durch Banken mit ungenutzten Freibeträgen



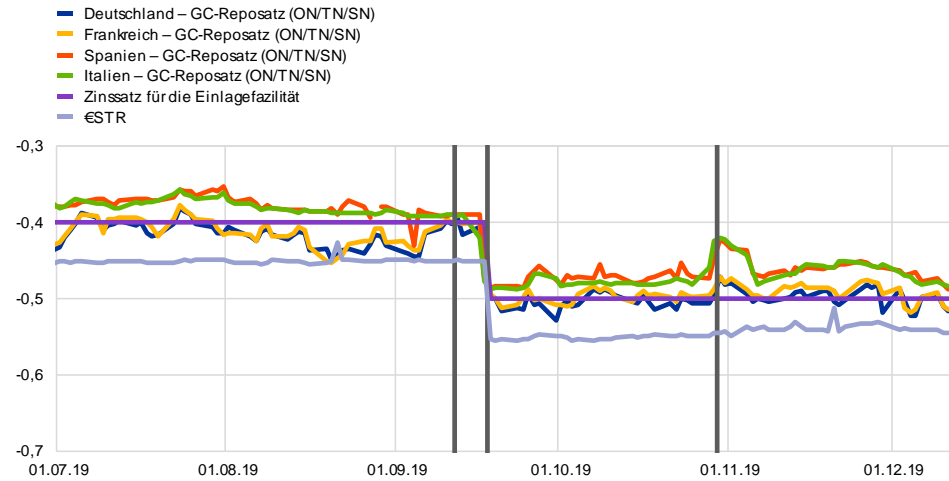
Quellen: EZB, Geldmarktstatistik.
 Anmerkung: Die Mittelaufnahme am besicherten bzw. unbesicherten Geldmarkt durch Transaktionen mit den kürzesten Laufzeiten (Overnight, Tomorrow/Next und Spot/Next) bezieht sich auf Banken, die an der Geldmarktstatistik teilnehmen und über ungenutzte Freibeträge verfügen. Die Berechnung erfolgt anhand der Überschussliquidität in der MEP 6. Die roten Linien markieren den Beginn der MEP 6 am 18. September 2019 und der MEP 7 am 30. Oktober 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

Wenngleich die Zunahme der Handelstätigkeit zeitweilig mit höheren Geldmarktsätzen zusammenfiel, zeigen die ersten sechs Wochen mit dem zweistufigen System, dass die Geldmarktsätze nur leicht tangiert wurden und nach wie vor in einem angemessenen Verhältnis zum Leitzins stehen. Nach der Einführung des neuen Systems lag der €STR, der Tagesgeldsatz für die unbesicherte Wholesale-Geldaufnahme, weiterhin in der Nähe des für die Zeit vom 1. bis zum 29. Oktober 2019 errechneten Durchschnitts. Die besicherten Geldmarktsätze stiegen in den größten Euro-Ländern vorübergehend um bis zu 6 Basispunkte an, befinden sich derzeit aber wieder innerhalb der Volatilitätsspanne, die vor Inkrafttreten des zweistufigen Systems zu beobachten war (siehe Abbildung D).

Abbildung D

Zinssätze am unbesicherten und am besicherten Geldmarkt

(in %)



Quellen: EZB, MTS Markets und NEX Data.

Anmerkung: Die Sätze für GC-Repos sind volumengewichtete Durchschnittssätze für deutsche, französische, spanische und italienische Sicherheiten und Geschäfte mit den Laufzeiten Overnight (O/N), Tomorrow/Next (T/N) sowie Spot/Next (S/N) mit dem gleichen Transaktionsdatum. Die grauen Linien markieren die September-Sitzung des EZB-Rats am 12. September 2019, den Beginn der MEP 6 am 18. September 2019 (an diesem Tag trat die Senkung des Einlagesatzes um 10 Basispunkte in Kraft) und den Beginn der MEP 7 am 30. Oktober 2019 (an diesem Tag trat das zweistufige System in Kraft). Pre-€STR bis zum 30. September 2019, €STR seit dem 1. Oktober 2019.

Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2019.

3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 31. Juli bis zum 29. Oktober 2019

Luca Baldo und Denis Lungu

Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des laufenden Jahres (31. Juli bis 17. September und 18. September bis 29. Oktober 2019) betrachtet.

In diesem Zeitraum (am 12. September 2019) verabschiedete der EZB-Rat ein umfangreiches Paket geldpolitischer Maßnahmen, das aus fünf Elementen bestand: a) einer Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität von -0,40 % auf -0,50 % (mit Wirkung vom 18. September) bei unveränderten Zinssätzen für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die Spitzenrefinanzierungsfazilität (0,00 % bzw. 0,25 %), 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 (APP) ab dem 1. November, d) Änderungen der Modalitäten der neuen Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) und e) der Einführung eines zweistufigen Systems für die Verzinsung der Reserveguthaben, das mit Beginn der siebten Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 30. Oktober in Kraft trat. Zugleich legte das Eurosystem die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit vollumfänglich wieder an. Am 2. Oktober 2019 veröffentlichte die EZB zudem erstmals ihren neuen Referenzzinssatz für unbesichertes Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet, den Euro Short-Term Rate, kurz €STR. Seit diesem Tag gilt auch eine neue Berechnungsmethode für den EONIA (Euro Overnight Index Average), der nun auf Basis des €STR zuzüglich eines festen Spreads von 8,5 Basispunkten gebildet wird.

Liquiditätsbedarf

Im Berichtszeitraum belief sich der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – auf 1 559,5 Mrd €, er hat sich somit gegenüber dem vorherigen Beobachtungszeitraum (also der dritten und vierten Erfüllungsperiode 2019) um 48,2 Mrd € erhöht (siehe Tabelle A). Ursächlich für den höheren Liquiditätsbedarf war im Wesentlichen ein Zuwachs bei den autonomen Faktoren (netto) um 45,6 Mrd € auf 1 426,9 Mrd €.

Der Anstieg der autonomen Faktoren (netto) war einem Anstieg der liquiditätsabschöpfenden Faktoren zuzuschreiben, der das Wachstum der liquiditätszuführenden Faktoren mehr als ausglich. Die Zunahme der liquiditätsabschöpfenden Faktoren war in erster Linie einem Zuwachs bei den sonstigen autonomen Faktoren geschuldet, die sich im Schnitt um 57,6 Mrd € auf 846,4 Mrd € erhöhten. Der Banknotenumlauf nahm um durchschnittlich 17,8 Mrd € auf 1 251,8 Mrd € zu. Die Einlagen öffentlicher Haushalte stiegen im Berichtszeitraum um durchschnittlich 11,9 Mrd € auf 282,4 Mrd € und erreichten in der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode einen historischen Höchststand von

298,6 Mrd €. Bei den liquiditätszuführenden autonomen Faktoren nahmen die Nettoforderungen in Fremdwährung um 38,5 Mrd € auf 737,9 Mrd € zu, während sich die Nettoforderungen in Euro um 3,2 Mrd € auf 216,1 Mrd € erhöhten und damit weitgehend stabil blieben. Die Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums verringerten sich im Berichtszeitraum und wiesen Ende September ein weniger ausgeprägtes Saisonmuster auf als zum vorangegangenen Quartalsende und Ende September 2018.¹⁶

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Juli bis 29. Oktober 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 31. Juli bis 17. September		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 29. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	2 380,7	(+87,3)	2 345,3	(+6,3)	2 421,9	(+76,6)	2 293,3	(+57,2)
Banknotenumlauf	1 251,8	(+17,8)	1 251,1	(+10,2)	1 252,7	(+1,7)	1 234,1	(+21,8)
Einlagen öffentlicher Haushalte	282,4	(+11,9)	268,5	(-27,4)	298,6	(+30,1)	270,5	(+7,2)
Sonstige autonome Faktoren ¹	846,4	(+57,6)	825,7	(+23,4)	870,5	(+44,8)	788,7	(+28,2)
Über das Mindestreserveguthaben hinausgehende Giroguthaben	1 225,2	(-17,2)	1 199,5	(-4,8)	1 255,3	(+55,8)	1 242,4	(-0,7)
Geldpolitische Instrumente	642,6	(-74,9)	687,8	(-14,5)	589,8	(-98,0)	717,5	(-40,1)
Mindestreserve-Soll	132,6	(+2,5)	132,0	(+0,6)	133,2	(+1,2)	130,1	(+1,9)
Einlagefazilität	510,0	(-77,4)	555,7	(-15,1)	456,6	(-99,1)	587,4	(-42,0)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

1) Berechnet als Summe aus Ausgleichsposten aus Neubewertung, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Gebietsansässiger sowie Kapital und Rücklagen.

¹⁶ Die Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums bestehen zum Großteil aus Guthaben gebietsfremder Zentralbanken auf Euro-Konten nationaler Zentralbanken des Eurosystems. Am Quartalsende erhöhen gebietsfremde Zentralbanken in der Regel ihre dort gehaltenen Einlagen, weil Geschäftsbanken an solchen Terminen weniger bereit sind, diese hereinzunehmen. Zentralbanken aus Nicht-Euro-Ländern platzieren zwar auch Bareinlagen bei Geschäftsbanken im Eurogebiet, allerdings nicht an Bilanzstichtagen (d. h. zum Quartalsende), an denen die Geschäftsbanken ihre Bilanzsumme tendenziell verringern. So erhöhten sich die auf Euro lautenden Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums am 30. September auf 252,2 Mrd €, verglichen mit durchschnittlich 223,1 Mrd € in der sechsten Erfüllungsperiode. Der Effekt war somit weniger stark ausgeprägt als am 30. Juni 2019, als diese Verbindlichkeiten auf 277,4 Mrd € angestiegen waren, während sie im Durchschnitt der vierten Erfüllungsperiode 243,7 Mrd € betragen. Ein Jahr zuvor war am 30. September ein Anstieg auf 301,7 Mrd € gegenüber durchschnittlich 264,7 Mrd € in der sechsten Erfüllungsperiode 2018 verzeichnet worden.

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Juli bis 29. Oktober 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 31. Juli bis 17. September		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 29. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	954,0	(+41,7)	924,7	(+3,9)	988,2	(+63,5)	912,3	(+44,2)
Nettoforderungen in Fremdwährung	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Nettoforderungen in Euro	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
Geldpolitische Instrumente	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Offenmarktgeschäfte	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Tendernessgeschäfte	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
HRGs	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
Dreimonatige LRGs	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Outright-Geschäfte	2 610,7	(-15,1)	2 612,4	(-8,0)	2 608,7	(-3,7)	2 625,9	(-15,4)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Programm zum Ankauf von Asset- Backed Securities (ABSPP)	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 087,6	(-4,8)	2 087,8	(-1,4)	2 087,4	(-0,4)	2 092,4	(-9,2)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

Quelle: EZB.

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

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Juli bis 29. Oktober 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 31. Juli bis 17. September		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 29. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	1 559,5	(+48,2)	1 552,7	(+2,6)	1 567,4	(+14,8)	1 511,3	(+14,9)
Autonome Faktoren (netto) ²	1 426,9	(+45,6)	1 420,6	(+2,0)	1 434,2	(+13,6)	1 381,3	(+13,0)
Überschussliquidität ³	1 735,2	(-94,5)	1 755,2	(-19,9)	1 711,8	(-43,4)	1 829,6	(-42,9)

Quelle: EZB.

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

1) Berechnet als Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll.

2) Berechnet als Differenz zwischen den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Passivseite und den autonomen Liquiditätsfaktoren auf der Aktivseite. In dieser Tabelle enthalten die autonomen Faktoren (netto) auch den Posten „schwebende Verrechnungen“.

3) Berechnet als Summe aus den Einlagen auf Girokonten, die das Mindestreserve-Soll übersteigen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität).

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 31. Juli bis 29. Oktober 2019						Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 30. Juli 2019	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 31. Juli bis 17. September		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 29. Oktober		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,45	(-0,05)	-0,40	(+0,00)	-0,50	(-0,10)	-0,40	(+0,00)
EONIA ¹	-0,408	(-0,04)	-0,362	(+0,01)	-0,462	(-0,10)	-0,363	(+0,00)
€STR ²	-0,496	(-0,05)	-0,450	(+0,00)	-0,550	(-0,10)	-0,450	(-0,00)

Quelle: EZB.

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

1) Ab dem 1. Oktober 2019 berechnet als €STR zuzüglich 8,5 Basispunkten.

2) Bis zum 30. September 2019 Pre-€STR-Daten.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

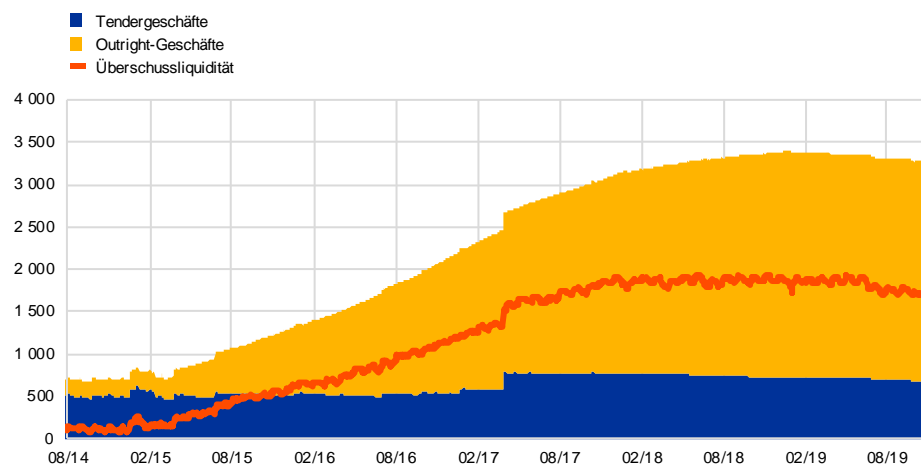
Der durchschnittliche Betrag der über Offenmarktgeschäfte (darunter Tendergeschäfte und zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapierportfolios) bereitgestellten Liquidität verringerte sich um 46,6 Mrd € auf 3 294,6 Mrd €

(siehe Abbildung A). Ursächlich hierfür waren eine schwächere Nachfrage bei den Tendergeschäften sowie eine geringere Liquiditätszufuhr über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios. Letztere war auf Tilgungen von zuvor 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.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität

(in Mrd EUR)



Quelle: EZB.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte sank im Berichtszeitraum um 31,1 Mrd € auf 683,9 Mrd € Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie ein Rückgang der über gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) bereitgestellten Liquidität. Der ausstehende Betrag an im Rahmen der GLRG II aufgenommenen Mitteln verringerte sich im Berichtszeitraum um durchschnittlich 29,5 Mrd €, da am 25. September freiwillige vorzeitige Rückzahlungen in Höhe von 31,8 Mrd € verbucht wurden. Dies wurde durch eine Zuteilung von 3,4 Mrd € im ersten GLRG-III-Geschäft, das am gleichen Tag abgewickelt wurde, nur teilweise ausgeglichen. Durch die geringere Nachfrage der Geschäftspartner sank auch die Bereitstellung von Liquidität über HRGs und über dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) im Schnitt um 2,6 Mrd € auf 2,5 Mrd € bzw. um 0,3 Mrd € auf 2,9 Mrd €.

Die Liquiditätszufuhr über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Portfolios des Eurosystems verringerte sich um 15,1 Mrd € auf 2 610,7 Mrd € Grund hierfür waren Tilgungen von Wertpapieren im SMP-Portfolio und ein leichter Rückgang des Buchwerts der im Rahmen des PSPP erworbenen Papiere. Bei den Wertpapierbeständen, die im Rahmen des SMP und der ersten beiden Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen erworben wurden, kam es im Berichtszeitraum zu Tilgungen von insgesamt 9,1 Mrd €. Während die Nettokäufe im Rahmen des APP zwischen dem 1. Januar und dem 31. Oktober 2019 ausgesetzt waren, wurden die Tilgungsbeträge von Wertpapieren im APP-Portfolio auch weiterhin bei Fälligkeit wieder angelegt. Selbst bei vollumfänglicher Wiederanlage kann es aus technischen Gründen zu begrenzten vorübergehenden Abweichungen beim Gesamtvolumen und bei der Zusammensetzung des APP kommen.¹⁷ Infolgedessen ging der Buchwert des PSPP-Portfolios im Berichtszeitraum geringfügig zurück, und zwar um durchschnittlich 4,8 Mrd € auf 2 087,6 Mrd €.

¹⁷ 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 94,5 Mrd € auf 1 735,2 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. In der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode verringerte sich die Inanspruchnahme der Einlagefazilität um 99,1 Mrd €, während sich die auf Girokonten gehaltene Überschussliquidität um 55,8 Mrd € erhöhte. Dies lässt darauf schließen, dass einige Intermediäre im Vorfeld der Einführung des am 12. September angekündigten zweistufigen Systems für die Verzinsung von Reserveguthaben begannen, Mittel von der Einlagefazilität auf Girokonten umzuschichten, denn der Zinssatz von 0 % gilt nur für Guthaben auf Girokonten. Da das zweistufige System erst mit Beginn der siebten Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 30. Oktober 2019 in Kraft trat, ist die Verzinsung der Überschussliquidität im aktuellen Berichtszeitraum hiervon noch nicht betroffen. Die anrechenbaren Reserveguthaben der Geschäftspartner werden anhand des durchschnittlichen Kalendertagesendguthabens auf deren Girokonten beim Eurosystem innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode bemessen.

Zinsentwicklung

Am 2. Oktober 2019 wurde der €STR erstmals veröffentlicht.¹⁸ Ein Vergleich mit den Daten vor der Veröffentlichung zeigt, dass es um dieses Datum herum zu keiner Veränderung des €STR kam.

Die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf -0,50 % mit Wirkung vom 18. September wurde an die kurzfristigen Geldmarktsätze weitergegeben. Im unbesicherten Geldmarktsegment wurde die Verringerung des Einlagesatzes um 10 Basispunkte gänzlich an den €STR weitergegeben. Dieser belief sich in der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf durchschnittlich -0,550 %, verglichen mit -0,450 % in der fünften Erfüllungsperiode.¹⁹ Auch der EONIA gab entsprechend nach; er sank im gleichen Zeitraum von -0,362 % auf -0,462 %. Der niedrigere Einlagesatz wirkte auch auf die Zinssätze am besicherten Geldmarkt durch. Von der fünften zur sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode verringerten sich die durchschnittlichen Übernachtssätze von Repogeschäften am GC-Pooling-Markt²⁰ für den Standard- und den erweiterten Sicherheitenkorb um 0,097 % auf -0,502 % bzw. um 0,094 % auf -0,491 %.

¹⁸ Siehe EZB, [Der EONIA geht, der €STR kommt](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2019, November 2019.

¹⁹ Um einen Vergleich zu ermöglichen, werden für die Zeit bis zum 30. September 2019 Pre-€STR-Daten herangezogen.

²⁰ Das General Collateral Pooling (GC Pooling) ermöglicht den Handel von Repogeschäften auf der Eurex-Plattform gegen standardisierte Sicherheitenkörbe.

4 Indikatoren zur Lage am Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet

Vasco Botelho und António Dias da Silva

Im vorliegenden Kasten werden zwei komplementäre Instrumente zur Beurteilung der Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet vorgestellt. Beim ersten Instrument handelt es sich um eine Darstellung in Form eines Spinnennetzdiagramms. Es bildet 18 Variablen ab, die die aktuellen Arbeitsmarktbedingungen im Euroraum charakterisieren. Beim zweiten Instrument erfolgt eine Hauptkomponentenanalyse für die im Spinnennetzdiagramm abgebildeten Variablen. Durch diesen Ansatz lassen sich die verfügbaren Informationen zur Arbeitsmarktlage im Eurogebiet zu zwei synthetischen Indikatoren zusammenfassen²¹: Aktivitätsniveau (Aktivitäten am Arbeitsmarkt) und Arbeitsmarktdynamik. Der Indikator für das Aktivitätsniveau vergleicht die Entwicklungen am Arbeitsmarkt im Zeitverlauf, während der Indikator für die Arbeitsmarktdynamik die Veränderungsrate der Arbeitsmarktdaten einschätzt. Die hier vorgenommene Analyse gilt für das gesamte Euro-Währungsgebiet und erfasst nur bedingt länderspezifische Unterschiede an den Arbeitsmärkten.

Abbildung A zeigt ein Spinnennetzdiagramm, das die Arbeitsmarktbedingungen anhand eines mehrdimensionalen Ansatzes darstellt.²² Das Diagramm erlaubt einen schnellen Überblick über den Arbeitsmarkt, indem die aktuellen Werte jeder Zeitreihe mit den besten und den schlechtesten Ergebnissen seit 2005 verglichen werden. Zudem ist ein Vergleich der aktuellen Lage am Arbeitsmarkt mit jener zu anderen Zeitpunkten, wie etwa dem Höhepunkt vor der Krise (erstes Quartal 2008) und dem Beginn der Konjunkturerholung (erstes Quartal 2013), möglich. Die Variablen in Abbildung A spiegeln die Komplexität des Arbeitsmarkts wider. Sie beziehen sich nicht nur auf die aktuelle Entwicklung der Beschäftigung und Arbeitslosigkeit, sondern liefern auch weitere Informationen zu anderen Faktoren, die die Arbeitsmarktbedingungen für Arbeitnehmer und Unternehmen charakterisieren. Dazu zählen a) die Dauer der Arbeitslosigkeit und das Alter der Arbeitslosen, b) Arbeitsmarktströme und offene Stellen, c) der Arbeitskräfteeinsatz und dessen Auswirkungen auf die Arbeitsproduktivität und die realen Löhne und d) strukturelle Faktoren, die sich auf die aktuell am Arbeitsmarkt zu beobachtenden Entwicklungen auswirken können.

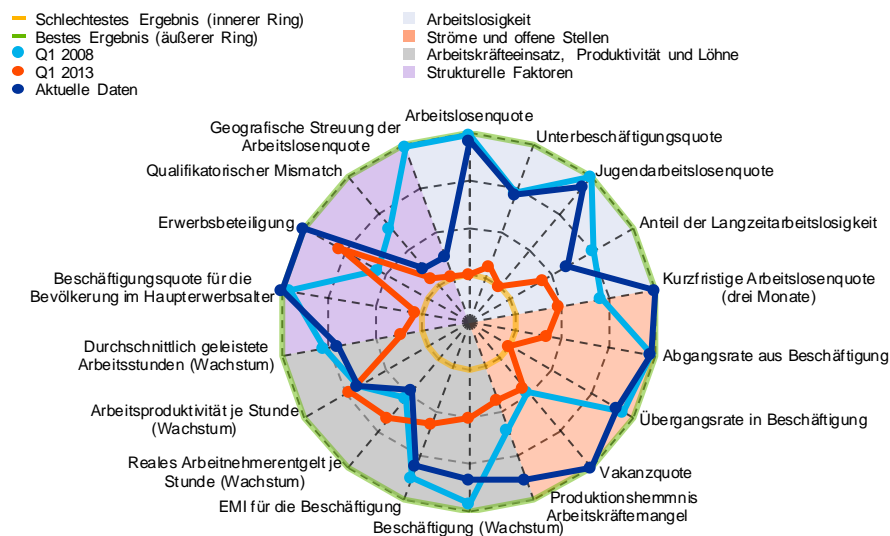
²¹ Der methodische Ansatz orientiert sich an jenem, der von der Kansas City Fed zur Berechnung der [Labor Market Conditions Indicators \(LMCI\)](#) verwendet wurde. Auch die [Reserve Bank of Australia](#), die [Bank of Canada](#) und die [Reserve Bank of New Zealand](#) haben Indikatoren für die Arbeitsmarktbedingungen entwickelt, die auf einem ähnlichen Ansatz beruhen.

²² Die Darstellung der Arbeitsmarktvariablen in dieser Form beruht auf dem Spinnennetzdiagramm der Atlanta Fed (siehe [Labor Market Distributions Spider Chart](#)), das zur Beobachtung der allgemeinen Arbeitsmarktlage im Zeitverlauf entwickelt wurde. Im Unterschied zur Darstellung der Atlanta Fed beinhaltet der im vorliegenden Kasten verwendete Ansatz keine Rangordnung der Daten. Stattdessen werden die Werte normiert, damit das beste und das schlechteste Ergebnis der Stichprobe für alle Variablen verglichen werden kann. Die Daten zum Konjunkturzyklus stammen vom [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#) des Centre for Economic Policy Research (CEPR); sie legen den Höhepunkt vor der Krise 2008-2009 und den Tiefpunkt, der den Beginn der Konjunkturerholung markiert, fest.

Abbildung A

Gesamtüberblick über den Arbeitsmarkt im Euroraum seit 2005

(innerer Ring: schlechtestes Ergebnis seit dem ersten Quartal 2005; äußerer Ring: bestes Ergebnis seit dem ersten Quartal 2005; normierte Werte für jede Variable)



Quellen: Eurostat (Konjunkturstatistiken und Arbeitskräfteerhebung für alle Variablen zur Arbeitslosigkeit, Beschäftigungsquote und Erwerbsbeteiligung; Statistiken zu den offenen Stellen für die Vakanzquote; Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen für Beschäftigung, Entgelt, Stunden und Produktivität), Europäische Kommission (Branchen- und Verbraucherumfragen für Arbeitskräftemangel als Produktionshemmnis), Markt (Einkaufsmanagerindex – EMI) und EZB-Berechnungen. Weitere Informationen zur Übergangsrate in Beschäftigung und Abgangsrate aus Beschäftigung finden sich in Fußnote 3, zur geografischen Streuung der Arbeitslosenquote und zum qualifikatorischen Mismatch in Fußnote 4. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2019 (EMI für die Beschäftigung und Arbeitskräftemangel als Produktionshemmnis), September 2019 (Arbeitslosenquote, geografische Streuung der Arbeitslosenquote und Beschäftigungswachstum (Schnellschätzung)) bzw. das zweite Quartal 2019 (alle anderen Variablen). Anmerkung: a) Alle Wachstumsraten sind als jährliche Änderungsraten definiert; b) das Haupterwerbsalter umfasst alle Personen im Alter von 25 bis 54 Jahren; c) die Jugendarbeitslosigkeit bezieht sich auf Personen im Alter von 15 bis 24 Jahren; d) die Unterbeschäftigungsquote ist für das erste Quartal 2005 bis zum vierten Quartal 2007 anhand einer Cubic-Spline-Interpolation zurückgerechnet, bei der die Anzahl der unfreiwillig in Teilzeit arbeitenden Beschäftigten im Euroraum als Näherungsgröße dient, um die Anzahl der unterbeschäftigten Teilzeitkräfte in diesem Zeitraum zu ermitteln; e) das beste Ergebnis für jede Variable ist definiert als der niedrigste seit dem ersten Quartal 2005 verzeichnete Wert, der auf alle Variablen in Bezug auf die Arbeitslosigkeit, die Abgangsrate aus Beschäftigung, den Anteil der Langzeitarbeitslosigkeit, den Indikator für den qualifikatorischen Mismatch und die geografische Streuung der Arbeitslosenquote angewendet wird, oder aber als der höchste seit dem ersten Quartal 2005 verzeichnete Wert; f) das schlechteste Ergebnis ist im Umkehrschluss zum besten Ergebnis definiert.

Zwar liegen einige Arbeitsmarktvariablen in der Nähe ihres jeweiligen Vorkrisenniveaus, doch hat sich die zugrunde liegende Arbeitsmarktstruktur deutlich verändert (siehe Abbildung A).

Die Quoten für Arbeitslosigkeit, Unterbeschäftigung und Jugendarbeitslosigkeit befinden sich in der Nähe ihres jeweiligen Vorkrisenniveaus, wenngleich die Unterbeschäftigungsquote immer noch leicht über ihrem besten Ergebnis seit 2005 liegt. Die Arbeitslosenquote nach Dauer der Arbeitslosigkeit weicht merklich von ihrem vor der Krise beobachteten Wert ab. Während die kurzfristige Arbeitslosenquote ihren niedrigsten Stand seit 2005 verzeichnet, ist der Anteil der Langzeitarbeitslosen aktuell weiterhin höher als vor der Krise. Der Arbeitsmarkt im Euroraum entwickelte sich im Hinblick auf Ströme und offene Stellen positiv. So erzielten alle Variablen in dieser Kategorie Werte in der Nähe ihrer besten Ergebnisse seit 2005. Jüngere Daten zu den Arbeitsmarktströmen²³ ähneln jenen in der Zeit vor der Krise, während die Zahl der offenen

²³ Die Berechnung der Arbeitsmarktströme beruht auf R. Shimer, [Reassessing the ins and outs of unemployment](#), Review of Economic Dynamics, Bd. 15, Nr. 2, 2012, S. 127-148; M. W. L. Elsby, B. Hobijn und A. Şahin, [Unemployment dynamics in the OECD](#), Review of Economics and Statistics, Bd. 95, Nr. 2, 2013, S. 530-548. Bewegungen in die und aus der Arbeitslosigkeit werden dort auf Basis von Informationen zur Dauer der Arbeitslosigkeit geschätzt, während Bewegungen in die und aus der Nichterwerbsbeteiligung als konstant angenommen werden.

Stellen gemessen anhand der Vakanzquote und des Indikators für die Produktionshemmnisse auf dem Niveau oder in der Nähe ihres historischen Höchststands liegt. Die Entwicklung des Arbeitskräfteeinsatzes, der Produktivität und der Löhne fiel geringfügig schwächer aus als in der Vorkrisenzeit, ist damit aber vergleichbar. Was die strukturellen Faktoren betrifft, so fallen bei der aktuellen Arbeitsmarktlage zwei Faktoren auf: zum einen die Rekordwerte der Beschäftigungsquote bei der Bevölkerung im Haupterwerbsalter (25- bis 54-Jährige) und zum anderen die Erwerbsquote. Demgegenüber liegen der Indikator für die Diskrepanz zwischen angebotenen und nachgefragten Fertigkeiten bzw. Qualifikationen (qualifikatorischer Mismatch) und die geografische Streuung der Arbeitslosenquote²⁴ deutlich über dem Niveau von vor der Krise und weiterhin auf einem Niveau, das mit dem zu Beginn der Erholung vergleichbar ist.

Beim zweiten Instrument erfolgt eine Hauptkomponentenanalyse, um die komplexen Informationen zum Arbeitsmarkt in zwei synthetischen Indikatoren zusammenzufassen. Diese Analyse greift auf die verfügbaren Daten zum Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet zurück. Dabei werden die wichtigsten Merkmale, die die Bedingungen am Arbeitsmarkt beeinflussen, isoliert.²⁵ Mithilfe dieses Ansatzes lassen sich zwei Hauptkomponenten identifizieren. Die erste Komponente bezieht sich auf das Aktivitätsniveau und spiegelt in erster Linie die Entwicklung folgender Faktoren wider: der Beschäftigungsquote für die Bevölkerung im Haupterwerbsalter, der Arbeitslosenquote, der Übergangsrate in Beschäftigung, der Quote für die Jugendarbeitslosigkeit und des Anteils der Langzeitarbeitslosigkeit. Die zweite Komponente betrifft eher die Dynamik am Arbeitsmarkt und dabei primär die Wachstumsrate der Beschäftigung insgesamt, die Wachstumsrate der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden, den Anteil der Langzeitarbeitslosigkeit, den Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigung und die Quote der kurzfristigen Arbeitslosigkeit. Bei der Berechnung der synthetischen Indikatoren für das Aktivitätsniveau und die Dynamik am Arbeitsmarkt im Euroraum kann es zu Messfehlern kommen, die sich aus einer möglichen Nichtstationarität einiger

²⁴ Die geografische Streuung der Arbeitslosenquote wird als Variationskoeffizient der Arbeitslosenquote für alle Länder des Euroraums gemessen, gewichtet mit den jeweiligen Beschäftigungsanteilen. Der Indikator für den qualifikatorischen Mismatch beruht auf der Methode der Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des EZB. Siehe EZB, [Euro Area Labour Markets and the Crisis](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 138, 2012.

²⁵ Dieser Ansatz ähnelt der Methode, die den LMCI der Kansas City Fed zugrunde liegt (siehe C. S. Hakkio und J. L. Willis, [Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement](#), The Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, Juli 2013; C. S. Hakkio und J. L. Willis, [Kansas City Fed's Labor Market Conditions Indicators](#), The Macro Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 2014). Die betreffenden Hauptkomponenten werden anhand zweier Kriterien ausgewählt: a) die Summe aller gewählten Komponenten muss mindestens 80 % der Gesamtvarianz der 18 Arbeitsmarktvariablen ausmachen, und b) jede Komponente muss einen entsprechenden Eigenwert deutlich über 1 aufweisen. Wie bei den LMCI der Kansas City Fed durchlaufen die Komponenten dann ein Varimax-Rotationsverfahren, damit sie leichter zu interpretieren sind. Die hier für das Eurogebiet entwickelten Indikatoren sind gegenüber der Streichung jeder einzelnen Arbeitsmarktvariable robust.

Arbeitsmarktvariablen ergeben. Werden diese Messfehler berücksichtigt, so lässt sich eine dritte Komponente ermitteln.²⁶

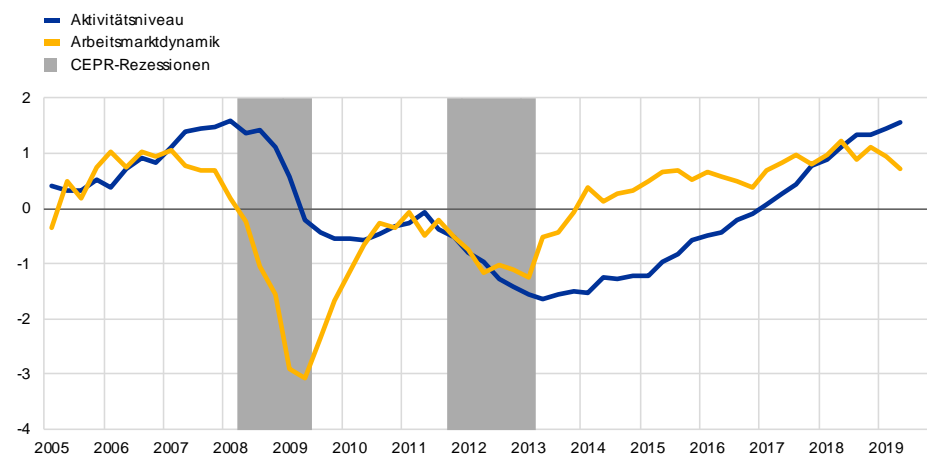
Die synthetischen Indikatoren zeigen, dass das Aktivitätsniveau am Arbeitsmarkt im Eurogebiet im zweiten Quartal 2019 mit dem vor der Krise verzeichneten Höchststand vergleichbar ist, während die Arbeitsmarktdynamik trotz einer leichten Abschwächung erhöht bleibt (siehe Abbildung B). Die beiden Indikatoren scheinen konjunkturelle Schwankungen am Arbeitsmarkt im Euroraum gut zu erfassen. Der Indikator für das Aktivitätsniveau erreichte vor der Rezession im ersten Quartal 2008 seinen Höchststand, sank dann schrittweise bis zum Beginn der Beschäftigungserholung und verzeichnete im zweiten Quartal 2013 den niedrigsten Wert. Parallel zum Wiederanstieg der Gesamtbeschäftigung auf ihren Vorkrisen-höchststand kehrte der Indikator Ende 2016 auf seinen langfristigen Durchschnittswert zurück und erhöhte sich bis zum zweiten Quartal 2019 auf ein ähnliches Niveau wie vor der Krise. Der Indikator für die Arbeitsmarktdynamik begann einige Zeit vor der Krise zu sinken und erreichte im Jahr 2009 seinen Tiefstand, als die Beschäftigung drastisch zurückging. Er blieb bis Ende 2013 unter seinem Durchschnitt, wies 2018 einen Höchststand geringfügig über dem vor der Krise verzeichneten Wert auf und liegt seitdem über dem langfristigen Durchschnitt. Dies deutet darauf hin, dass am Arbeitsmarkt auf kurze Sicht weiterer Spielraum für Verbesserungen besteht.

²⁶ Diese (nicht in Abbildung B enthaltene) Komponente wird vor allem durch die trendmäßige Entwicklung bestimmter Arbeitsmarktvariablen beeinflusst. Dazu gehören die Erwerbsquote, der Indikator für den qualifikatorischen Mismatch, die geografische Streuung der Arbeitslosenquote, die Vakanzquote und der Indikator für die Produktionshemmnisse. Die Komponente hängt mit den langfristigen Veränderungen am Arbeitsmarkt von 2005 bis 2019 zusammen. Ein Ausschluss der dritten Komponente würde dazu führen, dass das Aktivitätsniveau in den vorangegangenen Quartalen geringer und die Dynamik am Arbeitsmarkt höher ausgefallen wären. Die drei Indikatoren für die Arbeitsmarktbedingungen machen zusammen 84,9 % der Gesamtvarianz der 18 Arbeitsmarktvariablen in Abbildung A aus. Die Entwicklung der Beschäftigungsquote entspricht dem Indikator für das Aktivitätsniveau am Arbeitsmarkt.

Abbildung B

Indikatoren zur Lage am Arbeitsmarkt im Euroraum

(Standardabweichungen)



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

Anmerkung: Die schattierten Bereiche stehen für Rezessionsphasen in der Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR.

Im vorliegenden Kasten wurden zwei Instrumente vorgestellt, die sich ergänzen und dazu beitragen, die komplexen Informationen zum Arbeitsmarkt zu analysieren. Das Spinnennetzdiagramm bildet die unterschiedlichen zeitgleichen Dimensionen des Arbeitsmarkts im Eurogebiet ab, wie z. B. Arbeitslosigkeit, Entwicklung von Arbeitsmarktströmen und offenen Stellen, Entwicklung von Arbeitskräfteeinsatz, Produktivität und Reallöhnen sowie Veränderungen der strukturellen Bedingungen am Arbeitsmarkt. Die beiden synthetischen Arbeitsmarktindikatoren fassen die wichtigsten Informationen zu den 18 im Spinnennetzdiagramm dargestellten Variablen zusammen. Die Indikatoren dienen als Messgröße für das Aktivitätsniveau und die Dynamik am Arbeitsmarkt und tragen somit zur Einschätzung der Entwicklungen und der zyklischen Position des Arbeitsmarkts im Euroraum bei. Die Analyse lässt den Schluss zu, dass es dank der positiven Arbeitsmarktdynamik in naher Zukunft Raum für weitere Verbesserungen des Aktivitätsniveaus gibt. Länderspezifische Unterschiede am Arbeitsmarkt berücksichtigen die Indikatoren indessen nur bedingt. Verbesserungen der Arbeitsmarktlage hängen von künftigen konjunkturbedingten Veränderungen der wirtschaftlichen Aktivitäten ab.

5 Aktuelle Entwicklung der Sozialbeiträge und Mindestlöhne im Euro-Währungsgebiet

Ferdinand Dreher, Omiros Kouvavas und Gerrit Koester

Länderspezifische Änderungen bei den Sozialbeiträgen und Mindestlöhnen können sich erheblich auf die Arbeitskosten auswirken. Bei der Beurteilung der Stärke des Lohnwachstums und dessen Effekt auf die Erzeuger- und Verbraucherpreise ist es wichtig, die Art und den Umfang dieser beiden Faktoren zu berücksichtigen. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welchen Einfluss sie auf das aggregierte Lohnwachstum im Euroraum ausüben.

Die Messgrößen der Sozialbeiträge der Arbeitgeber können sich mitunter auf die Messgrößen der Arbeitskosten – wie das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer²⁷ – auswirken. Wesentliche Änderungen bei den Sozialbeiträgen der Arbeitgeber führen unter Umständen dazu, dass es zwischen den verschiedenen Maßen der Lohnentwicklung zu Abweichungen kommt (siehe Abbildung A, Grafik a). So war die von 2015 bis 2016 verzeichnete Lücke zwischen der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der entsprechenden Rate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer auf Verringerungen bei den Sozialbeiträgen der Arbeitgeber in den vier größten Volkswirtschaften des Euroraums zurückzuführen (siehe Abbildung A, Grafik b).²⁸ Seit Anfang 2019 hat sich die Lücke wieder ausgeweitet. Grund hierfür ist im Wesentlichen eine erhebliche Reduzierung der arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge in Frankreich, während die entsprechenden Beiträge in Deutschland, Italien und Spanien gestiegen sind. In Frankreich hing diese Entwicklung mit einer Gesetzesänderung zusammen, aufgrund deren eine Steuergutschrift („*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*“ – CICE) durch eine dauerhafte Senkung der Sozialbeiträge der Arbeitgeber ersetzt wurde. Dadurch wurde der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer in den ersten drei Quartalen 2019 gebremst: Mit Werten von je 2,3 %, 2,2 % und 2,1 % lagen die Raten nur leicht über dem seit 1999 gemessenen langfristigen Durchschnitt von 2,1 %. Im Vergleich zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer legte die Jahreswachstumsrate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer, bei der die Sozialbeiträge der Arbeitgeber nicht berücksichtigt werden und die von der Gesetzesänderung in Frankreich unberührt blieb, daher stärker zu. Sie belief sich in den ersten drei Quartalen auf jeweils 2,6 %, 2,5 % und 2,5 % und übertraf den seit 1999 beobachteten langfristigen Durchschnitt von 2,2 % damit deutlich. Insgesamt fällt das Wachstum der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer derzeit dynamischer aus als das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer.

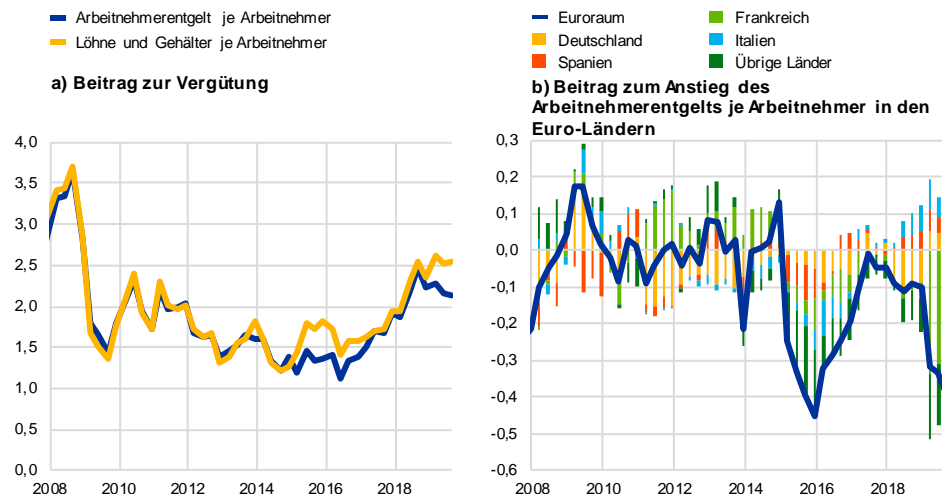
²⁷ Unter Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer sind sämtliche Geld- und Sachleistungen zu verstehen, die von Arbeitgebern an Arbeitnehmer als Entgelt für die von diesen geleistete Arbeit erbracht werden, d. h. die Bruttolöhne und -gehälter sowie Sonderzahlungen, Überstundenvergütungen und die Sozialbeiträge der Arbeitgeber, geteilt durch die Gesamtzahl der Arbeitnehmer.

²⁸ Dabei ist zu beachten, dass der Einfluss der Sozialbeiträge auf das Lohnwachstum auch durch andere Faktoren als eine Änderung der Beitragssätze bedingt sein kann.

Abbildung A

Sozialbeiträge der Arbeitgeber und Lohnwachstum im Euroraum

(Grafik a: Veränderung gegen Vorjahr in %; Grafik b: in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Änderungen der Mindestlöhne können die Lohnentwicklung ebenfalls maßgeblich beeinflussen, da Mindestlöhne Indexierungsregeln oder Rechtsvorschriften unterliegen und nicht im Rahmen von Tarifverhandlungen vereinbart werden. In 15 der insgesamt 19 Euro-Länder gibt es Mindestlöhne.²⁹

Die Bandbreite der monatlichen Mindestlöhne im Euroraum reichte im Juli 2019 von 430 € (Lettland) bis 2 071 € (Luxemburg). In den vergangenen zehn Jahren sind sie im Schnitt um 1,5 % (Irland) bis 7 % (Estland) pro Jahr gestiegen.³⁰ Die Höhe des Mindestlohns wird anhand verschiedener Methoden bestimmt, beispielsweise unter Verwendung vorgegebener Formeln, unter Berücksichtigung der Empfehlungen von Expertenausschüssen und durch Beratung mit den Tarifpartnern. Oftmals liegt ihre Festlegung auch im Ermessen der Regierung. Wie häufig Anpassungen der Mindestlöhne vorgenommen werden, ist daher von Land zu Land unterschiedlich. In den meisten Ländern erfolgen sie jedoch in einem ein- bis zweijährigen Rhythmus.

Die Mindestlöhne sind im Jahr 2019 bislang deutlich stärker gestiegen als die Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer insgesamt. Einem auf Basis der verfügbaren Länderdaten ermittelten Index für das Eurogebiet³¹ zufolge haben sich die Mindestlöhne in der ersten Jahreshälfte 2019 um 4,6 % gegenüber dem Vorjahr erhöht, nachdem 2018 ein Anstieg um lediglich 1 % verzeichnet wurde (siehe Abbildung B).

²⁹ Bei den vier Euro-Ländern, in denen kein gesetzlicher Mindestlohn gilt, handelt es sich um Italien, Zypern, Österreich und Finnland.

³⁰ Quelle: Eurostat.

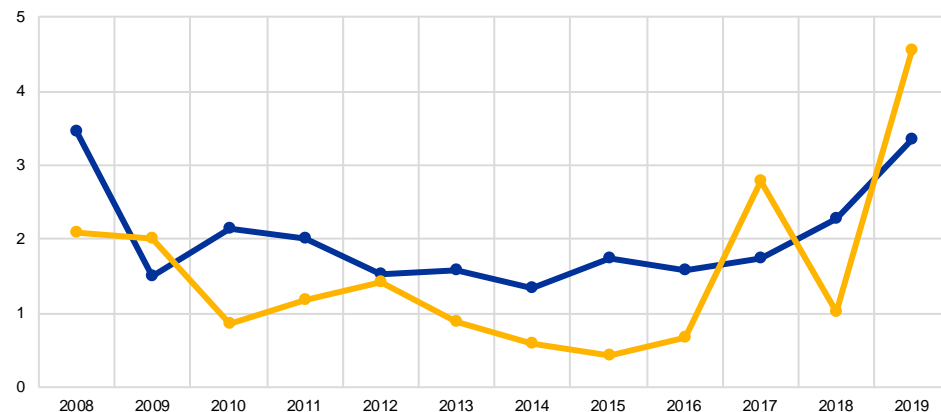
³¹ Der Index wird nach der Anzahl der Arbeitnehmer in den jeweiligen Ländern gewichtet. Bei den Ländern, in denen es keinen Mindestlohn gibt, wird ein Wert von null angenommen. Das bedeutet, dass sich die in Abbildung B dargestellte Steigerungsrate der Mindestlöhne durch die Berücksichtigung von Ländern ohne Mindestlohn abschwächt.

Abbildung B

Wachstum der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer sowie der Mindestlöhne im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)

- Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer
- Mindestlöhne



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Werte für 2019 basieren auf Angaben für die ersten drei Quartale 2019.

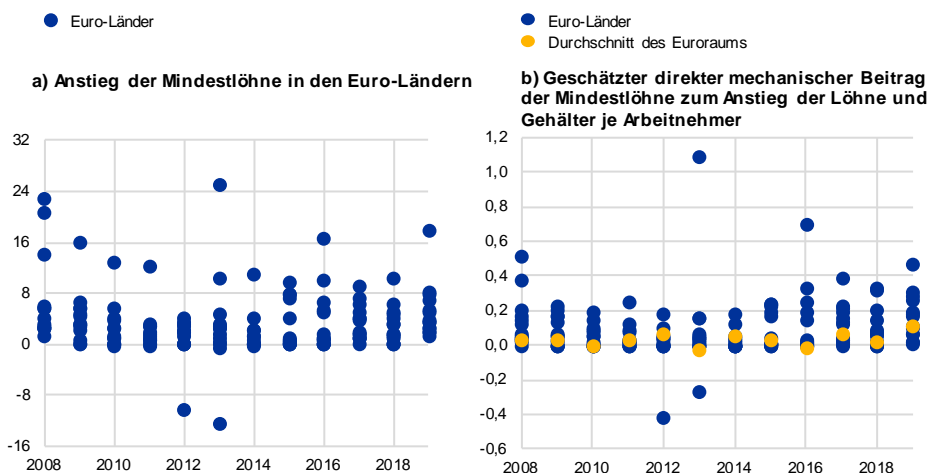
Der Anstieg des Mindestlohniveaus im ersten Halbjahr 2019 war über die einzelnen Länder hinweg breit angelegt.³² Erstmals seit 2008 wurde im Jahr 2019 in allen Euro-Ländern, in denen ein nationaler Mindestlohn gilt, das gesetzliche Mindestlohniveau angehoben. Dabei reichte die Bandbreite des Anstiegs gegenüber dem Vorjahr von 1,5 % (Frankreich) bis 17,9 % (Spanien) (siehe Abbildung C, Grafik a).

³² Für jedes der 15 Euro-Länder, in denen es einen Mindestlohn gibt, wird dieser geschätzt, indem der Durchschnitt der in jedem Jahr am 1. Januar und 1. Juli geltenden Niveaus gebildet wird.

Abbildung C

Entwicklung der Mindestlöhne und deren Bedeutung für den Anstieg der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer

(Grafik a: Veränderung gegen Vorjahr in %; Grafik b: in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Grafik b basiert auf Schätzungen (Berechnung auf der Grundlage von Daten aus der EU-SILC) für die Gruppe der Mindestlohnempfänger in den Euro-Ländern und das Euroraum-Aggregat.

Tendenziell haben Änderungen des Mindestlohniveaus nur einen geringen direkten mechanischen Effekt auf das Lohnwachstum im Euroraum insgesamt.

Der entsprechende direkte Einfluss lässt sich nur ermitteln, wenn die Anzahl der Mindestlohnempfänger bekannt ist. Im vorliegenden Kasten wird anhand von Daten aus der EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) ein Näherungswert für den Anteil der Mindestlohnempfänger an den gesamten Lohn- und Gehaltsempfängern abgeleitet.³³ Vorbehaltlich der erheblichen Unsicherheit, mit der ein solcher Näherungswert behaftet ist, zeigen die Daten für das Euro-Währungsgebiet, dass der direkte mechanische Beitrag der Mindestlöhne zum Wachstum der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer 2019 zwar gestiegen, diese Zunahme mit einem Wert von rund 0,1 Prozentpunkten aber recht gering ausgefallen ist (siehe Abbildung C, Grafik b).

³³ Zunächst wird der Anteil der Mindestlohnempfänger auf Grundlage der Daten aus der EU-SILC berechnet, indem der Anteil der Arbeitnehmer mit einem Einkommen in der Bandbreite zwischen 90 % und 110 % des Mindestlohns ermittelt wird. Dieser Prozentsatz wird dann auf die Gesamtzahl der Arbeitnehmer in einer Volkswirtschaft angewandt, um die Anzahl der Mindestlohnempfänger abzuleiten. Durch Multiplikation des Ergebnisses mit dem im jeweiligen Land geltenden Mindestlohniveau ergibt sich der Betrag der Löhne und Gehälter, der Mindestlohnempfängern zugeordnet werden kann. So kann der Anteil dieser Gruppe an den gesamten Löhnen und Gehältern eines Landes ermittelt werden sowie durch Aggregation der Länderdaten der entsprechende Wert für den Euroraum. Eine Einbeziehung der Unterschiede zwischen den geleisteten Arbeitsstunden von Mindestlohnempfängern und denjenigen der Beschäftigten insgesamt wirkt sich kaum auf die Ergebnisse aus. Der Prozentsatz der Beschäftigten wurde für jedes Jahr bis 2016 (letzte verfügbare Daten) auf Basis von Mikrodaten aus der EU-SILC geschätzt. Für die restliche Erhebung wurden diese Prozentsätze unverändert beibehalten, sofern keine Verwaltungsdaten auf Länderebene verfügbar waren, um die Analyse zu ergänzen. Zu den Mikrodaten aus der EU-SILC siehe auch: EZB, Auswirkungen der Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

In einigen Ländern dürften die Änderungen der Mindestlöhne einen signifikanteren direkten mechanischen Einfluss auf die Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer ausgeübt haben. Für die erste Jahreshälfte 2019 beispielsweise legen die auf dem Näherungswert basierenden Schätzungen nahe, dass der Anstieg der Mindestlöhne mit bis zu 0,5 Prozentpunkten zum nationalen Lohnwachstum beigetragen hat (siehe Abbildung C, Grafik b). Schätzungen dieser Art berücksichtigen jedoch nur die direkten rechnerischen Auswirkungen von Änderungen der Mindestlöhne auf den Lohnzuwachs. Außer Acht gelassen werden dabei die indirekten Einflüsse der Mindestlöhne auf die Lohnskala³⁴ sowie die sich aufgrund der potenziellen Auswirkungen von Mindestlohnänderungen ergebenden Beschäftigungseffekte³⁵ oder die dynamischen Wechselwirkungen zwischen Lohnsetzung und Mindestlohnanpassungen.

Insgesamt zeigte sich das Lohnwachstum in jüngster Zeit recht robust, vor allem, wenn die Entwicklung der Sozialbeiträge berücksichtigt wird. Der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer hat sich in den vergangenen Quartalen zwar abgeschwächt (siehe Abbildung A), doch ist dies im Wesentlichen auf die geringeren Sozialbeiträge der Arbeitgeber zurückzuführen. Die Steigerungsrate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer, bei der die arbeitgeberseitig gezahlten Sozialbeiträge außer Acht gelassen werden, war weiterhin recht kräftig, wobei sich zuletzt auch der etwas höhere Beitrag der Mindestlöhne positiv auswirkte. Insgesamt wird im vorliegenden Kasten die Auffassung vertreten, dass das solide Lohnwachstum in erster Linie in der robusten Verfassung der Arbeitsmärkte begründet liegt, vor allem, wenn die Entwicklung der Sozialbeiträge und der Mindestlöhne berücksichtigt wird.

³⁴ Für eine Analyse dieser Einflüsse in Bezug auf Frankreich siehe: E. Gautier, D. Fougère und S. Roux, The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France, Working Paper Series der Banque de France, Nr. 587, 2016.

³⁵ Erste Untersuchungen mit einem Vergleich von Studien über Beschäftigungseffekte im Rahmen einer Metaanalyse finden sich in: D. Card und A. B. Krueger, Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis, The American Economic Review, Bd. 85, Nr. 2, Mai 1995, S. 238-243. Siehe auch den aktuelleren Beitrag von D. Cengiz, A. Dube, A. Lindner und B. Zipperer, The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 134, Ausgabe 3, August 2019, S. 1405-1454; darin wird ein Difference-in-Difference-Ansatz verwendet, um Beschäftigungs- und Lohneffekte über die gesamte Häufigkeitsverteilung der Löhne und insbesondere am unteren Ende der Verteilung zu beobachten.

6 Exporttätigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln

Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando und Juan Angel Garcia

Die jüngste Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) enthielt eine Ad-hoc-Frage zur Exporttätigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs)³⁶. Der vorliegende Kasten beleuchtet die Antworten auf diese Frage. Er verfolgt dabei zwei Ziele: Erstens soll ein Überblick über die Exportaktivitäten von KMUs sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-Währungsgebiets gegeben werden. Zweitens werden die wichtigsten Merkmale exportierender KMUs untersucht. Bei der Analyse der Antworten wird insbesondere auf die für Exportentscheidungen relevanten finanziellen Dimensionen eingegangen.

Die Antworten der Umfrageteilnehmer bestätigen, dass der Auslandsabsatz für die im Euroraum ansässigen KMUs eine wichtige Rolle spielt. Über ein Drittel der KMUs exportierte im Jahr 2018 Waren oder Dienstleistungen. Der Anteil der exportierenden Firmen steigt zudem mit der Unternehmensgröße. So wurden Exporte in Länder außerhalb des Eurogebiets lediglich von einem Viertel der Kleinstunternehmen, jedoch von mehr als der Hälfte der mittleren und großen Unternehmen gemeldet. Aufgeschlüsselt nach Sektoren war der Anteil Waren und Dienstleistungen exportierender KMUs 2018 in der Industrie am größten, gefolgt vom Handel und dem Dienstleistungssektor.³⁷

Die Ausfuhren der KMUs erfolgten vor allem innerhalb des Euroraums. Ein erheblicher Anteil dieser Unternehmen exportierte jedoch auch in Länder außerhalb des Eurogebiets und nahezu die Hälfte in außereuropäische Märkte (siehe Abbildung A, Grafik a). Unter den Regionen außerhalb Europas wird Nordamerika von den Umfrageteilnehmern am häufigsten genannt, gefolgt vom Asien-Pazifik-Raum, dem Nahen Osten und Nordafrika (siehe Abbildung A, Grafik b). Hierbei sind je nach Sektor Unterschiede festzustellen. Für KMUs des Industriesektors sind die Märkte außerhalb des Euroraums von besonderer Bedeutung. Nordamerika ist sowohl für KMUs des Industrie- als auch des Dienstleistungssektors der wichtigste Exportmarkt.

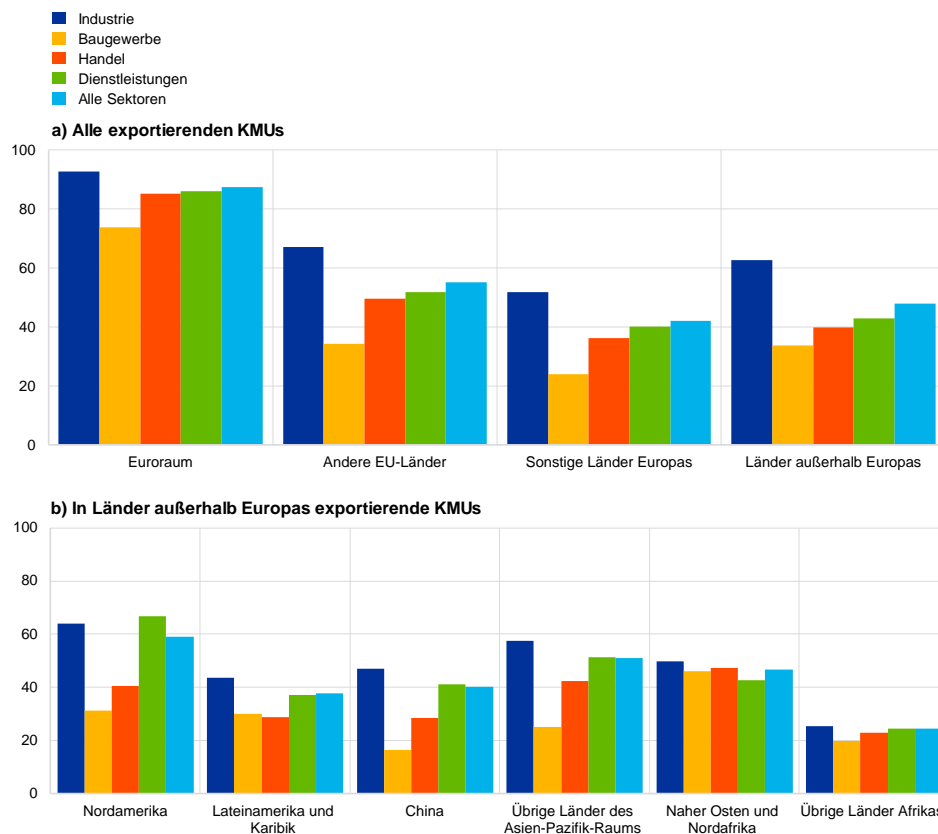
³⁶ Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (Survey on Access to Finance of Enterprises – SAFE) wird seit 2009 halbjährlich von der EZB und der Europäischen Kommission durchgeführt. Sie liefert Informationen darüber, wie sich der Zugang zu und die Nutzung von Außenfinanzierungsmitteln im Eurogebiet entwickelt haben, und zwar aufgeschlüsselt nach der Größe der Unternehmen und den Sektoren ihrer Tätigkeit. Die jüngste Erhebung ist die einundzwanzigste ihrer Art und erfolgte vom 16. September bis zum 25. Oktober 2019. Die Stichprobe umfasste insgesamt 11 204 Unternehmen im Euroraum; hiervon hatten 10 241 (91 %) weniger als 250 Beschäftigte. Die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage sowie der Fragebogen sind auf der [Website der EZB](#) abrufbar.

³⁷ Zur Zusammensetzung der Stichprobe siehe auch EZB, [Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset](#), November 2019. Die Umfrageergebnisse wurden nach der Beschäftigtenzahl gewichtet. Anschließend erfolgte eine Kalibrierung der Gewichte nach a) Land und Größenkategorie sowie b) Land und Wirtschaftstätigkeit.

Abbildung A

Exportmärkte von KMUs des Euroraums nach Sektor

(gewichteter Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quellen: SAFE und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a bezieht sich auf alle KMUs des Euroraums mit Exportgeschäft und Grafik b auf die KMUs des Eurogebiets, deren Ausfuhren in nichteuropäische Länder erfolgen. Dargestellt sind die Ergebnisse der 21. Umfrage (April bis September 2019).

Was die finanziellen Merkmale betrifft, so zeigt sich, dass der Einstieg in das Exportgeschäft für KMUs mit einer Reihe von Herausforderungen verbunden ist.

Exporteure müssen die Kosten für den Eintritt in ausländische Märkte tragen und – anders als bei Geschäften am heimischen Markt – eine längere Zeitspanne zwischen der Auftragserteilung und der abschließenden Zahlung für die ausgeführten Waren oder Dienstleistungen in Kauf nehmen. Zudem handelt es sich dabei zumeist um irreversible Kosten, die vorab anfallen. Exporteure benötigen somit genügend Finanzspielraum, um den Herausforderungen begegnen zu können. Aus den vorgenannten Gründen wird immer wieder angeführt, dass sich eine Beschränkung des Zugangs zu Finanzierungsmitteln auf Exporteure besonders negativ auswirken könne. Die wissenschaftliche Literatur versucht in zahlreichen Beiträgen, diese Aussage zu untermauern.³⁸

³⁸ Siehe aktuell beispielsweise J. Wagner, Access to Finance and Exports – Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries, *Open Economies Review*, Bd. 30(4), 2019, S. 739-757. Wegweisende Erkenntnisse zu der Frage, wie Kreditbeschränkungen die Exporttätigkeit behindern oder gar unterbinden können, finden sich in: D. Greenaway, A. Guariglia und R. Kneller, Financial factors and exporting decisions, *Journal of International Economics*, Bd. 73(2), 2007, S. 377-395.

Im Exportgeschäft aktive KMUs sind tendenziell rentabler und innovativer als nicht exportierende Unternehmen.

Die SAFE-Umfrage enthält regelmäßig eine Frage zu den im Exportgeschäft aktiven KMUs³⁹, die einen Gesamtüberblick über die finanziellen Merkmale solcher Unternehmen ermöglicht. In Tabelle A wird dargestellt, inwieweit exportierende KMUs bestimmte Merkmale häufiger aufweisen als nicht exportierende KMUs (siehe Tabelle A, Bereich A). Ferner wird auch eine Unterscheidung der KMUs nach Exportmarkt, d. h. innerhalb und außerhalb Europas, vorgenommen (siehe Tabelle A, Bereich B).⁴⁰ Die in der Tabelle dargestellten Merkmale – Beteiligungsstruktur, finanzielle Solidität, Innovationsfähigkeit und Diversifikation der Finanzierungsquellen – gelten im Allgemeinen als ausschlaggebend für die Entscheidung eines Unternehmens, im Exportgeschäft aktiv zu werden.⁴¹ Die Zeichen in der Tabelle sind nicht als Hinweise auf einen kausalen Zusammenhang zu verstehen, sondern lediglich als Beschreibung der aus den Antworten gewonnenen Ergebnisse. So bedeutet beispielsweise ein Minuszeichen in Bezug auf die Variable „Familienunternehmen“, dass der Anteil familiengeführter KMUs bei den exportierenden Unternehmen geringer ist als bei nicht exportorientierten Unternehmen (siehe Tabelle A, Bereich A, erste Spalte). Die Sternchen symbolisieren, dass diese Differenz statistisch signifikant ist (siehe Tabelle A, Bereich A, zweite Spalte).

Exportierende KMUs sind der Tendenz nach häufiger an der Börse notiert. Zudem ist unter ihnen der Anteil an rentablen⁴² und innovativeren Unternehmen höher. Darüber hinaus nutzen Exporteure in höherem Maße externe Finanzierungsmöglichkeiten, insbesondere subventionierte Kredite (häufig in Form von Garantien oder zinsvergünstigten Krediten) und gewöhnliche Bankkredite. Außerdem stellen Handelskredite eine wichtige externe Quelle für das Betriebskapital dar und ermöglichen den Firmen eine größere Flexibilität bei der Festlegung ihres Kapitalbedarfs.

KMUs, die in Märkte außerhalb Europas exportieren, greifen tendenziell stärker auf Eigenmittel und Beteiligungsfinanzierung zurück als Firmen, deren Ausfuhren sich auf europäische Länder beschränken.

Mit der eingangs erwähnten Ad-hoc-Frage lässt sich zudem untersuchen, welche zusätzlichen Eigenschaften möglicherweise jene KMUs kennzeichnen, die nicht nur innerhalb Europas, sondern auch in Regionen außerhalb Europas exportieren.⁴³ Vor allem dürfte sich für diese Unternehmen die finanzielle Widerstandsfähigkeit als noch wichtiger erweisen, als dies für KMUs der Fall ist, die nur innerhalb Europas exportieren. Dies hängt mit zusätzlichen Handelshindernissen – z. B. technischen Vorschriften, rechtlichen Bestimmungen und finanziellen Anforderungen, die sich von

³⁹ Siehe hierzu auch Frage D7 im [SAFE-Fragebogen](#).

⁴⁰ Alle in Tabelle A dargestellten Ergebnisse basieren auf univariaten Analysen. Sie werden durch multivariate Regressionsanalysen auf der Grundlage von Probit-Modellen bestätigt.

⁴¹ Siehe J. Paul, S. Parthasarathy und P. Gupta, Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda, *Journal of World Business*, Bd. 52(3), 2017, S. 327-342.

⁴² Anhand eines aus den SAFE-Daten ermittelten umfassenden Indikators wird beurteilt, ob Unternehmen mit Blick auf Umsatz, Gewinn, Zinsaufwand und Verschuldung finanziell solide sind. Siehe hierzu auch die [Umfrage über den Zugang von Unternehmen des Euro-Währungsgebiets zu Finanzmitteln – April bis September 2019](#).

⁴³ Die Ad-hoc-Frage ist so konzipiert, dass KMUs mit Exportaktivitäten außerhalb Europas durchaus auch in europäische Länder exportieren könnten.

den Vorgaben in der EU unterscheiden können – sowie mit den aus der grenzüberschreitenden Tätigkeit resultierenden Mehrkosten zusammen. Die in Tabelle A (Bereich B) dargestellten Ergebnisse bestätigen, dass KMUs, die in Regionen außerhalb Europas exportieren, innovativer sind und ihre Geschäfte eher über Eigenmittel und subventionierte Kredite finanzieren als Unternehmen, deren Exporttätigkeit auf Europa begrenzt ist. Zugleich geben sie häufiger an, Kapital über eine Beteiligungsfinanzierung aufzunehmen.

Im Industriesektor sind KMUs, die in Regionen außerhalb Europas exportieren, sogar noch innovativer und greifen in größerem Umfang auf subventionierte Kredite und Handelskredite zurück als entsprechende Unternehmen, die nur in Länder innerhalb Europas exportieren (siehe Tabelle A). Womöglich nutzen die KMUs mit außereuropäischem Exportgeschäft aus dem Grund häufiger subventionierte Kredite (oder Zuschüsse) und Handelskredite als die auf Europa beschränkten Exporteure, weil sie geförderte Finanzierungsbedingungen vorfinden.

Tabelle A

Finanzielle Merkmale exportierender KMUs

	A. Unterschiede zwischen Unternehmen mit und ohne Exporttätigkeit	Statistische Signifikanz	B. Unterschiede zwischen KMUs, die in Regionen außerhalb oder nur innerhalb Europas exportieren	Statistische Signifikanz
Unternehmensmerkmale				
Familienunternehmen	-	***	-	***
Börsennotiert	+	***	+	***
Finanzielle Beschränkungen	+	n. s.	+	n. s.
Rentabel	+	***	+	n. s.
Innovativ	+	***	+	***
Kapitalstruktur				
Eigenmittel	+	n. s.	+	***
Subventionierte Kredite	+	***	+	**
Kontokorrentkredite	+	***	+	n. s.
Bankkredite	+	***	+	n. s.
Handelskredite	+	***	+	***
Schuldtitel	+	n. s.	-	n. s.
Aktien	+	**	+	**

Quellen: SAFE und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Basierend auf einem Zweistichproben-t-Test mit gleicher Varianz. Die Sternchen kennzeichnen das Signifikanzniveau: *** = 1 %, ** = 5 %, * = 10 %, n. s. = nicht statistisch signifikant.

Abschließend ist festzuhalten, dass die Antworten auf die Ad-hoc-Frage in der jüngsten SAFE-Umfrage zu den Exportaktivitäten der KMUs im Euroraum zeigen, dass der Auslandsabsatz eine wichtige Rolle spielt. Zudem verfügt ein erheblicher Anteil der exportierenden KMUs auch über Absatzmärkte außerhalb Europas. Dies gilt insbesondere für den Industriesektor. Im Allgemeinen sind im Exportgeschäft aktive KMUs tendenziell rentabler und innovativer als entsprechende Unternehmen ohne Exportgeschäft. Die Ergebnisse zu den Exportaktivitäten von KMUs dürften dazu beitragen, die Exportdynamik von Unternehmen im Euroraum

insgesamt sowie die Auswirkungen außenwirtschaftlicher Rahmenbedingungen auf die Wirtschaft im Eurogebiet besser zu verstehen. Allerdings wurden mit der Ad-hoc-Frage ausschließlich direkte Exporte der KMUs erfasst. KMUs können jedoch auch Teil der Lieferkette größerer Unternehmen sein, die wiederum andere Erzeugnisse ausführen.

Aus den Umfrageergebnissen lassen sich zudem einige wichtige Merkmale exportierender KMUs im Euroraum ablesen. So steigt beispielsweise der Anteil exportierender Unternehmen mit der Unternehmensgröße. Dies hängt – wie bereits erwähnt – höchstwahrscheinlich mit den Mehrkosten und dem zusätzlichen Finanzierungsbedarf der im Exportgeschäft tätigen Unternehmen zusammen. Darüber hinaus sind die externen Finanzierungsquellen dieser Unternehmen tendenziell stärker diversifiziert. Zusammen mit der höheren Innovationskraft könnte dies darauf hindeuten, dass sie kapitalintensiver sein müssen, um im internationalen Wettbewerb zu bestehen. Vor diesem Hintergrund wird deutlich, wie entscheidend gut funktionierende und gut entwickelte Finanzmärkte sind. Sie gewährleisten KMUs einen effizienten Zugang zu Finanzierungsmitteln, sodass diese ihre Exportaktivitäten aufrechterhalten können.

7 Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung 2020 – mögliche Implikationen für eine Reform des finanzpolitischen Ordnungsrahmens

Am 21. November 2019 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Stellungnahmen zu den Übersichten der Euro-Länder über die Haushaltsplanung 2020 sowie eine Analyse der Gesamthaushaltssituation im Euro-Währungsgebiet.

Die Stellungnahmen enthalten auch eine Beurteilung, inwieweit die jeweilige Haushaltsübersicht den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) genügt; diese beruht auf der Herbstprognose 2019 der Kommission. Des Weiteren wurde geprüft, ob die Staaten die länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik, die im Rahmen des Europäischen Semesters 2019 an sie gerichtet und vom Rat für Wirtschaft und Finanzen am 9. Juli 2019 angenommen wurden,⁴⁴ in ihre Haushaltspläne eingearbeitet haben. Unter anderem halten die Empfehlungen hoch verschuldete Staaten dazu an, auf eine hinreichend rasche Senkung ihrer Schuldenquoten hinzuarbeiten. Einigen Ländern mit Haushaltsspielräumen wird empfohlen, diese unter anderem für eine Erhöhung ihrer öffentlichen Investitionen zu nutzen. Die Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung hat Schwächen bezüglich der Umsetzung der Empfehlungen aufgezeigt. Diese sollte die Kommission unter anderem in der anstehenden Überprüfung der Rechtsvorschriften des Sechserpakets („Six-pack“) und des Zweierpakets („Two-pack“) berücksichtigen. Die genannten Rechtsakte wurden 2011 bzw. 2013 eingeführt, um den finanzpolitischen Ordnungsrahmen zu stärken.

Aus den Übersichten über die Haushaltsplanung 2020 ergibt sich auf der Ebene des Euroraums ein leicht expansiver fiskalischer Kurs. Dahinter verbergen sich freilich stark divergierende Entwicklungen der öffentlichen Finanzen in den einzelnen Staaten.

Der für 2020 geplante Fiskalkurs, wie er sich aus der Verschlechterung des strukturellen Primärsaldos um 0,4 % ergibt, dürfte die Konjunktur im Eurogebiet stützen. Mit Blick auf die Zusammensetzung des Fiskalkurses gelangt die Kommission aber zu dem Schluss, dass dieser zwischen den Ländern besser differenziert wäre, wenn Staaten, die ihr mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht haben, den Stabilitäts- und Wachstumspakt einhielten und Staaten mit Haushaltsspielräumen ihren Kurs stärker lockerten.⁴⁵ Angesichts des eingetrübten Wachstumsausblicks für den Euroraum und der erhöhten Unsicherheit gab die Euro-Gruppe bekannt, dass sie bereit sei, eine differenzierte fiskalische Reaktion zu koordinieren, falls die Abwärtsrisiken tatsächlich zum Tragen kommen.⁴⁶

⁴⁴ Siehe hierzu die [länderspezifischen Empfehlungen zur Finanzpolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2019](#). Siehe im Einzelnen: EZB, [Finanzpolitische Prioritäten im Rahmen des Europäischen Semesters 2019](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019.

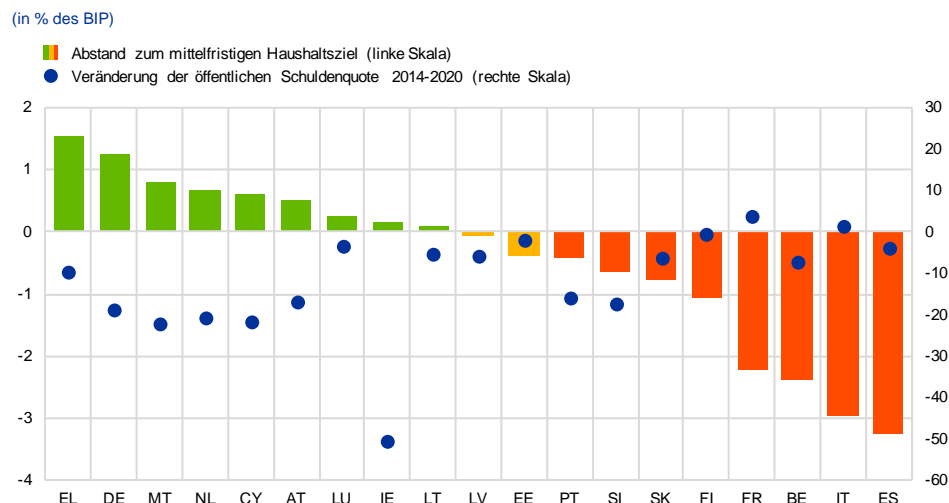
⁴⁵ Siehe auch Europäische Kommission, [Mitteilung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2020](#).

⁴⁶ Siehe Euro-Gruppe, [Erklärung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2020](#) (in englischer Sprache), 4. Dezember 2019.

In ihren Stellungnahmen attestiert die Europäische Kommission neun Ländern des Euroraums, dass ihre Haushaltsübersichten dem SWP entsprechen. Dabei handelt es sich um Deutschland, Irland, Griechenland, Zypern, Litauen, Luxemburg, Malta, die Niederlande und Österreich. Diese Staaten dürften im Jahr 2020 solide Haushaltspositionen aufweisen, die ihrem mittelfristigen Haushaltsziel entsprechen. Diesbezüglich begrüßt es die Euro-Gruppe, dass einige Mitgliedstaaten mit einer günstigen Haushaltslage diese genutzt haben und weiter dazu nutzen wollen, Investitionen und Wachstum anzukurbeln, ohne die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu beeinträchtigen. Ferner stellt die Kommission bezüglich der Haushaltsübersichten Estlands und Lettlands eine „weitgehende Erfüllung“ der Vorgaben des SWP fest.⁴⁷ Die Euro-Gruppe fordert diese beiden Länder auf, im Zuge ihrer nationalen Haushaltsverfahren die Einhaltung des SWP sicherzustellen.

Abbildung A

Öffentlicher Schuldenstand und Abstand des strukturellen Finanzierungssaldos zum mittelfristigen Haushaltsziel im Jahr 2020



Quellen: Herbstprognose 2019 der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Dargestellt ist die Abweichung des strukturellen Finanzierungssaldos 2020 vom mittelfristigen Haushaltsziel. Die grünen (orangenen) Balken beziehen sich auf Länder, deren Übersicht über die Haushaltsplanung 2020 laut Kommissionsbeurteilung die Vorgaben des SWP (weitgehend) erfüllt. Die roten Balken bedeuten, dass bei dem jeweiligen Haushaltsentwurf 2020 nach Ansicht der Europäischen Kommission das Risiko einer Nichterfüllung der Anforderungen des SWP gegeben ist.

⁴⁷ Ländern, die unter den präventiven Teil des SWP fallen, wird eine „weitgehende Erfüllung“ attestiert, wenn ihre Haushaltsübersichten laut Kommissionsprognose eine leichte Abweichung von dem mittelfristigen Haushaltsziel bzw. dem zu seiner Erreichung vorgesehenen Anpassungspfad bewirken könnten, die Nichteinhaltung der Vorgaben aber keine erhebliche Abweichung darstellen würde. Abweichungen von den nach dem präventiven Teil bestehenden Haushaltszielen werden als „erheblich“ klassifiziert, wenn sie in einem Jahr 0,5 % des BIP oder in zwei aufeinanderfolgenden Jahren durchschnittlich 0,25 % des BIP übersteigen.

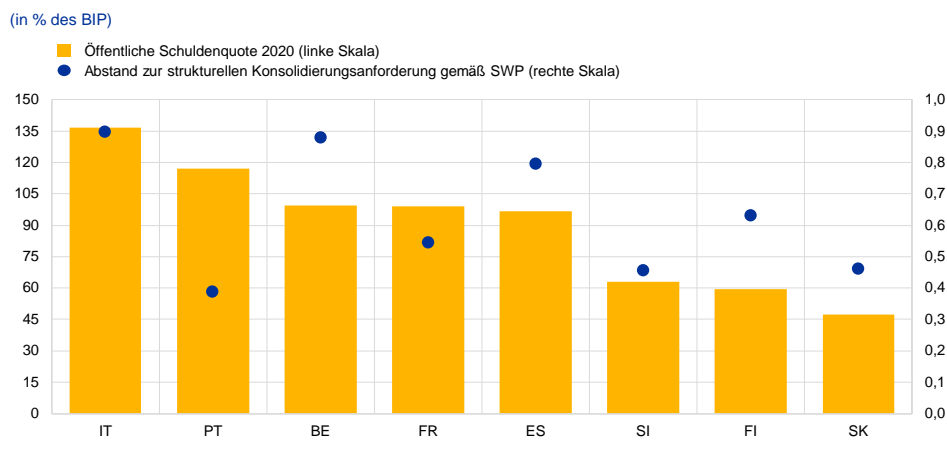
Nach Einschätzung der Kommission besteht bei einer beträchtlichen Zahl von Euro-Ländern die Gefahr, dass ihre Übersichten über die Haushaltsplanung die Anforderungen des SWP nicht erfüllen. Besonders bedenklich stimmt diese Entwicklung in Staaten mit einer hohen öffentlichen Schuldenquote.⁴⁸ Der

Kommissionsprognose zufolge bleiben die geplanten strukturellen Anpassungen in insgesamt acht Ländern – Belgien, Spanien, Frankreich, Italien, Portugal, Slowenien, Slowakei und Finnland – weit hinter den Anforderungen des SWP zurück (siehe Abbildung B). Die Haushaltsplanungen Belgiens, Spaniens und Portugals beruhen zudem auf der Annahme, dass die bisherige Politik fortgesetzt wird, denn in Spanien und Portugal wurde eine neue Regierung gewählt, und in Belgien dauert der Prozess zur Bildung der Föderalregierung noch an. Die Euro-Gruppe appelliert an alle acht Länder, die erforderlichen zusätzlichen Maßnahmen zur Beseitigung der von der Kommission festgestellten Risiken zeitnah in Erwägung zu ziehen. Dadurch werde sichergestellt, dass die Staatshaushalte 2020 dem SWP entsprechen. Vor allem konstatiert die Euro-Gruppe erneut, dass der nur langsam voranschreitende Abbau der hohen Schuldenstände in einer Reihe von Mitgliedstaaten nach wie vor beunruhigend sei und ein entschlossenes Vorgehen erfordere. Unter anderem müssten die unerwarteten Einsparungen infolge des Niedrigzinsumfelds genutzt werden. Dies betrifft vor allem Belgien, Spanien, Frankreich und Italien. Die Schuldenquoten dieser Länder sind noch immer sehr hoch, und eine stetige Abwärtstendenz ist bislang nicht erkennbar. Die Slowakei und Finnland dürften hingegen im Jahr 2020 die im AEUV festgelegte Schuldenobergrenze von 60 % des BIP einhalten. Portugal und Slowenien ist es gelungen, den öffentlichen Schuldenstand kontinuierlich abzusenken.

⁴⁸ Ein „Risiko der Nichterfüllung“ der Vorgaben des SWP besteht nach Auffassung der Kommission, wenn sie bei Ländern, die in den Geltungsbereich der präventiven Komponente fallen, für 2020 eine erhebliche Abweichung von dem mittelfristigen Haushaltsziel bzw. dem zu seiner Erreichung erforderlichen Anpassungspfad oder gegebenenfalls eine Verfehlung des Richtwerts für den Schuldenabbau prognostiziert.

Abbildung B

Öffentlicher Schuldenstand 2020 und Abstand zur strukturellen Konsolidierungsanforderung des SWP in Mitgliedstaaten, deren Haushaltsübersichten laut Kommissionseinschätzung den SWP nicht erfüllen



Quellen: Herbstprognose 2019 der Europäischen Kommission und länderspezifische Empfehlungen zur Finanzpolitik. Die Empfehlungen wurden am 9. Juli 2019 vom Rat für Wirtschaft und Finanzen angenommen und in den Arbeitsunterlagen der Dienststellen der Europäischen Kommission, die eine Analyse der Übersichten über die Haushaltsplanung 2020 enthalten, aktualisiert. Anmerkung: Italien hat die Gewährung von Flexibilität im Rahmen des SWP unter Berufung auf den Eintritt eines außergewöhnlichen Ereignisses beantragt. Dies ist in der strukturellen Anpassungsanforderung noch nicht berücksichtigt.

Die Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung verdeutlicht einmal mehr, dass der finanzpolitische Ordnungsrahmen der EU verbessert werden sollte, damit Maßnahmen in der Wirtschafts- und Währungsunion reibungsloser umgesetzt werden können. So sind die Regeln des SWP nach wie vor asymmetrisch ausgestaltet und können daher keine Orientierung in Bezug auf den fiskalischen Kurs im Euroraum bieten. Hat ein Land sein mittelfristiges Haushaltsziel noch nicht erreicht, werden von ihm weitere Fortschritte auf dem Weg dorthin verlangt. Länder, die dieses Ziel bereits erreicht haben, werden hingegen nicht aufgefordert, vorhandene Finanzpolster zu nutzen. In Zeiten, in denen die Wirtschaft des Eurogebiets insgesamt von einer konjunkturstützenden Haushaltspolitik profitieren würde, kann dieser Ansatz somit zu einer prozyklischen Ausrichtung der Finanzpolitik führen. Darüber hinaus geht der Abbau der hohen öffentlichen Schuldenstände in mehreren Ländern noch immer deutlich zu langsam vorstatten, obwohl der Regelungsrahmen im Jahr 2011 verbessert wurde. So sollte insbesondere durch die Einführung der Schuldenregel die Absenkung der öffentlichen Schuldenquoten auf den im AEUV festgeschriebenen Referenzwert von 60 % beschleunigt werden. Vor allem kann aufgrund der Gesamtwirkung der unterschiedlichen Formen von Flexibilität im Rahmen des SWP gerade in den hoch verschuldeten Staaten nicht sichergestellt werden, dass eine hinreichend zügige Annäherung an das mittelfristige Haushaltsziel erfolgt. Des Weiteren liegen die strukturellen Anpassungen, die in den Haushaltsplanungen einer Reihe von Ländern mit hohem öffentlichen Schuldenstand vorgesehen sind, deutlich unterhalb der Ratsempfehlungen. Hierin zeigt sich, dass die Überprüfung der Übersichten über die

Haushaltsplanung, die mit dem Zweierpaket eingeführt wurde, nicht den notwendigen Druck zum Abbau von Haushaltsungleichgewichten erzeugt.⁴⁹

Der damalige Präsident der Europäischen Kommission hatte den Europäischen Fiskalausschuss (EFA) beauftragt, die Funktionsweise der Fiskalregeln im Zusammenhang mit der Überprüfung des Sechser- und des Zweierpakets zu untersuchen. Der EFA hat daraufhin Möglichkeiten für eine Reform des finanzpolitischen Ordnungsrahmens der EU aufgezeigt.⁵⁰ Er schlägt vor, als Regelungsanker nicht mehr das mittelfristige Haushaltsziel, sondern eine langfristige Obergrenze für den öffentlichen Schuldenstand im Verhältnis zum BIP zu verwenden. Diese Vorgabe sollte durch eine Ausgabenregel ergänzt werden, die als einziger operationaler Indikator für die Ausrichtung der Finanzpolitik dient. Nach den Vorstellungen des EFA sollten die bestehenden Flexibilitätsklauseln in Form einer einzigen Ausnahmebestimmung konsolidiert werden. Diese würde dann auf Grundlage einer unabhängigen ökonomischen Beurteilung aktiviert werden. In diesem Zusammenhang würde den unabhängigen Finanzräten der einzelnen Mitgliedstaaten eine höhere Bedeutung zugemessen, und die Kommission erhielte mehr Eigenständigkeit bei ihren Einschätzungen. Sanktionen sind nachweislich schwer umsetzbar, könnten jedoch durch Anreize ergänzt oder ersetzt werden. Auf diese Weise ließe sich unter anderem der Zugriff auf einen makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus (d. h. eine auf Ebene des Euroraums angesiedelte Fiskalkapazität) an die Einhaltung der Fiskalregeln koppeln. All diese Vorschläge sollten im Zuge der anstehenden Überprüfung des Sechser- und des Zweierpakets eingehend erörtert werden.⁵¹

Das finanzpolitische Regelwerk der EU muss seine Wirkung entfalten können. Dies ist eine Voraussetzung für die weitere Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion. Neben dem kürzlich angenommenen Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit⁵² ist es unabdingbar, dass weitere Fortschritte bei der Schaffung eines echten makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus für den Euroraum erzielt werden. Andere Währungsräume verfügen in der Regel über einen solchen Mechanismus, um besser auf wirtschaftliche Schocks reagieren zu können, die sich auf einzelstaatlicher Ebene nicht bewältigen lassen.⁵³ Ein solches zentrales fiskalisches Stabilisierungsinstrument würde das Risiko verringern, dass das geldpolitische Instrumentarium der EZB im Falle einer schweren euroraumweiten Rezession überstrapaziert wird.⁵⁴

⁴⁹ Zu den Gründen, weshalb die Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung im Zeitablauf an Wirkungskraft eingebüßt hat, siehe EZB, [Zur Überprüfung der Übersichten über die Haushaltsplanung für 2018](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2017, Dezember 2017.

⁵⁰ Siehe EFA, [Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation](#), August 2019.

⁵¹ Ein Überblick findet sich in: C. Kamps und N. Leiner-Killinger, [Taking stock of the functioning of the EU's fiscal rules and options for reform](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 231, 2019.

⁵² Siehe hierzu im Einzelnen das [Eckpunktepapier \(„Term Sheet“\)](#), das die Euro-Gruppe am 10. Oktober 2019 in ihrer Sitzung im inklusiven Format beschlossen hat.

⁵³ Siehe EZB, [Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus anderen Währungsräumen](#), Wirtschaftsbericht 3/2019, April 2019.

⁵⁴ Siehe EZB, [Fiskalische Ausstrahlungseffekte in einer Währungsunion](#), Wirtschaftsbericht 1/2019, Januar 2019.

Aufsätze

1 Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?

Lorenzo Burlon, Maria Dimou, Anna-Camilla Drahonsky und Petra Köhler-Ulbrich¹

Im vorliegenden Aufsatz werden die Kreditvergabebedingungen für im Euroraum ansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften untersucht. Dabei wird auf die Fülle weicher Daten aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum seit deren erstmaliger Durchführung im Jahr 2003 zurückgegriffen. In diesem Zusammenhang soll insbesondere auch der Frage nachgegangen werden, ob die Verschärfung bei der Kreditvergabe der Banken während der Finanz- und Staatsschuldenkrise durch die seit 2014 beobachtete Lockerung der Bedingungen für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kompensiert wurde. Der Aufsatz verdeutlicht, dass diese Lockerung in erster Linie über eine erhebliche Lockerung der tatsächlichen Kreditbedingungen der Banken für Neukredite an Unternehmen mit einer durchschnittlichen Bonität erfolgt ist. Die von den Banken für ihre Kreditvergabeentscheidungen festgelegten Richtlinien wurden hingegen weniger stark gelockert. Die folgenden Ausführungen stützen sich auch auf die Antworten einzelner Kreditinstitute, um die unterschiedlichen Bedingungen der Banken für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Zeitverlauf und bei verschiedenen Geschäftsmodellen zu untersuchen. Die Analyse zeigt, dass die Änderungen der Kreditbedingungen bei Banken mit einem Geschäftsmodell, das eher auf stabilen Refinanzierungsquellen wie Einlagen beruht, weniger stark ausfallen. Zusammenfassend gesagt beleuchtet der vorliegende Aufsatz auf der Grundlage der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum weitere Aspekte, die die regelmäßige Beurteilung der Kreditvergabebedingungen für Unternehmen ergänzen können.

1 Einleitung

Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet liefert eine Fülle an weichen Daten zu den Veränderungen der Kreditvergabebedingungen der Banken. Diese ergänzen die harten statistischen Messgrößen zum Kreditwachstum und erhöhen potenziell deren Aussagekraft. In Kombination mit Informationen zum tatsächlichen Kreditwachstum und den Kreditzinsen trägt dieser besondere Datensatz dazu bei, die Entwicklung von Kreditangebot und -nachfrage sowie die dahinterstehenden Einflussfaktoren besser zu verstehen. Zudem hat sich gezeigt, dass die Daten aus der Umfrage zum Kreditgeschäft starke Vorlauf-

¹ Datenmaterial: Unterstützung durch Bettina Farkas.

eigenschaften in Bezug auf die Gesamtentwicklung des Kreditvolumens aufweisen. Aufgrund dessen werden die Informationen aus der Umfrage regelmäßig beobachtet und bewertet, um Erkenntnisse über die Kreditvergabebedingungen unmittelbar von den befragten Banken im Euro-Währungsgebiet zu gewinnen.² Der Aufsatz konzentriert sich auf die Bedingungen für die Kreditvergabe der Banken an im Euroraum ansässige Unternehmen und stützt sich dabei auf die reichhaltigen sowohl aggregierten als auch einzelbankbezogenen Informationen aus der Umfrage zum Kreditgeschäft.

Welche Informationen über die Bedingungen für die Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum lassen sich aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für die letzten 10 bis 15 Jahre ableiten?

Auf die drastische Verschärfung der Kriterien der Banken für die Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Laufe der Finanz- und Staatsschuldenkrise folgte eine Lockerung, die sich von Anfang 2014 bis Anfang 2019 erstreckte und somit die bislang längste verzeichnete Lockerungsphase bildete. In jüngerer Zeit hat sich aufgrund von Bedenken hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten für den Euroraum ein gewisser Wandel bei den Änderungen gezeigt, die die Banken an ihren Kriterien für die Kreditvergabe vornehmen. In Anbetracht dessen wird in diesem Aufsatz eine längerfristige Perspektive in Bezug auf die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft eingenommen, die den Zeitraum seit dem Beginn der globalen Finanzkrise abdeckt. Der Fokus liegt dabei auf drei Aspekten.

Zunächst werden die langfristige Entwicklung der Kreditrichtlinien und die diesbezüglichen Einflussfaktoren in den Blick genommen. Dabei wird die unterschiedliche Bedeutung dieser Faktoren im Zeitverlauf ausgewertet, um die Veränderungen der Kreditvergabebedingungen der Banken besser verstehen zu können. Es zeigt sich, dass die Einschätzung von Risiken in Bezug auf den wirtschaftlichen Ausblick eine maßgebliche Einflussgröße für die Kreditvergabebedingungen der Banken ist, und zwar insbesondere in Zeiten sich verschärfender Kreditrichtlinien.

Des Weiteren wird untersucht, ob die Verschärfung der Kreditvergabebedingungen der Banken während der Finanz- und Staatsschuldenkrise durch die seit 2014 beobachtete Lockerung der Bedingungen für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kompensiert wurde. Im vorliegenden Aufsatz werden die Informationen analysiert, die sich aus Änderungen der Kreditrichtlinien und -bedingungen der Banken ergeben. Diese decken sich ergänzende Aspekte ab, die sich vor allem auf das Kreditangebot beziehen. Während die tatsächlichen Bedingungen der Banken für die Vergabe durchschnittlich riskanter Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit 2014 erheblich gelockert wurden und anscheinend wieder auf dem Stand vom Beginn der Finanzkrise angelangt sind, haben sich die Kreditrichtlinien der Banken weniger

² Siehe die Website der EZB unter [Euro area bank lending survey](#). Im vierteljährlichen Bericht über die Umfrage zum Kreditgeschäft liegt das Hauptaugenmerk auf der saldierten Gesamtentwicklung. Was die Kreditrichtlinien betrifft, ist der prozentuale Saldo die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ geantwortet haben, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ angegeben haben.

stark entspannt. Gründe hierfür dürften die aufsichtlichen Anforderungen an die Banken, die notwendige Stärkung ihrer Bilanzen und die Vermeidung erhöhter Kreditrisiken sein.

Schließlich gibt der Aufsatz Aufschluss über die Kreditbedingungen bei verschiedenen Geschäftsmodellen. Auf der Grundlage einer neuen Datenreihe in der Umfrage zum Kreditgeschäft, mit der es möglich ist, die Antworten der Kreditinstitute entsprechend ihrer Geschäftsmodelle zu gruppieren, werden die Kreditangebotsbedingungen der Banken im Zeitverlauf ausgewertet und dabei Gemeinsamkeiten und Unterschiede bei verschiedenen Geschäftsmodellen untersucht. Hervorzuheben ist hierbei, dass die Änderungen der Kreditkonditionen bei Geschäftsmodellen mit relativ stabilen Refinanzierungsquellen moderater ausfallen als bei anders aufgestellten Banken. Zusammenfassend gesagt beleuchtet der vorliegende Aufsatz auf der Grundlage der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum weitere Aspekte, die die regelmäßige Beurteilung der Kreditvergabebedingungen der Banken ergänzen können.

2 Bedingungen für Bankkredite an Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

2.1 Kreditrichtlinien für Ausleihungen an Unternehmen im Euroraum

Die Kreditrichtlinien, die interne Vorgaben der Banken oder deren Kriterien für die Kreditgewährung widerspiegeln, stellen einen wesentlichen Indikator für die Kreditvergabebedingungen dar.³ Sie ermöglichen eine getrennte Betrachtung von Kreditangebot und -nachfrage bei der Analyse der Entwicklung des Kreditwachstums (siehe Abbildung 1).⁴ Zudem laufen Änderungen der Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dem tatsächlichen entsprechenden Kreditwachstum um etwa ein Jahr voraus.⁵ Sie lassen sich daher bei der Beurteilung der Entwicklung des Kreditwachstums für das darauffolgende Jahr heranziehen. Hinzu kommt, dass die Erwartungen der Banken bezüglich der Entwicklung ihrer eigenen Kreditrichtlinien generell den tatsächlichen Verlauf zutreffend widerspiegeln und so weitere Vorabinformationen zur Entwicklung der Kreditvergabebedingungen liefern.

³ Siehe P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell und S. Scopel, The euro area bank lending survey, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 179, 2016.

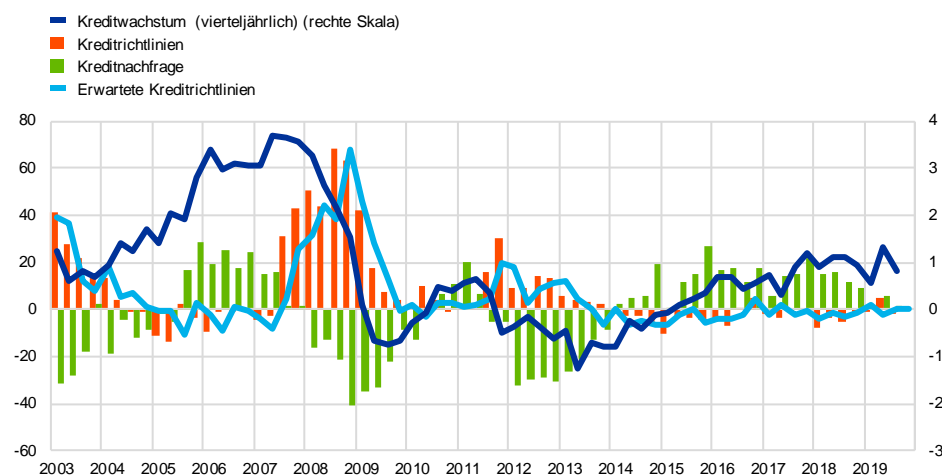
⁴ Siehe C. Altavilla, M. Darracq Paries und G. Nicoletti, Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, Journal of Banking and Finance, erscheint in Kürze.

⁵ Siehe G. De Bondt, A. Maddaloni, J.-L. Peydro und S. Scopel, The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth, Working Paper Series der EZB, Nr. 1160, 2010.

Abbildung 1

Kreditangebot, Kreditnachfrage und Kreditwachstum bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(Saldo in % und vierteljährliche Wachstumsraten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: In Bezug auf die Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ geantwortet haben, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ angegeben haben. Bei der Kreditnachfrage ist der prozentuale Saldo die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ geantwortet haben, und der Summe (in Prozent) der Banken, die „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ angegeben haben. Die tatsächliche Entwicklung der Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage bezieht sich auf die letzten drei Monate. Die erwarteten Kreditrichtlinien betreffen dagegen die Erwartungen der Banken für die nächsten drei Monate und sind daher um ein Quartal verschoben.

Bei der Lockerung der Kreditrichtlinien in der Zeit von 2014 bis Anfang 2019 handelt es sich um die längste Lockerungsphase seit Anfang 2003, als die Umfrage zum Kreditgeschäft erstmals durchgeführt wurde.

Nach einer drastischen Verschärfung der Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum zwischen dem dritten Quartal 2007 und dem zweiten Halbjahr 2011 im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise (mit einem Höchststand von per saldo 68 % zum Zeitpunkt des Zusammenbruchs von Lehman Brothers im dritten Quartal 2008) begannen die Banken im Euroraum im ersten Quartal 2014, ihre Kreditrichtlinien unter dem Strich zu lockern. Diese Lockerung setzte sich über einen Zeitraum von etwa 20 Quartalen (mit einer Unterbrechung im zweiten Halbjahr 2016) bis ins erste Vierteljahr 2019 fort. Damit handelt es sich um die längste Lockerungsphase seit der Einführung der Umfrage zum Kreditgeschäft. Im Vergleich dazu erstreckte sich die Lockerungsperiode vor der Finanzkrise über 12 Quartale, vom dritten Vierteljahr 2004 bis zum zweiten Vierteljahr 2007. Die unter dem Strich seit 2014 zu beobachtende Lockerung der Kriterien für Unternehmenskredite stützte nach der Finanzkrise sowohl die Erholung der Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch die Konjunktur. Im zweiten und dritten Quartal 2019 kam es aufgrund von Bedenken bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten im Euroraum zu einem gewissen Wandel bei den Änderungen, die Banken an ihren Kreditrichtlinien vornahmen. Die tatsächlichen Kreditzinsen lagen unterdessen nach wie vor auf historischen Tiefständen.

2.2 Welche Faktoren beeinflussen die Änderungen der Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften?

Die den Änderungen der Kreditrichtlinien zugrunde liegenden Faktoren ermöglichen ein besseres Verständnis der Gründe, warum die Banken ihre Kriterien für die Kreditgewährung modifizieren.

Die Banken im Euro-Währungsgebiet melden auch die Einflussfaktoren, die zur Änderung der Kreditrichtlinien beitragen. Die Bedeutung dieser Faktoren ändert sich im Zeitverlauf je nach Zustand der Ökonomie (siehe Abbildung 2). Sie liefern zusätzliche Einblicke in die Änderungen der Kreditvergabekonditionen der Banken und ermöglichen eine Differenzierung nach zwei Arten von Veränderungen beim Wachstum der Bankkredite: Auf der einen Seite gibt es Entwicklungen, die im Wesentlichen auf Veränderungen im Bankensystem selbst zurückzuführen sind (beispielsweise bei den Refinanzierungskosten und der Risikotoleranz der Banken); auf der anderen Seite stehen Veränderungen des allgemeinen wirtschaftlichen Umfelds, die sich aufgrund von Änderungen der Bonität der Kreditnehmer oder der Kreditsicherheiten auf das Kreditangebot der Banken auswirken, ohne jedoch auf reine Kreditangebotseffekte zurückzugehen.⁶

Die Risikoeinschätzung bezüglich des wirtschaftlichen Ausblicks ist der wichtigste Faktor, mit dem sich Änderungen der Kreditrichtlinien erklären lassen. Sie ist zudem eng mit der realwirtschaftlichen Entwicklung verbunden.

Bei der Betrachtung der Faktoren, die aus Sicht der Banken zur Änderung der Kreditrichtlinien beitragen, lassen sich zwei wichtige Beobachtungen festhalten (siehe Abbildung 2). Erstens ist der verschärfende Effekt dieser Faktoren größer als der lockernde Effekt, was sich mit den Änderungen der Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften deckt. Zweitens ist die Risikoeinschätzung der bedeutendste Faktor, mit dem Änderungen der Kreditrichtlinien im Zeitverlauf erklärt werden können (mit einem durchschnittlichen, per saldo verschärfend auf die Kreditrichtlinien wirkenden Beitrag von 13 % seit 2003). Die hohe Korrelation mit den Kreditrichtlinien zeigt sich insbesondere in Phasen, in denen sich diese verschärfen. Allerdings spielt die Risikoeinschätzung auch bei der Lockerung der Kreditrichtlinien eine wichtige Rolle. Sie hängt eng mit der Entwicklung von realwirtschaftlichen Messgrößen und Geschäftsklimaindikatoren zusammen (siehe Abbildung 3). Die Risikoeinschätzung ist daher ein Signal dafür, wie sich Veränderungen der wirtschaftlichen Aussichten auf die Kreditrichtlinien auswirken, und zwar über Veränderungen hinaus, die ihren Ursprung im Bankensystem selbst haben.⁷

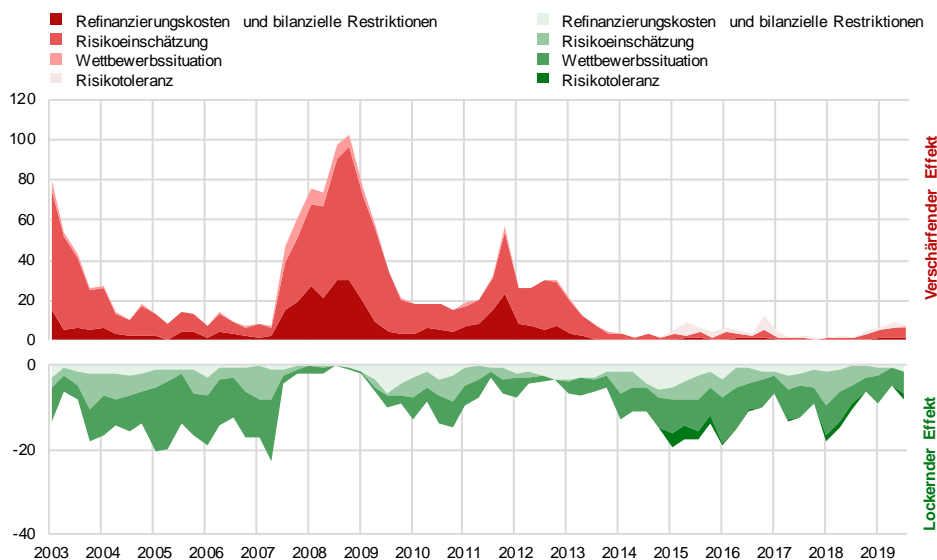
⁶ Siehe H. S. Hempell und C. Kok Sorensen, The impact of supply constraints on bank lending in the euro area. Crisis induced crunching?, Working Paper Series der EZB, Nr. 1262, 2010.

⁷ Zum Zusammenhang zwischen den sich aus der Umfrage zum Kreditgeschäft ergebenden Faktoren und anderen makroökonomischen Indikatoren siehe auch die Analyse in P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell und S. Scopel, The euro area bank lending survey, Kapitel 3, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 179, 2016.

Abbildung 2

Einflussfaktoren in Bezug auf die Kreditrichtlinien für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in % der Banken)



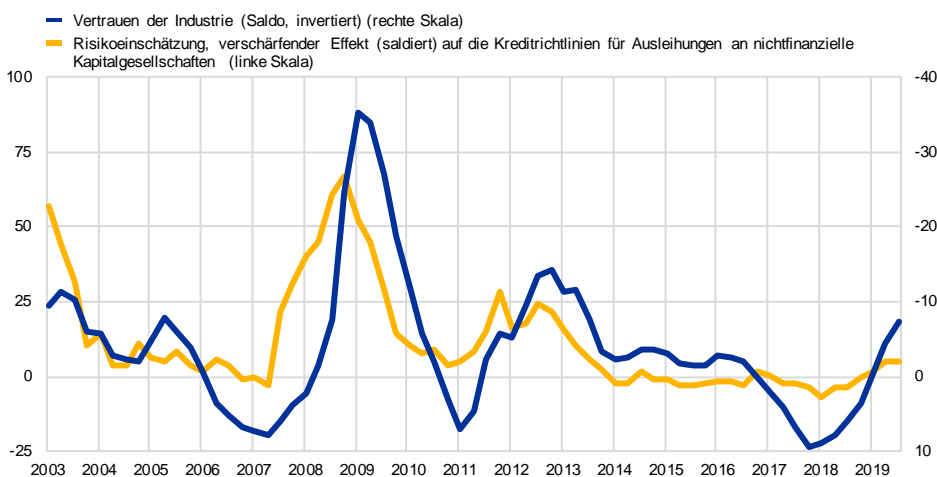
Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: „Refinanzierungskosten und bilanzielle Restriktionen“ als ungewichteter Durchschnitt von „Eigenkapitalkosten“, „Refinanzierungsbedingungen am Geld- oder Anleihemarkt“ und „Liquiditätsposition“. „Risikoeinschätzung“ als ungewichteter Durchschnitt von „Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten allgemein“, „Branchen- oder firmenspezifische Lage und Aussichten/Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer“ und „Werthaltigkeit der Sicherheiten“. „Wettbewerbssituation“ als ungewichteter Durchschnitt von „Konkurrenz durch andere Banken“, „Konkurrenz durch Nichtbanken“ und „Konkurrenz durch Marktfinanzierung“. Der Faktor „Risikotoleranz der Banken“ wurde im ersten Quartal 2015 eingeführt.

Abbildung 3

Risikoeinschätzung der Banken und Vertrauen der Industrie

(Saldo der Banken in % und Saldo in %)



Quellen: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft) und Europäische Kommission.

Anmerkung: Siehe Abbildung 2. Der Indikator für das Industrievertrauen bezieht sich auf die Meinungsumfrage der Europäischen Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

Refinanzierungskosten und bilanzielle Restriktionen der Banken spielen vor allem bei der Verschärfung der Kreditrichtlinien eine bedeutende Rolle. Die Korrelation zwischen diesem Faktor und einer Lockerung der Kreditrichtlinien ist eher gering. Insbesondere die Eigenkapitalposition der Kreditinstitute wirkte sich im Schnitt verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus (mit einem durchschnittlichen prozentualen Saldo von 7 % seit 2003). Auch die Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen trugen zu einer Verschärfung bei, und zwar insbesondere während der Finanzkrise. Dies ist vor dem Hintergrund der Verluste der Banken und des damit einhergehenden Drucks, die Verschuldung abzubauen, sowie eines Anstiegs der Refinanzierungskosten zu sehen. Was den Zusammenhang zwischen den verschiedenen Bestimmungsfaktoren anbetrifft, war der verschärfende Einfluss der Risikoeinschätzung häufig mit einer gleichzeitigen verschärfenden Wirkung der Refinanzierungskosten und der Bilanzsituation verbunden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass eine Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten tendenziell auch zu einer Verschlechterung der Bonität der Kreditnehmer und einem erhöhten Kreditrisiko führt, was sich wiederum negativ in den Bankbilanzen niederschlägt.

Im Gegensatz dazu ist der Wettbewerbsdruck, der in erster Linie von anderen Banken ausgeht, der ausschlaggebende Faktor für eine Lockerung der Kreditrichtlinien. So ist die seit 2014 per saldo erfolgte Lockerung der Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften größtenteils auf die Wettbewerbssituation zurückzuführen.

Schließlich hatte die Risikotoleranz der Banken seit 2015 insgesamt eine weitgehend neutrale und zeitweise eine leicht verschärfende Wirkung auf die Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Banken nicht mit einer erhöhten Risikobereitschaft auf die niedrigen oder negativen Zinssätze reagiert haben, was sich auch mit ihren eigenen Angaben deckt.⁸

2.3 Warum fiel die Nettolockerung der Kreditrichtlinien seit 2014 eher moderat aus?

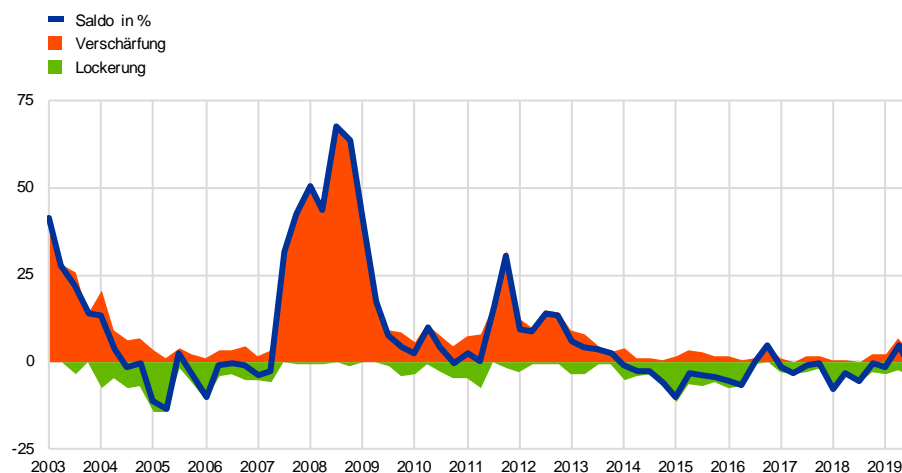
Die Lockerung der Kreditrichtlinien der Banken für Unternehmenskredite seit 2014 scheint insgesamt im Vergleich zur vorangehenden Verschärfung moderat zu sein (siehe Abbildung 4). Rechnet man die veränderten prozentualen Salden zusammen, so scheint die kumulierte Nettolockerung der Kreditrichtlinien in den letzten fünf Jahren gegenüber der kumulierten Nettoverschärfung der Richtlinien für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum während der Finanzkrise trotz der langen Nettolockerungsphase moderat auszufallen. So meldeten die Banken die stärkste Lockerung ihrer Kreditrichtlinien im ersten Quartal 2015 (-10 %), als die EZB ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) startete. Dieser Wert liegt nahe dem Niveau, das vor dem Ausbruch der Finanzkrise erreicht wurde (mit einem negativen Spitzenwert von -13 % im zweiten Quartal 2005).

⁸ Der Faktor „Risikotoleranz der Banken“ wurde im ersten Quartal 2015 eingeführt.

Abbildung 4

Kreditrichtlinien für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Saldo in % und Anteil der Banken in %)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).
Anmerkung: Siehe Abbildung 1.

Die insgesamt moderat ausfallende Nettolockerung legt nahe, dass die Kreditrichtlinien derzeit strenger sind als vor der Finanzkrise. Der Befund wird auch durch die Ad-hoc-Frage in der Umfrage zum Kreditgeschäft zum Niveau der Kreditrichtlinien erhärtet, welche die vierteljährliche Frage zur Veränderung der Kreditrichtlinien im jährlichen Rhythmus ergänzt. Laut den Angaben der Banken waren ihre Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen im Eurogebiet im ersten Quartal 2019 im Vergleich zur historischen Bandbreite seit 2003 noch immer strenger.⁹ Die begrenzte Nettolockerung der Kriterien für die Kreditgewährung könnte auf mehrere Gründe zurückzuführen sein.

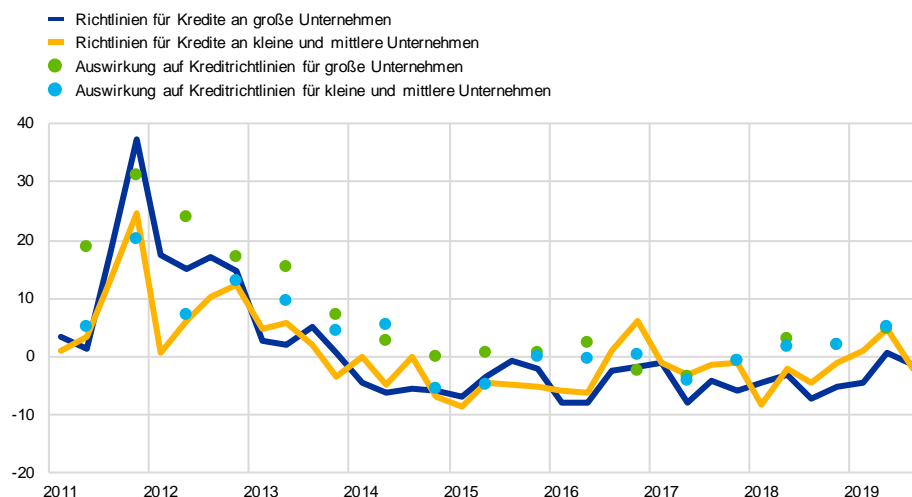
Erstens ist festzuhalten, dass die großzügigen Kreditkonditionen aus der Zeit vor der Finanzkrise vermutlich zu einem höheren Risikobewusstsein der Banken bei ihren Kreditvergabeentscheidungen seit der Krise beigetragen haben. Von den zuvor genannten Einflussfaktoren, die sich auf die Kreditrichtlinien auswirken, kommt der Risikoeinschätzung der Banken und ihrer Bereitschaft, Kreditrisiken einzugehen, eine erhebliche Bedeutung zu. Diese beiden Faktoren können dazu beitragen, zu erklären, warum die Banken ihre Kreditrichtlinien seit der Finanzkrise nur moderat gelockert haben. Zwar haben lockere Kreditrichtlinien vor dem Ausbruch der Finanzkrise das starke Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften womöglich mit angeheizt, doch gibt es derzeit keine Anzeichen für eine erhöhte Risikotoleranz der Kreditinstitute im Euroraum (siehe Abschnitt 2.2).

⁹ Siehe die Website der EZB unter [Euro area bank lending survey](#). Gleichzeitig sollte berücksichtigt werden, dass eine Beurteilung des aktuellen Niveaus der Kreditrichtlinien im Vergleich zur seit 2003 verzeichneten langfristigen Bandbreite für die Banken schwierig sein könnte und daher mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten ist.

Abbildung 5

Richtlinien für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Auswirkungen von aufsichtlichen und regulatorischen Anforderungen auf die Kreditrichtlinien

(Saldo der Banken in %)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Siehe Abbildung 1. Die Frage bezieht sich auf regulatorische oder aufsichtliche Maßnahmen in Bezug auf Eigenkapital, Verschuldung, Liquidität oder Risikoversorge, die kürzlich verabschiedet/umgesetzt wurden oder in naher Zukunft verabschiedet/umgesetzt werden dürften.

Zweitens wirken sich die aufsichtlichen und regulatorischen Anforderungen, die die Banken infolge der Finanzkrise zusätzlich erfüllen müssen, verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus. Die Banken im Euroraum gaben an, dass neue regulatorische und aufsichtliche Anforderungen seit 2011 (als die Frage eingeführt wurde) im Schnitt zu einer Straffung der Kreditrichtlinien geführt haben (siehe Abbildung 5). Während der seit 2014 unter dem Strich beobachteten Lockerung der Kreditrichtlinien für nichtfinanzielle Unternehmen war der Einfluss regulatorischer und aufsichtlicher Maßnahmen im Durchschnitt neutral, was nahelegt, dass die vorherige verschärfende Wirkung nicht umgekehrt wurde. Dies deckt sich mit dem weitgehend neutralen Einfluss, den die Eigenkapitalpositionen der Banken auf ihre Richtlinien für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Laufe der seit 2014 per saldo verzeichneten Lockerung hatten.

Drittens wirkt sich vor dem Hintergrund der Notwendigkeit für die Banken, ihre Bilanzen zu bereinigen, auch der Anteil notleidender Kredite (NPL-Quote) verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus. Laut den Angaben der Kreditinstitute im Euroraum zeigte sich die straffende Wirkung insbesondere im Zeitraum von 2014 bis 2017,¹⁰ was mit dem Niveau der tatsächlichen NPL-Quoten der Banken im Einklang steht. Aber auch in jüngerer Zeit wirkten sich notleidende Kredite weiterhin verschärfend auf die Kreditrichtlinien aus (siehe Abbildung 6). Insgesamt betrachtet haben die Banken ihre Bilanzen seit 2014 gestärkt und dabei speziell ihre NPL-Quoten reduziert, wobei sie durch die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB

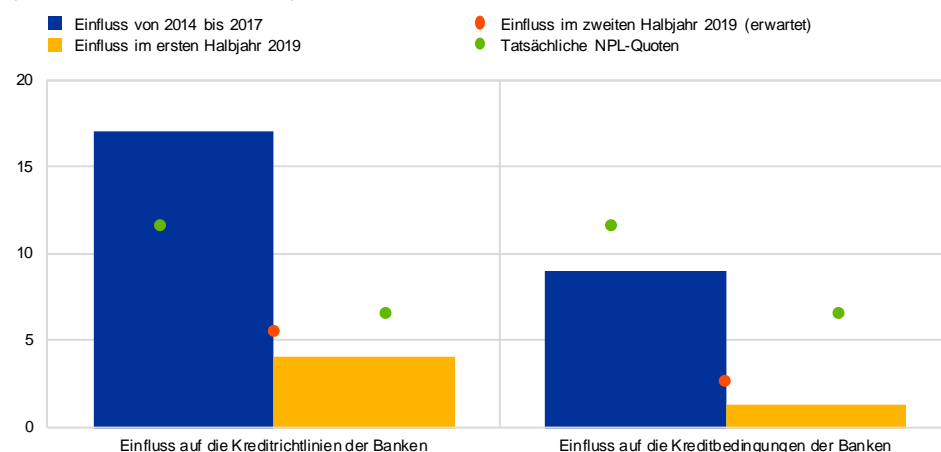
¹⁰ Siehe auch den Bericht über die Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2018 auf der EZB-Website ([Euro area bank lending survey](#)) bezüglich der Auswirkungen notleidender Kredite auf die Kreditvergabepolitik der Banken im Zeitraum von 2014 bis 2017 sowie den Bericht zur Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2019 zwecks aktuellerer Ergebnisse.

unterstützt wurden. Dadurch hat sich ihre Widerstandsfähigkeit verbessert. Mittelfristig dürfte dies zu günstigen Kreditvergabebedingungen beitragen.¹¹ Die von den Banken unternommenen Anstrengungen zur Steigerung ihrer Widerstandsfähigkeit erklären jedoch auch, warum die Lockerung der Kreditrichtlinien unter dem Strich nicht stärker ausfiel.

Abbildung 6

Auswirkung der NPL-Quoten der Banken auf deren Kreditvergabebedingungen und tatsächliche NPL-Quoten bei Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Saldo der Banken in % und Anteil in %)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft und Statistiken der Bankenaufsicht).

Anmerkung: In der Umfrage zum Kreditgeschäft wird die NPL-Quote definiert als der Bruttobestand an notleidenden Krediten in den Bankbilanzen, gemessen als prozentualer Anteil des Bruttobuchwerts der Kredite. Die tatsächlichen NPL-Quoten beziehen sich auf bedeutende Institute im Euroraum und werden definiert als der Bruttobuchwert notleidender Kredite, gemessen als prozentualer Anteil am Gesamtkreditvolumen. Sie werden über die jeweiligen Zeiträume (zweites Quartal 2015 bis viertes Quartal 2017 sowie zweites Halbjahr 2019) als Durchschnittswert berechnet.

2.4 Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

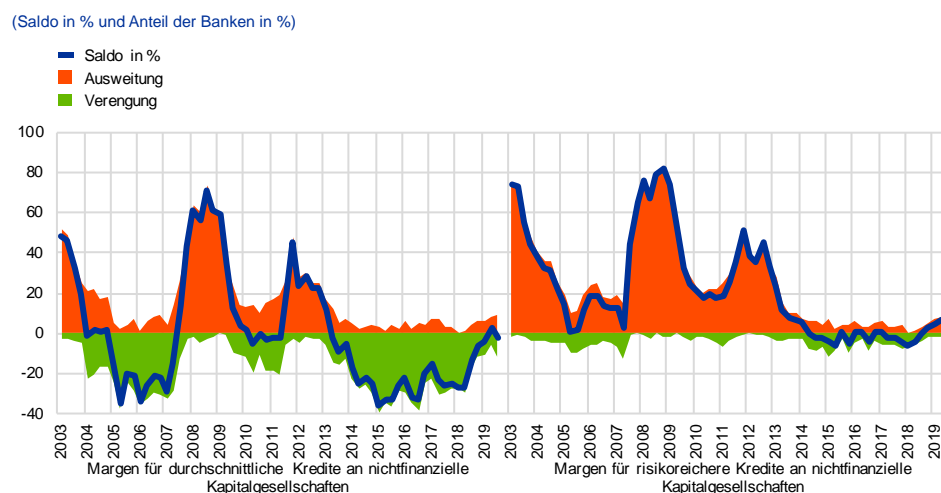
Die Kreditbedingungen der Banken im Neugeschäft deuten darauf hin, dass die vereinbarten tatsächlichen Konditionen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften deutlich – und stärker als die Kreditrichtlinien – gelockert wurden. Kreditrichtlinien sind als interne Vorgaben oder Kriterien für die Kreditgewährung einer Bank definiert. Kreditbedingungen sind indes die tatsächlichen, im Kreditvertrag festgelegten Konditionen, zu denen ein neuer Kredit ausgereicht wird. Um einen Gesamtüberblick über die Kreditvergabebedingungen der Banken zu ermöglichen, werden daher neben den Kreditrichtlinien ergänzend die Kreditbedingungen der Institute untersucht.¹² Während der Finanz- und Staatsschuldenkrise weiteten sich die Margen für Ausleihungen mit einem durchschnittlichen Kreditrisikoprofil (definiert als der beim Bankkreditzins berechnete Aufschlag auf einen relevanten Referenzmarktzinssatz) per saldo erheblich aus. Seit dem zweiten Quartal 2013 sind sie jedoch rückläufig (siehe Abbildung 7). Angesichts

¹¹ Siehe C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton und S. Ongena, Credit supply and demand in unconventional times, Working Paper Series der EZB, Nr. 2202, 2018.

¹² Erst seit dem ersten Quartal 2015 stehen Daten zu den Kreditbedingungen der Banken in der Gesamtbetrachtung zur Verfügung. Daher konzentriert sich die vorliegende Betrachtung auf die Kreditmargen der Institute, die ein wichtiger Bestandteil ihrer Kreditbedingungen sind.

des neuen Pakets von geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB hat sich dieser Trend ab dem zweiten Vierteljahr 2014 verstärkt (siehe Abbildung 8). Dies ist ein Signal dafür, dass die geldpolitischen Maßnahmen besser auf die Bankkreditzinsen durchwirken. Den Umfrageteilnehmern zufolge haben sich die Margen für durchschnittliche Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 2014 bis zum ersten Quartal 2019 kontinuierlich verengt. In den beiden Folgequartalen des Jahres 2019 verschärfte sich die Kreditbedingungen der Banken in der Gesamtbetrachtung etwas. So erhöhten sich die Margen für risikoreichere Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen, während sich jene für Unternehmenskredite mit durchschnittlichem Risiko insgesamt weitgehend stabilisierten.

Abbildung 7
Margen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).
 Anmerkung: Eine Marge ist als Aufschlag auf einen relevanten Referenzmarktzinssatz definiert. Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft/ausgeweitet“ und „leicht verschärft/ausgeweitet“ geantwortet haben, und der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die „leicht gelockert/verengt“ und „deutlich gelockert/verengt“ angegeben haben.

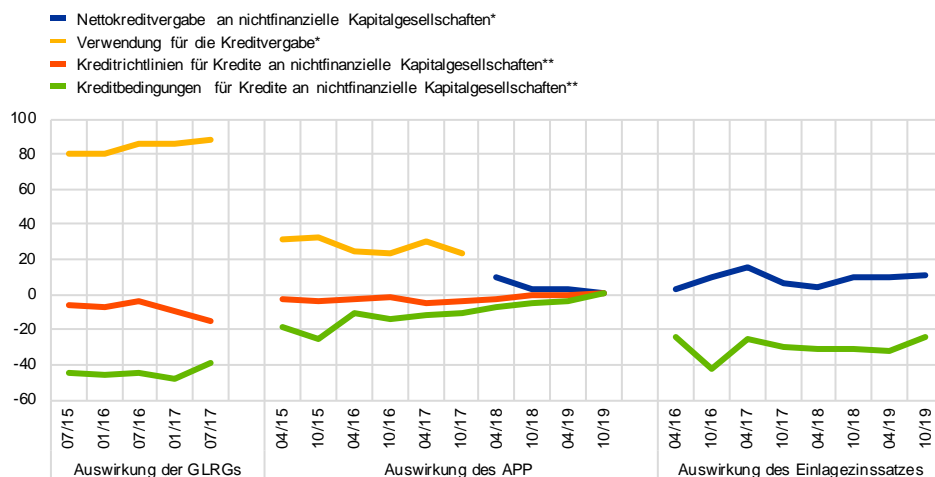
Demnach haben die Banken im Euroraum ihre Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit 2014 nur moderat, ihre tatsächlichen Konditionen für entsprechende Neukredite mit einem durchschnittlichen Risiko hingegen deutlich gelockert. Kreditnehmer, die den Kreditvergabekriterien genügen, haben von erheblich günstigeren tatsächlichen Kreditbedingungen für durchschnittliche Unternehmenskredite profitiert. Dieses Ergebnis steht im Einklang mit den Angaben der Banken, dass die geldpolitischen Maßnahmen der EZB per saldo zwar zu einer spürbaren Lockerung der tatsächlichen Kreditbedingungen beigetragen, sich aber in geringerem Umfang auf die Kreditrichtlinien ausgewirkt haben (siehe Abbildung 8).¹³

¹³ Zu den Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der EZB siehe zum Beispiel S. Demiralp, J. Eisenschmidt und T. Vlassopoulos, Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area, Working Paper Series der EZB, Nr. 2283, 2019; C. Altavilla, L. Burlon, M. Giannetti und S. Holton, Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms, Working Paper Series der EZB, Nr. 2289, 2019.

Abbildung 8

Auswirkungen der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB auf die Kreditvergabebedingungen der Banken

(Saldo in % und Anteil der Banken in %; Auswirkungen im vorhergehenden Sechsmonatszeitraum)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Die horizontale Achse stellt die Umfragerunden dar, in denen die jeweiligen Fragen gestellt wurden. Die Ad-hoc-Frage zu den GLRG-II war bis einschließlich Juli 2017 Bestandteil der Umfrage zum Kreditgeschäft.

*Verwendung von GLRG-Liquidität für die Kreditvergabe. Verwendung der infolge des Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) durch den Verkauf marktfähiger Aktiva und den Zufluss von Kundeneinlagen gestiegenen Liquidität zur Gewährung von Krediten (bis Oktober 2017). Nettoeffekt des APP auf das Kreditvolumen (ab April 2018). Es wird der Nettoeffekt des negativen Einlagezinssatzes der EZB auf das Kreditvolumen dargestellt.

**Bei den GLRGs wird nur nach dem lockern Effekt gefragt. Beim APP und dem Einlagezinssatz ist die Nettolockerung abgebildet. Nettolockerung ist definiert als lockerner Effekt abzüglich verschärfender Effekt. Beim Einlagezinssatz werden statt der Kreditbedingungen insgesamt die Kreditmargen betrachtet.

Anders als die Margen für durchschnittliche Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben sich die Margen für risikoreichere Kredite seit 2014 per saldo nur geringfügig verringert (siehe Abbildung 7).

Der vorsichtiger Umgang mit riskanteren Ausleihungen kann ein Hinweis darauf sein, dass die Banken nicht bereit sind, bei der Kreditvergabe an Unternehmen höhere Risiken einzugehen, um ihre Erträge im Niedrigzinsumfeld zu steigern. Dafür spricht zum einen, dass die Banken vor dem Hintergrund verschärfter regulatorischer Anforderungen und den in einigen Ländern weiterhin beträchtlichen Beständen an notleidenden Krediten ihre Kreditrichtlinien unter dem Strich nur begrenzt gelockert haben, und zum anderen, dass sie nach der Finanzkrise eine geringere Risikotoleranz aufweisen.

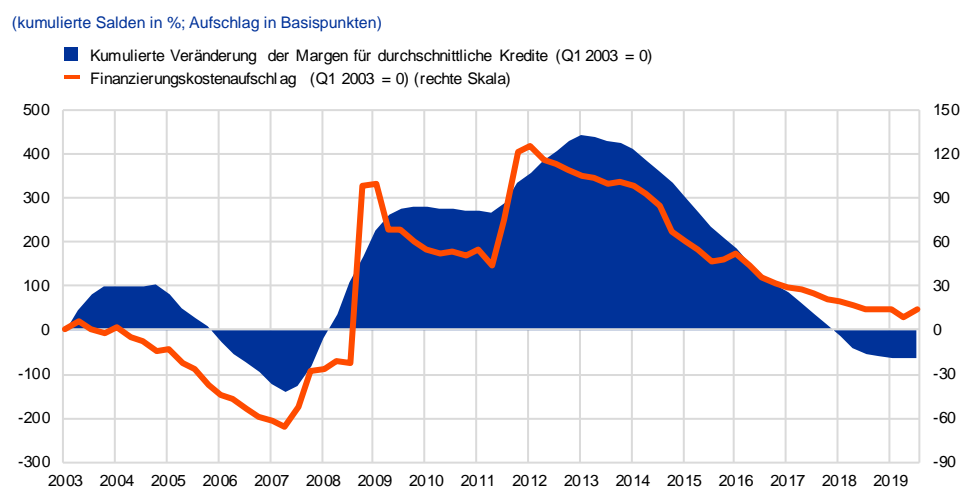
Längerfristig betrachtet haben sich im Neugeschäft mit durchschnittlich riskanten Unternehmenskrediten die Margen der Banken wieder ihrem zu Beginn der Finanzkrise verzeichneten Niveau angenähert, wobei sie zuvor niedriger waren.

Die von den Umfrageteilnehmern gemeldeten Veränderungen der Kreditmargen (d. h. des beim Bankkreditzins berechneten Aufschlags auf einen relevanten Referenzmarktzinssatz) können kumuliert einen Beitrag zur Beurteilung der aktuellen Kreditvergabebedingungen der Banken im Firmengeschäft leisten. Abbildung 9 zeigt, dass die während der Finanz- und Staatsschuldenkrise erfolgte Ausweitung der Margen für durchschnittliche Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen durch die Verengung seit dem zweiten Quartal 2013 weitgehend ausgeglichen worden ist. Bei einer Berechnung auf Grundlage der tatsächlichen Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und der Geldmarkt-

zinsen sind die Kreditmargen nicht auf das sehr niedrige Niveau aus der Zeit vor Ausbruch der Finanzkrise zurückgekehrt. Damals wurde das Bonitätsrisiko der Kreditnehmer möglicherweise unterbewertet. Interessanterweise haben sich die kumulierten Veränderungen der Margen für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen – entsprechend der Definition von Kreditmargen – im Großen und Ganzen im Einklang mit den tatsächlichen Aufschlägen der Bankkreditzinsen entwickelt (siehe Abbildung 9). Das lässt darauf schließen, dass sich die Margen der Banken im Neugeschäft wieder in etwa auf ihrem Stand vom Beginn der Finanzkrise befinden, wobei sie zuvor niedriger waren.

Abbildung 9

Kumulierte Veränderung der Margen für durchschnittliche Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Entwicklung des Finanzierungskostenaufschlags für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Quelle: EZB.
Anmerkung: Eine Marge ist als der beim Bankkreditzins berechnete Aufschlag auf einen relevanten Referenzmarktzinssatz definiert. Die prozentualen Salden der Margen für durchschnittliche Kredite sind seit dem ersten Quartal 2003 kumuliert dargestellt. Der Aufschlag errechnet sich aus der Differenz zwischen dem Finanzierungskostenindikator für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und dem dreimonatigen Tagesgeldsatz-Swap. Entsprechend der kumulierten Veränderung des Aufschlags seit dem ersten Quartal 2003 erfolgte die Indexierung auf der Basis Q1 2003 = 0. Der Finanzierungskostenindikator für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen ergibt sich aus einer Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens.

3 Kreditbedingungen der Banken je nach Geschäftsmodell

Anhand einer neuen Datenreihe lassen sich für verschiedene Geschäftsmodelle der Banken Unterschiede bei den Kreditangebotsbedingungen der an der Umfrage zum Kreditgeschäft teilnehmenden Institute ausmachen.¹⁴ Die in diesem Abschnitt dargestellte Analyse basiert auf vertraulichen, auf Einzelinstitutsebene erhobenen Daten aus 13 Ländern des Euro-Währungsgebiets. Die Daten der einzelnen Banken wurden nach der für die Umfrage zum Kreditgeschäft angewandten Methodik zusammengefasst, um die aggregierten Veränderungen der Kreditvergabebedingungen der Banken je nach Geschäftsmodell auf Euroraum-

¹⁴ Bezüglich einer Erläuterung der bei der Klassifizierung der Geschäftsmodelle verwendeten Methodik und eines Überblicks über die Aktiva-Passiva-Struktur der jeweiligen Geschäftsmodelle siehe C. Altavilla, D. C. Andreeva, M. Boucinha und S. Holton, Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 222, 2019.

Ebene zu erfassen.¹⁵ Universalbanken stellen sowohl gemessen an der Anzahl der Institute als auch gemessen an den wesentlichen Aktiva das vorherrschende Geschäftsmodell dar. Ausgehend von den Aktiva sind zudem global systemrelevante Banken (G-SIBs) von Bedeutung, während Retailbanken zahlenmäßig eine große, im Hinblick auf ihre Aktiva jedoch eine geringere Rolle spielen. Im Gegensatz dazu nehmen Banken, die vornehmlich im Firmenkundengeschäft tätig sind (Firmenkundenbanken), und insbesondere Spezialbanken in dieser Datenreihe nur einen begrenzten Raum ein.

Zwar haben sich die Kreditrichtlinien insgesamt im Zeitverlauf bei allen Bankgeschäftsmodellen in die gleiche Richtung entwickelt, aber es waren doch nennenswerte Unterschiede festzustellen (siehe Abbildung 10). Bei allen Geschäftsmodellen wurden die Richtlinien für die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 2007 bis 2014 deutlich strenger, bevor in der jüngeren Vergangenheit eine leichte Lockerung erfolgte. Dies spiegelt die Veränderungen auf Euroraumebene wider (siehe Abschnitt 2.1). In der Krise verschärften Universal- und Retailbanken ihre Kreditvergabebedingungen im Schnitt stärker als andere Institute. Bei beiden Geschäftsmodellen weiteten sich auch die Margen für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen erheblich aus (siehe Abbildung 11). Ursache hierfür war das erhöhte Bonitätsrisiko der Kreditnehmer während der Krise. Dagegen verschärften Spezialbanken im Durchschnitt ihre Kreditrichtlinien im Zeitraum von 2007 bis 2014 per saldo weniger stark, was dem intensiven Wettbewerbsdruck zuzuschreiben war.

Bei allen Banktypen war von 2007 bis 2014 die Risikoeinschätzung für die Änderung der Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ausschlaggebend, wobei das erhöhte Bonitätsrisiko der Kreditnehmer zum Tragen kam. Seit 2014 trägt dieser Faktor bei den meisten Geschäftsmodellen tendenziell zu einer Lockerung der Richtlinien bei, wohingegen er bei Firmenkundenbanken unter dem Strich zu einer weiteren Verschärfung führte. Dies dürfte mit deren spezifischem Geschäftsmodell im Zusammenhang stehen. Firmenkundenbanken sind auf die Finanzierung großer Investitionsprojekte spezialisiert, die in der Regel mit einem höheren Risiko behaftet sind.

Für einige Banktypen – insbesondere Universal- und Firmenkundenbanken – stellten Refinanzierungskosten und bilanzielle Restriktionen einen wichtigen Faktor für die Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien dar. Der Gleichlauf dieses Faktors mit der Risikoeinschätzung deutet auf einen Zusammenhang zwischen dem erhöhten Kreditrisiko der Kreditnehmer und den bilanziellen Restriktionen der Banken hin, da sich eine schlechtere Bonität der Kreditnehmer in fragileren Bankbilanzen niederschlägt. Die Risikoeinschätzung hat bei allen Geschäftsmodellen maßgeblich zur Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten beigetragen. Für die Lockerung, die seit 2014 per saldo zu beobachten ist, spielt dagegen die Wettbewerbssituation die größte Rolle. Die

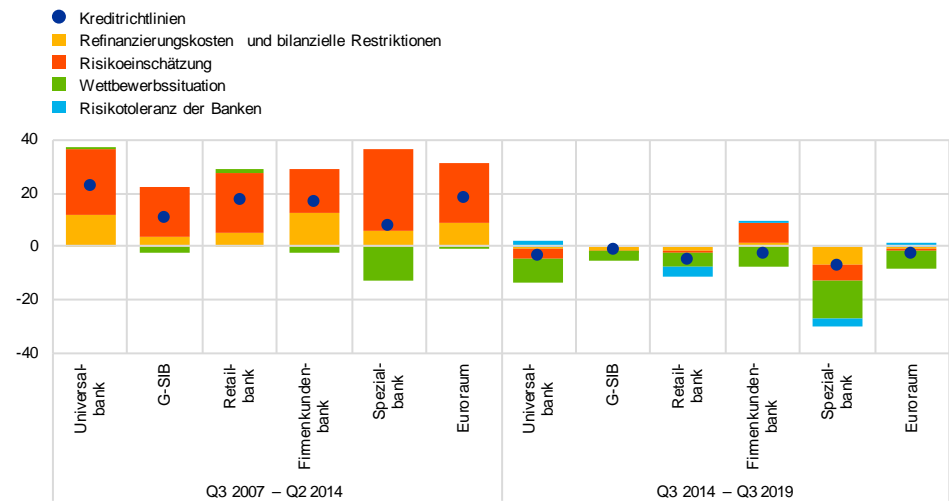
¹⁵ Eine Erläuterung der für die Umfrage zum Kreditgeschäft verwendeten Aggregationsmethodik findet sich im Handbuch zur Umfrage auf der Website der EZB unter [Euro area bank lending survey](#). Außerdem wurden für einige Analysekomponenten die Umfragedaten zu den Einzelinstituten mit den Bilanz- und Zinsdaten der Banken zusammengeführt.

Risikotoleranz der Banken schließlich wirkte sich über alle Geschäftsmodelle hinweg eher geringfügig auf die Veränderung der Kreditrichtlinien aus.

Abbildung 10

Kreditrichtlinien für Ausleihungen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften je nach Geschäftsmodell

(durchschnittlicher Saldo der Banken in %)



Quelle: EZB (Umfrage zum Kreditgeschäft).

Anmerkung: Siehe Abbildung 1 und 2. Die Angaben zu den verschiedenen Geschäftsmodellen der Banken basieren auf vertraulichen Datensätzen aus 13 Euro-Ländern. Die Angaben zum Euroraum beziehen sich auf alle Euro-Länder.

Im Zuge der NettoLockerung der Kreditbedingungen über alle befragten Banken hinweg haben sich bei sämtlichen Geschäftsmodellen die Margen für durchschnittliche Kredite seit 2014 verengt; parallel dazu sind die Refinanzierungskosten der Banken im Anschluss an das Maßnahmenpaket der EZB zur Förderung der Kreditvergabe gesunken (siehe Abbildung 11). Nach der Ausweitung der Margen für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen während der Finanzkrise entfällt der Großteil der Banken, die per saldo eine Verengung ihrer Kreditmargen angeben, auf die Universal- und Spezialbanken. Diese geben ihre deutlich gesunkenen Refinanzierungskosten an ihre Kunden weiter. Spezialbanken scheinen besonders von sinkenden Anleiherenditen profitiert zu haben, da sie sich stärker über die Ausgabe von Schuldverschreibungen refinanzieren. Hervorzuheben ist hierbei, dass allen Bankenarten zusätzlich zugutegekommen ist, dass sie sich im Rahmen des GLRG-II-Programms der EZB zu günstigen Konditionen bei der Zentralbank refinanzieren konnten. Im zweiten und dritten Quartal 2019 verschärfen die global systemrelevanten Banken ihre Kreditrichtlinien für Unternehmen und meldeten einen Anstieg ihrer Margen bei entsprechenden Krediten mit durchschnittlichem Risikoprofil. Bei anderen Arten von Banken zeigte sich ein uneinheitlicheres Bild.

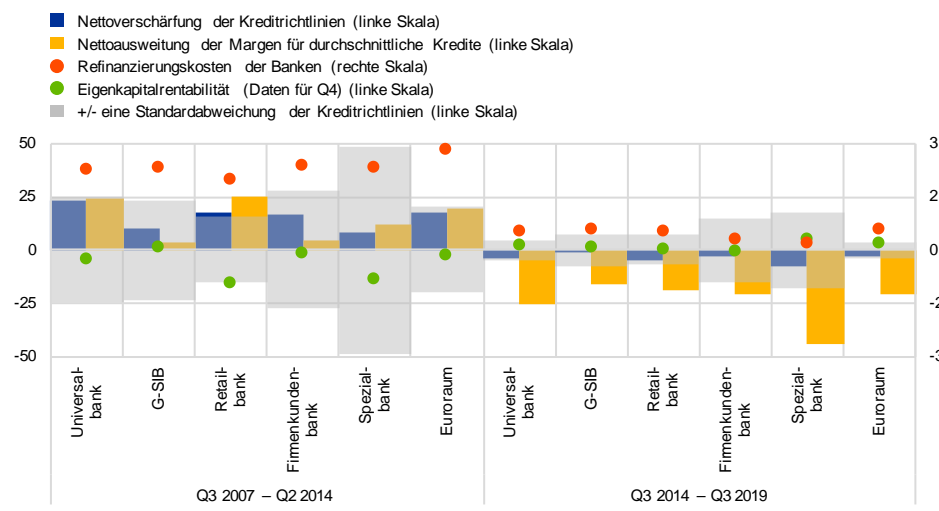
Die heterogene Entwicklung des Kreditangebots, der Refinanzierungsbedingungen und der allgemeinen Ertragslage lässt sich an der unterschiedlichen Abhängigkeit der Geschäftsmodelle von spezifischen Kunden- und Marktsegmenten festmachen.

Global systemrelevante Banken und Retailbanken wiesen im Zeitverlauf die geringste Variation bei den Kreditrichtlinien und Margen für durchschnittliche Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf (gemessen an der Standardabweichung, siehe Abbildung 11). Dies liegt höchstwahrscheinlich daran, dass Erstere im Allgemeinen breiter aufgestellt und weniger anfällig für zyklische Schwankungen der makroökonomischen Variablen sind (was auch durch ihre Aktiva-Passiva-Struktur bedingt ist) und Institute der zweitgenannten Gruppe in der Regel relativ langfristige Kundenbeziehungen unterhalten. Zudem variierten die Refinanzierungskosten bei den Retailbanken am wenigsten. Dies lag daran, dass sich diese Banken stärker über Kundeneinlagen refinanzieren, wodurch sie weniger abhängig von den Finanzierungsbedingungen am Markt sind. Entsprechend dieser recht stabilen Refinanzierungsstruktur verschärften die Retailbanken ihre Richtlinien für Unternehmenskredite als unmittelbare Reaktion auf die Lehman-Pleite im dritten Quartal 2008 nicht so stark wie Institute, die eher vom Markt abhängen. Die oben dargelegte beträchtliche Verschärfung der Kreditrichtlinien, die von 2007 bis 2014 im Schnitt bei Retailbanken zu beobachten war, lässt sich dagegen durch eine kontinuierliche, aber begrenzte Straffung dieser Richtlinien im Krisenzeitraum erklären. Firmenkunden- und Spezialbanken hingegen wiesen über den gesamten Erhebungszeitraum nicht nur bei den Kreditrichtlinien und den Margen für durchschnittliche Kredite deutliche Schwankungen auf, sondern auch bei den Refinanzierungskosten. Grund hierfür ist ihre hohe Abhängigkeit von der Ausgabe von Schuldtiteln und somit von der Entwicklung der Anleiherenditen. Bei einer näheren Betrachtung der Eigenkapitalrentabilität zeigt sich genau das Gegenteil: Hier verzeichneten Retailbanken während der Krise den stärksten Rückgang und die größten Schwankungen. Darin spiegelt sich größtenteils ihre geringere Diversifizierung und die dadurch bedingte starke Abhängigkeit vom Zinsüberschuss wider.

Abbildung 11

Kreditangebot für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Refinanzierungskosten und Ertragslage der Banken je nach Geschäftsmodell

(durchschnittlicher Saldo der Banken in %; in %; in % p. a.)



Quellen: EZB, Markt iBoxx, S&P Market Intelligence (SNL Financial) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Siehe Abbildung 1 und 7. Die Eigenkapitalrentabilität bezieht sich auf die Angaben im vierten Quartal des betreffenden Jahres und wurde auf Basis von Einzelinstitutsdaten – gewichtet nach der Bilanzsumme der Banken – aggregiert. Die Refinanzierungskosten der Banken sind der gewichtete Durchschnitt der Kosten der Banken für die Finanzierung über Einlagen und der Bankanleiherenditen. Sie wurden ebenfalls auf Basis von Einzelinstitutsdaten – gewichtet nach der Bilanzsumme der Banken – aggregiert. Die Angaben zu den verschiedenen Geschäftsmodellen der Banken basieren auf vertraulichen Datensätzen aus 13 Euro-Ländern. Die Angaben zum Euroraum beziehen sich auf alle Euro-Länder. Die Standardabweichung betrifft die Standardabweichung der prozentualen Salden für die Kreditrichtlinien in der jeweiligen Kategorie.

4 Schlussbemerkungen

In diesem Aufsatz wurden die Kreditangebotsbedingungen der Banken für im Euroraum ansässige Unternehmen anhand der Indikatoren der Umfrage zum Kreditgeschäft für die Kreditrichtlinien und die Kreditbedingungen im Neugeschäft untersucht. Während sich die durchschnittlichen Margen für Neukredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften offenbar wieder auf dem Stand vom Beginn der Finanzkrise befinden, sind die Kriterien der Banken für die Kreditgewährung in der Gesamtbetrachtung nach wie vor strenger und ihre Margen für risikoreichere Kredite weiterhin höher. Grund hierfür sind die Bilanzbereinigung im Bankensektor, strengere regulatorische und aufsichtliche Anforderungen und ein vorsichtiger Umgang mit Risiken. Seit 2014 haben die Banken ihre Kreditvergabebedingungen für Unternehmen im Eurogebiet beträchtlich gelockert. Gestützt wurde diese Entwicklung durch günstige Finanzierungsbedingungen, zu denen die EZB mit ihren geldpolitischen Sondermaßnahmen positiv beigetragen hat.

Außerdem liefert die Umfrage zum Kreditgeschäft Hinweise auf die Faktoren, von denen die Entwicklung des Kreditangebots abhängt, was ein besseres Verständnis der Veränderungen bei den Kreditvergabebedingungen ermöglicht. Die Bedeutung dieser Bestimmungsfaktoren variiert im Zeitverlauf. Während die Risikoeinschätzung vor allem in Phasen einer Verschärfung eine maßgebliche Rolle gespielt hat, war in Lockerungszeiten die Wettbewerbssituation ausschlaggebend.

Der vorliegende Aufsatz liefert mit Blick auf die verschiedenen Geschäftsmodelle der Banken neue Erkenntnisse zu den Veränderungen ihrer Kreditbedingungen und den entsprechenden Einflussfaktoren. Zwar verlief die allgemeine Entwicklung über alle Geschäftsmodelle hinweg in die gleiche Richtung wie insgesamt im Euro-Währungsgebiet, doch fielen bei den verschiedenen Banktypen die Änderungen der Kreditrichtlinien und die relative Bedeutung der Bestimmungsfaktoren unterschiedlich stark aus. Interessanterweise zeigt sich, dass Retailbanken und global systemrelevante Banken im Allgemeinen ihre Kreditbedingungen für Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen in geringerem Maße modifiziert haben. Bei anderen Arten von Banken, die sich stärker über den Finanzmarkt refinanzieren und eine geringere Diversifizierung aufweisen, waren die Veränderungen dagegen ausgeprägter.

Auswirkungen der Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet

Omiros Kouvavas, Friderike Kuik, Gerrit Koester und Christiane Nickel

1 Einleitung

Das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet war bis vor Kurzem verhalten und lag unterhalb der prognostizierten Werte. Mit Blick auf den Zeitraum von 2013 bis 2017 lässt sich diese schwache Entwicklung größtenteils durch Faktoren erklären, die traditionell mit einer Phillips-Kurven-Analyse erfasst werden, wie die wirtschaftliche Unterauslastung und die Inflationserwartungen. Die Unterauslastung am Arbeitsmarkt kann mittels einer breiten Palette verschiedener Indikatoren gemessen werden, zu denen „enge“ Indikatoren (z. B. die Arbeitslosenquote) oder auch unkonventionellere Maße (wie etwa die weit gefasste Arbeitslosenquote) zählen. Die weit gefasste Arbeitslosenquote umfasst auch die gebietsansässige Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, die eine geringe Arbeitsmarktanbindung aufweist. Dabei handelt es sich um diejenigen Erwerbspersonen, die nicht als am Arbeitsmarkt aktiv eingestuft sind, jedoch noch immer – wenngleich weniger intensiv – am Arbeitsmarkt teilnehmen.¹ Allgemein scheinen breiter gefasste Messgrößen der Unterbeschäftigung etwas besser geeignet, um den gedämpften Lohnzuwachs im Eurogebiet von 2013 bis 2017 zu erklären.² Die für gewöhnlich in einer Phillips-Kurven-Analyse enthaltenen Faktoren liefern jedoch kein vollständiges Bild.³

Es stellt sich die Frage, ob auch Änderungen in der Zusammensetzung der Beschäftigung zu dem niedrigen Lohnwachstum im Euroraum beigetragen haben könnten. So bestehen etwa Lohnunterschiede zwischen den Sektoren, und auch die persönlichen Merkmale der Beschäftigten und die Art des Arbeitsvertrags wirken sich auf den Lohn aus. Diese sogenannten Kompositionseffekte können bedeuten, dass sich eine veränderte Beschäftigungsstruktur auf das durchschnittliche Lohnwachstum einer Volkswirtschaft auswirkt. Das Ausmaß der Kompositionseffekte hängt auch davon ab, wie stark sich die Beschäftigungsstruktur ändert und wie groß die Lohnunterschiede sind.

¹ Siehe beispielsweise EZB, [Beurteilung der Unterauslastung am Arbeitsmarkt](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

² Siehe etwa P. R. Lane et al., [The Phillips Curve at the ECB](#), Rede anlässlich der 50th Anniversary Conference of the Money, Macro & Finance Research Group, London School of Economics, 4. September 2019; B. Coeuré, [Scars or scratches? Hysteresis in the euro area](#), Rede am International Center for Monetary and Banking Studies, Genf, 19. Mai 2017; C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis und M. Porqueddu (Hrsg.), [Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#), Abschnitt 2.2, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 232, 2019.

³ Die Ergebnisse einer Expertengruppe des ESZB zu Löhnen finden sich in: C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis und M. Porqueddu (Hrsg.), a. a. O.

Im Euro-Währungsgebiet sind seit Beginn der Krise deutliche Änderungen in der Zusammensetzung der Beschäftigung zu beobachten. Hierzu zählen Verschiebungen bei Alter und Bildungsstand sowie beim Anteil verschiedener Formen von Arbeitsverträgen, nämlich befristeten und unbefristeten Verträgen.⁴ Auch die sektorale Zusammensetzung der Beschäftigung hat sich geändert, da Arbeitnehmer zwischen Wirtschaftssektoren wechselten, die höhere und niedrigere Gehälter zahlen.

Verschiebungen in der Beschäftigungsstruktur können durch trendmäßige und durch zyklische Entwicklungen bedingt sein. Ein Beispiel ist die Altersstruktur der Beschäftigten. Diese kann einerseits von Trendentwicklungen wie der Alterung der Bevölkerung beeinflusst werden. Andererseits können aber auch zyklische Entwicklungen eine Rolle spielen. So besteht für jüngere Arbeitnehmer eine größere Gefahr, dass sie in einem Wirtschaftsabschwung ihre Stelle verlieren.

Laut der ökonomischen Fachliteratur können Kompositionseffekte erhebliche Auswirkungen auf das Lohnwachstum haben. Aus älteren Studien geht hervor, dass der Einfluss von Änderungen in der Zusammensetzung der Beschäftigung beträchtlich sein kann.⁵ Die Ergebnisse jüngerer Studien mit Schwerpunkt auf den Krisenjahren fallen ähnlich aus.⁶

Kompositionseffekte können dabei helfen, die Entwicklung der Lohnzuwächse über den gesamten Konjunkturzyklus besser zu verstehen. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn die Kompositionseffekte stark durch den Konjunkturzyklus beeinflusst werden, sodass das Lohnwachstum in einem Abschwung gesteigert oder in einem Aufschwung gedämpft wird. Der Fachliteratur zufolge können veränderte Beschäftigungsstrukturen tatsächlich zu einem solchen antizyklischen Effekt auf die aggregierten Löhne führen.⁷

Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie Kompositionseffekte das Lohnwachstum im Eurogebiet und in den einzelnen Mitgliedstaaten seit 2007 beeinflusst haben.⁸ Für die Analyse werden in erster Linie Mikrodaten aus der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) herangezogen.

⁴ Siehe hierzu EZB, [Strukturelle Veränderungen des Beschäftigungswachstums im Euro-Währungsgebiet während des Aufschwungs](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2018, Dezember 2018; EZB, [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

⁵ Siehe beispielsweise T. Coleman, *Essays on Aggregate Labor Market Business Cycle Fluctuations*, Doktorarbeit an der University of Chicago, 1984; R. Barsky und G. Solon, *Real Wages over the Business Cycle*, Working Paper des NBER, 1988; R. M. Blank, *Why are Wages Cyclical in the 1970s*, *Journal of Labor Economics*, 8(1), 1990, S. 17-47; F. E. Kydland und E. C. Prescott, *Cyclical Movements of the Labor Input and its Implicit Real Wage*, *Economic Review*, (zweites Quartal), 1993, S. 12-23.

⁶ Siehe etwa EZB, *Real wages and employment composition effects during the crisis*, Kasten 6, in: [Euro area labour markets and the crisis](#), Occasional Paper Series, Nr. 138, 2012; EZB, *Real wage cyclicality in the euro area: disentangling composition from wage structure effects*, Kasten 5, in: [Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets](#), Occasional Paper Series, Nr. 159, 2015.

⁷ Nähere Einzelheiten zur Aggregation und zur Stichprobenverzerrung finden sich beispielsweise in: A. C. Stockman, *Aggregation Bias and the Cyclical Behavior of Real Wages*, unveröffentlichtes Manuskript, 1983; M. Keane, R. Moffitt und D. Runkle, *Real Wages over the Business Cycle: Estimating the Impact of Heterogeneity with Micro Data*, *Journal of Political Economy*, 96(6), 1988, S. 1232-1266.

⁸ Maßgeblich für den gewählten Zeitpunkt des Analysebeginns waren Datenverfügbarkeit und -qualität; siehe auch die Erläuterungen in Kasten 2.

Zudem werden Gegenprüfungen anhand der EU-Arbeitskräfteerhebung und der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vorgenommen. Nach der Erörterung einiger konzeptioneller Grundlagen werden die verwendeten Daten eingeführt und die jüngsten Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur im Euroraum beleuchtet. Danach wird der hier angewandte Ansatz zur Schätzung der Kompositionseffekte dargestellt. Abschließend wird anhand der Evidenz erläutert, welche Bedeutung Kompositionseffekte für das Eurogebiet als Ganzes haben und welche Beiträge die einzelnen Euro-Länder leisten.⁹

In diesem Aufsatz wird aufgezeigt, dass Kompositionseffekte über den Konjunkturzyklus zu einer verhaltenen Reaktion der Löhne im Eurogebiet beigetragen haben; dies gilt auch für die Phase mit niedrigen Lohnzuwächsen.

Die Kompositionseffekte führten bei Ausbruch der Krise zu einem Anstieg des Lohnwachstums, haben aber seitdem in ihrer Wirkung nachgelassen und sich ins Negative gekehrt. Damit waren sie zum Teil für die recht schwache Reaktion verantwortlich, die das aggregierte Lohnwachstum sowohl auf den Einbruch am Arbeitsmarkt zu Beginn der Krise als auch auf die konjunkturelle Aufhellung in den Jahren nach 2013 zeigte. Die wichtigsten Beiträge zu den Kompositionseffekten hingen offenbar mit Veränderungen in der Alters- und Bildungsstruktur der Beschäftigten zusammen, die jeweils langfristige und zyklische Auswirkungen hatten. Das antizyklische Muster der Kompositionseffekte rührte in erster Linie von der Gruppe der jungen, vergleichsweise gering qualifizierten Arbeitnehmer mit relativ niedrigen Löhnen her. Diese Gruppe war vom Arbeitsplatzabbau am Anfang der Krise besonders stark betroffen (was die durchschnittlichen Lohnzuwächse in der Abschwungphase erhöhte); erst während der Erholung vergrößerte sich ihre Wiedereinstellungswahrscheinlichkeit (was das Lohnwachstum im Schnitt dämpfte). Belege für die jeweiligen Länder lassen erkennen, dass die aggregierten Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet vor allem durch Spanien und Italien beeinflusst wurden.

In konzeptioneller Hinsicht wäre es interessant, eine Phillips-Kurve für das Lohnwachstum ohne Kompositionseffekte zu schätzen, allerdings scheint dies sehr schwierig zu sein. Ein solcher Ansatz wird durch folgende Einschränkungen bei der Verfügbarkeit der Daten erschwert: a) die jährliche Frequenz der Daten, die zur Berechnung der Kompositionseffekte benötigt werden, b) die Kürze der Zeitreihen und c) die erheblichen Zeitverzögerungen bei der Datenveröffentlichung.¹⁰

⁹ Dieser Aufsatz baut auf ausführlichen Untersuchungen der Kompositionseffekte im Rahmen einer Expertengruppe des ESZB zu Löhnen auf; siehe C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis und M. Porqueddu (Hrsg.), Abschnitt 3.1, a. a. O.

¹⁰ Überdies werden Teile der Kompositionseffekte, die die Entwicklung der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität beeinflussen dürften, partiell in der Phillips-Kurven-Analyse erfasst, indem ein Parameter für die Produktivität mit einbezogen wird.

2 Auswirkungen der Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das Lohnwachstum – konzeptionelle Grundlagen

Unterschiede bei den Löhnen lassen sich anhand verschiedener Dimensionen beobachten; sie können je nach den individuellen Merkmalen der Arbeitskräfte und je nach Sektor variieren. Da sich die Arbeitsproduktivität von Sektor zu Sektor erheblich unterscheidet, fallen auch die Löhne unterschiedlich hoch aus. In der Industrie sind sie beispielsweise tendenziell höher als in der Dienstleistungsbranche. Ein weiterer Faktor, der für die Unterschiede bei der Bezahlung ausschlaggebend ist, ist der Bildungsstand, wobei ein höheres Bildungsniveau mit einer höheren Qualifikation und damit höheren Löhnen korreliert ist. Auch die Art des Arbeitsvertrags könnte von Bedeutung sein. Hier spielt es eine Rolle, ob Teil- oder Vollzeit gearbeitet wird und ob eine befristete oder eine unbefristete Beschäftigung vorliegt.¹¹

Auf Grundlage der arbeitnehmer- und branchenspezifischen Lohndifferenzen können Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur Auswirkungen sowohl auf das durchschnittliche Niveau als auch auf die Wachstumsrate der Löhne in einer Volkswirtschaft haben. Die wichtigsten Indikatoren für die Löhne in einer Volkswirtschaft sind das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. das Arbeitnehmerentgelt je Stunde. Beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer handelt es sich um die Summe der Entgelte der Arbeitnehmer dividiert durch die Gesamtzahl der Arbeitnehmer. Das Arbeitnehmerentgelt je Stunde ist definiert als die Summe der Entgelte der Arbeitnehmer dividiert durch die Gesamtzahl der geleisteten Arbeitsstunden in einer Volkswirtschaft. Zum Arbeitnehmerentgelt gehören nicht nur Löhne und Gehälter in Form von Geldleistungen, sondern auch in Form von Sachleistungen sowie die Sozialbeiträge der Arbeitgeber. Sektorale Verschiebungen bei der Zusammensetzung der Beschäftigung in Richtung Industrie mit ihren vergleichsweise hohen Löhnen können zum Beispiel zu einem Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und je Stunde führen. Desgleichen kann ein zunehmender Anteil von Beschäftigten mit einem hohen Bildungsstand ebenfalls positive Auswirkungen auf den Durchschnitt des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde in einer Volkswirtschaft haben.

Änderungen in der Beschäftigungsstruktur können sich auf das Lohnwachstum nicht nur dadurch auswirken, dass das Lohnniveau unterschiedlich ist, sondern auch dadurch, dass das Lohnwachstum je nach Arbeitnehmerart variiert. Ein Beispiel hierfür sind ältere Arbeitnehmer, die in der Regel ein höheres Lohnniveau haben, deren Löhne im Vergleich zu jüngeren

¹¹ Untersuchungen zur Art des Arbeitsvertrags und zu Löhnen finden sich in: O. Blanchard und A. Landier, The perverse effect of partial labour market reform: fixed-term contracts in France, *Economic Journal*, 112, 2002, S. 214-244; A. L. Booth, M. Francesconi und J. Frank, Temporary jobs: stepping stones or dead ends, *Economic Journal*, 112(480), 2002. Zu weiteren Einzelheiten für Deutschland siehe T. Hagen, Do temporary workers receive risk premiums? Assessing the wage effects of fixed-term contracts in West Germany by a matching estimator compared with parametric approaches, *Labour*, 16(4), 2002, S. 667-705. Nähere Informationen zur Art des Arbeitsvertrags als eine Näherungsgröße für die Beschäftigungsdauer finden sich in: A. Carneiro, P. Guimarães und P. Portugal, Real Wages and the Business Cycle: Accounting for Worker, Firm, and Job Title Heterogeneity, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), 2012, S. 133–152.

Arbeitskräften aber langsamer ansteigen. Wenngleich beide Effekte berücksichtigt werden müssen, scheinen doch die Auswirkungen der Differenz beim Lohnniveau zumindest auf kurze Sicht maßgeblich zu sein.¹²

Kompositionseffekte aufgrund sektoraler Entwicklungen können zwar bis zu einem gewissen Grad auf der Basis von Makrodaten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen analysiert werden, doch um die Wirkung einzelner Arbeitnehmermerkmale untersuchen zu können, müssen Mikrodaten herangezogen werden. Bis zu einem bestimmten Punkt sektoraler Granularität lassen sich Auswirkungen sektoraler Verschiebungen der Beschäftigung anhand von Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für die Beschäftigung und die Entgelte analysieren. Umfassende und konsistente Datenreihen für den Euroraum, einschließlich Daten zur Beschäftigungsstruktur auf Grundlage individueller Merkmale von Arbeitnehmern und ihrer Löhne, stehen jedoch nur umfragebasiert zur Verfügung (siehe auch Kasten 2).

Ausschlaggebend für die Kompositionseffekte können zyklische oder strukturelle Faktoren sein. Strukturelle Entwicklungen wie die Bevölkerungsalterung dürften einen langsam voranschreitenden Kompositionseffekt auf das Lohnwachstum haben, da ältere Arbeitnehmer tendenziell über höhere Löhne verfügen.

Auch zyklische Entwicklungen haben Einfluss auf den Kompositionseffekt, vor allem aufgrund der unterschiedlich hohen Wahrscheinlichkeit, den Arbeitsplatz zu verlieren oder einen neuen zu finden. Das über einen Konjunkturzyklus bestehende Beschäftigungsrisiko ist in Bezug auf die Qualifikationen und die Merkmale der Beschäftigten ungleichmäßig verteilt. In Phasen des Ab- und Aufschwungs wirken sich Stellenverluste und Stellenaufbau am stärksten auf geringer qualifizierte und jüngere Arbeitskräfte aus. Hierfür sprechen auch Forschungsarbeiten in den Vereinigten Staaten sowie in Europa.¹³

Kompositionseffekte können antizyklisch sein und zu einer verhaltenen Reaktion des Lohnwachstums auf den Konjunkturzyklus beitragen. Wenn geringer qualifizierte und jüngere Arbeitskräfte – bei denen die Wahrscheinlichkeit höher ist, dass sie vergleichsweise niedrige Löhne erhalten – besonders gefährdet sind, in einem Abschwung ihre Stelle zu verlieren, steigt dadurch automatisch der durchschnittliche Lohnzuwachs (gemessen etwa am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und am Arbeitnehmerentgelt je Stunde). Auf der anderen Seite lässt die Wiedereingliederung dieser Arbeitskräfte in die Beschäftigung in einer Aufschwungphase den im Mittel verzeichneten Lohnzuwachs sinken. Diese antizyklischen Kompositionseffekte können die „echte“ konjunkturbedingte Reaktion der Löhne auf Änderungen am Arbeitsmarkt zum Teil dämpfen.

¹² Siehe EZB, Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur und ihre Auswirkungen auf das Lohnwachstum beispielhaft auf Basis von Altersgruppen, Kasten 1, in: [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

¹³ Ein Überblick über die Reaktion des Einkommens- und Beschäftigungsrisikos im Konjunkturzyklus findet sich in: EZB, [Einkommensrisiko privater Haushalte im Konjunkturverlauf](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2019, September 2019.

Bei empirischen Untersuchungen wurde tatsächlich ein antizyklisches Muster der Kompositionseffekte im Eurogebiet und in einigen EU-Ländern nachgewiesen.¹⁴ Derartige antizyklische Effekte wurden in empirischen Studien des Euroraums in der Anfangsphase der Krise nachgewiesen¹⁵ und auch in länderspezifischen Untersuchungen für Belgien¹⁶, Italien¹⁷ und das Vereinigte Königreich¹⁸.

Trendmäßige Entwicklungen üben möglicherweise einen spürbaren Einfluss auf die Kompositionseffekte aus, dürften aber potenzielle zyklische Muster nicht ausgleichen. Insgesamt betrachtet dürften die Kompositionseffekte sowohl trendmäßige als auch zyklische Entwicklungen widerspiegeln. Deren jeweilige Bedeutung kann sich im Zeitverlauf ändern, je nachdem, wie ausgeprägt eine solche Entwicklung ist. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass Trendentwicklungen mögliche antizyklische Muster überlagern, selbst wenn sie sehr markant sind. Grund hierfür ist, dass strukturelle Veränderungen in der Regel nicht mit dem Konjunkturverlauf korrelieren.

Kasten 1

Auswirkungen von Veränderungen in der sektoralen Zusammensetzung der Beschäftigung auf das Lohnwachstum

Katalin Bodnár und Gerrit Koester

Da das Lohnniveau in einer Volkswirtschaft je nach Sektor variiert, können sich Änderungen in der sektoralen Zusammensetzung der Beschäftigung auf das aggregierte Lohnwachstum auswirken.¹⁹ Die Unterschiede beim Lohnniveau stehen häufig im Zusammenhang mit Differenzen bei der Arbeitsproduktivität. Inwieweit diese Effekte die aggregierten Lohnzuwächse beeinflussen, hängt davon ab, wie groß die sektoralen Verschiebungen bei der Beschäftigung und die Unterschiede bei der Bezahlung sind. So kann etwa ein höherer Anteil von Beschäftigten in Branchen mit einem niedrigen Lohnniveau das Lohnwachstum dämpfen. Diese sektoralen Veränderungen können auf Grundlage von Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen untersucht werden, die für zehn Hauptsektoren vorliegen (siehe Abbildung A).

Sektorale Verschiebungen werden durch trendmäßige und durch zyklische Entwicklungen bestimmt. Beispielsweise ist eine langfristige Verlagerung der Beschäftigung von der Industrie hin zu den marktbestimmten und öffentlichen Dienstleistungen zu beobachten (siehe Abbildung A). Dieser längerfristige Trend stimmt mit der Entwicklung in Bezug auf die Wertschöpfung überein,

¹⁴ Ein näherer Überblick über die Fachliteratur findet sich in: S. Christodoulopoulou und O. Kouvasas, Wages, Compositional Effects and the Business Cycle, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

¹⁵ Zu Einzelheiten bei Ausbruch der Krise siehe G. Verdugo, Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data, European Economic Review, 2016.

¹⁶ Siehe F. De Sloover und Y. Saks, Is job polarisation accompanied by wage polarisation?, Economic Review, 2018.

¹⁷ Siehe E. Adamopoulou, E. Bobbio, M. De Philippis und F. Giorgi, Allocative efficiency and aggregate wage dynamics in Italy, Occasional Paper der Banca d'Italia, 2016.

¹⁸ Siehe R. Blundell, C. Crawford und W. Jin, What can wages and employment tell us about the UK's productivity puzzle?, Economic Journal, 124, 2014, S. 377-407; M. W. Elsby, D. Shin und G. Solon, Wage Adjustment in the Great Recession and Other Downturns: Evidence from the United States and Great Britain, Journal of Labor Economics, 2013.

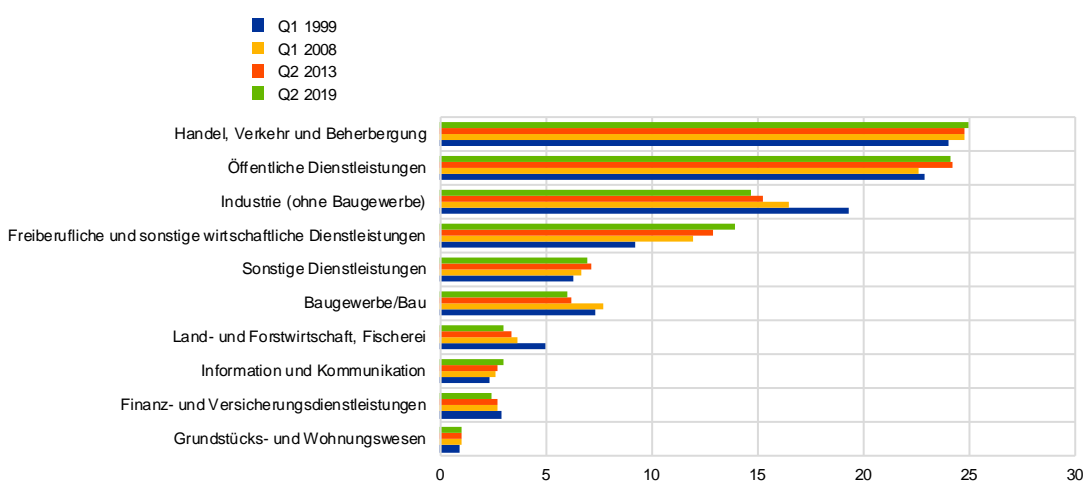
¹⁹ Siehe K. G. Abraham und J. C. Haltiwanger, Real Wages and the Business Cycle, Journal of Economic Literature, 33(3), 1995, S. 1215-1264.

könnte aber auch mit der zunehmenden Automatisierung im Industriesektor und dem eingeschränkten Spielraum hierfür bei den Dienstleistungen zusammenhängen. Im öffentlichen Sektor dürfte eine der maßgeblichen strukturellen Ursachen des Beschäftigungswachstums die Nachfrage nach Dienstleistungen im Gesundheitswesen sein, die unter anderem mit der älter werdenden Bevölkerung in Zusammenhang steht. Auch der Konjunkturzyklus wirkt sich auf die sektorale Zusammensetzung der Beschäftigung aus. Dies zeigt sich vor allem bei der Arbeitsmarktanpassung während der Krise, die sich hauptsächlich auf die Industrie und das Baugewerbe konzentrierte.

Abbildung A

Zusammensetzung der Beschäftigung im Euroraum nach Sektor

(Anteil der Sektoren an der Gesamtbeschäftigung in %)



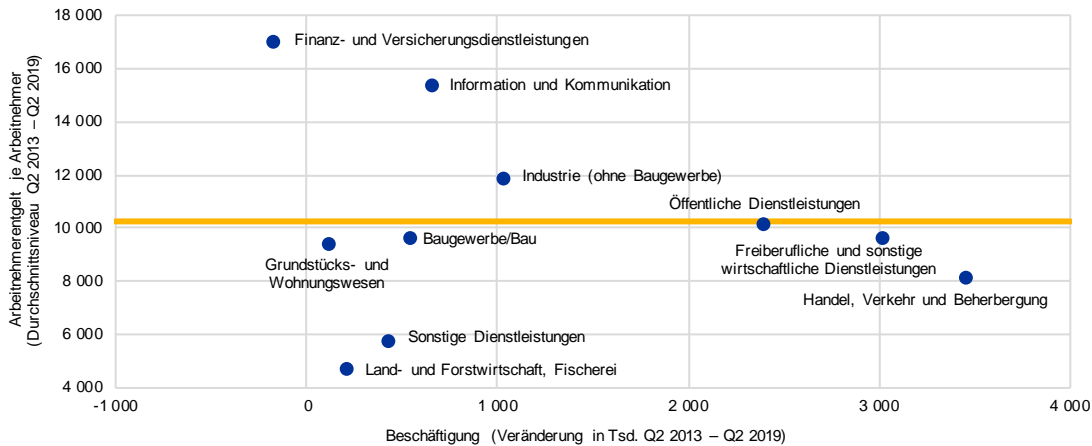
Quelle: Eurostat.

Die sektorspezifische Zusammensetzung des Beschäftigungswachstums im Eurogebiet im Verlauf der Erholungsphase lässt auf einen Abwärtsdruck auf den Lohnzuwachs insgesamt schließen. Seit dem zweiten Quartal 2013 – und damit seit dem Beginn der Erholung von Konjunktur und Arbeitsmarktlage – hat sich die Beschäftigung am deutlichsten in den Dienstleistungsbranchen erhöht. Das Lohnniveau in diesen Sektoren, wie etwa bei den freiberuflichen und sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen oder in Handel, Verkehr und Beherbergung, liegt nahe bzw. unterhalb des Euroraum-Durchschnitts (siehe Abbildung B). Gleichzeitig fiel das Beschäftigungswachstum in einigen Wirtschaftszweigen, die ein hohes Lohnniveau aufweisen, relativ gering bzw. negativ aus; dies umfasst unter anderem Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, Informations- und Kommunikationsdienstleistungen sowie die Industrie (ohne Baugewerbe).

Abbildung B

Veränderungen der Beschäftigung im Euroraum nach Sektor sowie sektorspezifisches Lohnniveau in der Erholungsphase

(x-Achse: Veränderung der Beschäftigung; y-Achse: durchschnittliche vierteljährliche Entgelte in €)



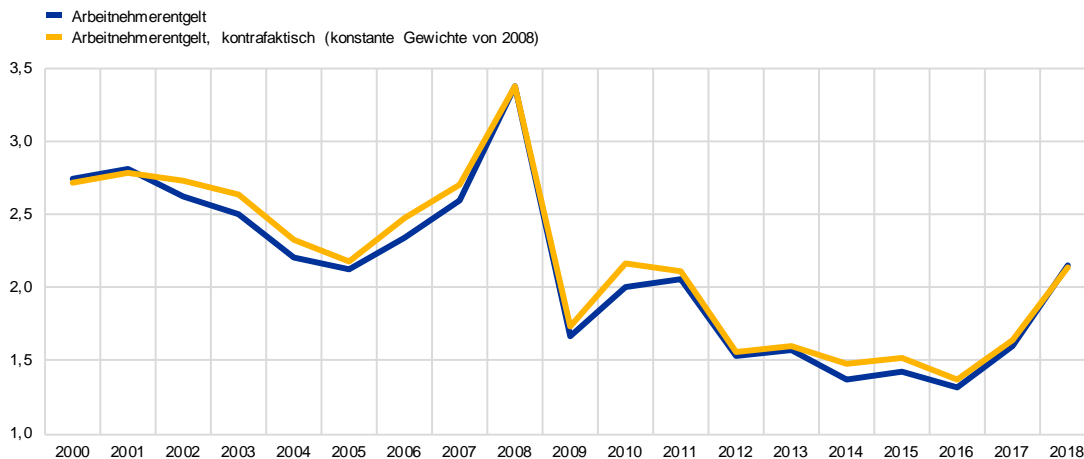
Quelle: Eurostat.

Allerdings scheinen Verschiebungen in der sektoralen Zusammensetzung lediglich einen sehr begrenzten Effekt auf das aggregierte Lohnwachstum im Eurogebiet insgesamt zeitweilig zu haben. Die Auswirkungen einer veränderten sektoralen Zusammensetzung auf das Lohnwachstum lassen sich dadurch bestimmen, dass das tatsächliche aggregierte Lohnwachstum einer kontrafaktischen Datenreihe für den Lohnzuwachs gegenübergestellt wird, welche die auf jeden Sektor entfallenden Anteile an der Gesamtbeschäftigung konstant hält. Werden die sektoralen Gewichtungen auf ihrem Niveau von 2008 konstant gehalten, zeigt sich, dass diese sektoralen Verschiebungen aller Wahrscheinlichkeit nach nur einen sehr geringen Effekt auf das Lohnwachstum insgesamt hatten (siehe Abbildung C).

Abbildung C

Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei veränderten und konstanten sektoralen Gewichten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Aus den Untersuchungen in diesem Kasten ergibt sich, dass Verschiebungen in der sektoralen Zusammensetzung der Beschäftigung offenbar keine wesentlichen Auswirkungen auf das Lohnwachstum hatten. Dies könnte als ein Anhaltspunkt dafür gewertet werden, dass die Analyse von Mikrodaten – wie sie etwa im Haupttext des Aufsatzes vorgenommen wird – auch Aufschluss über Verschiebungen innerhalb von Sektoren geben kann.²⁰

3 Entwicklung der Beschäftigungsstruktur und Lohnunterschiede nach Merkmalen der Beschäftigten

Im Euroraum sind erhebliche Veränderungen bei der Alters- und Bildungsstruktur der Beschäftigten festzustellen (siehe Abbildung 1).²¹ Dies lässt sich mittels Mikrodaten aus der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) verdeutlichen, die bis einschließlich 2016²² zur Verfügung stehen. In Kasten 2 wird dies eingehender beschrieben und ein Vergleich der Daten aus der EU-SILC mit alternativen vorliegenden Datensätzen angestellt; in Kasten 4 erfolgt eine Gegenprüfung anhand der Daten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung. Aus den EU-SILC-Daten geht insbesondere hervor, dass der Anteil älterer Arbeitnehmer gestiegen ist, während sich der Anteil jüngerer Arbeitskräfte merklich verringert hat. Unterdessen ist auch der Anteil von Arbeitnehmern mit einem niedrigeren Bildungsniveau gesunken, der Anteil von Beschäftigten mit einem höheren Bildungsstand hat hingegen zugenommen.

²⁰ Diese Erkenntnis steht im Einklang mit Analysen z. B. zum Vereinigten Königreich; siehe B. Broadbent, *Compositional shifts in the labour market*, Rede anlässlich der Konferenz „Understanding the Great Recession: from micro to macro“, Bank of England, 2015.

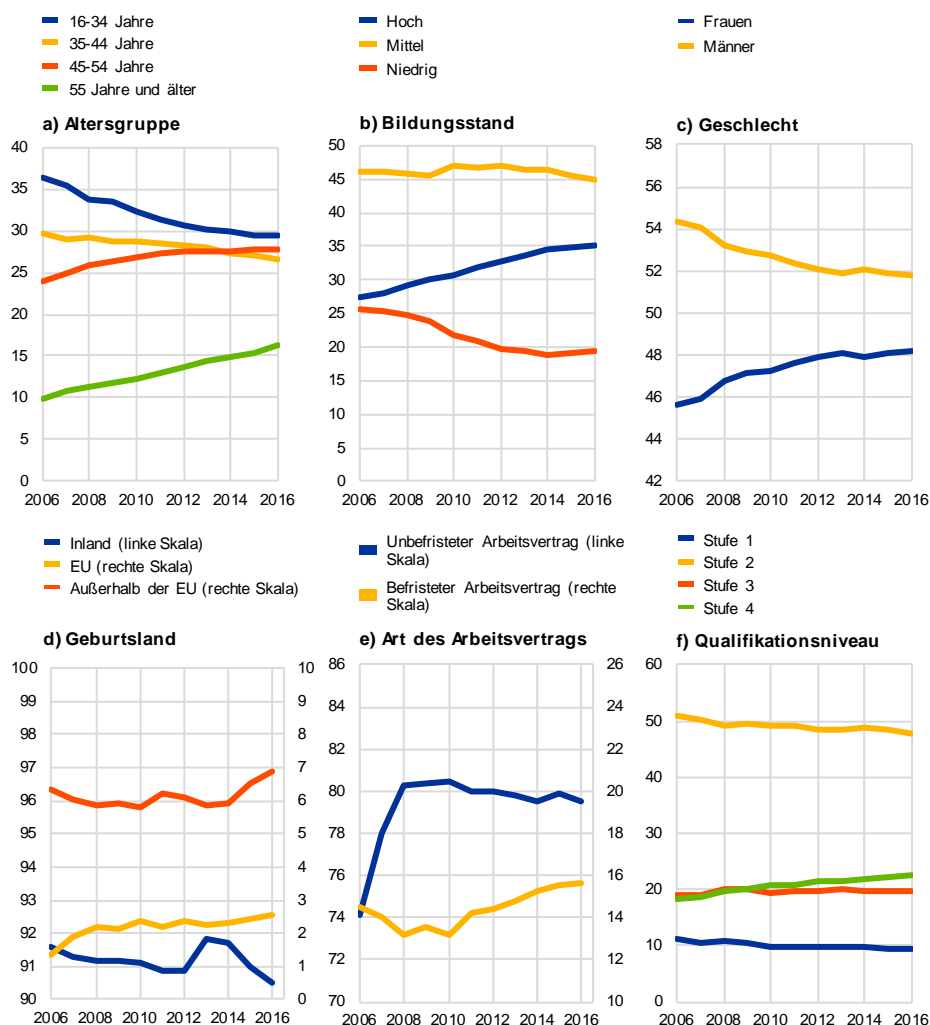
²¹ Alle in diesem Abschnitt vorgestellten Ergebnisse werden unter Verwendung der Gewichte aus den jeweiligen Erhebungen berechnet.

²² Die Daten für 2017 beziehen sich für die meisten in der EU-SILC berücksichtigten Länder auf die Situation der einzelnen Arbeitnehmer im Jahr 2016.

Abbildung 1

Entwicklung der wichtigsten Merkmale in Bezug auf die Beschäftigung im Euroraum auf Basis der EU-SILC

(in %)



Quellen: Eurostat (EU-SILC) und EZB-Berechnungen.

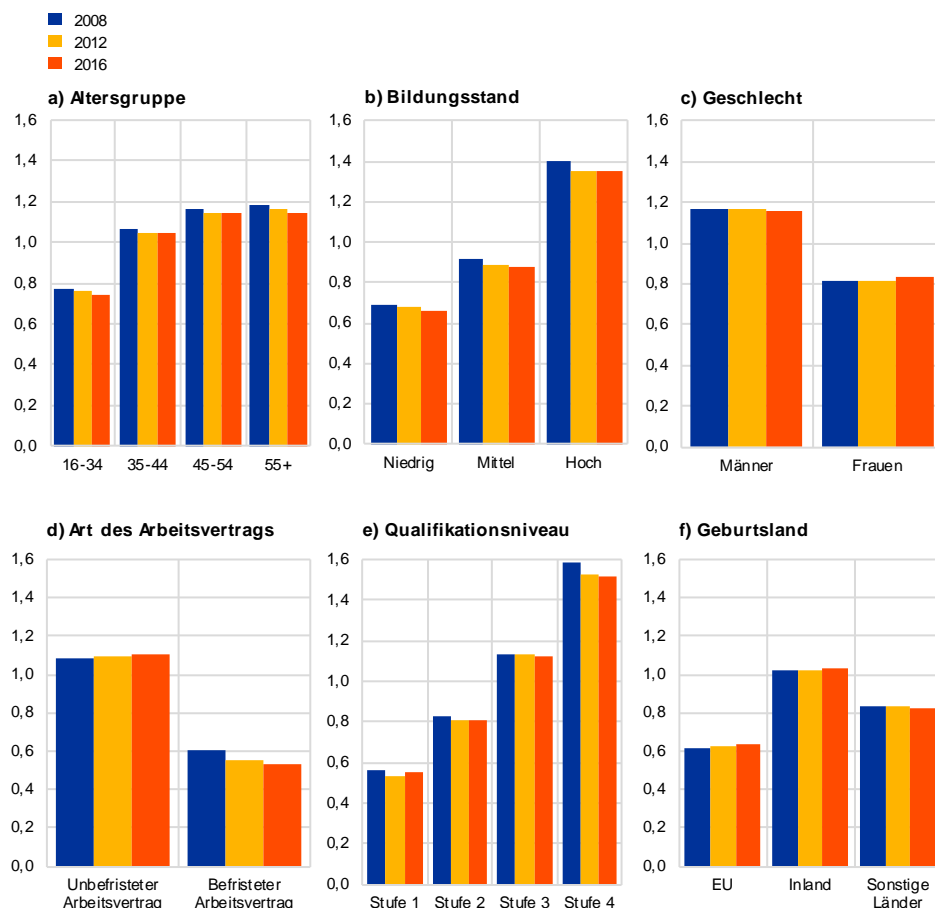
Anmerkung: Aggregierte Ergebnisse für den Euroraum gewichtet mit geleisteten Arbeitsstunden; ergibt die Summe der Zahlen nicht 100 %, so ist dies auf fehlende Daten zurückzuführen. Das Qualifikationsniveau wird durch eine Einstufung in verschiedene Berufsgruppen festgelegt: Zu Stufe 1 gehören Hilfsarbeitskräfte; zu Stufe 2 Bürokräfte und verwandte Berufe, Dienstleistungsberufe und Verkäufer, Fachkräfte in Land- und Forstwirtschaft und Fischerei, Handwerks- und verwandte Berufe sowie Bediener von Anlagen und Maschinen und Montageberufe; zu Stufe 3 Techniker und gleichrangige nichttechnische Berufe; zu Stufe 4 Führungskräfte und akademische Berufe.

Diese Entwicklung lässt sich teilweise längerfristigen Trends zuschreiben (dem demografischen Wandel, Reformen der Alterssicherungssysteme, dem Trend zu höherer Bildung usw.), in einigen Ländern ist sie aber auch auf zyklische Entwicklungen zurückzuführen. So verloren jüngere Arbeitskräfte und Arbeitskräfte mit niedrigerem Bildungsniveau/geringerer Qualifikation während der Krise als erste ihre Stelle, wodurch der Anteil älterer Arbeitnehmer und jener mit höherem Bildungsstand weiter zunahm. Dieser zyklische Verlauf lässt sich auch an der Entwicklung befristeter Verträge ablesen, deren Anzahl in einer Reihe von Ländern bei Ausbruch der Krise zurückging, anteilmäßig während der wirtschaftlichen Erholung aber wieder stieg.

Abbildung 2

Mittleres Einkommen nach Arbeitnehmergruppe gegenüber mittlerem Einkommen insgesamt

(Euroraum; 1 = mittleres Einkommen)



Quellen: Eurostat (EU-SILC) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichtet mit geleisteten Arbeitsstunden. Das Qualifikationsniveau wird durch eine Einstufung in verschiedene Berufsgruppen festgelegt: Zu Stufe 1 gehören Hilfsarbeitskräfte; zu Stufe 2 Bürokräfte und verwandte Berufe, Dienstleistungsberufe und Verkäufer, Fachkräfte in Land- und Forstwirtschaft und Fischerei, Handwerks- und verwandte Berufe sowie Bediener von Anlagen und Maschinen und Montageberufe; zu Stufe 3 Techniker und gleichrangige nichttechnische Berufe; zu Stufe 4 Führungskräfte und akademische Berufe. Bei der hier verwendeten Variable für das Einkommen handelt es sich um den aus den Variablen gemäß EU-SILC abgeleiteten Stundenlohn.

Die Entwicklung der Beschäftigungsstruktur liefert im Zusammenspiel mit den beträchtlichen Unterschieden beim mittleren Einkommen der verschiedenen Arbeitnehmergruppen einen Beweggrund, die Kompositionseffekte auf das Lohnwachstum zu schätzen. Stellt man das mittlere Einkommen der verschiedenen Altersgruppen im Eurogebiet dem mittleren Einkommen aller Beschäftigten gegenüber (siehe Abbildung 2), wird deutlich, dass insbesondere Arbeitnehmer, die älter als 44 Jahre sind, deutlich mehr verdienen als Personen im Alter von 16 bis 34 Jahren – die Löhne dieser letztgenannten Altersgruppe betragen im Schnitt weniger als 80 % des gesamten Mittelwerts. Die Differenz ist sogar noch bemerkenswerter, wenn ein Vergleich der Beschäftigten nach Bildungsstand vorgenommen wird. Demnach verdienen Arbeitskräfte mit einem niedrigeren Bildungsniveau rund 60 % des Mittelwerts, Arbeitnehmer mit höherem Bildungsstand hingegen zwischen 20 % und 40 % mehr als im Mittel (je nach betrachtetem Jahr).

Ähnlich fallen die Unterschiede aus, wenn eine Gegenüberstellung der Beschäftigten nach Beruf, Qualifikationsniveau, Geschlecht, Art des Arbeitsvertrags und Staatsangehörigkeit erfolgt.

Kasten 2

Mikrodaten zur Untersuchung der Kompositionseffekte auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet

Friderike Kuik

Mikrodaten, die Merkmale einzelner Arbeitnehmer enthalten und die EU- oder Euro-Länder einheitlich abdecken, können lediglich aus Umfragen gewonnen werden. So liegen auf Sozialversicherungssystemen basierende Verwaltungsdaten beispielsweise nur in einigen wenigen Ländern vor,²³ weshalb auf dieser Grundlage kein einheitlicher, alle Euro-Länder umfassender Ansatz möglich ist.

Die wichtigsten umfragebasierten Mikrodaten, die zur Beschreibung der Arbeitsmarkt- und Einkommensstatistik in den EU-Ländern herangezogen werden können, stammen aus der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC), der EU-Arbeitskräfteerhebung und der Verdienststrukturerhebung. Im Gegensatz zu Makrodaten, die Informationen auf aggregierter Basis liefern (z. B. Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen), bestehen diese Datensätze aus Mikrodaten auf Einzelpersonen- und/oder Haushaltsebene. Ihre Hauptmerkmale sind in Tabelle A aufgeführt.

Tabelle A

Hauptmerkmale verschiedener Mikrodatsätze, die den Arbeitsmarkt beschreiben

	EU-Arbeitskräfteerhebung	Verdienststrukturerhebung	EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen
Abdeckung	EU-Mitgliedstaaten sowie einige Nicht-EU-Länder	EU-Mitgliedstaaten sowie Beitrittskandidaten und EFTA-Staaten	EU-Mitgliedstaaten und Beitrittskandidaten sowie Island, Norwegen und die Schweiz
Befragte Einheiten	Private Haushalte und Einzelpersonen	Unternehmen mit mindestens zehn Mitarbeitern	Private Haushalte und Einzelpersonen
Häufigkeit	Vierteljährlich	Alle vier Jahre	Jährlich
Verfügbarkeit	Bei den meisten Ländern seit 2000, bei einigen seit 1983	Seit 2002	Seit 2004/2005

Die im vorliegenden Aufsatz vorgenommene Analyse basiert auf der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen, die als „Bezugsquelle für vergleichende Statistiken über Einkommensverteilung und soziale Eingliederung in der Europäischen Union“²⁴ dient. Diese Umfrage wird

²³ Einzelheiten zu Spanien finden sich in: S. Puente und S. Galán, [Analysis of composition effects on wage behaviour](#), Economic Bulletin, Banco de España, Februar 2014.

²⁴ Siehe Eurostat.

jährlich in allen EU-Mitgliedstaaten und einigen Nicht-EU-Ländern durchgeführt.²⁵ Die Daten werden von den nationalen Statistikämtern erhoben und von Eurostat bereitgestellt. Durch die Erhebung stehen zahlreiche individuelle, arbeitsplatz- und unternehmensbezogene Variablen zur Verfügung (siehe Tabelle B). Für die hier erfolgte Analyse werden Querschnittsdaten²⁶ verwendet, die gegenwärtig für die Umfragejahre 2005 bis 2017 vorliegen²⁷.

Tabelle B

In den verschiedenen Mikrodatsätzen enthaltene Variablen, von denen einige möglicherweise für Kompositionseffekte relevant sind

	EU-Arbeitskräfteerhebung	Verdienststrukturerhebung	EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen
Individuelle Merkmale			
Geschlecht	x	x	x
Alter	Altersgruppe	Altersgruppe	x
Bildungsstand	x	x	x
Staatsangehörigkeit	x	-	x
Arbeitsplatzbezogene Merkmale			
Beschäftigungsstatus	x	Nur Arbeitnehmer	x
Einkommen	Einkommensdezile	x	x
Beruf	x	x	x
Unbefristet/Befristet	x	x	x
Selbstständig	x	-	x
Vollzeit/Teilzeit	x	x	x
Beschäftigungsdauer im Unternehmen	x	x	-
Berufserfahrung insgesamt	Lässt sich ableiten	-	x
Unternehmensmerkmale			
Sektor	x	x	x

Aus mehreren Gründen ist die EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen besser geeignet als die anderen beiden Statistiken, um die Auswirkungen veränderter Strukturen bei den Erwerbepersonen auf das Lohnwachstum zu analysieren. Der größte Nachteil der EU-Arbeitskräfteerhebung liegt darin, dass sie einkommensbezogene Informationen ausschließlich in Form von Einkommensdezilen auf Länderbasis liefert, weshalb es mit dieser Statistik nicht möglich

²⁵ Die EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen beruht auf einem gemeinsamen Rahmen und harmonisierten Definitionen. Allerdings wird die Umsetzung in den einzelnen Ländern unterschiedlich gehandhabt, insbesondere im Hinblick auf die Stichprobenerhebung und die Datenquellen. So stützen sich einige Länder bei der Meldung einkommensbezogener Daten in der EU-SILC (fast) ausschließlich auf Verwaltungsregister, andere gänzlich auf die Befragung privater Haushalte und persönliche Interviews. Die Daten zum Einkommen beinhalten Steuern und Sozialabgaben, wobei einige wenige Länder die Nettoeinkommen erheben und diese in Bruttoeinkommen umrechnen. Diese Differenzen können eine unterschiedliche Datenqualität in den jeweiligen Ländern zur Folge haben. Weitere Informationen finden sich beispielsweise in: A. B. Atkinson, A.-C. Guio und E. Marlier (Hrsg.), [Monitoring social inclusion in Europe](#), Statistische Bücher, Eurostat, 2017.

²⁶ Die EU-SILC liefert Querschnitts- und Längsschnittdaten. Während die Querschnittsdaten einen bestimmten Zeitpunkt oder eine bestimmte Zeitspanne betreffen, erfassen die Längsschnittdaten auch Veränderungen auf individueller Ebene, die über einen Zeitraum von vier Jahren beobachtet werden. Allerdings decken die Längsschnittdaten nicht alle Länder ab (z. B. ist Deutschland nicht erfasst) und beinhalten weniger Variablen.

²⁷ Seit 2004 verfügbar für Belgien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Island, Italien, Luxemburg, Norwegen, Portugal, Schweden, Spanien und Österreich sowie nach und nach für alle EU-Mitgliedstaaten.

ist, die Auswirkungen einzelner Merkmale auf die Löhne zu analysieren.²⁸ Dennoch ist die EU-Arbeitskräfteerhebung eine wertvolle Datenquelle, die im Gegensatz zur EU-SILC sehr zeitnahe Informationen zur Arbeitsmarktentwicklung liefert (siehe auch Kasten 4). Die Verdienststrukturerhebung hingegen beinhaltet umfassende und detaillierte Informationen über den Zusammenhang zwischen Löhnen und individuellen Merkmalen der Arbeitnehmer, wird aber nur alle vier Jahre durchgeführt. Eine Analyse der Veränderungen der Kompositionseffekte gegenüber dem Vorjahr ist somit anhand dieser Erhebung nicht möglich. Ferner schließt die Umfrage für die meisten Länder Einzelpersonen in Unternehmen mit mindestens zehn Mitarbeitern ein (siehe Tabelle A) und lässt demnach einen bedeutenden Anteil von Einzelpersonen außer Acht, die im Idealfall bei einer Analyse der Kompositionseffekte zu berücksichtigen wären.

Das im Rahmen der EU-SILC berechnete trendmäßige aggregierte Wachstum der Stundenlöhne steht weitgehend im Einklang mit den diesbezüglichen Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. In manchen Fällen gibt es jedoch Unterschiede.²⁹ Missverhältnisse können durch Unterschiede zwischen der Zielpopulation der Umfrage und den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen entstehen sowie durch kleinere Abweichungen bei der Definition von Variablen (z. B. Stundenlohn). So ist es beispielsweise möglich, dass spezielle (d. h. vorübergehende) Arbeitszeitanpassungen oder kurzfristige Änderungen nicht vollständig in der Umfrage berücksichtigt werden. Ferner richtet sich die EU-SILC-Befragung an die im jeweiligen Umfrageland ansässigen privaten Haushalte. Grenzüberschreitend tätige Arbeitnehmer und in Gemeinschaftsunterkünften, z. B. Flüchtlingswohnheimen, lebende Personen werden darin nicht berücksichtigt.

4 Evidenz für Kompositionseffekte im Euro-Währungsgebiet

4.1 Mikrodatenevidenz für Kompositionseffekte auf Basis einzelner Merkmale im Euro-Währungsgebiet

Um die Auswirkungen von Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das aggregierte Lohnwachstum analysieren zu können, müssen die Auswirkungen von Änderungen der Beschäftigungsmerkmale und Änderungen der individuellen Erträge getrennt betrachtet werden. Eine solche Trennung lässt sich mittels einer Oaxaca-Blinder-Zerlegung erreichen. Dieses Verfahren ist der Ansatz, der in der vorliegenden Analyse allgemein verwendet wurde.

Der anhand der Oaxaca-Blinder-Zerlegung ermittelte Kompositionseffekt misst die mechanischen Unterschiede der aggregierten Löhne, die ausschließlich auf die Veränderung der Beschäftigungsstruktur zurückzuführen sind. Eine genauere Beschreibung der Methodik findet sich in Kasten 3.

²⁸ In einigen Fällen stellen die nationalen Statistikämter genauere Einkommensdaten zur Verfügung.

²⁹ Siehe auch <https://ec.europa.eu/eurostat/web/experimental-statistics/ic-social-surveys-and-national-accounts>

In der vorliegenden Analyse ist der Anstieg der Brutto-Stundenlöhne die abhängige Variable, während die individuellen Merkmale Alter, Bildung, Geschlecht und Staatsangehörigkeit die unabhängigen Variablen in einer Basiskonfiguration darstellen.³⁰ Bei den Daten handelt es sich erhebungsbedingt um jährliche Durchschnittswerte. Alle Ergebnisse werden bei der Zerlegung mit den geleisteten Arbeitsstunden³¹ gewichtet.³²

Merkmale von Sektoren und Unternehmen sind in der Analyse nicht enthalten, da sie Teil der Marktstruktur sind und zu einer künstlichen Aufblähung des Kompositionseffekts führen würden. Es gibt verschiedene Gründe, weshalb sie keine Berücksichtigung finden: Erstens können Merkmale von Sektoren und Unternehmen mit individuellen Merkmalen korreliert sein, sodass sich die Wirkung der individuellen Merkmale verringert. Zweitens vergrößert sich durch das Hinzufügen einer Kovariablen, die mit den Löhnen korreliert ist, der insgesamt geschätzte Kompositionseffekt, was eine Überschätzung zur Folge hat.³³ Drittens scheinen sich Veränderungen in der sektoralen Zusammensetzung der Beschäftigung, wie in Kasten 1 ausgeführt, nicht maßgeblich auf das Lohnwachstum im Euroraum ausgewirkt zu haben.

Kasten 3

Schätzung von Kompositionseffekten auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet anhand von Mikrodaten aus der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC)

Omiros Kouvavas

Die Oaxaca-Blinder-Zerlegung³⁴ ist ein Standardverfahren, das verwendet wird, um die Auswirkungen struktureller Veränderungen auf Arbeitsmarktergebnisse zu untersuchen. Die Methode wurde bereits in Studien mit unterschiedlichen Themenbereichen eingesetzt. Diese reichen von Ungleichheit bis hin zu Diskriminierung und Demografie. Mithilfe der Methode lässt sich die zwischen Gruppen festgestellte Veränderung der Mittelwerte einer Ergebnisvariablen erklären. Dabei wird die Differenz in den Teil zerlegt, der auf Änderungen bei den Bestimmungsgrößen eines Ergebnisses zurückzuführen ist, und in den Teil, der auf Änderungen der Effekte dieser Bestimmungsgrößen beruht. In der vorliegenden Analyse ist der Lohn die Ergebnisvariable, und die Qualifikation und die Merkmale der Arbeitnehmer sind die Bestimmungsgrößen. Die Oaxaca-Blinder-Zerlegung des aggregierten Lohnwachstums trennt die Effekte voneinander, die infolge einer Gewichtsänderung der Gruppen (strukturelle Veränderung), einer Veränderung der individuellen Erträge (Ertragseffekt) und einer gleichzeitigen Veränderung beider Größen (Interaktionsterm) auftreten.

³⁰ Für die verschiedenen Untergruppen der einzelnen Merkmale werden Dummy-Variablen verwendet.

³¹ Neben den Gewichten aus den jeweiligen Erhebungen.

³² Eine detaillierte Erklärung zur korrekten Gewichtung der EU-SILC für die Lohnaggregation findet sich in: S. Christodouloupoulou und O. Kouvavas, Wages, compositional effects and the business cycle, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

³³ Alternativ könnten die Merkmale von Unternehmen als Kontrollvariablen dienen und nicht in den Kompositionseffekten erfasst werden.

³⁴ Siehe R. Oaxaca, Male-Female Wage Differentials in Urban Labour Markets, International Economic Review, 14(3), 1973, S. 693-709.

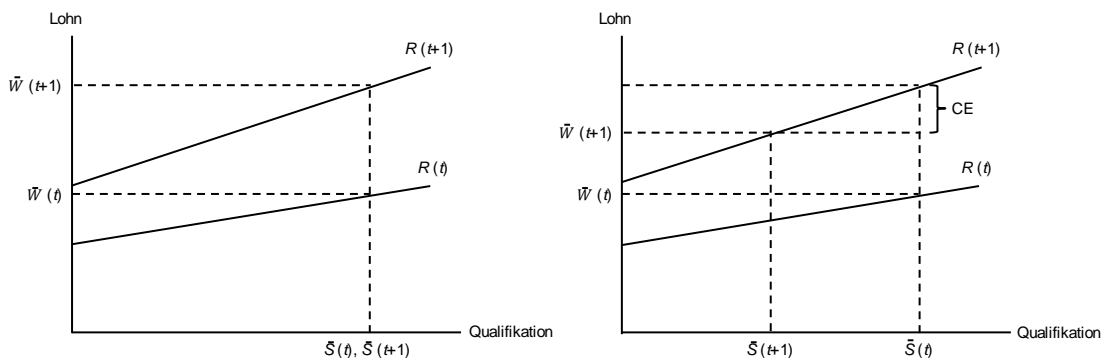
Die Schätzung der Kompositionseffekte setzt voraus, dass Einzeldaten zur Verfügung stehen, die Informationen zu den Löhnen und Qualifikationsmerkmalen enthalten. Um beispielsweise bestimmen zu können, ob ein Anstieg des Durchschnittslohns einem nominalen Anstieg der Erträge aus Qualifikationen oder einer Veränderung der Verteilung der Qualifikationen in der Beschäftigung zuzuschreiben ist, müssen die Erträge aus Qualifikationen für jedes Jahr genau geschätzt werden. Abbildung A zeigt, dass das Lohnwachstum ($\bar{W}(t+1) - \bar{W}(t)$) möglicherweise unterschätzt wird, wenn sich sowohl die durchschnittlichen Qualifikationen (S) als auch die Erträge aus Qualifikationen (R) gleichzeitig ändern (siehe rechte Grafik). Um die Auswirkungen struktureller Veränderungen genau schätzen zu können, müssen daher zunächst die Erträge aus Qualifikationen anhand einzelner Löhne und Merkmale ermittelt werden.

Abbildung A

Zerlegung des Lohnwachstums in Ertragswachstum und durchschnittliches Qualifikationsniveau

Aggregierte Löhne und Qualifikationen über zwei aufeinanderfolgende Jahre

(durchschnittlicher Lohn, durchschnittliches Qualifikationsniveau)



Anmerkung: Darstellung der Autoren.

Bei der Oaxaca-Blinder-Zerlegung wird eine Reihe von Regressionen verwendet, um Kompositionseffekte von Änderungen individueller Erträge zu trennen. Zunächst werden die beiden verschiedenen Jahre definiert als zwei Gruppen von Beschäftigten (Gruppe t und Gruppe $t+1$), der individuelle Lohn (Y) und die Merkmale der Arbeitnehmer (X). Die Differenz des mittleren Lohns lässt sich wie folgt berechnen:

$$\Delta E(Y) = E(Y_{t+1}) - E(Y_t) \quad (1)$$

In einem linearen Modell

$$Y_T = X'_T \beta_T + \epsilon_T, E(\epsilon_T) = 0 \quad T \in (t, t+1) \quad (2)$$

lässt sich Folgendes beweisen:

$$\Delta E(Y) = \underbrace{[E(X_{t+1}) - E(X_t)]' \beta_t}_{\text{Kompositionseffekt}} + \underbrace{E(X_t)(\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Erträge aus Qualifikationen}} + \underbrace{[E(X'_{t+1}) - E(X'_t)](\beta_{t+1} - \beta_t)}_{\text{Interaktionsterm}} \quad (3).$$

Der erste Term auf der rechten Seite von Gleichung 3 – der Kompositionseffekt – misst die Unterschiede der prognostizierten Löhne, die ausschließlich auf Veränderungen der Beschäftigtenstruktur zurückzuführen sind. Der zweite Term – der Koeffizienteneffekt – misst die Lohnunterschiede (oder die Erträge aus den Kovariablen) bei konstantem Qualifikationsniveau der Arbeitnehmer. Der letzte Term – der Interaktionseffekt – trägt der Tatsache Rechnung, dass zeitgleich Unterschiede bei Qualifikationen und Erträgen bestehen.

Der Interaktionsterm erfasst Lohnänderungen, die sich indirekt aus einer Veränderung der Beschäftigtenstruktur ergeben. Ein Beispiel hierfür wäre, dass eine Zuwanderung gering qualifizierter Arbeitskräfte das durchschnittliche Lohnniveau heimischer Arbeitskräfte senkt, da dadurch das Arbeitskräfteangebot in diesem Segment zunimmt. Dieser Term wird im vorliegenden Aufsatz außer Acht gelassen, da er über die direkten (mechanischen) Effekte hinausgeht, die Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das Lohnwachstum ausüben. Außerdem könnte er auch andere Effekte erfassen, die nicht auf Änderungen in der Beschäftigungsstruktur zurückzuführen sind. Grund hierfür ist, dass Schocks, die zeitgleich mit strukturellen Änderungen auftreten, bis zu einem gewissen Grad im Interaktionsterm erfasst werden könnten. Wirkt sich beispielsweise ein technologiebedingter Schock nur auf Geringverdiener aus, also auf eine bestimmte Gruppe, die anders von einer strukturellen Veränderung betroffen ist als die anderen Gruppen, werden die Effekte im Interaktionsterm erfasst. Außerdem ist dieser Term in der Regel klein³⁵ und würde die Ergebnisse nur geringfügig beeinflussen. Er wurde dennoch im Kompositionseffekt nicht berücksichtigt, weil er auch eine endogene Veränderung der Marktbedingungen infolge der strukturellen Veränderung abbildet.

4.2 Evidenz für das Euro-Währungsgebiet

Die aggregierten Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet³⁶ lassen darauf schließen, dass Kompositionseffekte das Lohnwachstum zu Beginn der Krise erhöhten, der Effekt aber anschließend nachließ und sich ins Negative kehrte, was dazu beitrug, dass das aggregierte Lohnwachstum relativ verhalten auf konjunkturelle Aufhellungen reagierte (siehe Abbildung 3). Den Ergebnissen der Basiskonfiguration zufolge (siehe Abbildung 3, Grafik a) trugen Kompositionseffekte mit Werten von mehr als 1 Prozentpunkt und bis zu rund 1,5 Prozentpunkten von 2008 bis 2012 am stärksten zum Lohnwachstum bei.³⁷ In der Folgezeit verringerte sich dieser Effekt kontinuierlich und kehrte sich 2015 und 2016 ins Negative.

³⁵ Im Durchschnitt kleiner als die beiden anderen Terme.

³⁶ Die Ergebnisse für die Länder des Euroraums sind mit den geleisteten Arbeitsstunden gewichtet; diese wurden den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen entnommen.

³⁷ Die beiden unteren Spezifikationen sind auch in Abbildung 15 des Occasional Paper von C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis und M. Porqueddu (Hrsg.), a. a. O. aufgeführt. Die Ergebnisse in Abbildung 3 enthalten ein zusätzliches Jahr (2016). Außerdem beruhen sie auf einer verbesserten Gewichtungsmethodik, die sich nicht nur auf Gewichtungen aus den jeweiligen Erhebungen stützt, sondern auch die geleisteten Arbeitsstunden für einzelne Beobachtungen heranzieht, um die Gewichtung innerhalb eines Landes zu ermitteln. Dadurch lassen sich Gewichtungen innerhalb eines Landes besser abbilden, da Unterschieden bei den Verlaufsmustern der geleisteten Arbeitsstunden Rechnung getragen wird. Insgesamt wirkt sich die verbesserte Methodik zwar nicht auf das allgemeine Muster der Ergebnisse aus, für das Jahr 2015 ergibt sich jedoch für alle Spezifikationen ein etwas stärkerer negativer Effekt.

Den größten Beitrag zum Effekt insgesamt leisteten Veränderungen der Alters- und Bildungsstruktur. Diese Erkenntnis spiegelt sich auch in den aggregierten Veränderungen bei der Zusammensetzung der Beschäftigung wider (siehe Abschnitt 3). Dort dominierten Änderungen in der Alters- und Bildungsstruktur.

Die nachlassende und schließlich negative Wirkung der Kompositionseffekte steht im Einklang mit der These, dass die Kompositionseffekte in den vergangenen Jahren zum gedämpften Lohnwachstum im Euroraum beigetragen haben. Folglich könnten die Kompositionseffekte für die verhaltene Reaktion des Lohnwachstums auf die zyklischen Veränderungen am Arbeitsmarkt mitverantwortlich sein. So bewirkten sie zu Beginn der Krise einen höheren Lohnzuwachs, während sie seit 2013, als die kräftige Erholung am Arbeitsmarkt einsetzte, wachstumsdämpfend wirken.

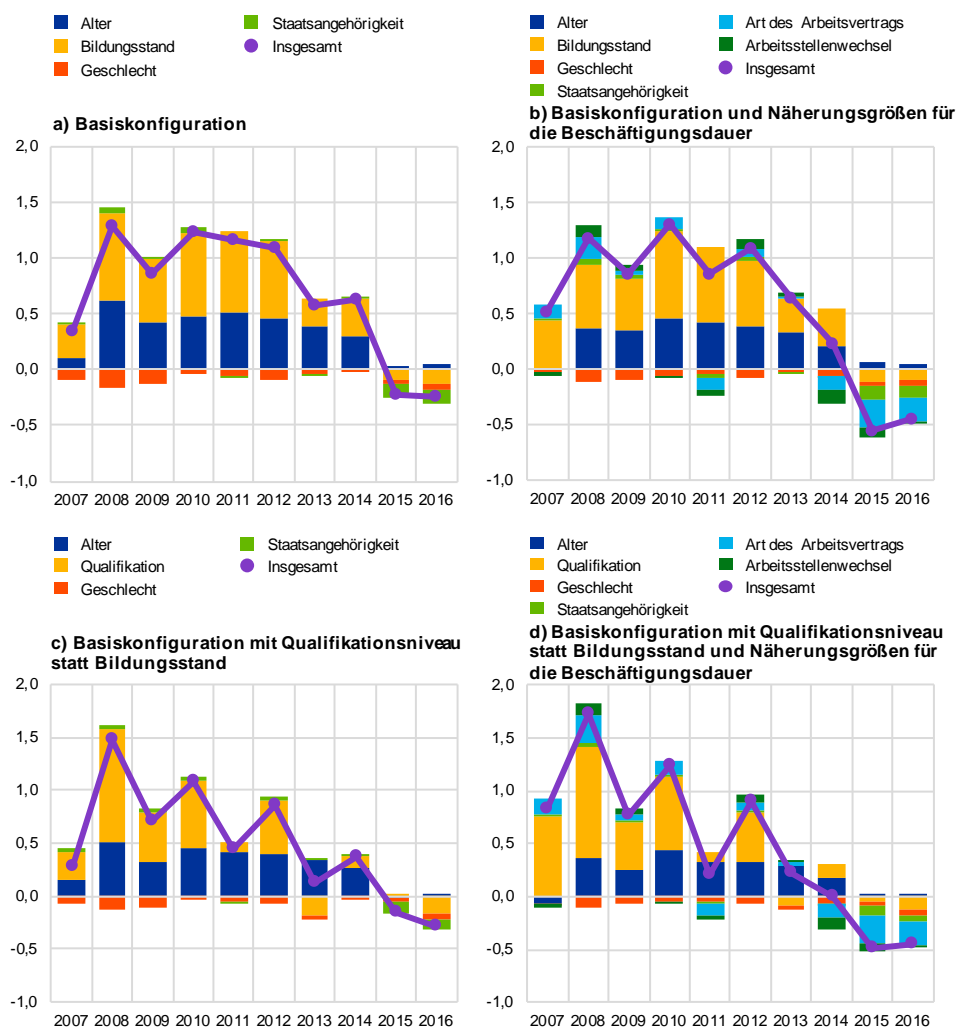
Zur Überprüfung der Robustheit der Daten werden verschiedene Spezifikationen verwendet, unter anderem wird die Qualifikation der Beschäftigten berücksichtigt; zudem werden verschiedene Näherungsgrößen für die Beschäftigungsdauer als unabhängige Variablen herangezogen. Im Rahmen einer ersten Gegenprüfung wird der Bildungsstand durch ein auf dem Beruf des Arbeitnehmers beruhendes Qualifikationsniveau ersetzt (siehe Abbildung 3, Grafik c). Dies ist in den Fällen hilfreich, in denen ein Großteil der Arbeitnehmer einen Beruf ausübt, der nicht ihrem Bildungsstand entspricht. Bei der zweiten Gegenprüfung wird die Wirkung der zusätzlich berücksichtigten Näherungsgrößen für die Beschäftigungsdauer untersucht; dazu zählt auch, ob der Arbeitnehmer einen unbefristeten oder befristeten Arbeitsvertrag hat und ob er im vergangenen Jahr die Stelle gewechselt hat (siehe Abbildung 3, Grafik b und d). Die Basiskonfiguration wird um diese Variablen erweitert. Allerdings können die genannten Näherungsgrößen das Konzept der Beschäftigungsdauer, genauer gesagt die Beschäftigungsdauer beim gleichen Arbeitgeber, nur zum Teil erfassen.

Abbildung 3

Durchschnittliche Kompositionseffekte auf das Lohnwachstum im Euroraum

Ergebnisse aus vier unterschiedlichen Spezifikationen

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat (EU-SILC) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Aggregierte Ergebnisse für die EU gewichtet mit geleisteten Arbeitsstunden.

Wird anstatt des Bildungsstands der Beruf (als Näherungsgröße für die Qualifikation) angesetzt, wird der Gesamteffekt volatiler und zeigt für viele Länder ein weniger ausgeprägtes Verlaufsmuster auf. Dies deutet darauf hin, dass die Verwendung des Berufs als Näherungsgröße für das Qualifikationsniveau im Rahmen der EU-SILC anscheinend nur bedingt aussagekräftig ist. Zum Teil ist dies auf Datenprobleme zurückzuführen. Die Ergebnisse stehen jedoch im Einklang mit dem allgemeinen Muster, was Vorzeichen und Ausmaß der Kompositionseffekte betrifft.

Die Aufnahme von Variablen zur Beschäftigungsdauer führt für die letzten Jahre zu negativeren Kompositionseffekten. Der Effekt ist in Grafik b und d in Abbildung 3 erkennbar und lässt sich unter Umständen damit erklären, dass nach der Krise (möglicherweise befristet) neue Arbeitskräfte mit niedrigerem Gehalt eingestellt wurden.

Weitere zusätzliche Prüfungen, die vorgenommen wurden, beeinflussten die Ergebnisse hingegen nicht nennenswert. So wurde geprüft, ob das Geburtsland eine bessere Näherungsgröße für Immigration ist als die Staatsangehörigkeit. Da sich diese beiden Größen laut EU-SILC aber weitgehend ähnlich entwickeln, wirkte sich eine Ersetzung weder auf aggregierter Ebene für den Euroraum noch auf nationaler Ebene in den ausgewählten Ländern aus.³⁸

4.3 Mikrodaten evidenz für einzelne Länder des Euro-Währungsgebiets

Nach Ländern aufgeschlüsselt weisen die Kompositionseffekte in den hier vorgenommenen Analysen allgemein eine ähnliche Entwicklung auf wie für das Euro-Währungsgebiet insgesamt, wenngleich es zwischen den Ländern gewisse Unterschiede gibt, was Vorzeichen und Umfang der Effekte in den einzelnen Jahren betrifft (siehe Abbildung 4). Während die Kompositionseffekte in der Konfiguration mit Näherungsgrößen für die Beschäftigungsdauer 2008 in allen Ländern positiv ausgefallen waren (siehe grüne Schattierung in Abbildung 4), verringerten sich die Effekte von 2009 bis 2013. Dies entspricht auch den aggregierten Ergebnissen für den Euroraum, die ein durch Kompositionseffekte erhöhtes Lohnwachstum zu Beginn der Krise zeigten, bevor anschließend ein Rückgang der Effekte einsetzte. In den Jahren 2014 und 2015 kam es bei einer Vielzahl der Länder zu einer Vorzeichenänderung (siehe rote Schattierung in Abbildung 4). Starke Kompositionseffekte wurden besonders in einigen süd-europäischen Ländern (z. B. Spanien, Portugal und Italien) ausgewiesen, doch auch hier gingen sie 2015 und 2016 zurück oder wurden sogar negativ. Diese Vorzeichenänderung, die sich auch in den aggregierten Daten für den Euroraum widerspiegelt, ist zu einem Großteil auf Veränderungen in der Alters- und Bildungsstruktur zurückzuführen.

³⁸ Die in der Analyse verwendete Variable für Immigration erfasst allerdings nur diejenigen potenziellen Unterschiede, die nicht bereits bei Bildung, Alter und sonstigen Merkmalen Berücksichtigung gefunden haben.

Spanien und Italien scheinen am stärksten zum Kompositionseffekt im gesamten Euroraum beigetragen zu haben (siehe Abbildung 5). Der Anteil Spaniens war 2008 besonders groß, nahm dann aber ab. Mit Blick auf Italien fiel der Beitrag 2012 relativ hoch aus. Beide Länder verzeichneten 2015 und 2016 deutlich negative Kompositionseffekte. Ursächlich hierfür war jeweils der Beschäftigungsanstieg, der sich auf das untere Ende der Lohnverteilung konzentrierte. Folglich dürften vor allem Effekte in den Ländern, in denen die größten zyklischen Beschäftigungsveränderungen verzeichnet wurden, für die Kompositionseffekte verantwortlich sein.³⁹ Im Einklang mit diesen Ergebnissen scheinen die Kompositionseffekte in Deutschland und Frankreich – bezogen auf die Gesamtbeschäftigung – während des gesamten Konjunkturzyklus weniger stark ausgeprägt gewesen zu sein.

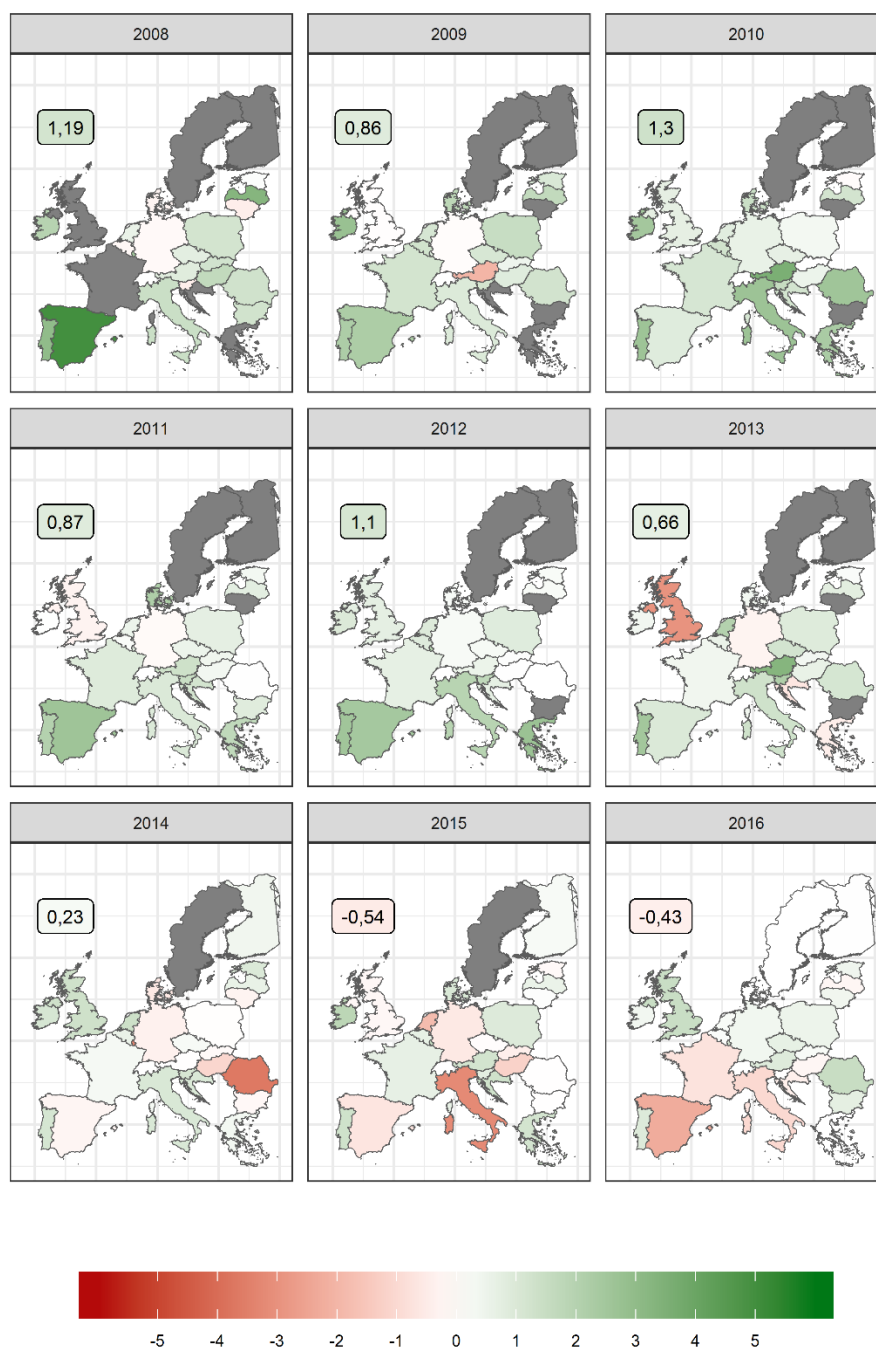
³⁹ Das Ausmaß der in diesen Ländern verzeichneten Beschäftigungsänderungen ist unter anderem auf den signifikanten Anteil befristeter Arbeitsverträge zurückzuführen. So liegt dieser in Portugal und Spanien bei rund 20 % bis 25 %, während er in Deutschland weniger als 15 % ausmacht. Infolgedessen sind Fluktuation und Arbeitsmarktflexibilität in diesen Ländern höher.

Abbildung 4

Durchschnittliches Lohnwachstum im Euroraum infolge von Änderungen in der Zusammensetzung der Beschäftigung

Ergebnisse für die Konfiguration einschließlich Alter, Bildungsstand, Geschlecht, Staatsangehörigkeit und Nährungsgrößen für die Beschäftigungsdauer

(in Prozentpunkten; angegebener Wert in der jeweiligen Grafik = gewichteter Mittelwert für den Euroraum)



Quellen: Eurostat (EU-SILC) und EZB-Berechnungen.

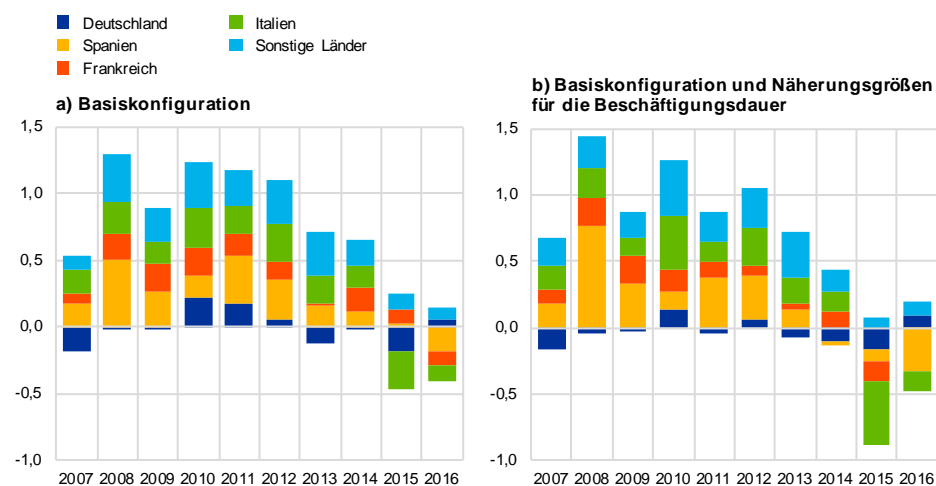
Anmerkung: Aggregierte Ergebnisse für die EU gewichtet mit geleisteten Arbeitsstunden. Graue Schattierung weist auf fehlende Daten hin.

Die negativen Kompositionseffekte in den vergangenen Jahren sind in erster Linie dem Faktor Bildung und der geringeren Wirkung des Faktors Alter zuzuschreiben. So war der Einfluss des Faktors Bildung in Spanien und Italien, die am meisten zum negativen Kompositionseffekt beitrugen, am größten. Grund dafür ist ein stärkerer Beschäftigungsanstieg unter den Arbeitnehmern mit einem niedrigeren Bildungsstand. Zudem kehrte sich in diesen Ländern in den letzten beiden Jahren der Effekt des Altersprofils ins Negative, nachdem er in den Vorjahren noch sehr positiv ausgefallen war.

Abbildung 5

Beiträge der einzelnen Länder zum Kompositionseffekt auf das Lohnwachstum im Euroraum

(in Prozentpunkten)



Anmerkung: EZB-Berechnungen.

Die vorliegenden Ergebnisse stehen mit Studien zu einzelnen Ländern wie etwa Italien und Spanien im Einklang. Die hier vorgestellte Analyse zeigt für Italien⁴⁰ und Spanien⁴¹ im Zeitraum von 2008 bis 2013 signifikante und positive Kompositionseffekte.⁴²

⁴⁰ Siehe etwa F. D'Amuri, Composition effects and average wage dynamics in Italy, Mimeo, 2014; E. Adamopoulou, E. Bobbio, M. De Philippis und F. Giorgi, Allocative Efficiency and Aggregate Wage Dynamics in Italy, Occasional Paper der Banca d'Italia, 2016.

⁴¹ Siehe beispielsweise S. Puente und S. Galán, Analysis of Composition Effects on Wage Behaviour, Economic Bulletin, Banco de España, 2014; K. Orsini, Wage Adjustment in Spain: Slow, Inefficient and Unfair?, ECFIN Country Focus, Europäische Kommission, 2014.

⁴² Eine Erörterung der Auswirkungen von Immigration auf das Lohnwachstum in Deutschland findet sich in: Deutsche Bundesbank, [Lohnwachstum in Deutschland: Einschätzung und Einflussfaktoren der jüngeren Entwicklung](#), Monatsbericht April 2018, S. 13-28.

Kasten 4

Veränderungen in der Zusammensetzung der Arbeitskräfte auf Basis der EU-Arbeitskräfteerhebung

Katalin Bodnár und Friderike Kuik

Im vorliegenden Kasten wird im Rahmen einer Gegenprüfung untersucht, inwieweit die aus dem Datensatz zur EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) abgeleiteten Ergebnisse zu den Änderungen in der Beschäftigungsstruktur mit den Daten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung übereinstimmen. Neben dieser Robustheitsprüfung ermöglichen die Daten der EU-Arbeitskräfteerhebung auch eine Erörterung jüngerer Entwicklungen der Beschäftigungsstruktur und eine vorläufige Einschätzung möglicher Auswirkungen auf das Lohnwachstum in den Jahren 2017 und 2018, da für diese beiden Jahre im Gegensatz zur EU-SILC bereits Daten vorliegen.

Die EU-Arbeitskräfteerhebung ist ein Mikrodatsatz, der detaillierte Informationen zur Beschäftigungsstruktur auf Basis verschiedener Merkmale liefert (siehe Kasten 2). Diese harmonisierte Haushaltsumfrage wird in allen Ländern des Euroraums durchgeführt. Im Rahmen einer repräsentativen Stichprobe werden Personen regelmäßig zu ihrem Arbeitsmarktstatus, zu persönlichen Merkmalen und zu Merkmalen ihrer Beschäftigung (sofern erwerbstätig) befragt. Der Datensatz wird kontinuierlich zur Beobachtung der Zusammensetzung des Beschäftigungswachstums im Eurogebiet herangezogen, liefert aber keine harmonisierten Informationen zu den Löhnen.⁴³ Angesichts der Repräsentativität der EU-Arbeitskräfteerhebung für Erwerbspersonen stellt ein Vergleich der Zusammensetzung der Beschäftigung dieses Datensatzes mit Daten aus der EU-SILC eine wichtige Gegenprüfung der Robustheit der in diesem Aufsatz dargestellten Ergebnisse dar.⁴⁴

Die Daten der EU-Arbeitskräfteerhebung deuten wie die Daten zur EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen auf erhebliche Veränderungen in der Zusammensetzung der Arbeitskräfte im Euroraum hin. Am auffälligsten waren Veränderungen in der Altersstruktur. Infolge des demografischen Wandels und der signifikanten Zunahme der Erwerbsbeteiligung hat sich der Anteil der älteren Arbeitnehmer, d. h. der über 55-Jährigen, an der Beschäftigung insgesamt erhöht. Seit 2006 ist ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung im Eurogebiet von rund 12 % auf 20 % gestiegen.⁴⁵ Zugleich hat sich auch der Anteil der höher qualifizierten Arbeitskräfte deutlich erhöht (um rund 10 Prozentpunkte). Der Anteil geringer qualifizierter Arbeitnehmer ist hingegen gesunken. Nach Geschlechtern aufgeschlüsselt zeigt sich, dass sich die Beschäftigungsstruktur einem

⁴³ Zwar wird die EU-Arbeitskräfteerhebung für eine detaillierte Aufschlüsselung der Beschäftigung herangezogen, sie ist aber nicht die Primärquelle. Als Grundlage für das Beschäftigungsniveau einer Volkswirtschaft dienen im Wesentlichen die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Die beiden Statistiken zeigen eine ähnliche Dynamik, allerdings weisen die sich daraus ergebenden Beschäftigungsniveaus und kumulierten Wachstumsraten gewisse Unterschiede auf, die methodisch bedingt sind. Eine ausführliche Erläuterung findet sich in: Eurostat, [Relation between employment in the labour force survey and in national accounts](#).

⁴⁴ Während in der Analyse im Haupttext Selbstständige nicht berücksichtigt werden, beruht der Vergleich der Datensätze aus der EU-Arbeitskräfteerhebung und der EU-SILC in diesem Kasten vorwiegend auf Daten zur Beschäftigung einschließlich selbstständiger Erwerbstätigkeit. Die unterschiedliche Erfassung in diesem Aufsatz liegt in erster Linie darin begründet, dass bei der EU-Arbeitskräfteerhebung nicht alle Aufgliederungen der Beschäftigung (darunter selbstständige Erwerbstätigkeit) zur Verfügung stehen. Dies dürfte sich aber nicht auf die Aussagekraft der in diesem Kasten vorgenommenen Robustheitsprüfung auswirken, da die Beschäftigung einschließlich der selbstständigen Erwerbstätigkeit konsequent anhand von Daten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung und der EU-SILC analysiert wurde. Außerdem zeigt ein Vergleich der EU-SILC-Daten, dass sich die Berücksichtigung von Selbstständigen kaum auf das Gesamtbild auswirkt.

⁴⁵ Siehe EZB, [Strukturelle Veränderungen des Beschäftigungswachstums im Euro-Währungsgebiet während des Aufschwungs](#), Wirtschaftsbericht 8/2018, Dezember 2018.

ausgewogenen Verhältnis von Männern und Frauen annähert. So ist das Arbeitskräfteangebot der Frauen deutlich gestiegen. Allerdings ließ sich diese Entwicklung größtenteils vor dem Jahr 2013 beobachten. Die EU-Arbeitskräfteerhebung lässt zudem auf einen höheren Anteil von Beschäftigten, die Staatsangehörige von EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sind, schließen. Was die Art der Arbeitsverträge und die Arbeitsaufgaben betrifft, so lässt sich feststellen, dass bis 2018 geringfügig mehr befristete Verträge geschlossen wurden und in begrenztem Maße auch ein höheres Qualifikationsniveau verlangt wurde.

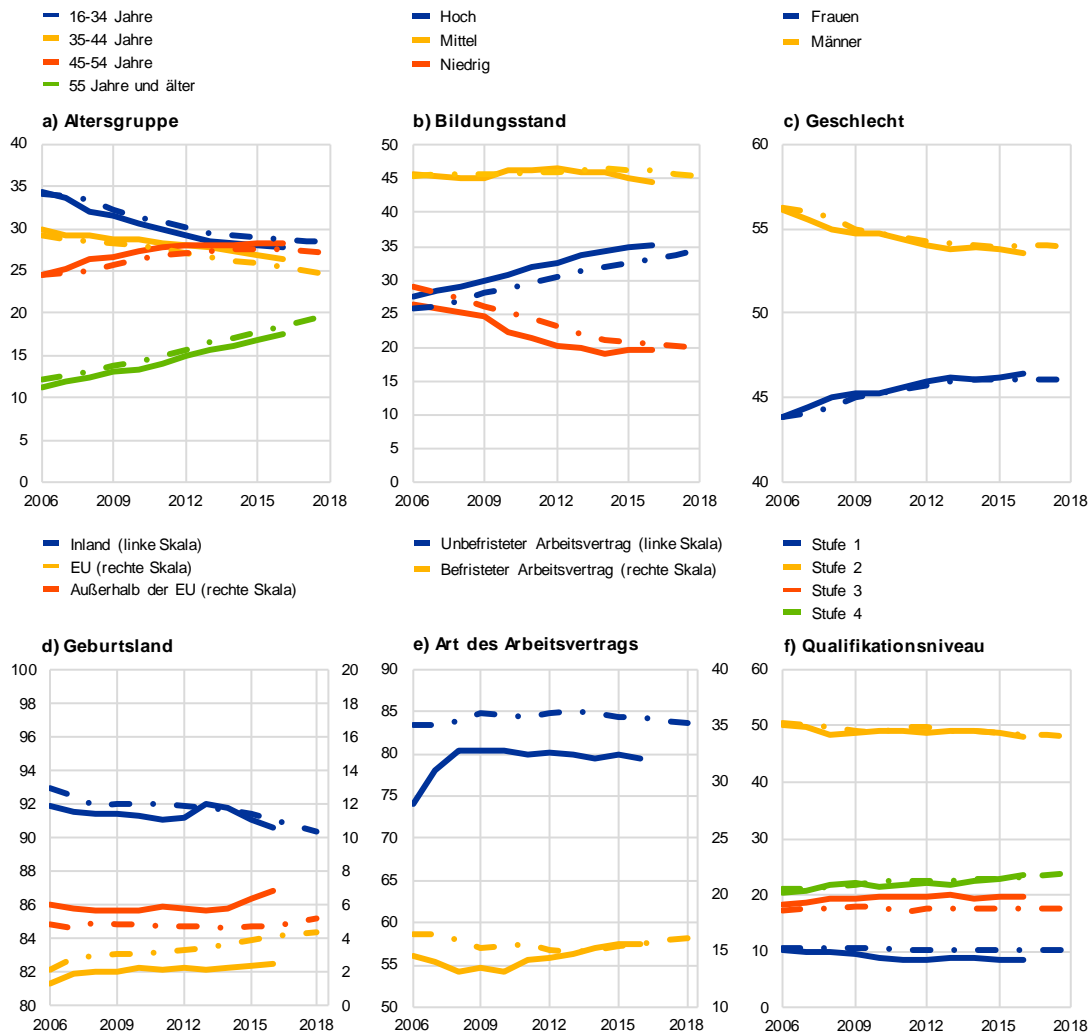
Insgesamt bestätigt die im Rahmen der EU-Arbeitskräfteerhebung verzeichnete trendmäßige Entwicklung der individuellen Merkmale der Arbeitnehmer die Ergebnisse der EU-SILC. Die beiden Datensätze zeichnen ein sehr ähnliches Bild. Dies gilt sowohl für die Beschäftigungsstruktur nach individuellen Merkmalen als auch für Veränderungen in dem Zeitraum, für den aus beiden Statistiken Daten vorliegen (siehe Abbildung A). Zwar deutet die EU-Arbeitskräfteerhebung beispielsweise auf einen leicht höheren Anteil der Arbeitnehmer mit höherem Bildungsstand als die EU-SILC hin, doch im Zeitverlauf ist die Veränderung des Anteils in beiden Statistiken sehr ähnlich. Verbleibende Unterschiede zwischen diesen beiden Datensätzen könnten auf unterschiedlich definierte Variablen, unterschiedliche Stichproben und Stichprobenverfahren sowie auf andere Datenprobleme wie etwa fehlende Daten zurückzuführen sein.⁴⁶

⁴⁶ So fehlen beispielsweise für einige Länder und Jahre in der EU-SILC bis zu 50 % der Daten zur Art des Arbeitsvertrags (unbefristet/befristet).

Abbildung A

Beschäftigungsstruktur nach Arbeitnehmermerkmalen auf Basis der EU-Arbeitskräfteerhebung und der EU-SILC

(EU-SILC = durchgezogene Linie, EU-Arbeitskräfteerhebung = gestrichelte Linie)



Quellen: Eurostat (EU-SILC und EU-Arbeitskräfteerhebung) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Aggregierte Ergebnisse für den Euroraum gewichtet mit geleisteten Arbeitsstunden; ergibt die Summe der Zahlen nicht 100 %, so ist dies auf fehlende Daten zurückzuführen. Die Aufschlüsselung nach Art des Arbeitsvertrags (unbefristet oder befristet) bezieht sich auf Arbeitnehmer, während die anderen Aufschlüsselungen für die Gesamtbeschäftigung (Arbeitnehmer, Selbstständige und mithelfende Familienangehörige) gelten. Die erste Altersklasse in Grafik a umfasst 15- bis 34-Jährige in der EU-Arbeitskräfteerhebung und 16- bis 34-Jährige in der EU-SILC.

Jüngere Daten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung lassen darauf schließen, dass einige Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur seit 2016 fortbestehen; aus der EU-SILC liegen hierzu noch keine Daten vor (siehe Abbildung A). Der Anteil älterer Arbeitnehmer ist beispielsweise weiter gestiegen, und der Anteil der Arbeitnehmer mit niedrigerem Bildungsstand und geringerer Qualifikation ist weiter gesunken. Der hier verwendeten Mikrodatenanalyse zufolge waren vor allem diese Entwicklungen für die veränderten Strukturen bei der aggregierten Lohndynamik maßgeblich. Die Fortsetzung der Trends deutet somit darauf hin, dass die Lohndynamik auch noch durch einige Kompositionseffekte aus jüngeren Jahren beeinflusst werden könnte. In mancherlei Hinsicht (z. B. bei der Aufschlüsselung nach Männern und Frauen) hat sich die Beschäftigungsstruktur in den vergangenen Jahren jedoch nicht wesentlich verändert. Insgesamt scheinen die geringeren Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur (vor allem im Vergleich zu den frühen Krisenjahren)

darauf hinzuweisen, dass die Kompositionseffekte auf das Lohnwachstum 2017 und 2018 relativ begrenzt ausfielen. Sie dürften für die vergleichsweise kräftige Erholung des Lohnwachstums im Euroraum in diesem Zeitraum kein ausschlaggebender Faktor gewesen sein. Da aber noch keine Daten aus der EU-SILC für 2017 und 2018 vorliegen, sind diese Ergebnisse nur als vorläufig anzusehen; sie bedürfen bei Verfügbarkeit der neuen Daten einer erneuten Beurteilung.

5 Schlussbemerkungen

Im Euro-Währungsgebiet sind seit 2007 erhebliche Änderungen in der Zusammensetzung der Beschäftigung zu beobachten. Der Anteil älterer Arbeitnehmer und jener mit höherem Bildungsstand ist gestiegen, während der Anteil jüngerer Arbeitnehmer und von Beschäftigten mit niedrigerem Bildungsniveau gesunken ist. Dieser Verlauf lässt sich teilweise längerfristigen Trends zuschreiben (z. B. dem demografischen Wandel, Reformen der Alterssicherungssysteme und dem Trend zu höherer Bildung), in einigen Ländern ist er aber auch auf zyklische Entwicklungen zurückzuführen. So verloren jüngere Arbeitskräfte und Beschäftigte mit niedrigerem Bildungsniveau/geringerer Qualifikation während der Krise als erste ihre Stelle, wodurch der Anteil älterer Arbeitnehmer und jener mit höherem Bildungsstand weiter zunahm. Daten aus der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen und der EU-Arbeitskräfteerhebung untermauern dieses Verlaufsmuster.

Die Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur scheinen während der Krise die Löhne erhöht und in den vergangenen Jahren zu einem verhaltenen Lohnwachstum beigetragen zu haben. Eine Oaxaca-Blinder-Zerlegung auf Basis von EU-SILC-Mikrodaten lässt darauf schließen, dass die Kompositionseffekte von 2008 bis 2012 am stärksten ausfielen, 2015 und 2016 aber negativ wurden.

Nach Ländern aufgeschlüsselt weisen die Kompositionseffekte allgemein eine ähnliche Entwicklung auf wie für das Euro-Währungsgebiet insgesamt, wenngleich es zwischen den Ländern gewisse Unterschiede im Hinblick auf den Umfang der Effekte in den einzelnen Jahren gibt. Spanien und Italien scheinen den Kompositionseffekt des Euroraums insgesamt am stärksten beeinflusst zu haben. Deutschland und Frankreich trugen indes bezogen auf die Gesamtbeschäftigung nur geringfügig zum Kompositionseffekt bei.

Insgesamt sind die Ergebnisse über die in der Zerlegung angewendeten verschiedenen Spezifikationen robust, und die Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur spiegeln sich auch in verschiedenen Mikrodatensätzen wider. Folglich dürfte die hier vorgenommene Analyse die wesentlichen Entwicklungen der Kompositionseffekte im Euroraum alles in allem gut abbilden.

3 Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems und der EZB seit der Finanzkrise

Kyriacos Lambrias und Adrian Page

Im vorliegenden Beitrag wird der Frage nachgegangen, wie gut die von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vor dem Hintergrund der seit der Finanzkrise erhöhten makroökonomischen Volatilität und Unsicherheit abgeschnitten haben. Dabei ist festzustellen, dass die Projektionsfehler im Zeitverlauf stark variierten. Mit Blick auf das Wachstum des realen BIP haben sich die Projektionsfehler, die während der Staatsschuldenkrise noch beträchtlich waren, in den letzten Jahren verringert. Was den HVPI insgesamt betrifft, so waren unerwartete Schwankungen der Ölpreise – für die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen unterstellt wird, dass sie der Entwicklung der Ölterminkontrakte folgen – wie schon in den Jahren vor der Krise für die Fehlererklärung maßgeblich. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wurde hingegen seit 2013 durchweg überschätzt. Zwar sind diese Projektionsfehler zum Teil auch auf Fehler in den konditionierenden technischen Annahmen zurückzuführen, doch haben zu verschiedenen Zeitpunkten noch andere Faktoren (wie etwa Modellierungsfehler, Veränderungen der ökonomischen Zusammenhänge oder Einschätzungen der Experten) eine wichtige Rolle gespielt. Die Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems und der EZB ist weitgehend vergleichbar mit jener von Experten anderer internationaler Institutionen sowie des privaten Sektors. Dies lässt darauf schließen, dass den Projektionsfehlern im Wesentlichen gemeinsame Faktoren zugrunde liegen. Hierzu dürften für Prognostiker unvorhersehbare wirtschaftliche Schocks sowie Entwicklungen zählen, die seit der Finanzkrise zunehmend an Bedeutung gewonnen haben, darunter Strukturreformen, Veränderungen des Zusammenhangs zwischen Unterauslastung und Preisen, die Globalisierung und die Digitalisierung. Der Aufsatz gliedert sich wie folgt: In Abschnitt 1 wird erläutert, wie die gesamtwirtschaftlichen Projektionen erstellt werden. Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die seit 2010 aufgetretenen Projektionsfehler im Hinblick auf das reale BIP und die HVPI-Inflation.¹ In Abschnitt 3 werden einige Fehlerquellen beleuchtet, und Abschnitt 4 enthält einen Vergleich mit der Prognoseleistung anderer Institutionen sowie des privaten Sektors.

¹ Der vorliegende Aufsatz beschränkt sich auf den Zeitraum nach der Finanzkrise, beginnend im Jahr 2010. Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Jahr 2009, die auch nach Ansicht der meisten anderen Prognostiker einen gravierenden Ausreißer in der Prognoseleistung darstellten, wurden bereits an anderer Stelle ausführlich erörtert. Siehe beispielsweise G. Kenny und J. Morgan, [Some lessons from the financial crisis for the economic analysis](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 130, 2011.

1 Einleitung

Die EZB veröffentlicht in vierteljährlichen Abständen Vorausschätzungen für das Wachstum des realen BIP, die Inflation und eine Reihe weiterer makroökonomischer Variablen, die maßgeblich in den geldpolitischen Entscheidungsprozess einfließen.² Im März und September werden diese

gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten der EZB erstellt, im Juni und Dezember gemeinsam von Experten der EZB und aller nationalen Zentralbanken des Eurosystems. Die Projektionen werden jeweils für das aktuelle und die beiden darauffolgenden Kalenderjahre veröffentlicht.³ Sie dienen einer kohärenten Abstimmung sämtlicher verfügbarer Informationen auf Basis einer breiten Palette an ökonometrischen Modellen und konditionierenden technischen Annahmen (etwa für die Entwicklung der Ölpreise, Wechselkurse und Zinssätze), die durch Einschätzungen der Experten noch ergänzt werden kann. Dabei ist zu beachten, dass die Projektionen weder vom EZB-Rat verabschiedet werden noch notwendigerweise dessen Ansichten zum Ausblick für den Euroraum widerspiegeln. Vielmehr geben sie die Meinung der jeweiligen Experten des Eurosystems bzw. der EZB wieder. Gleichwohl tragen sie maßgeblich zum geldpolitischen Entscheidungsprozess bei. Daher ist es wichtig, dass die Projektionen verlässliche Hinweise auf den wahrscheinlichsten Verlauf der künftigen Wirtschaftsentwicklung geben.

Regelmäßige Beurteilungen⁴ der Prognosegüte der Projektionen dienen im Wesentlichen einem doppelten Zweck. Zum einen lassen sich durch die Feststellung von Mustern in Projektionsfehlern und das Verständnis der Gründe für diese Fehler zukünftige Projektionen verbessern. So deuten zum Beispiel permanent auftretende Fehler mit gleichem Vorzeichen darauf hin, dass bestimmte strukturelle Veränderungen der Volkswirtschaft in den ökonometrischen Modellen, die den Projektionen zugrunde liegen, nicht erfasst sind und dass die für die Projektionen verwendeten Modelle oder Instrumente möglicherweise entsprechend anzupassen sind. Zum anderen können frühere Projektionsfehler einen Hinweis auf den Grad der Unsicherheit liefern, mit denen die Projektionen über verschiedene Zeithorizonte hinweg behaftet sind.⁵

² Nähere Einzelheiten zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen finden sich in: EZB, [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), Juli 2016.

³ Seit 2017 weisen die im Dezember veröffentlichten Projektionen einen erweiterten Projektionszeitraum auf, der das laufende Jahr und die drei darauffolgenden Kalenderjahre umfasst.

⁴ Eine frühere Analyse der Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems findet sich in: EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet – eine Bewertung](#), Monatsbericht Mai 2013; G. Kontogeorgos und K. Lambrias, [An analysis of the Eurosystem/ECB projections](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2291, 2019. Darin wird anhand einer Vielzahl formaler statistischer Tests eine umfassende Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen über einen längeren Zeitraum hinweg (von 1999 bis 2018) vorgenommen.

⁵ Neben Punktschätzungen veröffentlicht die EZB für das Wachstum des realen BIP und die Inflation auch Projektionsbandbreiten. Diese Bandbreiten werden auf der Grundlage früherer Projektionsfehler erstellt. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#), Dezember 2009.

2 Fehler bei der Projektion des realen BIP und der HVPI-Inflation

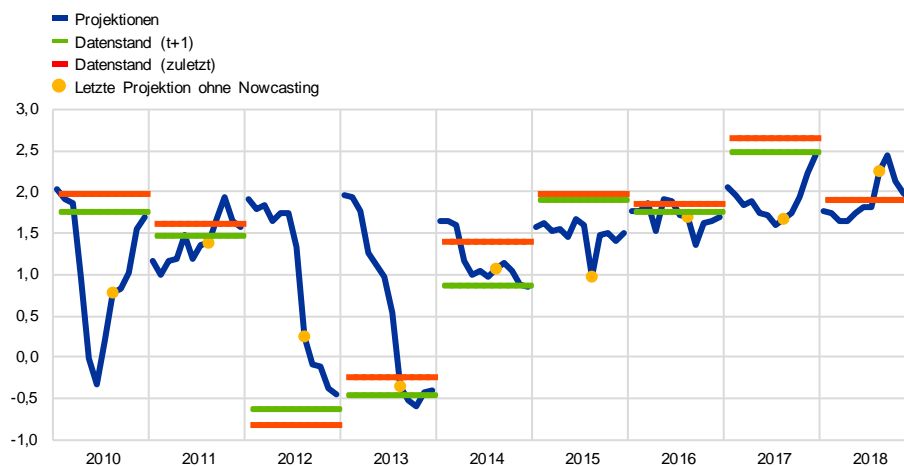
Das BIP-Wachstum wurde während der Staatsschuldenkrise deutlich überschätzt, die Treffsicherheit der Projektionen hat sich aber in den vergangenen Jahren erhöht. In Abbildung 1 sind die Vorausschätzungen für das durchschnittliche jährliche Wachstum des realen BIP in allen vierteljährlichen gesamtwirtschaftlichen Projektionen seit 2010 und die jeweils tatsächlich realisierten Werte dargestellt. Für jedes Jahr werden zwölf Projektionen ausgewiesen, beginnend mit der im ersten Quartal zwei Jahre vor dem Referenzjahr erstellten Projektion bis hin zur Vorausschätzung im Schlussquartal des Referenzjahrs. Die im letzten Quartal des Jahres vor dem Referenzjahr erstellten Projektionen sind als Punkt dargestellt (z. B. die im vierten Quartal 2014 erstellten Vorausschätzungen für das Jahr 2015). Hierbei handelt es sich um die letzte Projektion, für die keine harten oder weichen Indikatoren für das betreffende Jahr verfügbar sind.⁶ Da Konjunkturdaten, insbesondere BIP-Schätzungen, in der Regel revidiert werden, sind in Abbildung 1 zwei Ergebnisse dargestellt: der Datenstand ein Jahr nach der Erstveröffentlichung und der jüngste Datenstand. Erwartungsgemäß hat sich in den meisten Fällen die Treffsicherheit der Vorausschätzungen erhöht, je kürzer der Projektionszeitraum war und je mehr Informationen vorlagen. Eine Ausnahme bildet das Jahr 2010: Die ersten, 2008 erstellten Projektionen waren hier recht genau, wurden aber mit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2009 massiv nach unten korrigiert und mit der sich festigenden Erholung dann wieder nach oben revidiert. Nach 2010 ergaben sich die größten Fehler im Zuge der Verschärfung der Staatsschuldenkrise zwischen 2012 und 2013, die das Wachstum wesentlich stärker dämpfte als erwartet. In den Folgejahren erhöhte sich zwar die Treffsicherheit der Projektionen deutlich, doch wurde die Wachstumsdynamik vor allem für 2017 tendenziell unterschätzt. Durch anhaltende Aufwärtskorrekturen der offiziellen Angaben verstärkte sich diese Tendenz noch (wie in Abbildung 1 durch die Differenz zwischen dem Ergebnis ein Jahr nach der Erstveröffentlichung und dem jüngsten Datenstand veranschaulicht wird).

⁶ Die nach dieser Zeit erstellten Projektionen basieren auf immer größeren Datenmengen zur Wirtschaftsentwicklung im betreffenden Jahr (darunter Konjunkturindikatoren, die den Einsatz von Nowcasting-Instrumenten ermöglichen, und vierteljährliche BIP-Daten). Erwartungsgemäß trägt die Einbeziehung weiterer Daten in der Regel zu einer erheblichen Verbesserung der Projektionsgenauigkeit bei.

Abbildung 1

Projektionen und realisierte Werte für das Wachstum des realen BIP seit 2010

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Von Experten des Eurosystems/der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen und Eurostat.

Anmerkung: „Datenstand (t+1)“ bezieht sich auf die Daten für das betreffende Jahr, die ein Jahr nach der Erstveröffentlichung vorliegen. „Datenstand (zuletzt)“ bezieht sich auf den aktuell verfügbaren Datenstand für das betreffende Jahr. Für jedes Jahr werden zwölf Projektionen ausgewiesen, beginnend mit der im ersten Quartal des Jahres t-2 erstellten Projektion bis hin zur Vorausschätzung im vierten Quartal von Jahr t. Die gelben Punkte (letzte Projektion ohne Nowcasting) zeigen die im vierten Quartal des Vorjahres erstellte Projektion, d. h. die letzte Vorausschätzung, für die keine harten oder weichen Indikatoren für das projizierte Jahr verfügbar waren.

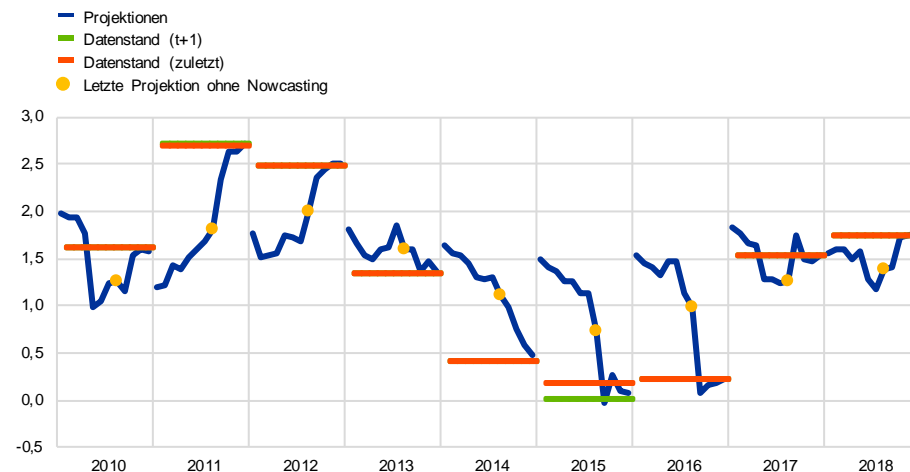
Die HVPI-Inflation wurde zu Beginn des Betrachtungszeitraums in den Projektionen der Experten des Eurosystems und der EZB unterschätzt und in der Zeit von 2013 bis 2016 überschätzt; in den letzten Jahren waren die Vorausschätzungen für die Teuerung nach dem HVPI hingegen weitgehend korrekt. Abbildung 2 zeigt die Projektionen und die jeweils tatsächlich realisierten Werte für die HVPI-Inflation seit 2010. Die nach der Finanzkrise erstellten Projektionen haben die Teuerung signifikant unterzeichnet. Diese sollte sich den Erwartungen zufolge als Reaktion auf die zusätzliche wirtschaftliche Unterauslastung in dieser Zeit, die über alle fortgeschrittenen Volkswirtschaften hinweg zu beobachten war, stärker verringern.⁷ In den Folgejahren, vor allem von 2014 bis 2016, fiel die Inflation dann durchweg überraschend niedrig aus. Die anfänglichen Projektionen lagen für jedes Jahr bei rund 1,5 %, wurden jedoch fortwährend nach unten korrigiert. Grund hierfür war insbesondere der drastische Ölpreisverfall, der zwischen 2014 und 2016 zu Inflationsraten von rund 0,2 % bis 0,5 % führte. In jüngerer Zeit (2017 und 2018) entwickelten sich die Teuerungsraten wieder stärker im Einklang mit den Projektionen.

⁷ Siehe beispielsweise IWF, [The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?](#), World Economic Outlook, Kapitel 3, April 2013.

Abbildung 2

Projektionen und realisierte Werte für die HVPI-Inflation seit 2010

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Von Experten des Eurosystems/der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen und Eurostat.

Anmerkung: „Datenstand (+1)“ bezieht sich auf die Daten für das betreffende Jahr, die ein Jahr nach der Erstveröffentlichung vorliegen. „Datenstand (zuletzt)“ bezieht sich auf den aktuell verfügbaren Datenstand für das betreffende Jahr. Für jedes Jahr werden zwölf Projektionen ausgewiesen, beginnend mit der im ersten Quartal des Jahres t-2 erstellten Projektion bis hin zur Vorausschätzung im vierten Quartal von Jahr t. Die gelben Punkte (letzte Projektion ohne Nowcasting) zeigen die im vierten Quartal des Vorjahres erstellte Projektion, d. h. die letzte Vorausschätzung, für die keine harten oder weichen Indikatoren für das betreffende Jahr verfügbar waren.

3 Ursachen der Projektionsfehler

Im Folgenden werden einige der wichtigsten Fehlerquellen bei den Wachstums- und Inflationsprojektionen beleuchtet.

Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems bzw. der EZB basieren auf einer Reihe technischer Annahmen, die bei der Fehlerklärung eine wichtige Rolle spielen können. Hier sind in erster Linie Annahmen im Hinblick auf die Rohstoffpreise (z. B. Ölpreise) und Finanzmarktvariablen (wie etwa Zinssätze und Aktienkurse), die auf Markterwartungen basieren, zu nennen, aber auch Annahmen zu Wechselkursen, die über den Projektionszeitraum hinweg konstant gehalten werden.⁸ Die Projektionen für den Euroraum hängen auch davon ab, wie die Experten die Aussichten für das internationale Umfeld bewerten, was eine zusätzliche Fehlerquelle darstellen kann. Im Rahmen dieses Beitrags sind Fehler definiert als die Differenz zwischen dem tatsächlichen Ergebnis und dem projizierten Wert. Ein positiver Fehler zeigt demnach ein höher als erwartet ausfallendes Ergebnis (d. h. eine Unterschätzung) und ein negativer Fehler ein niedriger als erwartet ausfallendes Resultat (d. h. eine Überschätzung) an.

⁸ Nähere Einzelheiten zur Erstellung der Projektionen finden sich in: EZB, [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), a. a. O.

Fehler in den Projektionen zur internationalen Entwicklung und in den technischen Annahmen erklären nur einen Teil der Projektionsfehler in Bezug auf das Wachstum des realen BIP. Abbildung 3 enthält eine Aufschlüsselung der

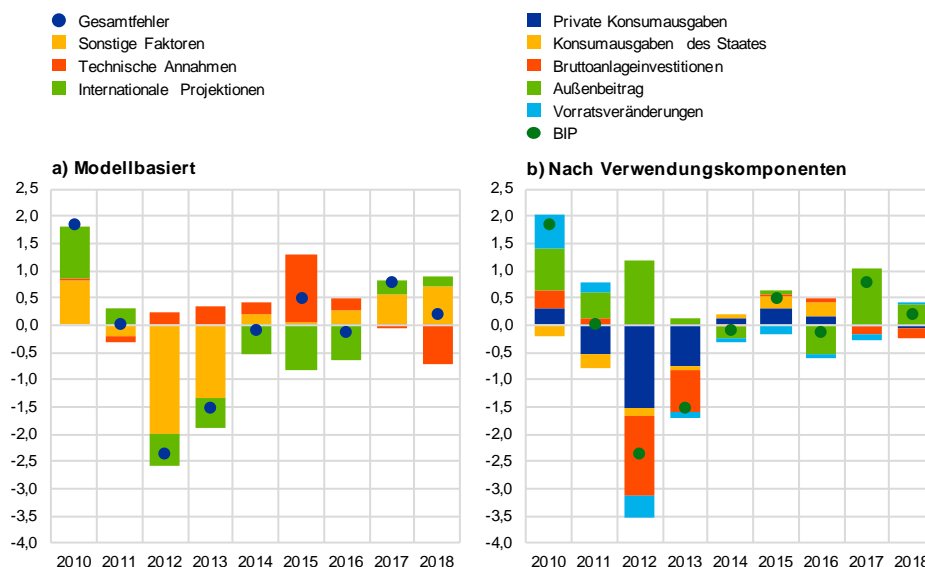
Fehler in den März-Projektionen für das darauffolgende Kalenderjahr. Da offizielle BIP-Daten in der Regel bis zum vierten Quartal des Vorjahres vorliegen, entspricht dies einem Projektionszeitraum von zwei Jahren. In Grafik a werden die Fehlerursachen auf Basis von Elastizitäten aus makroökonomischen Modellen des Eurosystems danach aufgeschlüsselt, inwieweit sich die Prognosefehler durch a) Fehler in den konditionierenden technischen Annahmen oder b) Fehler in den Projektionen für das internationale Umfeld oder c) sonstige Faktoren erklären lassen. Aus der Zerlegung geht hervor, dass fehlerhafte technische Annahmen als Ursache von Fehlern in den Projektionen für das BIP-Wachstum eine untergeordnete Rolle spielten. Davon ausgenommen sind die Jahre 2015, als ein Einbruch der Ölpreise einen unerwarteten Wachstumsschub auslöste, und 2018, als die Euro-Aufwertung im Jahresverlauf 2017 und Anfang 2018 die Exporte belastete. Projektionsfehler in Bezug auf das internationale Umfeld (d. h. die Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets) erklären einen Teil des zu niedrig eingeschätzten Wachstums der Jahre 2010 und 2017, in denen die Ausfuhren des Euroraums stark anstiegen. Der Welthandel fiel von 2012 bis 2016 durchgehend schwächer aus als erwartet. Der davon ausgehende Effekt auf die Wachstumsprojektionen wurde aber durch andere Fehler mit umgekehrtem Vorzeichen, die sich aus den technischen Annahmen ergaben, teilweise wieder kompensiert. Dass der internationale Handel vor allem mit Blick auf die Schwellenländer überschätzt wurde, hing unter anderem mit einer strukturellen Veränderung der Handelsintensität in der Weltwirtschaft zusammen. Solche strukturellen Verschiebungen sind in Echtzeit schwer vorherzusehen; seit 2016 basieren die Projektionen jedoch auf der Annahme, dass die weltweiten Einfuhren auf mittlere Sicht weitgehend im Einklang mit der globalen Konjunktur zunehmen werden.⁹ Seitdem hat sich die Treffsicherheit der Projektionen für den Welthandel erhöht. Die „sonstigen Faktoren“ in Abbildung 3 beziehen sich auf alle übrigen Fehlerquellen, darunter Fehlspezifikationen des Modells, binnenwirtschaftliche Faktoren wie etwa die Finanz-, Struktur- und Geldpolitik (über die in den technischen Annahmen erfassten Effekte hinaus) sowie subjektive Einschätzungen der Experten. In den meisten Fällen weisen die Fehler in den internationalen Projektionen in die gleiche Richtung wie die anderen Fehler. Dies könnte auf indirekte Effekte zurückzuführen sein, die über die direkten Handelskanäle hinausgehen. So könnten sich beispielsweise Schocks in Bezug auf die weltwirtschaftlichen Aussichten auch negativ auf das Vertrauen im Inland ausgewirkt und zu einer geringeren Binnennachfrage geführt haben.

⁹ Die Einkommenselastizität des Handels hat sich in der Zeit nach der Krise verringert. Hintergrund waren Veränderungen der Handelsstrukturen und nachlassende Impulse der längerfristigen strukturellen Faktoren, die zuvor noch die starke Zunahme des Welthandels angetrieben hatten, wie etwa die Handelsliberalisierung, der Ausbau globaler Wertschöpfungsketten, der Abbau von Zöllen und die Verringerung der Transportkosten. Siehe beispielsweise IRC Trade Task Force, [Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 178, 2016.

Abbildung 3

Aufschlüsselung der Fehler in den März-Projektionen für das Wachstum des realen BIP im darauffolgenden Kalenderjahr

(in Prozentpunkten)



Quelle: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen.

Anmerkung: Fehler sind definiert als die Differenz zwischen dem Datenstand ein Jahr nach Erstveröffentlichung und dem projizierten Wert. „Technische Annahmen“ bezieht sich auf den Beitrag von Fehlern in den konditionierenden Annahmen für die Ölpreise, Wechselkurse, Zinssätze und Aktienkurse zum Gesamtfehler. „Internationale Projektionen“ bezieht sich auf den Beitrag von Fehlern in den EZB-Projektionen für die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets zum Gesamtfehler. Die Berechnung der Beiträge von Projektionsfehlern in den technischen Annahmen und in Bezug auf das internationale Umfeld erfolgt auf Basis von Elastizitäten, die den makroökonomischen Modellen für die Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems entnommen wurden.

Was die Fehler in den Projektionen für die Verwendungskomponenten des BIP anbelangt, so kam es während der Staatsschuldenkrise zu breit angelegten Überschätzungen, wohingegen die jüngsten Fehler primär den Außenbeitrag betrafen. Abbildung 3 Grafik b enthält eine Aufschlüsselung nach den Beiträgen der Projektionsfehler bei den Verwendungskomponenten zum Gesamtprojektionsfehler in Bezug auf das Wachstum des realen BIP. In den Jahren 2012 und 2013 erwiesen sich sämtliche Komponenten der Binnennachfrage als schwächer als erwartet, wobei die negative Überraschung bei den Importen größer war als bei den Exporten, was dazu führte, dass der Außenbeitrag positiver ausfiel als zuvor angenommen. In den Folgejahren entwickelten sich die Komponenten der inländischen Nachfrage etwas robuster als erwartet. Gestützt wurden sie dabei durch die bereits erwähnten Ölpreistrübkänge und eine Reihe geldpolitischer Maßnahmenpakete, durch die sich die Finanzierungskosten von privaten Haushalten und von Unternehmen verringerten. Zuletzt war für die Projektionsfehler die Entwicklung des Außenbeitrags

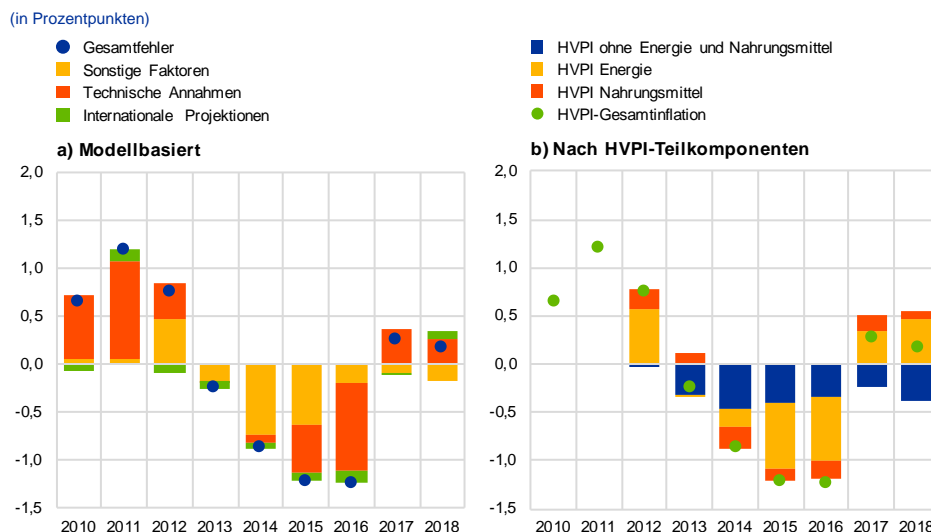
maßgeblich, der 2016 überraschend negativ und 2017 sowie in geringerem Maße auch 2018 unerwartet positiv ausfiel.¹⁰

Was die Inflation betrifft, so spielen Fehler in den konditionierenden technischen Annahmen, insbesondere für die Ölpreise und Wechselkurse, eine bedeutende Rolle. In Abbildung 4 sind entsprechende Aufschlüsselungen für die Projektionsfehler bei der Inflation aufgeführt. Wie aus Grafik a ersichtlich wird, sind bei den Inflationsprojektionen generell mehr Fehler auf fehlerhafte Annahmen zurückzuführen, als dies bei den Wachstumsprojektionen der Fall war. Ausschlaggebend für die Unterschätzung der HVPI-Inflation in den Jahren 2010-2011 und 2017-2018 sowie für die Überschätzung in den Jahren 2015 und 2016 waren insbesondere starke, unerwartete Ölpreisschwankungen. Auch Wechselkurschwankungen trugen zu den Projektionsfehlern bei. So glich eine kräftige Abwertung des Euro in den Jahren 2014-2015 den Abwärtsdruck, der von den 2015 unerwartet niedrigen Ölpreisen ausging, teilweise wieder aus. Neben dem aus den technischen Annahmen resultierenden Beitrag ergibt sich noch ein Beitrag sonstiger Faktoren, der seit 2013 durchweg negativ ausfiel und in den vergangenen beiden Jahren recht gering war.

¹⁰ Zu beachten ist dabei, dass zwischen dem Beitrag der Fehler in den internationalen Projektionen in der modellbasierten Aufschlüsselung und dem Beitrag der Fehler bei den Nettoexporten kein direkter Zusammenhang besteht. Ersterer wirkt sich nicht nur auf den Außenbeitrag, sondern auch auf andere Komponenten (vor allem die Investitionen) aus, wohingegen Letzterer auch durch Veränderungen der Exportmarktanteile und die Entwicklung der Importe beeinflusst wird. In den letzten Jahren wurden Fehler in den Projektionen für die Investitionen und Einfuhren des Euroraums durch teilweise gegenläufige Entwicklungen bei den irischen Importen beeinflusst, die mit den Aktivitäten multinationaler Unternehmen zusammenhängen und die Interpretation von Projektionsfehlern bei diesen BIP-Komponenten erschweren.

Abbildung 4

Aufschlüsselung der Fehler in den März-Projektionen für die HVPI-Inflation im darauffolgenden Kalenderjahr



Quelle: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen.
Anmerkung: Fehler sind definiert als die Differenz zwischen dem Datenstand ein Jahr nach Erstveröffentlichung und dem projizierten Wert. „Technische Annahmen“ bezieht sich auf den Beitrag von Fehlern in den konditionierenden Annahmen für die Ölpreise, Wechselkurse, Zinssätze und Aktienkurse zum Gesamtfehler. „Internationale Projektionen“ bezieht sich auf den Beitrag von Fehlern in den EZB-Projektionen für die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euro-Währungsgebiets zum Gesamtfehler. Die Berechnung der Beiträge von Projektionsfehlern in den technischen Annahmen und in Bezug auf das internationale Umfeld erfolgt auf Basis von Elastizitäten, die den makroökonomischen Modellen für die Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems entnommen wurden. Eine Aufschlüsselung nach HVPI-Teilkomponenten ist erst seit 2012 verfügbar.

Die tatsächlich realisierten Werte für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sind seit 2013 durchweg unerwartet negativ ausgefallen.

Abbildung 4 Grafik b enthält eine Aufschlüsselung der Fehler in den Inflationsprojektionen nach den wichtigsten HVPI-Teilkomponenten. Daraus geht hervor, dass die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel für die Mehrzahl dieser Projektionsfehler verantwortlich sind, was wiederum größtenteils auf die Fehler in den technischen Annahmen zurückzuführen ist. Die Projektionsfehler in Bezug auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel sind zwar von deutlich geringerer Tragweite als bei den volatilen Komponenten, sie zeichnen sich aber über die vergangenen sechs Jahre durch eine anhaltend negative Verzerrung (d. h. eine Überschätzung) aus. Fehler in den technischen Annahmen dürften hierzu einen gewissen Beitrag geleistet haben, beispielsweise die indirekten Auswirkungen unerwarteter Ölpreistrümpfe der letzten Jahre auf Konsumgüter und verbrauchernahe Dienstleistungen (ohne Energie) sowie die Euro-Aufwertung im Jahr 2017 und Anfang 2018. Gleichwohl ist auch nach Berücksichtigung der Fehler in den technischen Annahmen immer noch eine dauerhafte Überzeichnung zu beobachten.

Es gibt eine Reihe von Erklärungsansätzen dafür, dass die zugrunde liegende Inflation in den vergangenen Jahren anhaltend und unerwartet niedrig war.¹¹

Möglicherweise wurde der Grad der Unterauslastung an den Arbeits- und Produktmärkten unterschätzt, was wiederum zu einem überraschend niedrigen Lohnzuwachs beigetragen und damit den Kostendruck auf die Preise verringert haben könnte. Als weitere Erklärung wird eine „aufgestaute Zurückhaltung“ angeführt: Nachdem der Rückgang der Preise und Löhne im Zuge der Staatsschuldenkrise durch nominale Abwärtsrigiditäten begrenzt war (was zu unerwartet hohen Inflationsraten in diesem Zeitraum führte), könnte die Preis- und Lohnentwicklung in den darauffolgenden Jahren entsprechend gedämpft ausgefallen sein.¹² Auch könnte eine engere Beziehung zwischen Unterauslastung und Preisen für die niedrige Inflation verantwortlich gewesen sein, d. h., ein bestimmter Grad der Unterauslastung könnte zu einem stärkeren Abwärtsimpuls auf die Preise geführt haben. Darin spiegeln sich möglicherweise Rolle und Einfluss von Strukturreformen wider, die in einigen Ländern durchgeführt wurden, um nominale Rigiditäten zu verringern. Eine weitere Begründung bezieht sich auf die Bedeutung globaler Einflussfaktoren, die sich auch jenseits der Import- und Rohstoffpreise, die für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen in der Regel herangezogen werden, auf die Binneninflation auswirken können. Niedrige Inflationsraten könnten u. a. aus einem höheren Handelsaufkommen, der Integration der Schwellenländer in die Weltwirtschaft und der Zunahme der globalen Wertschöpfungsketten mit der damit einhergehenden Verlagerung von Teilen der Produktion ins Ausland resultieren.¹³ Innerhalb des Eurosystems ist eine eigens eingerichtete Arbeitsgruppe damit beauftragt, die Projektionsmodelle zu optimieren, indem sie die neuesten Fortschritte bei den Prognoseverfahren mit einbezieht, Prognosefehler regelmäßig analysiert und strukturelle Brüche sowie Nichtlinearitäten aufzeigt und modelliert.¹⁴ Um die umfangreichen Fehlerquellen bei den technischen Annahmen zu verringern, wurde auf Eurosystem-Ebene auch untersucht, wie Ölpreisprojektionen alternativ erstellt werden können, ohne dabei auf Terminkontrakte zurückzugreifen. Eine Kombination aus verschiedenen Ölpreismodellen hat sich bei Betrachtung bestimmter Zeiträume als recht brauchbar erwiesen. Allerdings konnte bislang keine Methode gefunden werden, die über längere Zeiträume durchweg bessere Ergebnisse erzielt als die Ölterminkontrakte.¹⁵

¹¹ Ein Überblick hierzu findet sich in: EZB, [Bestimmungsfaktoren der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet im Zeitverlauf: Erklärungsversuche anhand der Phillips-Kurve](#), Wirtschaftsbericht 4/2019, Juni 2019.

¹² Siehe P. Praet, [Price stability: a sinking will-o'-the-wisp?](#), Beitrag im Rahmen der Frühjahrstagung des IWF, Washington, D. C., April 2015.

¹³ Siehe EZB, [Binnenwirtschaftliche und globale Antriebskräfte der Teuerung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2017, Juni 2017; C. Nickel, The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone, VOX, CEPR Policy Portal, Juli 2017.

¹⁴ In diesem Zusammenhang hat sich eine Expertengruppe des Eurosystems mit den Ursachen niedriger Inflationsraten beschäftigt: siehe M. Ciccarelli und C. Osbat (Hrsg.), [Low inflation in the euro area: Causes and consequences](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 181, 2017. Eine andere Expertengruppe hat die Ursachen des geringen Lohnwachstums untersucht: siehe C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis und M. Porqueddu (Hrsg.), [Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 232, 2019.

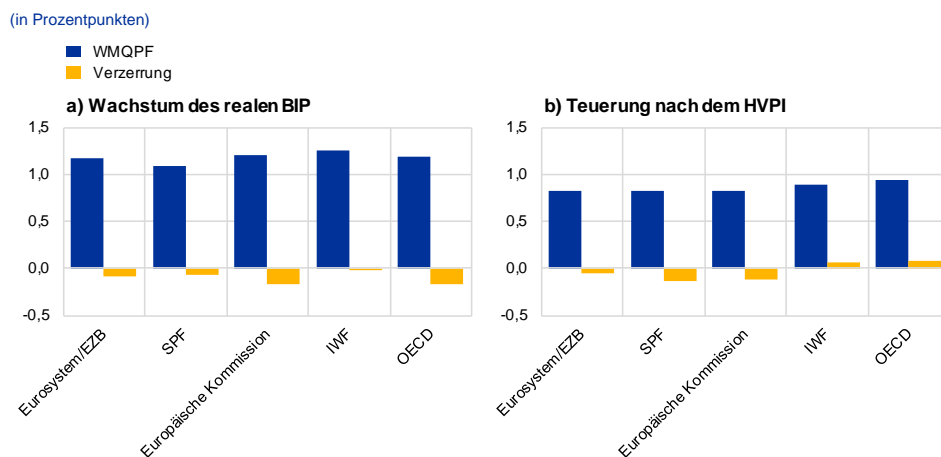
¹⁵ Siehe hierzu auch EZB, [Ölpreisprognosen](#), Wirtschaftsbericht 4/2015, Juni 2015.

4 Vergleich mit anderen Prognosen

Die von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für Wachstum und Inflation weisen eine vergleichbare Prognosegüte auf wie jene anderer internationaler Institutionen und des privaten Sektors. Abbildung 5 zeigt die Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers (WMQPF) und die Verzerrung (den durchschnittlichen Fehler) der Projektionen der Experten des Eurosystems bzw. der EZB im Vergleich zu den Prognosen aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB und jenen der Europäischen Kommission, des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD). Grundlage für den Vergleich sind die im zweiten Quartal eines Jahres erstellten Prognosen für das darauffolgende Kalenderjahr. Dabei ist zu beachten, dass die unterschiedlichen Institutionen ihre Prognosen im Verlauf des zweiten Quartals zu verschiedenen Zeitpunkten veröffentlichen. So könnten die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen einen komparativen Vorteil haben, da sie aufgrund ihrer späten Veröffentlichung gegen Ende des Quartals (im Juni) auf aktuellere Wirtschaftsdaten zurückgreifen können. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, werden für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems und der EZB die durchschnittliche WMQPF und die durchschnittliche Verzerrung für die im März und im Juni eines Jahres veröffentlichten Projektionen ausgewiesen. Aus Abbildung 5 geht hervor, dass die Prognosegenauigkeit seit 2010 bei allen Prognosen ähnlich hoch war und die Verzerrung in allen Fällen in etwa gleich (niedrig). Mit Blick auf das Wachstum ist festzustellen, dass die WMQPF der Eurosystem- und EZB-Projektionen zwar über jener des SPF lag (was auf eine schlechtere Prognoseleistung hindeutet), aber niedriger als bei der Europäischen Kommission und beim IWF und ähnlich hoch wie bei der OECD-Prognose war. Der durchschnittliche Prognosefehler für das Wachstum fiel in diesem Zeitraum bei allen Prognosen gering, wenn auch leicht negativ aus (was eine Überschätzung anzeigt). Er lag zwischen 0,0 Prozentpunkten (IWF) und -0,16 Prozentpunkten (OECD). Bei den von Eurosystem und EZB erstellten Projektionen belief er sich auf -0,08 Prozentpunkte.

Abbildung 5

Vergleich der Prognosefehler in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB für das darauffolgende Kalenderjahr mit jenen des privaten Sektors und anderer Institutionen



Quellen: Von Experten des Eurosystems/der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, SPF, Europäische Kommission, IWF und OECD.

Anmerkung: Die beiden Grafiken beziehen sich auf den Zeitraum von 2010 bis 2018. Fehler sind definiert als die Differenz zwischen dem Datenstand ein Jahr nach Erstveröffentlichung und dem projizierten Wert. Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB beziehen sich auf die durchschnittliche WMQPF bzw. die durchschnittliche Verzerrung der März- und Juni-Projektion für das darauffolgende Kalenderjahr. Die Angaben zu den anderen Institutionen beziehen sich auf Prognosen, die im zweiten Quartal für das darauffolgende Kalenderjahr veröffentlicht wurden.

Im Hinblick auf die Inflationsentwicklung entsprach die WMQPF der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems und der EZB jener der SPF-Umfrage, war aber niedriger als bei den anderen Prognosen. Demnach dürfte die Prognosegüte der von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten Projektionen höher sein. Der Durchschnittsfehler bei diesen Projektionen lag bei nahezu null (-0,04 Prozentpunkte) und wies damit die geringste Verzerrung auf, während die größte Verzerrung bei den Prognosen der Europäischen Kommission und beim SPF festzustellen war (-0,12 Prozentpunkte).¹⁶ Aus Abbildung 6 geht hervor, dass die Prognosefehler aller Institutionen und des privaten Sektors von 2010 bis 2018 zwar unterschiedlich groß waren, aber durchweg in die gleiche Richtung wiesen. Im Einzelnen wurde die HVPI-Inflation von 2010 bis 2012 und in den Jahren 2017 und 2018 in allen Prognosen unterschätzt (positive Prognosefehler), wohingegen sie von 2013 bis 2016 für alle überraschend niedrig ausfiel (negative Prognosefehler). Dies könnte darauf hindeuten, dass die Fehlerquelle bei allen Prognosen gleich war. So könnten die Fehler etwa auf fundamentale wirtschaftliche Schocks zurückzuführen sein, die nicht vorhersehbar waren, und/oder auf Veränderungen der ökonomischen Zusammenhänge. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass es sich um reine Fehleinschätzungen der Experten handelt. Abbildung 6 Grafik c macht zudem deutlich, dass die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel in den vergangenen Jahren nicht nur in den Projektionen des Eurosystems und der EZB

¹⁶ In einem Vermerk wurde vor Kurzem angeführt, dass sich die am Markt implizierten Inflationserwartungen über vergleichbare Prognosehorizonte wie die hier betrachteten (ein bis zwei Jahre) ähnlich entwickelt hätten wie in der SPF-Umfrage. Allerdings seien die langfristigen Inflationserwartungen am Markt möglicherweise rascher angepasst worden, was in den zurückliegenden Jahren wiederum zu einer über längere Zeithorizonte hinweg besseren Prognoseleistung geführt haben könnte. Siehe M. Kirker und M. de-Muizon, The post-crisis performance of inflation expectations and forecasts, Deutsche Bank Research, September 2019.

durchgängig unterschätzt wurde, sondern auch in den Prognosen anderer Institutionen. In einem kürzlich erschienenen Working Paper der EZB wurde die Treffsicherheit der von Experten des Eurosystems bzw. der EZB erstellten Projektionen für das BIP und die Inflation über einen deutlich längeren Betrachtungszeitraum untersucht. Die Ergebnisse werden in Kasten 1 erörtert.

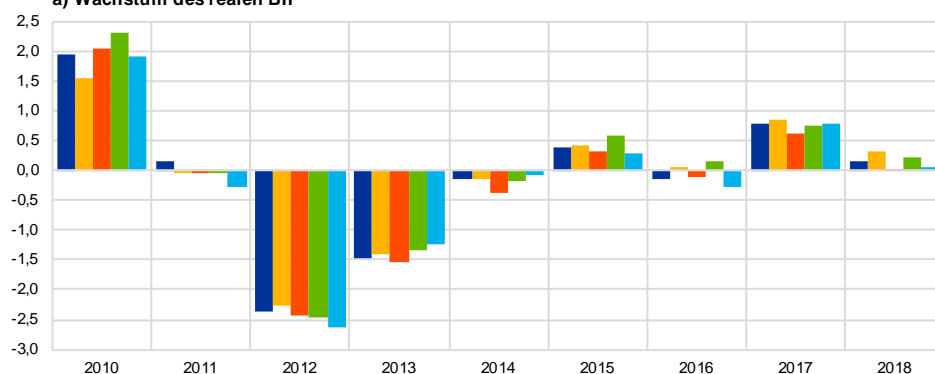
Abbildung 6

Vergleich der Prognosefehler in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB für das darauffolgende Kalenderjahr mit jenen des privaten Sektors und anderer Institutionen

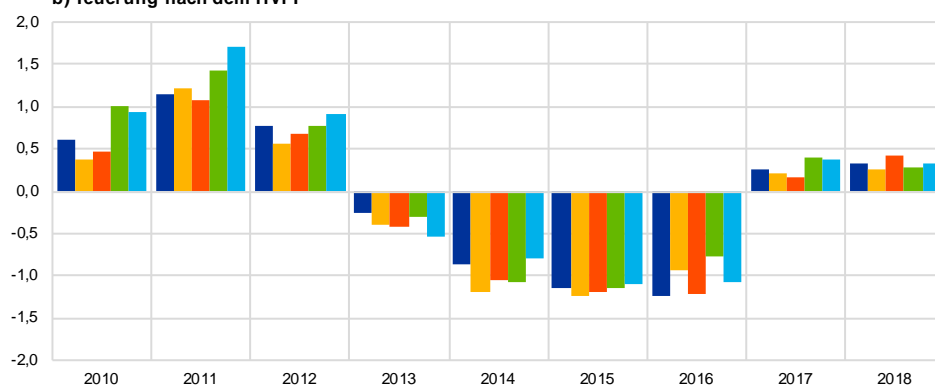
(in Prozentpunkten)

- Eurosystem/EZB
- SPF
- Europäische Kommission
- IWF
- OECD

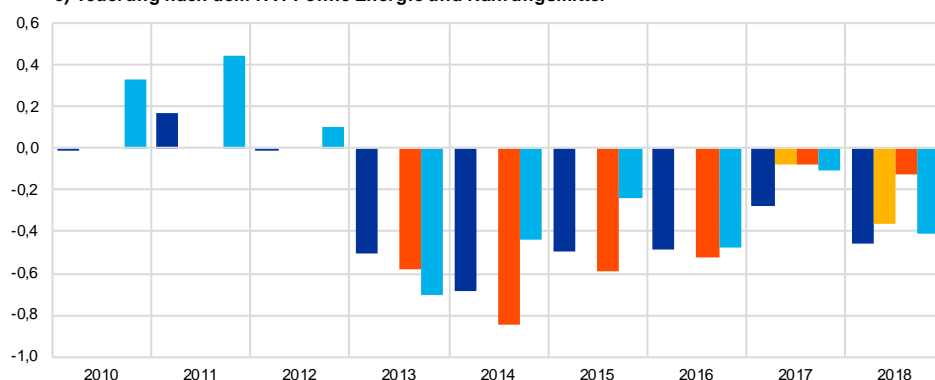
a) Wachstum des realen BIP



b) Teuerung nach dem HVPI



c) Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel



Quellen: Von Experten des Eurosystems/der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, SPF, Europäische Kommission, IWF und OECD.

Anmerkung: Fehler sind definiert als die Differenz zwischen dem Datenstand ein Jahr nach Erstveröffentlichung und dem projizierten Wert. Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB beziehen sich auf den durchschnittlichen Fehler in den März- und Juni-Projektionen für das darauffolgende Kalenderjahr. Die Angaben zu den anderen Institutionen beziehen sich auf Prognosen, die im zweiten Quartal für das darauffolgende Kalenderjahr veröffentlicht wurden. Bei den Prognosen der Europäischen Kommission bezieht sich die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel auf die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel.

Kasten 1

Prognosegüte der von Experten des Eurosystems/der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen über einen längeren Zeitraum

Kyriacos Lambrias

In einem kürzlich erschienenen Working Paper der EZB¹⁷ wird die Prognoseleistung der Experten des Eurosystems und der EZB eingehender untersucht. Die Autoren betrachten dabei den gesamten Zeitraum seit nahezu dem Beginn der Währungsunion. Bei einem vierteljährlichen Erhebungsrhythmus ist es sinnvoll, einen langen Zeitraum zu betrachten, um die Prognoseleistung genauer bewerten zu können. Hierzu werden Tests und statistische Kriterien herangezogen, die in der Fachliteratur häufig verwendet werden. Derartige Analysen wurden auch von anderen Institutionen wie etwa der Europäischen Kommission, dem IWF und der Bank of England durchgeführt.

Als einer der wichtigsten Aspekte wird in diesem Working Paper der Frage nachgegangen, ob die von Eurosystem und EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen verzerrt sind, d. h., ob es eine beständige Fehlertendenz in eine Richtung gibt. Die Schlussfolgerung lautet, dass dem nicht so ist. Dies steht nicht im Widerspruch zu der Erkenntnis, dass bei Betrachtung der jüngeren Vergangenheit fortlaufend gleichgerichtete Prognosefehler zu beobachten sind. Wird ein längerer Zeitraum mit einer größeren Fülle an Informationen und mithilfe statistischer Methoden analysiert, lässt sich feststellen, dass diese jüngere Phase, in der es durchgängig zu Überschätzungen kam, recht begrenzt ist. Interessanterweise scheinen die Projektionen für das BIP-Wachstum stärker verzerrt zu sein als für die HVPI-Inflation. Die Autoren kommen demnach zu dem Schluss, dass diese Verzerrung (Überschätzung) bezogen auf einen Zweijahreshorizont persistent und signifikant ist, sodass nicht von unverzerrten BIP-Projektionen ausgegangen werden kann. Dabei wurde auch das Ausmaß der Verzerrung in einem zeitvariierenden Kontext untersucht. Abbildung A zeigt die geschätzte Verzerrung über rollierende Zeitfenster von 25 Quartalen für zwei verschiedene Prognosehorizonte: in vier Quartalen ($h=4$) und in acht Quartalen ($h=8$). Die grünen und roten Linien markieren dabei die Konfidenzintervalle um die Schätzungen. Daraus geht deutlich hervor, dass die Verzerrung in den Projektionen für die HVPI-Inflation im Laufe der Zeit stetig zurückgegangen ist. Während es von den ersten Jahren der Währungsunion bis zur Finanzkrise fortlaufend zu Unterschätzungen kam, waren in den vergangenen Jahren durchgehend Überschätzungen festzustellen. Diese Unter- und Überschätzungen halten sich bei Betrachtung des gesamten Stichprobenzeitraums die Waage, sodass im Ergebnis keine Verzerrung vorliegt. Die Projektionen für das BIP-Wachstum scheinen dagegen beständig in eine Richtung verzerrt gewesen zu sein (Überschätzung).¹⁸

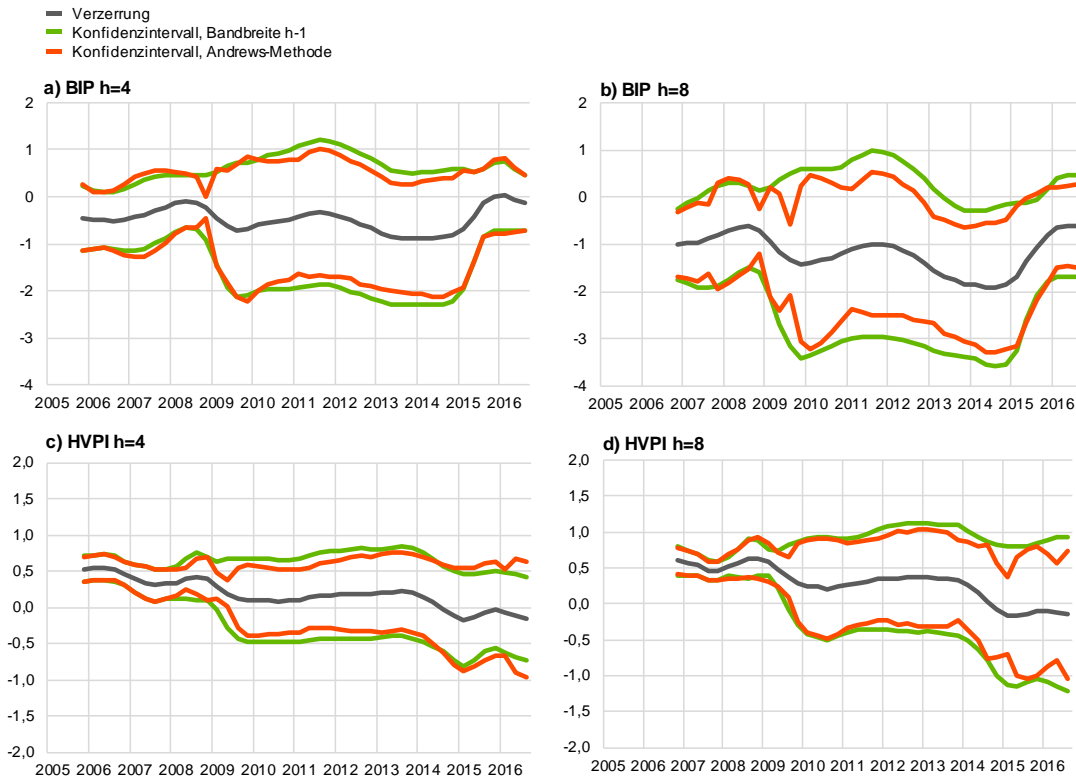
¹⁷ G. Kontogeorgos und K. Lambrias, a. a. O.

¹⁸ Zwar ist die Verzerrung in einem zeitvariierenden Kontext (wie in Abbildung A) offenbar nicht statistisch signifikant, über den gesamten Zeitraum betrachtet allerdings schon.

Abbildung A

Zeitverändernde Schätzungen der Verzerrung in den Prognosen zum BIP-Wachstum und zur HVPI-Inflation im Euroraum in vier Quartalen ($h=4$) und in acht Quartalen ($h=8$)

(in Prozentpunkten)



Quelle: Kontogeorgos und Lambrias (2019).

Anmerkung: Durchschnittlicher Fehler (Verzerrung, graue Linie) in den Projektionen für die jährliche prozentuale Veränderung des realen BIP und des HVPI über ein gleitendes Zeitfenster von 25 Quartalen. Eine positive Verzerrung weist auf eine Unterschätzung und eine negative Verzerrung auf eine Überschätzung hin. Die grünen und roten Linien markieren die Konfidenzintervalle, die anhand verschiedener Methoden geschätzt wurden, und zwar durch Festlegung der Bandbreite auf $h-1$ (grüne Linie) oder durch optimale Wahl auf Basis der Andrews-Methode (rote Linie). Siehe D. W. K. Andrews, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix Estimation, *Econometrica*, Bd. 59, Nr. 3, Mai 1991, S. 817-858.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde aufgezeigt, dass die vom Eurosystem und von der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen in den vergangenen Jahren gute Dienste geleistet haben und ähnlich gut abschnitten wie die Prognosen anderer Institutionen. Dennoch ist es wichtig, kontinuierlich an der Verbesserung der Projektionen zu arbeiten und dabei a) alternative Methoden auszuloten, die zu einer höheren Genauigkeit der technischen Annahmen beitragen können, b) sicherzustellen, dass die für die Projektionen eingesetzten Modelle dem aktuellen Stand entsprechen, und vor allem c) grundlegende Veränderungen der ökonomischen Zusammenhänge, die sich beispielsweise aus Strukturreformen, der Globalisierung und der Digitalisierung ergeben, besser einzuschätzen oder zu antizipieren. Damit dies gelingt, überprüft eine eigens dafür eingerichtete Arbeitsgruppe fortlaufend die Qualität der von Experten erstellten Projektionen und entwickelt die dabei eingesetzten Methoden stetig weiter.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	3,3	1,6	1,9	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2	
2017	3,9	2,4	1,9	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 Q4	0,7	0,3	0,3	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	0,6	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4	
Q2	0,7	0,5	-0,2	0,4	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4	
Q3	.	0,5	0,3	0,1	1,5	0,2	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0	
2019 Juni	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3	
Juli	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0	
Aug.	-	-	-	-	-	-	1,9	2,3	1,7	1,7	0,3	2,8	1,0	
Sept.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,1	1,7	1,7	0,2	3,0	0,8	
Okt.	-	-	-	-	-	-	1,6	2,0	1,8	1,5	0,2	3,8	0,7	
Nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	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 der Angabe für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung auf Basis vorläufiger nationaler Daten und erster Daten zu den Energiepreisen.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,6
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 Q4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,8	1,5	-2,2
2019 Q1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	0,0	-1,1
Q2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,2
Q3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	0,8	1,3	0,5
2019 Juni	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,2
Juli	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,4	49,0	-0,9	0,3	-1,6
Aug.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,4	51,4	47,7	-0,5	0,1	-0,9
Sept.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,4	48,6	0,8	1,3	0,5
Okt.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,0	50,7	49,5	.	.	.
Nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,6	51,6	49,4	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 Mai	-0,45	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Juni	-0,45	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Juli	-0,45	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Aug.	-0,45	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
Sept.	-0,49	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09
Okt.	-0,55	-0,46	-0,46	-0,41	-0,36	-0,30	1,98	-0,11
Nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10

Quelle: EZB.

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

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

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 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
Sept.	-0,70	-0,76	-0,81	-0,77	-0,52	0,24	-0,10	0,03	-0,83	-0,86	-0,58	-0,02
Okt.	-0,67	-0,69	-0,69	-0,62	-0,36	0,32	0,17	-0,01	-0,70	-0,69	-0,41	0,14
Nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23

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	Verbraucher-nahe 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 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
Sept.	379,7	3 514,5	738,2	271,3	751,1	319,7	151,8	669,4	545,0	338,5	294,7	804,3	2 982,2	21 585,5
Okt.	382,8	3 551,2	748,2	273,3	742,2	316,6	157,0	671,1	556,8	341,4	306,7	791,7	2 977,7	22 197,5
Nov.	398,4	3 693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3 104,9	23 278,1

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 Nov.	0,04	0,45	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,19	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dez.	0,03	0,44	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,99	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,11	1,80
2019 Jan.	0,03	0,43	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Febr.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
März	0,03	0,41	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
April	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
Mai	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
Juni	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,63	5,42	5,67	6,25	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
Juli	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,74	6,31	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
Aug.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,76	6,35	2,25	1,52	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56
Sept.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,62	6,17	2,22	1,47	1,63	1,49	1,43	1,77	1,48
Okt. ^(p)	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,87	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 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	1,64	1,69	1,13	1,39	1,56	1,64
März	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
April	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
Mai	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57
Juni	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
Juli	0,03	0,04	0,57	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56
Aug.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52
Sept.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54
Okt. ^(p)	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,10	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	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 ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
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	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 Mai	1 339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
Juni	1 314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
Juli	1 340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
Aug.	1 368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
Sept.	1 387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
Okt.	1 349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
Langfristig														
2016	15 373	3 695	3 173	.	1 176	6 686	642	219	62	53	.	19	78	8
2017	15 353	3 560	3 048	.	1 235	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 745	3 688	3 149	.	1 260	7 022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 Mai	16 052	3 767	3 199	.	1 297	7 153	636	246	62	79	.	13	86	7
Juni	16 113	3 768	3 217	.	1 305	7 190	633	245	61	76	.	23	80	5
Juli	16 182	3 789	3 257	.	1 315	7 184	636	253	70	72	.	25	78	8
Aug.	16 191	3 784	3 255	.	1 312	7 200	639	120	25	40	.	8	41	6
Sept.	16 264	3 805	3 285	.	1 339	7 200	634	277	82	83	.	34	74	4
Okt.	16 202	3 795	3 292	.	1 339	7 153	623	260	60	84	.	24	85	6

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2016	16 613,8	4 213,4	3 308,6	.	1 235,2	7 151,7	704,9	7 089,5	537,6	1 084,2	5 467,7
2017	16 593,1	4 079,4	3 203,3	.	1 304,8	7 304,7	700,8	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 961,8	4 192,1	3 318,4	.	1 332,1	7 445,8	673,4	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019 Mai	17 390,8	4 341,0	3 369,2	.	1 412,0	7 574,3	694,5	7 586,6	470,9	1 208,1	5 907,6
Juni	17 426,9	4 324,6	3 390,4	.	1 405,1	7 617,7	689,1	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
Juli	17 522,2	4 366,2	3 429,6	.	1 425,5	7 607,8	693,1	7 980,2	484,0	1 252,8	6 243,4
Aug.	17 559,1	4 372,7	3 435,0	.	1 425,0	7 624,6	702,0	7 841,0	462,4	1 183,0	6 195,6
Sept.	17 650,6	4 398,7	3 467,3	.	1 445,4	7 639,6	699,8	8 182,3	496,1	1 335,6	6 350,6
Okt.	17 550,8	4 370,6	3 464,6	.	1 445,4	7 577,4	692,8	8 257,7	508,2	1 348,6	6 400,8
Wachstumsraten											
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	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	2,9	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 Mai	2,6	3,9	2,2	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Juni	2,9	4,5	2,3	.	4,5	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Juli	3,0	5,2	2,0	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Aug.	3,2	5,0	2,9	.	5,6	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Sept.	3,1	4,3	3,6	.	5,3	1,8	3,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
Okt.	2,9	3,9	3,9	.	5,3	1,5	1,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2016	94,4	89,5	90,9	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 Q4	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 Q1	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
Q2	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,8
Q3	97,7	91,4	91,8	.	.	.	116,9	91,5
2019 Juni	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
Juli	97,5	91,3	91,6	-	-	-	116,5	91,3
Aug.	98,1	91,9	92,1	-	-	-	117,6	92,0
Sept.	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
Okt.	97,4	90,8	91,6	-	-	-	116,6	90,9
Nov.	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2019 Nov.	-0,6	-0,7	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2019 Nov.	-1,6	-2,9	-1,8	-	-	-	-1,6	-3,4

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	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 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
Q3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 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
Sept.	7,832	7,401	25,868	7,463	332,448	118,242	4,353	0,891	4,7381	10,697	1,090	1,100
Okt.	7,845	7,436	25,689	7,469	331,462	119,511	4,301	0,875	4,7538	10,802	1,098	1,105
Nov.	7,757	7,440	25,531	7,472	333,617	120,338	4,285	0,858	4,7698	10,650	1,098	1,105
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2019 Nov.	-1,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,7	-0,4	-2,0	0,3	-1,4	0,0	0,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019 Nov.	-1,7	0,2	-1,6	0,1	3,5	-6,6	-0,4	-2,7	2,3	3,5	-3,5	-2,8

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2018 Q3	26 129,9	26 707,7	-577,8	11 198,5	9 161,6	8 890,1	11 147,7	-72,5	5 439,9	6 398,4	673,9	14 502,9
Q4	25 399,7	25 891,3	-491,6	10 895,1	9 041,6	8 475,2	10 508,5	-87,9	5 398,2	6 341,2	719,1	14 197,4
2019 Q1	26 652,9	26 908,5	-255,6	11 179,5	9 124,4	9 114,2	11 251,0	-91,4	5 709,4	6 533,1	741,1	14 629,3
Q2	26 837,0	27 084,1	-247,1	11 064,3	9 096,4	9 232,2	11 424,4	-78,2	5 847,8	6 563,3	770,8	14 695,5
Bestände in % des BIP												
2019 Q2	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
Transaktionen												
2018 Q4	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019 Q1	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
Q2	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
Q3	251,7	174,4	77,2	-23,0	-8,1	154,4	170,6	5,3	113,4	11,9	1,7	-
2019 April	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
Mai	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
Juni	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
Juli	184,1	172,3	11,8	-16,7	1,4	50,1	74,3	8,1	135,5	96,6	7,1	-
Aug.	43,8	13,8	30,0	-20,2	-24,9	28,8	12,9	3,4	31,1	25,7	0,7	-
Sept.	23,8	-11,6	35,4	14,0	15,4	75,5	83,4	-6,3	-53,3	-110,4	-6,2	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2019 Sept.	417,4	187,8	229,6	-283,6	-155,4	234,4	245,5	67,3	386,3	97,8	13,0	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2019 Sept.	3,5	1,6	1,9	-2,4	-1,3	2,0	2,1	0,6	3,3	0,8	0,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunkturentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- veränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2016	10 817,0	10 339,5	5 858,7	2 235,3	2 193,0	1 038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4 928,9	4 451,4
2017	11 200,9	10 707,5	6 036,9	2 296,7	2 304,3	1 101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5 297,9	4 804,5
2018	11 561,2	11 060,8	6 207,5	2 363,9	2 405,9	1 175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5 547,4	5 047,0
2018 Q4	2 922,9	2 805,7	1 566,8	597,5	619,7	302,8	189,0	126,2	21,6	117,2	1 410,5	1 293,3
2019 Q1	2 945,1	2 814,9	1 575,3	602,3	626,0	310,8	190,2	123,3	11,3	130,2	1 422,3	1 292,2
Q2	2 967,3	2 868,9	1 588,8	608,6	661,4	311,4	192,2	155,9	10,1	98,4	1 426,5	1 328,1
Q3	2 981,9	2 878,3	1 599,6	613,0	666,4	314,1	192,0	158,5	-0,6	103,6	1 432,7	1 329,2
<i>In % des BIP</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2018 Q4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,5	-	-	0,9	1,2
2019 Q1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	1,6	0,5	-2,6	-	-	0,9	0,3
Q2	0,2	1,4	0,2	0,5	5,7	0,0	1,4	26,5	-	-	0,2	2,8
Q3	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,5	1,2	-	-	0,4	0,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 Q4	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,3	2,3	8,8	-	-	1,7	3,1
2019 Q1	1,4	1,5	1,1	1,4	4,1	4,9	3,2	3,6	-	-	3,0	3,6
Q2	1,2	2,5	1,1	1,5	8,8	3,4	3,2	30,7	-	-	2,3	5,3
Q3	1,2	2,3	1,5	1,7	8,1	3,2	1,8	30,2	-	-	2,4	5,0
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2018 Q4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 Q1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
Q2	0,2	1,4	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	-0,1	-1,2	-	-
Q3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-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	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 Q4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,5	-	-
2019 Q1	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,1	-	-
Q2	1,2	2,4	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,3	-0,3	-1,2	-	-
Q3	1,2	2,2	0,8	0,4	1,7	0,3	0,1	1,3	-0,6	-1,0	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2016	9 703,7	161,1	1 931,6	479,2	1 834,9	444,3	473,7	1 106,3	1 084,7	1 847,2	340,6	1 113,3
2017	10 040,0	176,2	1 991,7	502,2	1 909,8	468,8	465,8	1 133,7	1 143,7	1 897,4	350,6	1 160,9
2018	10 356,2	177,7	2 041,5	537,2	1 968,4	488,5	469,8	1 168,0	1 195,2	1 954,7	355,3	1 205,0
2018 Q4	2 618,9	44,6	512,5	138,7	497,3	124,5	118,6	295,1	304,0	494,2	89,4	303,9
2019 Q1	2 638,7	44,9	514,6	142,6	502,3	125,5	117,7	297,9	305,6	497,4	90,2	306,4
Q2	2 658,5	45,2	513,4	144,1	506,0	127,9	118,9	300,2	309,0	502,6	91,2	308,8
Q3	2 669,0	44,9	512,0	146,2	509,1	128,4	119,5	302,0	310,7	504,9	91,2	312,8
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2018 Q4	0,3	0,7	-0,4	1,3	0,5	0,6	-0,3	0,3	1,0	0,4	0,3	0,4
2019 Q1	0,4	-0,1	0,0	1,6	1,0	1,5	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,4
Q2	0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	1,3	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
Q3	0,2	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,1	0,4	0,4	0,2	0,2	0,0	0,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 Q4	1,2	-0,4	-0,6	3,5	1,5	3,7	0,5	1,4	2,8	0,9	0,2	1,1
2019 Q1	1,4	-0,6	-0,4	4,9	2,0	4,8	1,2	1,4	1,7	1,0	1,0	1,1
Q2	1,2	-1,4	-1,1	3,4	1,6	5,1	1,8	1,5	1,6	1,1	1,4	1,3
Q3	1,1	-0,2	-1,3	3,2	1,9	4,4	1,6	1,5	1,4	1,1	1,2	2,0
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2018 Q4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 Q1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 Q4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 Q1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q3	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio. ¹⁾	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote ²⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ¹⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Erwerbs- personen		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	16,259	10,0	5,0	13,294	9,0	2,964	20,9	8,484	9,7	7,775	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,093	8,1	2,668	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,393	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 Q4	163,707	3,7	12,956	7,9	3,6	10,590	7,1	2,366	16,4	6,642	7,6	6,314	8,3	2,3
2019 Q1	163,284	3,6	12,678	7,7	3,5	10,362	6,9	2,315	16,1	6,471	7,4	6,206	8,2	2,3
Q2	163,765	3,6	12,419	7,6	3,3	10,158	6,8	2,260	15,7	6,381	7,3	6,038	7,9	2,3
Q3	.	.	12,366	7,6	.	10,106	6,8	2,260	15,7	6,346	7,2	6,020	7,9	2,2
2019 Mai	-	-	12,412	7,6	-	10,143	6,8	2,269	15,7	6,388	7,3	6,025	7,9	-
Juni	-	-	12,361	7,5	-	10,117	6,8	2,243	15,6	6,350	7,2	6,011	7,9	-
Juli	-	-	12,404	7,6	-	10,134	6,8	2,270	15,8	6,357	7,2	6,047	8,0	-
Aug.	-	-	12,330	7,5	-	10,086	6,8	2,244	15,6	6,332	7,2	5,998	7,9	-
Sept.	-	-	12,365	7,6	-	10,098	6,8	2,267	15,7	6,350	7,2	6,016	7,9	-
Okt.	-	-	12,334	7,5	-	10,073	6,7	2,261	15,6	6,298	7,2	6,036	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- einkauf 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	0,7	1,7	1,0	2,3	1,1	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	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	0,5	0,9
2018 Q4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-1,0	1,6	1,4	1,8	1,6	-9,0
2019 Q1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,3	-2,7	4,7	-3,2	2,5	1,0	3,5	2,8	-3,1
Q2	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,1	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,5	-0,7
Q3	-2,1	-2,2	-3,4	-2,5	0,3	-2,4	0,9	-4,8	2,6	0,9	4,1	1,3	0,6
2019 Mai	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,0	0,4	1,5	-5,1	1,3	-0,3	2,5	-1,0	-2,1
Juni	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,6	2,8	1,2	4,5	0,9	1,1
Juli	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	0,7	-1,3	1,6	-4,5	2,4	1,0	3,6	1,2	-3,8
Aug.	-2,8	-2,7	-3,3	-3,2	-1,1	-3,3	0,8	-5,6	2,8	1,2	4,2	1,9	-6,1
Sept.	-1,7	-1,7	-3,9	-1,4	1,2	-2,6	-0,7	-4,4	2,7	0,6	4,7	0,7	14,8
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,4	0,3	2,3	1,4	9,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2019 Mai	0,8	0,8	-0,3	0,9	2,0	0,4	-0,5	-2,0	-0,3	-0,7	0,0	-1,4	0,2
Juni	-1,4	-1,4	-1,2	-3,8	-1,3	-0,8	0,7	0,5	1,0	1,0	1,1	1,5	2,5
Juli	-0,5	-0,5	-0,3	2,3	-1,4	-0,2	-0,5	-1,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	-1,8
Aug.	0,4	0,4	0,1	1,1	0,4	-0,2	-0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,2	13,3
Sept.	0,1	0,3	-0,9	0,6	0,6	-0,8	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,3	-17,2
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	0,3	-1,1	0,6	3,8

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

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-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 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
Q3	102,5	-7,4	81,6	-6,7	4,1	0,0	9,8	90,3	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 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	82,0	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Aug.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
Sept.	101,7	-8,9	-	-6,5	3,4	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
Okt.	100,8	-9,5	81,2	-7,6	4,4	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Nov.	101,3	-9,2	-	-7,2	3,1	-0,2	9,3	-	46,9	47,4	51,9	50,6

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,4	3,4	2,8	35,0	7,4	79,7	4,2	5,6	2,5
2017	12,1	93,8	1,4	2,2	5,4	4,4	4,4	34,4	7,1	77,2	4,5	7,7	2,9
2018	12,3	93,6	1,8	2,0	6,9	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	5,5	1,6
2018 Q3	12,2	93,6	1,3	2,0	7,5	3,5	4,5	33,9	6,4	77,3	3,3	7,1	2,1
Q4	12,3	93,6	1,6	2,0	8,7	2,6	4,6	33,8	5,9	76,6	2,3	20,9	1,6
2019 Q1	12,6	93,3	2,0	2,2	7,7	3,9	4,4	33,7	6,1	76,7	2,2	7,4	1,7
Q2	12,9	93,5	2,1	2,4	4,4	4,3	4,2	33,4	5,9	77,1	1,6	16,1	1,4

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.

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

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

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 Q4	1 058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019 Q1	1 065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
Q2	1 061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
Q3	1 057,6	979,9	77,7	603,0	519,7	240,7	221,8	188,6	172,7	25,3	65,7	9,1	6,9
2019 April	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
Mai	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
Juni	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
Juli	353,2	332,2	21,0	200,3	172,2	79,7	77,7	64,1	59,5	9,0	22,7	3,5	2,4
Aug.	352,1	323,5	28,5	200,3	171,9	81,1	74,5	62,3	55,0	8,4	22,1	3,1	1,9
Sept.	352,3	324,2	28,2	202,4	175,6	80,0	69,5	62,1	58,2	7,8	20,9	2,5	2,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2019 Sept.	4 243,0	3 922,1	320,9	2 407,2	2 086,7	952,1	875,4	773,6	689,5	110,1	270,5	50,6	110,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2019 Sept.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,7	8,1	7,4	6,5	5,8	0,9	2,3	0,4	0,9

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	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 Q4	4,0	8,3	579,6	278,2	123,2	168,3	485,1	538,1	310,3	89,4	131,0	382,0	66,1
2019 Q1	3,6	5,4	586,1	283,3	121,0	172,3	492,8	533,1	307,1	86,1	133,2	382,6	64,2
Q2	2,2	2,4	582,4	276,0	119,8	175,8	486,4	530,5	302,6	84,9	134,3	380,6	65,6
Q3	3,0	0,2	583,6	.	.	.	486,9	528,4	.	.	.	384,2	.
2019 April	5,4	6,7	193,1	92,3	39,4	58,1	160,0	177,5	101,4	28,3	45,0	127,1	21,8
Mai	7,0	5,2	195,4	91,7	40,7	59,0	163,3	176,8	101,9	28,6	44,2	125,3	22,5
Juni	-5,3	-4,2	193,8	92,0	39,6	58,6	163,1	176,2	99,3	28,1	45,1	128,2	21,3
Juli	6,0	2,6	193,7	92,8	38,8	58,3	162,0	176,6	100,8	28,8	44,5	128,6	20,3
Aug.	-2,7	-4,2	194,3	93,0	38,7	58,8	162,8	174,6	98,2	28,5	44,7	127,7	20,2
Sept.	5,2	2,1	195,6	.	.	.	162,0	177,2	.	.	.	128,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2018 Q4	0,2	2,2	107,6	110,1	109,9	103,7	107,6	109,9	109,0	112,7	110,9	111,7	98,2
2019 Q1	-0,3	1,7	108,0	111,7	107,4	104,9	108,0	110,1	110,4	108,6	112,2	111,4	105,2
Q2	-1,4	-0,2	106,5	108,4	105,6	105,4	106,2	109,0	107,6	108,3	112,9	111,1	97,3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 März	-1,1	0,9	108,2	111,9	106,1	106,3	108,0	110,2	109,9	106,9	114,4	111,8	103,9
April	0,9	2,3	105,9	108,5	103,6	105,3	104,7	109,2	108,1	106,7	113,6	111,3	96,6
Mai	3,2	1,6	107,0	107,8	108,3	105,8	106,9	108,8	107,9	110,1	111,9	110,0	97,1
Juni	-7,8	-4,6	106,7	109,1	105,1	105,1	107,0	109,1	106,8	108,1	113,2	112,1	98,1
Juli	3,7	3,0	106,4	109,4	102,8	104,9	106,1	109,8	109,5	110,5	111,4	112,4	94,9
Aug.	-4,7	-3,9	106,4	109,5	101,9	105,3	106,0	107,9	107,9	103,6	110,2	109,3	98,9

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			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 Q4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	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	-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	1,6	0,6	1,3	2,1		
Q3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	-1,5	0,4	0,9	1,4		
2019 Juni	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,1	0,4	-1,2	0,4	1,1	2,2		
Juli	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	-0,6	0,1	1,0	1,3		
Aug	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,8	-0,6	0,1	0,9	1,5		
Sept.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,7	1,4		
Okt.	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,3	0,4	0,1	0,7	1,0		
Nov. ³⁾	105,1	1,0	1,3	.	1,9	0,2	0,4	0,6	0,0	0,1	.	.		

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	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 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
Q3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
2019 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	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7
Sept.	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6
Okt.	1,5	1,8	0,7	-0,7	0,3	-3,1	1,5	1,5	2,4	-0,4	1,5	1,6
Nov. ³⁾	2,0	2,1	1,8	.	0,4	-3,2	.	.	.	.	.	.

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) Schätzung auf Basis vorläufiger nationaler Daten und erster Daten zu den Energiepreisen.

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

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

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2018 Q4	103,8	1,5	2,0	1,7	1,9	2,3	1,8	2,9	59,5	2,1	0,4	3,6	2,3	0,4	4,4
2019 Q1	104,1	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
Q2	104,7	1,7	1,7	1,5	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
Q3	105,0	1,7	1,2	1,3	1,7	1,5	0,1	-1,0	55,7	1,9	3,8	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-3,1	0,1	-5,8	-2,1	4,2	-8,4
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,7	3,7	1,8	2,9	7,4	-1,6
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,2	0,5	-2,7	-1,3	3,1	-5,7
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,3	7,4	1,7	3,6	9,3	-2,0
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,3	5,7	-2,4	2,1	9,7	-5,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	4,0	10,5	-1,6	6,6	17,4	-4,2

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 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
Q3	1,7	6,6	8,3	4,5	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 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.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Sept.	1,4	7,0	7,6	5,0	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Okt.	1,1	6,5	7,9	4,8	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Nov.	0,7	6,3	7,4	5,3	14,0	43,9	56,8	48,3	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 ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,0	2,2	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0
2018 Q4	110,5	2,2	2,2	2,0	2,1	2,3	2,1
2019 Q1	99,6	2,5	2,7	2,0	2,6	2,5	2,3
Q2	110,5	2,7	2,7	2,9	2,7	3,0	2,0
Q3	.	.	.	.	.	.	2,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2010= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2016	105,4	0,7	1,9	-0,8	0,1	1,1	-0,7	2,3	4,5	0,9	1,1	2,3
2017	106,2	0,7	-0,1	-0,6	1,0	0,3	0,0	-1,3	3,2	1,9	1,4	1,0
2018	108,2	1,8	0,7	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,5	3,3	2,2	2,3	2,5
2018 Q4	109,0	2,5	1,8	3,8	1,2	2,3	2,2	0,4	5,0	2,2	2,5	3,0
2019 Q1	109,4	2,3	2,7	3,8	0,8	2,1	1,3	-0,4	5,1	2,0	2,4	1,9
Q2	110,1	2,2	1,3	3,4	1,2	2,0	0,5	-0,7	3,3	2,1	2,6	2,6
Q3	110,7	1,9	0,1	4,3	0,4	1,4	0,3	-0,4	1,7	1,8	2,4	1,6
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2016	109,5	1,3	0,1	1,4	1,7	1,6	0,5	1,8	2,9	0,6	1,4	1,5
2017	111,3	1,7	1,1	1,6	2,0	1,4	2,3	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	2,4	2,0	1,9	2,4	2,5	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 Q4	114,9	2,3	1,9	1,8	1,7	2,4	2,1	1,4	4,6	3,0	2,1	2,9
2019 Q1	115,4	2,3	1,9	2,1	3,1	2,9	2,0	1,0	4,4	1,8	2,1	2,3
Q2	116,1	2,2	1,8	1,3	3,1	2,4	1,5	1,5	3,8	2,3	2,3	3,0
Q3	116,8	2,1	1,1	2,1	2,7	2,4	1,4	1,3	3,2	1,9	2,2	1,6
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2016	103,9	0,6	-1,8	2,2	1,6	0,5	1,2	-0,5	-1,5	-0,2	0,3	-0,8
2017	104,8	0,9	1,2	2,2	0,9	1,1	2,3	2,6	-1,0	0,6	0,5	0,6
2018	105,2	0,4	1,6	0,3	0,9	0,7	0,9	1,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,2
2018 Q4	105,3	-0,2	0,0	-1,9	0,5	0,2	-0,1	0,9	-0,4	0,9	-0,4	-0,1
2019 Q1	105,4	0,0	-0,7	-1,6	2,4	0,8	0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,4
Q2	105,4	0,0	0,6	-2,1	1,9	0,4	1,0	2,2	0,6	0,3	-0,2	0,4
Q3	105,5	0,2	0,9	-2,1	2,2	1,0	1,1	1,7	1,4	0,1	-0,2	0,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2016	111,2	1,0	-0,6	1,2	1,8	0,9	0,5	1,4	2,5	0,2	1,4	1,5
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	2,0	1,8	2,4	1,8	2,1	2,4	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,9	2,1	1,4	2,5	2,6	1,7	2,4	2,7	1,9	2,2
2018 Q4	116,2	2,0	1,4	1,8	1,2	2,0	1,9	1,1	4,3	2,8	1,9	2,4
2019 Q1	116,8	2,0	0,1	1,9	2,4	2,3	1,8	0,9	4,5	1,8	1,9	2,4
Q2	117,6	2,4	2,9	1,6	3,1	2,4	2,0	1,5	3,6	2,3	2,6	3,9
Q3	118,3	2,3	1,7	2,4	2,9	2,5	1,4	1,5	1,6	1,9	2,4	2,5
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2016	105,7	0,5	-2,1	2,0	1,4	0,3	1,2	-0,9	-2,2	-0,4	0,3	-0,8
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,1	1,7	2,5	3,1	-0,8	0,9	1,1	1,1
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,7	1,0	1,1	2,1	-0,8	0,6	-0,3	0,0
2018 Q4	107,3	-0,4	-0,6	-1,8	0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,5	0,6	-0,6	-0,2
2019 Q1	107,5	-0,2	-1,8	-1,8	1,8	0,6	0,7	1,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,5
Q2	107,6	0,3	0,5	-1,7	1,9	0,7	1,5	2,2	0,4	0,2	0,1	1,3
Q3	107,7	0,5	1,1	-1,8	2,4	1,4	1,3	1,8	-0,3	0,2	0,0	0,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	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			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	Bestände								
2016	1 076,0	6 082,7	7 158,7	1 329,1	2 221,6	3 550,7	10 709,5	69,3	522,6	87,9	679,9	11 389,4	
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,7	2 261,8	3 458,4	11 208,5	74,4	511,7	72,2	658,3	11 866,9	
2018	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4	
2018 Q4	1 163,3	7 119,0	8 282,3	1 125,2	2 299,0	3 424,1	11 706,5	74,3	523,2	71,5	669,0	12 375,4	
2019 Q1	1 179,2	7 277,1	8 456,3	1 114,8	2 318,1	3 432,8	11 889,1	74,2	509,3	39,5	623,1	12 512,2	
Q2	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3	
Q3	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0	
2019 Mai	1 185,9	7 364,7	8 550,6	1 122,6	2 333,9	3 456,4	12 007,1	71,1	513,6	44,8	629,4	12 636,5	
Juni	1 189,0	7 415,3	8 604,3	1 111,2	2 338,5	3 449,7	12 054,1	74,5	513,5	35,3	623,2	12 677,3	
Juli	1 193,7	7 486,4	8 680,1	1 104,5	2 344,3	3 448,9	12 129,0	75,7	523,5	37,6	636,9	12 765,8	
Aug.	1 198,7	7 572,2	8 770,9	1 114,0	2 347,1	3 461,1	12 232,1	72,3	534,9	25,6	632,7	12 864,8	
Sept.	1 204,0	7 605,1	8 809,2	1 110,1	2 354,7	3 464,8	12 274,0	74,5	534,8	19,7	629,1	12 903,0	
Okt. ^(p)	1 209,4	7 673,9	8 883,3	1 094,2	2 357,0	3 451,2	12 334,5	79,6	518,0	27,7	625,4	12 959,9	
	Transaktionsbedingte Veränderungen												
2016	38,5	539,6	578,0	-105,9	16,0	-90,0	488,1	-4,3	34,1	18,9	48,7	536,8	
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,9	-23,1	530,5	
2018	50,3	465,3	515,6	-74,2	45,1	-29,1	486,5	-0,9	11,6	-4,5	6,2	492,7	
2018 Q4	13,1	112,4	125,5	-8,3	14,2	5,9	131,4	2,5	26,9	7,6	37,0	168,4	
2019 Q1	15,9	156,3	172,2	-12,7	19,6	6,8	179,0	-0,3	-20,8	-28,5	-49,5	129,5	
Q2	9,8	143,0	152,7	-4,4	20,3	15,8	168,6	0,4	4,5	-3,8	1,1	169,7	
Q3	15,1	180,8	195,8	-4,6	16,4	11,8	207,6	-0,6	20,0	-15,2	4,2	211,8	
2019 Mai	3,4	56,4	59,8	-3,7	7,9	4,1	63,9	-2,4	-0,2	2,8	0,2	64,1	
Juni	3,1	54,9	57,9	-10,6	4,7	-5,9	52,0	3,6	0,0	-7,5	-3,8	48,1	
Juli	4,7	68,0	72,7	-8,1	5,8	-2,3	70,4	1,1	8,8	1,2	11,1	81,5	
Aug.	5,0	83,1	88,1	8,3	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,3	-11,5	-3,8	95,4	
Sept.	5,3	29,7	35,1	-4,8	7,8	3,1	38,1	2,0	-0,2	-5,0	-3,1	35,0	
Okt. ^(p)	5,4	71,8	77,1	-14,1	3,0	-11,1	66,0	5,5	-16,8	9,3	-2,0	64,0	
	Wachstumsraten												
2016	3,7	9,7	8,7	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,9	7,0	26,5	7,7	5,0	
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,5	-3,4	4,7	
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2	
2018 Q4	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,3	-6,3	0,9	4,2	
2019 Q1	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	-1,7	-43,0	-5,8	4,6	
Q2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5	
Q3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6	
2019 Mai	4,9	7,5	7,2	-3,7	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-31,0	-3,6	4,7	
Juni	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	-0,9	-43,9	-5,0	4,5	
Juli	4,9	8,3	7,8	-5,4	3,0	0,2	5,5	10,4	1,1	-38,1	-1,7	5,1	
Aug.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	4,9	-59,7	-2,4	5,7	
Sept.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,1	1,2	5,9	3,0	6,1	-65,2	-1,1	5,6	
Okt. ^(p)	4,8	9,0	8,4	-4,3	3,0	0,6	6,1	10,1	1,4	-48,0	-2,4	5,6	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
2016	2 093,8	1 632,5	293,3	159,9	8,0	6 057,4	3 403,3	645,6	2 006,2	2,3	964,3	200,8	386,6
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,7	3 702,8	562,2	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2018 Q4	2 335,5	1 902,9	277,2	147,8	7,6	6 645,0	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,5	203,1	435,4
2019 Q1	2 380,3	1 956,0	270,1	148,1	6,1	6 752,9	4 126,3	514,9	2 110,4	1,4	978,0	213,0	460,0
Q2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Q3	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
2019 Mai	2 401,5	1 976,1	269,2	149,3	6,9	6 824,1	4 186,6	512,1	2 123,9	1,6	992,7	215,4	458,5
Juni	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 847,0	4 207,8	509,9	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Juli	2 429,0	2 008,1	264,1	150,4	6,4	6 894,2	4 250,7	508,8	2 132,9	1,8	1 009,3	220,7	457,8
Aug.	2 462,0	2 040,0	264,4	151,0	6,6	6 927,8	4 283,4	507,4	2 135,4	1,7	1 022,9	231,5	461,3
Sept.	2 450,3	2 030,7	262,2	151,4	5,9	6 965,1	4 318,3	504,6	2 141,3	1,0	1 042,3	221,3	465,4
Okt. ^(p)	2 471,9	2 052,8	260,2	150,9	7,9	6 994,7	4 349,3	500,5	2 143,3	1,7	1 047,5	223,1	467,4
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2016	131,9	157,0	-25,5	0,3	0,1	301,1	334,8	-46,3	13,6	-0,9	21,0	-28,3	19,6
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	92,8	105,0	-9,8	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,8	-4,2	19,3
2018 Q4	28,9	21,2	7,4	-0,2	0,4	95,1	87,2	-7,1	14,8	0,2	4,2	-8,2	0,8
2019 Q1	47,4	54,8	-7,2	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,6	9,3	24,1
Q2	29,4	30,5	-4,4	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,0	16,7	0,3	31,7	3,9	0,1
Q3	40,5	43,3	-2,8	1,4	-1,3	117,2	109,8	-6,0	13,9	-0,6	25,5	4,2	4,6
2019 Mai	15,2	16,3	-1,3	0,4	-0,1	36,3	30,8	-1,3	6,9	0,0	2,9	3,3	0,3
Juni	7,3	9,3	-3,3	1,0	0,3	23,7	21,9	-1,8	3,5	0,1	18,5	1,5	1,7
Juli	22,2	23,2	-0,4	0,2	-0,8	46,8	42,8	-1,4	5,3	0,1	-3,6	4,0	-2,7
Aug.	31,1	30,5	-0,1	0,6	0,1	33,4	32,6	-1,6	2,5	-0,1	11,8	10,6	3,6
Sept.	-12,8	-10,4	-2,3	0,5	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	17,3	-10,4	3,7
Okt. ^(p)	24,6	24,5	-1,4	-0,5	2,1	29,7	30,1	-3,7	2,7	0,7	7,8	2,1	1,9
Wachstumsraten													
2016	6,8	10,4	-8,0	0,2	0,8	5,2	10,9	-6,7	0,6	-28,4	2,2	-12,4	5,3
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2018 Q4	4,1	5,8	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,1	-2,0	4,6
2019 Q1	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,5	10,4
Q2	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Q3	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
2019 Mai	5,5	6,7	-0,8	1,4	8,8	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,5	-0,5	0,0	8,7
Juni	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-0,9	-1,5	7,7
Juli	6,8	8,6	-2,5	2,4	-8,1	6,1	9,1	-4,5	3,1	13,9	0,0	1,8	6,9
Aug.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,2	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,7	6,2
Sept.	6,3	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,0	3,2	-10,1	3,7	4,3	6,8
Okt. ^(p)	7,2	9,1	-3,8	2,5	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,3	6,8	6,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
												Bereinigte Kredite ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2016	4 382,4	1 083,1	3 286,0	12 879,6	10 708,6	10 980,9	4 310,3	5 449,8	835,8	112,8	1 385,8	785,2
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,1	10 870,5	11 165,0	4 323,5	5 600,2	838,0	108,7	1 440,4	803,2
2018	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9
2018 Q4	4 675,5	1 006,3	3 657,8	13 415,1	11 122,7	11 478,4	4 405,9	5 742,1	847,9	126,8	1 517,4	774,9
2019 Q1	4 661,4	1 001,5	3 648,5	13 526,5	11 201,0	11 553,1	4 426,5	5 787,7	856,1	130,7	1 526,8	798,7
Q2	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5
Q3	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2
2019 Mai	4 634,5	1 004,1	3 618,7	13 595,3	11 261,6	11 625,4	4 462,2	5 806,8	867,7	124,9	1 533,6	800,1
Juni	4 639,5	1 000,7	3 627,1	13 639,5	11 290,7	11 665,4	4 462,5	5 825,8	870,3	132,1	1 546,3	802,5
Juli	4 672,9	1 000,5	3 660,7	13 682,2	11 335,0	11 706,1	4 483,6	5 843,4	873,6	134,4	1 541,0	806,2
Aug.	4 707,4	1 003,8	3 691,9	13 735,7	11 388,3	11 748,2	4 505,0	5 864,6	878,3	140,4	1 544,6	802,8
Sept.	4 696,4	999,8	3 685,0	13 774,2	11 394,4	11 762,8	4 488,5	5 876,3	883,5	146,2	1 569,5	810,2
Okt. ^(p)	4 665,5	1 001,8	3 652,1	13 801,7	11 423,2	11 786,2	4 503,2	5 895,0	886,2	138,9	1 562,7	815,8
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2016	484,2	-34,4	518,5	318,8	234,5	258,2	81,7	121,0	43,0	-11,1	79,9	4,4
2017	287,5	-43,7	330,6	363,3	274,2	315,8	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,7	25,4
2018	89,5	-28,4	117,9	375,6	307,8	380,0	124,0	166,4	-0,3	17,8	88,6	-20,7
2018 Q4	29,6	2,4	27,3	65,1	58,0	88,6	16,2	42,4	-4,1	3,5	11,2	-4,1
2019 Q1	-30,7	-5,5	-25,2	110,1	92,1	91,0	32,3	49,1	8,4	2,3	0,5	17,5
Q2	-49,2	-1,5	-48,0	123,6	105,7	126,0	50,7	38,8	17,8	-1,5	17,6	0,3
Q3	-1,5	-0,9	-0,6	128,6	102,2	104,7	27,1	52,1	9,2	13,9	20,2	6,2
2019 Mai	-7,5	5,4	-13,1	34,5	25,9	34,5	19,7	6,4	1,4	-1,6	11,6	-3,0
Juni	-22,4	-3,9	-18,4	46,2	39,0	48,9	8,4	18,7	7,6	4,4	9,9	-2,7
Juli	7,0	-0,3	7,2	39,7	44,3	41,9	22,3	17,8	2,0	2,2	-7,2	2,5
Aug.	5,4	3,2	2,2	50,8	51,5	43,8	20,8	21,3	3,5	5,9	1,5	-2,3
Sept.	-13,9	-3,8	-10,0	38,2	6,4	19,0	-16,0	13,0	3,6	5,7	25,8	6,0
Okt. ^(p)	-17,1	2,2	-19,3	35,8	36,6	35,6	18,8	20,4	4,6	-7,2	-6,3	5,5
Wachstumsraten												
2016	12,4	-3,1	18,6	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,1	0,6
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2
2018	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6
2018 Q4	2,0	-2,8	3,3	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	0,0	16,4	6,2	-2,6
2019 Q1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-1,0	14,7	4,1	1,8
Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3
Q3	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5
2019 Mai	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,3	1,7	3,0	0,4
Juni	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,9	3,2	1,3
Juli	-0,5	-1,5	-0,3	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,6	7,2	1,4	1,8
Aug.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,2	12,9	1,2	2,1
Sept.	-1,1	-0,6	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,6	14,4	3,3	2,5
Okt. ^(p)	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,7	11,0	2,2	3,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2016	4 310,3	4 308,4	1 012,2	796,5	2 501,6	5 449,8	5 729,0	616,5	4 083,7	749,6
2017	4 323,5	4 358,8	986,2	821,2	2 516,2	5 600,2	5 866,6	654,9	4 216,3	729,0
2018	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2018 Q4	4 405,9	4 489,0	993,2	845,4	2 567,3	5 742,1	6 023,0	684,6	4 353,0	704,5
2019 Q1	4 426,5	4 511,6	980,7	853,1	2 592,7	5 787,7	6 065,6	694,5	4 391,1	702,2
Q2	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
Q3	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
2019 Mai	4 462,2	4 544,2	981,2	865,3	2 615,7	5 806,8	6 098,5	700,7	4 408,9	697,3
Juni	4 462,5	4 554,2	977,6	867,2	2 617,7	5 825,8	6 113,9	705,4	4 422,2	698,1
Juli	4 483,6	4 569,8	983,3	872,9	2 627,4	5 843,4	6 133,3	708,6	4 437,6	697,2
Aug.	4 505,0	4 591,9	995,8	876,3	2 632,9	5 864,6	6 150,7	711,7	4 456,5	696,5
Sept.	4 488,5	4 581,9	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	713,1	4 468,9	694,3
Okt. ^(p)	4 503,2	4 593,3	983,4	878,3	2 641,5	5 895,0	6 181,4	715,2	4 488,3	691,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2016	81,7	99,6	-14,3	43,4	52,6	121,0	113,8	24,2	105,2	-8,5
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	164,9	45,1	134,0	-5,9
2018	124,0	174,7	18,7	33,9	71,5	166,4	187,6	40,2	136,1	-9,9
2018 Q4	16,2	38,1	-1,4	8,3	9,4	42,4	49,7	8,9	38,0	-4,5
2019 Q1	32,3	32,5	-10,9	10,3	32,9	49,1	49,2	10,8	39,1	-0,8
Q2	50,7	54,1	0,8	17,1	32,8	38,8	49,9	12,1	28,8	-2,1
Q3	27,1	33,5	3,7	6,2	17,2	52,1	55,6	8,5	46,3	-2,7
2019 Mai	19,7	17,1	-2,3	6,2	15,8	6,4	16,9	4,8	3,3	-1,7
Juni	8,4	16,6	-1,2	4,3	5,3	18,7	15,7	4,2	14,5	0,1
Juli	22,3	17,5	5,2	5,9	11,2	17,8	19,8	3,5	15,1	-0,9
Aug.	20,8	24,4	12,0	3,2	5,7	21,3	17,9	3,2	18,5	-0,4
Sept.	-16,0	-8,4	-13,5	-2,8	0,3	13,0	18,0	1,8	12,6	-1,4
Okt. ^(p)	18,8	17,6	3,4	5,7	9,8	20,4	20,6	2,4	20,4	-2,3
Wachstumsraten										
2016	1,9	2,3	-1,4	5,7	2,1	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2018 Q4	2,9	4,0	1,9	4,2	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,4
2019 Q1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,0	3,5	-1,5
Q2	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,3	3,4	-1,1
Q3	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
2019 Mai	2,7	3,9	-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	6,3	3,4	-1,1
Juli	3,3	4,0	-0,4	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2
Aug.	3,5	4,2	0,6	5,8	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
Sept.	2,9	3,6	-0,8	5,0	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Okt. ^(p)	3,1	3,8	0,6	4,8	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum				Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige			
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren		Kapital und Rücklagen	Zusammen		Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2016	306,5	6 957,3	2 088,6	71,0	2 148,4	2 649,3	1 127,6	263,5	205,9	121,6
2017	342,7	6 771,0	1 967,4	59,8	2 017,5	2 726,2	938,5	310,8	143,5	92,5
2018	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2018 Q4	379,3	6 819,0	1 940,5	56,1	2 099,3	2 723,1	1 029,8	453,4	187,0	194,9
2019 Q1	370,0	6 906,3	1 937,1	55,9	2 145,8	2 767,6	1 180,5	420,2	199,0	212,3
Q2	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
Q3	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
2019 Mai	368,1	6 913,4	1 932,6	56,5	2 138,0	2 786,3	1 277,9	410,3	212,8	229,2
Juni	373,7	6 984,2	1 956,6	57,5	2 135,0	2 835,2	1 322,1	434,2	191,5	207,8
Juli	374,5	7 018,2	1 931,1	57,7	2 150,5	2 878,9	1 404,1	399,4	206,5	224,1
Aug.	403,5	7 060,0	1 916,5	57,3	2 148,4	2 937,7	1 461,2	423,9	212,6	231,5
Sept.	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 478,5	442,2	184,2	198,1
Okt. ^(p)	380,6	7 057,4	1 947,8	55,0	2 131,1	2 923,5	1 490,2	440,4	221,4	236,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2016	21,6	-123,0	-71,3	-8,6	-118,5	75,4	-277,6	-90,0	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-92,8	-61,9	-61,2	-28,5
2018	40,5	50,6	-37,9	-4,9	22,8	70,7	77,7	41,0	16,2	23,6
2018 Q4	-22,2	23,7	-1,7	-0,8	11,2	15,0	34,4	40,8	9,7	11,9
2019 Q1	-9,1	43,9	-10,4	-0,2	37,0	17,5	116,5	-31,5	2,7	5,5
Q2	3,8	46,0	21,9	1,6	-0,1	22,6	109,7	35,4	-7,1	-4,5
Q3	14,6	13,3	-15,2	-0,6	5,1	24,0	83,8	28,8	6,9	7,4
2019 Mai	1,0	6,3	-1,3	0,4	0,4	6,8	59,5	-15,1	-4,1	-2,9
Juni	5,7	42,7	25,3	1,0	8,0	8,4	23,7	49,0	-20,8	-21,4
Juli	0,7	-5,2	-26,8	0,2	9,3	12,1	56,3	-25,9	14,9	16,3
Aug.	29,1	-20,5	-17,2	-0,4	-7,8	4,8	8,4	39,4	6,1	7,4
Sept.	-15,2	39,0	28,7	-0,4	3,6	7,0	19,2	15,3	-14,1	-16,3
Okt. ^(p)	-7,2	-12,6	2,0	-1,5	-22,4	9,3	34,1	-8,6	37,3	38,1
Wachstumsraten										
2016	7,7	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 Q4	11,8	0,8	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 Q1	8,9	1,3	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
Q2	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Q3	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
2019 Mai	9,1	1,4	-1,6	-3,8	2,8	2,7	-	-	14,4	15,9
Juni	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Juli	5,8	2,0	-1,8	0,4	4,1	3,2	-	-	7,1	9,9
Aug.	5,7	1,7	-2,2	0,4	3,7	3,0	-	-	11,9	15,6
Sept.	-3,2	1,9	-0,3	0,1	2,5	2,9	-	-	6,9	11,0
Okt. ^(p)	-2,9	1,5	-0,1	-2,0	1,2	2,9	-	-	36,4	38,9

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,8	3,4	16,5	71,0	45,0	27,6	45,8	9,7	81,2	18,3	31,1	41,4	88,8	2,1
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,8	42,5	9,4	80,6	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,5	70,1	48,2	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,9	3,1	13,8	69,0	48,0	32,4	37,8	8,0	77,8	16,1	28,3	41,4	84,5	1,4
2018 Q3	87,1	3,2	13,9	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	85,9	3,1	13,8	69,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Q1	86,5	3,1	13,6	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86,4	3,1	13,5	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8
2018 Q3	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9
Q4	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019 Q1	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2
Q2	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2015	-2,4	0,9	0,1	-1,9	-5,6	-5,2	-3,6	-2,6	-1,0	
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,5	-2,4	0,1	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,8	-2,4	1,7	
2018	-0,7	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2018 Q3	-0,2	2,1	0,2	-0,5	0,8	-2,7	-2,5	-2,0	-4,2	
Q4	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,5	-2,2	-4,4	
2019 Q1	-1,1	1,8	-0,7	0,1	0,3	-2,6	-3,0	-2,2	-3,9	
Q2	-1,6	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,8	-3,3	-2,1	-3,7	
Verschuldung										
2015	105,2	72,1	10,0	76,7	175,9	99,3	95,6	135,3	107,5	
2016	104,9	69,2	10,2	73,9	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,8	65,3	9,3	67,8	176,2	98,6	98,4	134,1	93,9	
2018	100,0	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2018 Q3	105,4	62,7	8,5	67,2	182,3	98,9	99,4	136,1	107,9	
Q4	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 Q1	105,3	61,7	8,0	65,4	182,1	98,9	99,7	136,6	103,2	
Q2	104,7	61,2	9,3	63,9	180,2	98,9	99,6	138,0	107,2	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,7	-2,4
2016	0,1	0,2	1,8	0,9	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,5	0,5	1,4	3,4	1,3	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2018 Q3	-0,4	0,5	2,2	3,4	2,0	0,1	-0,1	0,5	-0,7	-0,7
Q4	-0,7	0,6	2,7	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,8	-1,1	-0,8
2019 Q1	-0,7	0,2	3,1	1,8	1,7	-0,1	-0,2	0,6	-1,0	-0,9
Q2	-0,9	0,0	3,2	1,0	1,8	0,0	0,2	0,6	-1,0	-1,0
Verschuldung										
2015	36,7	42,7	22,0	57,8	64,6	84,9	131,2	82,6	51,9	63,0
2016	40,2	39,9	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	62,6
2017	38,6	39,3	22,3	50,3	56,9	78,3	126,0	74,1	51,3	60,9
2018	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,4	59,0
2018 Q3	37,5	34,9	21,2	45,9	52,9	75,7	125,5	71,4	51,7	58,9
Q4	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	74,0	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 Q1	37,7	34,0	20,8	46,4	50,9	72,7	123,7	68,1	49,0	58,7
Q2	36,7	36,1	20,3	45,7	50,9	71,8	121,2	67,7	48,4	60,5

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2019

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

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

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

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

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-19-008-DE-N (Online-Version)