



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2020



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
Ergänzung zu den Beschlüssen des EZB-Rats vom 18. März 2020	9
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	11
2    Finanzielle Entwicklungen	20
3    Konjunkturentwicklung	26
4    Preise und Kosten	32
5    Geldmengen- und Kreditentwicklung	37
6    Entwicklung der öffentlichen Finanzen	46
<b>Kästen</b>	<b>49</b>
1    Erstellung eines Indikators der realwirtschaftlichen Aktivität anhand von Informationen aus Zeitungsartikeln	49
2    Die Rolle der Besteuerung multinationaler Unternehmen bei der erstmaligen Umkehr von Direktinvestitionsströmen im Euro-Währungsgebiet	52
3    Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 30. Oktober 2019 bis zum 28. Januar 2020	57
4    Auswirkungen finanzpolitischer Maßnahmen zur Eindämmung des Klimawandels	63
<b>Aufsätze</b>	<b>67</b>
1    Multinationale Unternehmen, Finanzzentren und ihre Auswirkungen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus Sicht des Euro-Währungsgebiets	67
2    Kurzfristige Konjunkturprognosen der EZB für das Euro-Währungsgebiet	95
3    Agenda zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion: eine Bestandsaufnahme	110
<b>Statistik</b>	<b>140</b>

# Abkürzungen

## Länder

BE	Belgien	LU	Luxemburg
BG	Bulgarien	HU	Ungarn
CZ	Tschechische Republik	MT	Malta
DK	Dänemark	NL	Niederlande
DE	Deutschland	AT	Österreich
EE	Estland	PL	Polen
IE	Irland	PT	Portugal
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 seiner Sitzung am 12. März hat der EZB-Rat ein umfangreiches geldpolitisches Maßnahmenpaket beschlossen.** In Verbindung mit den bereits bestehenden erheblichen geldpolitischen Impulsen werden diese Maßnahmen die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen für private Haushalte, Unternehmen und Banken unterstützen und dazu beitragen, die reibungslose Kreditvergabe an die Realwirtschaft aufrechtzuerhalten. Seit der letzten Sitzung des EZB-Rats Ende Januar hat sich die Ausbreitung des Coronavirus (COVID-19) als starker Schock für die Wachstumsaussichten weltweit und im Euroraum erwiesen und die Marktvolatilität verstärkt. Auch wenn es sich hierbei letztlich um ein vorübergehendes Ereignis handelt, wird die Coronavirus-Epidemie maßgebliche Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit haben. Insbesondere wird sie die Produktion verlangsamen, da Lieferketten unterbrochen werden, und die Binnen- und Auslandsnachfrage schwächen, vor allem aufgrund der negativen Auswirkungen der notwendigen Eindämmungsmaßnahmen. Darüber hinaus wirkt sich die gestiegene Unsicherheit nachteilig auf die Ausgabenplanung und deren Finanzierung aus. Die Risiken für die Wachstumsperspektiven des Eurogebiets sind eindeutig abwärtsgerichtet. Mit der Ausbreitung des Coronavirus tritt ein neuer und wesentlicher Risikofaktor für die Wachstumsaussichten neben die bisherigen Risiken im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus und Anfälligkeiten in den Schwellenländern. Vor diesem Hintergrund fasste der EZB-Rat eine Reihe von Beschlüssen, um den geldpolitischen Kurs zu wahren und die Transmission der Geldpolitik auf die Realwirtschaft zu unterstützen.

## Bewertung der wirtschaftlichen und monetären Lage zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung am 12. März 2020

**Die sich ausbreitende COVID-19-Epidemie sorgt für eine Verschlechterung der Aussichten für die Weltwirtschaft gegenüber dem Ausblick, wie er in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2020 enthalten ist.** Die Entwicklungen seit dem Stichtag für die Erstellung der Projektionen deuten darauf hin, dass das mit dem Ausbruch von COVID-19 zusammenhängende Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft inzwischen teilweise zum Tragen gekommen ist. Dies bedeutet, dass sich die Weltwirtschaft im laufenden Jahr schwächer entwickeln wird, als dies in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen prognostiziert wird. Der Ausbruch des Coronavirus traf die globale Wirtschaft zu einem Zeitpunkt, als erste Anzeichen für eine Stabilisierung der Wirtschaftsentwicklung und des Welthandels erkennbar waren und die Unterzeichnung des Teilhandelsabkommens („Phase-1-Deal“)

zwischen den Vereinigten Staaten und China in Kombination mit Zollsenkungen die Unsicherheit reduziert hatte. Auf mittlere Sicht dürfte die prognostizierte weltweite Erholung nur langsam Fahrt aufnehmen. Die Entwicklung wird von Aufschwung in einigen nach wie vor anfälligen Schwellenländern abhängen. Zugleich werden die projizierte konjunkturelle Abkühlung in den Industrieländern und der strukturell bedingte Übergang zu einem geringeren Wachstum in China die mittelfristigen Aussichten belasten. Die Risiken für die Weltwirtschaft haben sich verändert. Sie sind insgesamt betrachtet aber weiterhin abwärtsgerichtet. Derzeit ergibt sich das gravierendste Abwärtsrisiko aus dem Ausbruch von COVID-19, der im weiteren Verlauf umfassende und länger anhaltende Auswirkungen entfalten könnte. Der weltweite Inflationsdruck ist nach wie vor begrenzt.

**Im Zuge der weltweiten Ausbreitung des Coronavirus gegen Ende des Berichtszeitraums (12. Dezember 2019 bis 11. März 2020) hat sich die globale Risikostimmung stark eingetrübt. Zudem stieg die Marktvolatilität rapide an.**

Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet sanken deutlich und waren am Ende des Berichtszeitraums sehr viel niedriger als zu Beginn. Die Terminzinskurve des EONIA verschob sich kräftig nach unten. Die Inversion der Kurve bei den kürzeren bis mittleren Laufzeiten signalisiert, dass die Märkte weitere Maßnahmen zur geldpolitischen Akkommodierung einpreisen. Entsprechend dem starken Anstieg der globalen Risikoaversion brachen die Aktienkurse im Eurogebiet ein, und die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen weiteten sich aus. An den volatilen Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums erheblich auf.

**Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet war im vierten Quartal 2019 mit 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (nach 0,3 % im dritten Jahresviertel) weiterhin gedämpft. Maßgeblich hierfür waren die anhaltende Schwäche im verarbeitenden Gewerbe und das langsamere Investitionswachstum.**

Aktuelle Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse deuten auf eine schwache Wachstumsdynamik im Euroraum hin. Darin spiegeln sich jedoch die Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Coronavirus noch nicht vollständig wider, der sich Ende Februar in Kontinentaleuropa auszubreiten begann und die Wirtschaftstätigkeit belastet. Lässt man die Verwerfungen durch die Ausbreitung des Coronavirus außer Acht, so dürfte das Wachstum im Eurogebiet mittelfristig wieder an Fahrt gewinnen. Hierzu tragen die günstigen Finanzierungsbedingungen, der finanzpolitische Kurs im Euroraum und die erwartete Erholung der Weltwirtschaft bei.

**Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2020 zufolge dürfte das jährliche reale BIP im laufenden Jahr um 0,8 %, im kommenden Jahr um 1,3 % und 2022 um 1,4 % steigen.**

Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für das Jahr 2020 um 0,3 Prozentpunkte und für 2021 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Grund hierfür ist im Wesentlichen der Ausbruch des Coronavirus, dessen zuletzt rasche Ausbreitung im Euroraum jedoch nur zum Teil in den Projektionen erfasst ist. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euro-Währungsgebiets sind infolgedessen eindeutig

abwärtsgerichtet. Neben den Risiken im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften stellt die Ausbreitung des Coronavirus ein neues und erhebliches Abwärtsrisiko für die Wachstumsaussichten dar.

**Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge gesunken, und zwar von 1,4 % im Januar 2020 auf 1,2 % im Februar.** Angesichts des starken Einbruchs der aktuellen Preise und der Terminpreise für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten erheblich zurückgehen. Diese Einschätzung spiegelt sich nur teilweise in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2020 wider. Den darin enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2020 auf 1,1 %, 2021 auf 1,4 % und 2022 auf 1,6 % belaufen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten (gesamtwirtschaftlichen) Projektionen vom Dezember 2019 ist der Ausblick für die HVPI-Inflation über den Projektionszeitraum somit kaum revidiert worden. Mittelfristig wird die Inflation von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt werden. Die Auswirkungen des Coronavirus auf die Inflation sind mit hoher Unsicherheit behaftet, da der Abwärtsdruck, der sich aus einer schwächeren Nachfrage ergibt, durch den Aufwärtsdruck ausgeglichen werden könnte, der mit Angebotsengpässen einhergeht. Der jüngste Einbruch der Ölpreise birgt erhebliche Abwärtsrisiken für die kurzfristigen Inflationsaussichten.

**Ausgehend von einem soliden Niveau hat sich die monetäre Dynamik seit dem Spätsommer 2019 verlangsamt. Bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor sind auch weiterhin unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Kreditkategorien zu beobachten.** Während die Ausleihungen an private Haushalte robust geblieben sind, hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen abgeschwächt. Die günstigen Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken stützen nach wie vor die Kreditvergabe und damit auch das Wirtschaftswachstum. Die gesamte Netto-Außenfinanzierung der Unternehmen im Euroraum hat sich dank der günstigen Fremdfinanzierungskosten stabilisiert. Allerdings dürfte die in jüngster Zeit gestiegene Risikoscheu dazu führen, dass sich die Bedingungen der Finanzierung über Nichtbanken für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verschlechtern.

**Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum wird den Projektionen zufolge in den Jahren 2020 und 2021 sinken und sich 2022 stabilisieren. Ausschlaggebend für den Rückgang sind im Wesentlichen niedrigere Primärüberschüsse.** Auch die Projektionen zum fiskalischen Kurs spiegeln diese Entwicklungen wider. In den Jahren 2020 und 2021 dürfte er expansiv und im Jahr 2022 dann weitgehend neutral ausfallen. Trotz der verhältnismäßig expansiven fiskalischen Ausrichtung gehen die Projektionen davon aus, dass sich die öffentliche Schuldenquote im Eurogebiet weiter schrittweise verringert. Grund hierfür ist ein günstiges Zins-Wachstums-Differenzial und ein während des gesamten Projektionszeitraums leicht positiver Primärsaldo. Allerdings lassen die Entwicklungen im Zusammenhang mit der Ausbreitung des Coronavirus (COVID-19) seit der Finalisierung der Projektionen eine klare Verschlechterung der Aussichten für den fiskalischen Kurs erwarten. Neben den bereits angekündigten

finanzpolitischen Maßnahmen ist auch die Selbstverpflichtung der Euro-Gruppe auf ein gemeinsames, koordiniertes Vorgehen angesichts der Ausbreitung des Coronavirus nachdrücklich zu unterstützen.

## Das geldpolitische Maßnahmenpaket

Am 12. März 2020 hat der EZB-Rat ein umfangreiches geldpolitisches Maßnahmenpaket beschlossen, das aus drei Kernelementen besteht: erstens Sicherstellung angemessener Liquiditätsbedingungen im Bankensystem durch eine Reihe längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) zu günstigen Konditionen, zweitens Gewährleistung der kontinuierlichen Kreditversorgung der Realwirtschaft durch eine grundlegende Rekalibrierung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und drittens Verhinderung einer prozyklischen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft durch Aufstockung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP).<sup>1</sup>

1. In Zeiten erhöhter Unsicherheit ist eine Bereitstellung von Liquidität zu großzügigen Konditionen für das Finanzsystem von zentraler Bedeutung, um Liquiditätsengpässe zu vermeiden und einen Aufwärtsdruck auf den Preis für Liquidität zu verhindern. Dies gilt vor allem auch in Zeiten, in denen es bei den Akteuren des Finanzsystems zu operationellen Risiken im Zusammenhang mit der Ausbreitung des Coronavirus kommen kann. Daher hat der EZB-Rat beschlossen, vorübergehend zusätzliche LRGs durchzuführen, um das Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets unmittelbar mit Liquidität zu unterstützen. Obwohl der EZB-Rat keine wesentlichen Anzeichen für Spannungen an den Geldmärkten oder Liquiditätsengpässe im Bankensystem sieht, werden diese Geschäfte im Bedarfsfall einen wirksamen Sicherungsmechanismus bilden. Die Geschäfte werden als Mengentender mit Vollzuteilung zu sehr günstigen Konditionen durchgeführt: Ihr Zinssatz entspricht dem durchschnittlichen Zinssatz für die Einlagefazilität. Durch die neuen LRGs wird Liquidität zu günstigen Bedingungen bereitgestellt, um den Zeitraum bis zu dem GLRG-III-Geschäft im Juni 2020 zu überbrücken.
2. Da sich die Ausbreitung des Coronavirus auf die Einnahmen und Ausgabenplanungen der privaten Haushalte und der Unternehmen auswirkt, ist es sehr wichtig, die Kreditvergabe der Banken an jene zu unterstützen, die am stärksten von den wirtschaftlichen Folgen betroffen sind; dies sind vor allem kleine und mittlere Unternehmen. Aus diesem Grund hat der EZB-Rat beschlossen, dass im Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 deutlich günstigere Bedingungen für alle in diesem Zeitraum ausstehenden GLRG-III-Geschäfte gelten. Der Zinssatz für diese GLRG-III-Geschäfte wird im gesamten genannten Zeitraum 25 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems liegen. Bei Geschäftspartnern, die das Volumen ihrer Kreditvergabe aufrechterhalten, wird der Zinssatz für diese Geschäfte niedriger sein. Im Zeitraum bis Juni 2021 kann

---

<sup>1</sup> Siehe auch P. R. Lane, [The Monetary Policy Package: An Analytical Framework](#), DER EZB-BLOG, EZB, 13. März 2020.

er bis zu 25 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Zinssatz für die Einlagefazilität liegen. Darüber hinaus wird der Höchstbetrag, der von Geschäftspartnern von nun an bei GLRG-III-Geschäften insgesamt aufgenommen werden kann, auf 50 % ihres zum 28. Februar 2019 vorliegenden Bestands an anrechenbaren Krediten erhöht. Dadurch steigt die im Rahmen dieses Programms mögliche Gesamtkreditaufnahme um mehr als 1 Billion € auf insgesamt fast 3 Billionen €. Die neuen Konditionen werden insgesamt zu einer erheblichen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen beitragen, die das Kreditangebot der Banken für Unternehmen und private Haushalte bestimmen. In diesem Zusammenhang hat der EZB-Rat die Ausschüsse des Eurosystems damit beauftragt, Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten zu prüfen, sodass sichergestellt ist, dass Geschäftspartner die Refinanzierungsunterstützung der EZB weiterhin voll in Anspruch nehmen können.

3. Gerade in einem Umfeld großer Unsicherheit und erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten ist es von entscheidender Bedeutung, einen ausreichend akkommodierenden geldpolitischen Kurs zu gewährleisten. Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat zudem beschlossen, bis zum Ende des Jahres vorübergehend einen Rahmen zusätzlicher Nettoankäufe von Vermögenswerten in Höhe von 120 Mrd € einzurichten, mit dem ein maßgeblicher Beitrag der Programme zum Ankauf von Vermögenswerten des privaten Sektors gewährleistet wird. Es wird weiterhin davon ausgegangen, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten so lange fortgesetzt wird, wie es zur Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der EZB-Leitzinsen erforderlich ist, und dass er beendet wird, kurz bevor der EZB-Rat mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt. In Verbindung mit dem bestehenden Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wird dieser vorübergehende Rahmen die Finanzierungsbedingungen auf breiterer Basis stützen und damit auch zu einer Senkung der für die Realwirtschaft maßgeblichen Zinssätze beitragen. Ferner wird das höhere Tempo der Ankäufe sicherstellen, dass das Eurosystem in diesen von erhöhter Volatilität geprägten Zeiten stärker am Markt präsent ist. Dies schließt die volle Nutzung der Flexibilität ein, mit der das APP ausgestattet ist, um den Marktbedingungen Rechnung zu tragen. Dies könnte mit temporären Schwankungen bei der Verteilung der Ankäufe über Anlageklassen und Länder einhergehen, die sich infolge einer Flucht in sichere Anlagen und aufgrund von Liquiditätsschocks ergeben. Solche Abweichungen von der stabilen Aufteilung der Ankäufe auf die einzelnen Länder sind im Rahmen des Programms möglich, sofern langfristig weiterhin der Kapitalschlüssel den Gesamtbestand der vom Eurosystem gehaltenen Wertpapiere bestimmt.
4. Darüber hinaus hat der EZB-Rat beschlossen, die Leitzinsen der EZB unverändert zu belassen. Es wird davon ausgegangen, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis sich die Inflationsaussichten im Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und bis sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

5. Der EZB-Rat beabsichtigt ferner, 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.

Angesichts der aktuellen Entwicklungen wird der EZB-Rat die mit der Ausbreitung des Coronavirus verbundenen Auswirkungen auf die Wirtschaft, auf die mittelfristige Inflation und auf die Transmission der Geldpolitik weiter genau verfolgen. Der EZB-Rat ist 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.

Zugleich ist jetzt angesichts der eingetrübten Aussichten und um zu verhindern, dass weitere Abwärtsrisiken zum Tragen kommen, ein ambitionierter und koordinierter finanzpolitischer Kurs erforderlich. Der EZB-Rat begrüßt die Maßnahmen, die von mehreren Regierungen bereits ergriffen wurden, um ausreichende Ressourcen im Gesundheitswesen sicherzustellen und betroffene Unternehmen und Arbeitnehmer zu unterstützen. Insbesondere Maßnahmen wie die Bereitstellung von Kreditgarantien sind zur Flankierung und Stärkung der vom EZB-Rat ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen notwendig.

## Ergänzung zu den Beschlüssen des EZB-Rats vom 18. März 2020

Die Coronavirus-Pandemie stellt einen kollektiven Gesundheitsnotstand dar, der in der jüngsten Geschichte praktisch beispiellos ist. Sie ist zudem ein extremer wirtschaftlicher Schock, der eine ambitionierte, koordinierte und sofortige Reaktion der Politik an allen Fronten erfordert. Am 18. März kündigte der EZB-Rat ein neues Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) an, um die beispiellose Situation zu bewältigen, in der sich das Euro-Währungsgebiet gerade befindet. Das Programm ist zeitlich befristet und wird es der EZB ermöglichen, die Transmission der Geldpolitik und letztlich ihre Fähigkeit zur Gewährleistung von Preisstabilität im Euroraum sicherzustellen. So hatten die Entwicklungen an den Finanzmärkten zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen geführt, besonders am längeren Ende des Laufzeitenspektrums. Die risikofreie Kurve hatte sich nach oben verschoben. Zudem waren die Zinsstrukturkurven von Staatspapieren, die sehr wichtig für die Preise aller Vermögenswerte sind, überall gestiegen, und die Dispersion hatte zugenommen. Im Einklang mit seinem Mandat fasste der EZB-Rat folgende Beschlüsse:

1. Auflegung eines neuen zeitlich befristeten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten des privaten und öffentlichen Sektors, um den ernstesten Risiken entgegenzuwirken, die der Ausbruch und die rasant zunehmende Ausbreitung von COVID-19 für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und die Aussichten des Euroraums darstellen.

Das neue Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) wird einen Gesamtumfang von 750 Mrd € haben. Die Ankäufe werden bis Ende 2020 durchgeführt und umfassen alle Kategorien von Vermögenswerten, die im Rahmen des bereits bestehenden Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zugelassen sind.

Bei den Ankäufen von Wertpapieren des öffentlichen Sektors richtet sich die Verteilung auf die einzelnen Länder weiterhin nach dem jeweiligen Kapitalschlüssel der nationalen Zentralbanken. Gleichzeitig werden die Käufe im Rahmen des neuen PEPP flexibel durchgeführt. Dadurch sind Schwankungen bei der Verteilung der Ankäufe über Anlageklassen und Länder im Zeitverlauf möglich.

Für Wertpapiere, die von der griechischen Regierung begeben wurden, wird im Rahmen des PEPP eine Ausnahmeregelung in Bezug auf die Kriterien für die Ankauffähigkeit gewährt.

Der EZB-Rat wird die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP beenden, wenn er der Ansicht ist, dass die Phase der Coronavirus-Krise überstanden ist, keinesfalls jedoch vor Jahresende.

2. Ausweitung der Bandbreite ankauffähiger Vermögenswerte im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) auf Commercial Paper von Nichtfinanzunternehmen, sodass alle Commercial

Paper mit ausreichender Bonität im Rahmen des CSPP angekauft werden können.

3. Lockerung der Anforderungen an die Sicherheiten durch Anpassung der wichtigsten Risikoparameter des Sicherheitenrahmens. Insbesondere wird der Rahmen für zusätzliche Kreditforderungen (Additional Credit Claims – ACC) auf Forderungen ausgeweitet, die im Zusammenhang mit der Finanzierung des Unternehmenssektors stehen. So wird sichergestellt, dass die Geschäftspartner die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems weiterhin in vollem Umfang nutzen können.

Der EZB-Rat ist entschlossen, seine Rolle bei der Unterstützung aller Bürgerinnen und Bürger des Euroraums in dieser äußerst schwierigen Zeit wahrzunehmen. Zu diesem Zweck wird die EZB sicherstellen, dass alle Sektoren der Volkswirtschaft von den günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren können, die es ihnen ermöglichen, diesen Schock aufzufangen. Dies gilt für Familien, Unternehmen, Banken und Regierungen gleichermaßen.

Der EZB-Rat wird innerhalb seines Mandats alles tun, was erforderlich ist. Er ist voll und ganz bereit, seine Programme zum Ankauf von Vermögenswerten aufzustocken und deren Zusammensetzung anzupassen, und zwar in dem Umfang, wie es notwendig ist, und für so lange wie erforderlich. Der EZB-Rat wird alle Optionen und Möglichkeiten prüfen, um die Volkswirtschaft während dieser Krise zu unterstützen.

Sollten einige selbst auferlegte Beschränkungen die EZB möglicherweise daran hindern, so zu handeln, wie es zur Erfüllung ihres Mandats erforderlich ist, so wird der EZB-Rat in Erwägung ziehen, diese Beschränkungen so weit zu überarbeiten, wie es notwendig ist, damit sein Handeln in einem angemessenen Verhältnis zu den Risiken steht, mit denen wir konfrontiert sind. Die EZB wird keine Risiken dulden, die die reibungslose Transmission der Geldpolitik in einem Land des Euroraums gefährden.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Aufgrund der sich ausbreitenden Epidemie des Coronavirus (COVID-19) haben sich die Aussichten für die Weltwirtschaft gegenüber dem Ausblick verschlechtert, der aus den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB für das Euro-Währungsgebiet vom März 2020 hervorgeht. Die Entwicklungen seit dem Stichtag für die Erstellung der Projektionen deuten darauf hin, dass das mit dem Ausbruch von COVID-19 zusammenhängende Abwärtsrisiko für die globale Wirtschaft teilweise zum Tragen gekommen ist. Dies bedeutet, dass die Weltwirtschaft im laufenden Jahr schwächer wachsen dürfte, als dies in den genannten gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB prognostiziert wird. Der Ausbruch des Coronavirus traf die globale Wirtschaft zu einem Zeitpunkt, als sich erste Anzeichen einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung und des Welthandels zeigten und die Unterzeichnung des Teilhandelsabkommens (der sogenannte Phase-1-Deal) zwischen den Vereinigten Staaten und China in Kombination mit den damit verbundenen Zollsenkungen die bestehende Unsicherheit reduziert hatte. Mit Blick über das laufende Jahr hinaus ist zu erwarten, dass sich die weltweite Konjunktur zwar erholt, jedoch lediglich in einem mäßigen Tempo. Dies wird von der wirtschaftlichen Erholung in einigen nach wie vor anfälligen Schwellenländern abhängen. Zugleich werden die prognostizierte konjunkturelle Abkühlung in Industrieländern und der strukturell bedingte Übergang zu einem geringeren Wachstum in China die mittelfristigen Aussichten belasten. Die Risiken für die Weltwirtschaft haben sich verändert, aber insgesamt betrachtet überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken. Derzeit ergibt sich das gravierendste Abwärtsrisiko aus dem Ausbruch von COVID-19, dessen Auswirkungen im weiteren Verlauf weitreichender ausfallen und länger anhalten könnten. Der weltweite Inflationsdruck ist nach wie vor begrenzt.*

## Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

**Die Ausbreitung von COVID-19 hat die weltwirtschaftlichen Aussichten eingetrübt.** Da sich die Situation täglich verändert, lässt sich nur sehr schwer einschätzen, wie lange die Störungen in Bezug auf Produktion und Handel andauern und wie die Verbraucher rund um den Globus auf die damit einhergehende Unsicherheit reagieren werden. Darüber hinaus folgt der Ausbruch auf eine Phase weltweit schwacher Wirtschaftstätigkeit. Das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) sank im vergangenen Jahr auf 2,9 % und somit auf den niedrigsten Stand seit der Großen Rezession. Diese Verlangsamung war gegenüber den letzten Schwächephasen von 2012 bis 2013 sowie von 2015 bis 2016 auf breiterer Front zu beobachten und deutlicher ausgeprägt. Maßgeblich hierfür war vor allem die wiederholte Verschärfung der Handelsspannungen. Aufgrund der damit verbundenen erhöhten Unsicherheit sahen sich die Unternehmen veranlasst, Investitionen hinauszuzögern, und die Verbraucher, den Kauf von Gebrauchsgütern aufzuschieben. Dies führte wiederum zu einer starken weltweiten Abkühlung im verarbeitenden Gewerbe und im Handel. Darüber hinaus waren einige aufstrebende Volkswirtschaften von idiosynkratischen Schocks betroffen, wodurch sich die Weltkonjunktur im vergangenen Jahr noch stärker abschwächte. Parallel dazu

ergriffen einige wichtige Industrie- und Schwellenländer Maßnahmen zur Ankurbelung der Nachfrage, sodass sowohl die Geschwindigkeit als auch die Intensität der Wachstumsverlangsamung im Jahr 2019 begrenzt wurde.

**Der Ausbruch des Coronavirus traf die Weltwirtschaft in einem Moment, als sich erste Anzeichen einer Stabilisierung der globalen Konjunktur und des Welthandels zeigten.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) stieg im Januar aufgrund besserer Werte sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor an. Eine höhere Produktionsleistung im verarbeitenden Gewerbe deutete darauf hin, dass sich nach einer ausgedehnten Schwächephase eine beginnende Erholung abzeichnen könnte. Diese Hinweise waren vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften erkennbar, wohingegen die Entwicklung in den Industriestaaten gemischter ausfiel. Dieser Trend wurde jüngst durch den Ausbruch von COVID-19 unterbrochen, den die chinesischen Behörden durch eine Verlängerung der Ferien zum chinesischen Neujahrsfest und die Verhängung strenger Quarantänemaßnahmen für die Provinz Hubei, dem Epizentrum der Virusepidemie, einzudämmen versuchten. Infolge dieser Maßnahmen brach die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in China im Februar ein. Einige negative Übertragungseffekte waren im gesamten asiatisch-pazifischen Raum spürbar, der über Lieferketten eng mit China verbunden und zugleich eines der beliebtesten Ziele für chinesische Touristen ist. Angesichts der vergleichsweise stabilen Entwicklung des globalen EMI für das verarbeitende Gewerbe ohne China waren weitergehende globale Übertragungseffekte im Februar hingegen vermutlich begrenzt (siehe Abbildung 1). Da sich die Produktion in China nur schrittweise wieder einem normalen Niveau nähert und viele Länder Maßnahmen zur Eindämmung des Virus beschlossen haben, ist allerdings auf kurze Sicht von länger anhaltenden und weitreichenderen Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe weltweit auszugehen.

**Abbildung 1**  
Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe



Quellen: Markit und Haver Analytics.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2020.

**Die globalen Finanzierungsbedingungen haben sich nach einer Phase der Lockerung zuletzt deutlich verschärft.** Die vorherige Lockerungsphase folgte auf die Ankündigung des Teilhandelsabkommens zwischen den USA und China, was wiederum einen Kursanstieg bei risikoreichen Vermögenswerten auslöste. Diese Rallye wurde etwa Mitte Februar mit dem Einbruch an den globalen Aktienmärkten abrupt unterbrochen, als die Corona-Epidemie weiter auf China lastete und sich auf andere Länder ausbreitete. Seit dem Stichtag für die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 haben sich die Finanzierungsbedingungen weltweit deutlich verschärft, und zwar sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Auswirkungen der scharfen Korrektur an den Aktienmärkten und die Ausweitung der Spreads von Unternehmensanleihen nur teilweise durch einen Rückgang der risikofreien Zinssätze kompensiert wurden. In den Schwellenländern fiel die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im Vergleich zu den letzten finanziellen Stressphasen, wie etwa im Sommer 2018, weniger stark aus, da die Wechselkurse dieser Länder gegenüber dem US-Dollar weitgehend stabil blieben. Darin spiegeln sich in erster Linie die tatsächlichen und erwarteten geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen der Federal Reserve wider, die den Kurs des US-Dollar belasteten. Dadurch wurde der durch Mittelzuflüsse in sichere US-Staatsanleihen verursachte Aufwärtsdruck aufgewogen.

**In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2020 wird davon ausgegangen, dass sich die globale Konjunktur im Projektionszeitraum nur mäßig erholen wird.** Den Projektionen zufolge wird die Weltwirtschaft (ohne Euro-Währungsgebiet) im laufenden Jahr um 3,1 % und damit etwas stärker wachsen als im Vorjahr (mit einem geschätzten Wert von 2,9 %). Auf mittlere Sicht dürfte das weltweite Wachstum leicht auf 3,5 % (im Jahr 2021) und 3,4 % (im Jahr 2022) anziehen und somit unterhalb des langfristigen Durchschnitts von 3,8 % bleiben. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 fallen die globalen Wachstumsprojektionen für 2020 weitgehend unverändert aus. Dies ist darauf zurückzuführen, dass durch Zollsenkungen begründete Aufwärtskorrekturen durch Abwärtskorrekturen für das erste Quartal 2020 ausgeglichen werden, die aufgrund des Virusausbruchs in China vorgenommen wurden. In den Projektionen vom März hingen die mittelfristigen Aussichten für die Weltwirtschaft von der Konjunkturerholung in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften ab. Vor dem Hintergrund negativer außenwirtschaftlicher Einflüsse in Verbindung mit politischer Instabilität in den jeweiligen Ländern, was die Konjunkturaussichten beeinträchtigen könnte, wird die Erholung in diesen Ländern allerdings als fragil eingeschätzt. Die Entwicklungen seit dem Redaktionsschluss für die Projektionen deuten in der Tat darauf hin, dass sich aufgrund der Auswirkungen von COVID-19 auf die Weltwirtschaft teilweise ein unmittelbares Abwärtsrisiko realisiert hat. Dies legt wiederum nahe, dass sich die weltweite Konjunktur in diesem Jahr wahrscheinlich schwächer entwickeln wird als in den von Experten der EZB erstellten Projektionen vom März 2020 prognostiziert.

**Es wurde erwartet, dass die konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten auf kurze Sicht stabil bleibt.**

Das reale BIP erhöhte sich im Schlussquartal 2019 auf Jahresrate hochgerechnet um 2,1 % und hielt damit gegenüber dem Vorquartal Schritt. Das Wachstum der Konsumausgaben ging stärker als erwartet zurück, und die Anlageinvestitionen von Unternehmen waren das dritte Quartal in Folge rückläufig. Der Produktionsstopp der Boeing 737 Max dürfte die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe im ersten Quartal 2020 belasten. Auf mittlere Sicht wurde davon ausgegangen, dass sich das Wachstum angesichts eines an Reife gewinnenden Konjunkturzyklus und der nachlassenden Wirkung der Steuerreform aus dem Jahr 2018 abschwächen wird. Die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtinflation verlangsamte sich im Februar leicht auf 2,3 % nach 2,5 % im Vormonat. Die jährliche Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel erhöhte sich geringfügig auf 2,4 %, nachdem sie in den vier Monaten zuvor bei 2,3 % gelegen hatte. Die Inflation dürfte bis zum Ende des Prognosezeitraums schrittweise über den Zielwert der Fed von 2 % steigen. Nach einer Krisensitzung senkte die Federal Reserve am 3. März ihren Leitzins um 50 Basispunkte auf 1 % bis 1,25 %. Als Grund führte sie das Risiko an, das vom Ausbruch des Coronavirus für die Konjunktur ausgehe. Darüber hinaus wurden weitere Maßnahmen beschlossen, darunter die Bereitstellung von Liquidität und zusätzliche öffentliche Ausgaben, um den Auswirkungen der Epidemie auf die Wirtschaft entgegenzuwirken.

**In China wird sich die Konjunktur den Erwartungen zufolge im ersten Vierteljahr erheblich abschwächen und danach wieder erholen.**

Auf mittlere Sicht ist damit zu rechnen, dass das Wachstum des realen BIP auf einem allmählich sinkenden Wachstumspfad bleiben wird. Die Jahreswachstumsrate des BIP sank von 6,6 % im Jahr 2018 auf 6,1 % im Jahr 2019, was auf rückläufige Investitionen und einen geringeren Außenbeitrag zurückzuführen war. Auf kurze Sicht werden die Auswirkungen von COVID-19 vorherrschend sein. Dagegen dürften niedrigere Zölle aufgrund der Handelsvereinbarung mit den USA den Außenhandel stützen. Mittelfristig wird erwartet, dass die voranschreitende Umsetzung von Strukturreformen eine geordnete Wachstumsverlangsamung und eine gewisse Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft ermöglicht. Seit dem Stichtag für die Projektionen legen aktuelle Daten nahe, dass die Konjunkturabschwächung in China im ersten Quartal stärker sein könnte als erwartet. Zudem deutet die langsamere Rückkehr der Produktion auf ein normales Niveau darauf hin, dass die Erholung etwas länger dauern könnte als von den Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 veranschlagt. Seit dem Ausbruch des Coronavirus wurde in China eine Reihe wirtschaftspolitischer Maßnahmen verabschiedet, so unter anderem eine stärkere Akkommodierung der Geldpolitik und zusätzliche Staatsausgaben.

**In Japan schrumpfte die Wirtschaftstätigkeit im vierten Quartal 2019 erheblich.**

Darin kam ein Zusammenspiel verschiedener negativer Schocks zum Ausdruck, darunter ein Rückgang der Binnennachfrage infolge der Erhöhung der Verbrauchsteuer, Produktionsengpässe aufgrund starker Taifune im Oktober und eine schwache Auslandsnachfrage. Die negativen Übertragungseffekte im Zusammenhang mit dem Ausbruch des Coronavirus in China dürften die Konjunktur

im ersten Quartal belasten. Dabei war die japanische Wirtschaft in Form eines empfindlichen Rückgangs der Ausgaben ausländischer Touristen während der Neujahrsferien betroffen. Hinzu kamen erste Anzeichen möglicher Störungen der Lieferketten. Außerdem erließen die japanischen Behörden eine Reihe von Maßnahmen zur Eindämmung von COVID-19. Es ist davon auszugehen, dass sich diese, gepaart mit einem vorsichtigeren Verhalten der Verbraucher, negativ auf die konjunkturelle Entwicklung auswirken werden. Als Reaktion darauf brachte die japanische Regierung zwei Notfallprogramme zur Stützung der Konjunktur auf den Weg, darunter auch Hilfsmaßnahmen für kleine und mittlere Unternehmen. Die Bank von Japan erklärte, dass sie die Entwicklungen genau beobachten werde und bereitstehe, um Liquidität zur Verfügung zu stellen und die Stabilität der Finanzmärkte zu gewährleisten. Die von den japanischen Behörden Ende 2019 angekündigten fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen dürften das Wirtschaftswachstum in den Jahren 2020 und 2021 fördern.

**Im Vereinigten Königreich wurde damit gerechnet, dass die Konjunktur im ersten Quartal wieder anzieht.** Allerdings werden die wirtschaftlichen Auswirkungen von COVID-19 im zweiten Jahresviertel wohl zu einer erneuten Wachstumsverlangsamung führen. Im Schlussquartal 2019 stagnierte das Wachstum des realen BIP. Hintergrund war eine anhaltende Abschwächung der zugrunde liegenden Wachstumsdynamik im früheren Jahresverlauf sowie eine breiter angelegte konjunkturelle Eintrübung seit dem Referendum im Jahr 2016. Die Inlandsnachfrage gab in der zweiten Jahreshälfte 2019 deutlich nach. Verantwortlich hierfür waren eine hohe Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit und der Wahlkampf im letzten Jahresviertel 2019. Die Stimmung hatte sich nach dem eindeutigen Wahlergebnis und dem anschließenden geordneten Austritt aus der Europäischen Union Ende Januar zwar erheblich verbessert, doch war für 2020 auch vor Ausbruch der Epidemie ohnehin nicht mit einem kräftigen konjunkturellen Umschwung gerechnet worden, da hinsichtlich der künftigen Handelsgespräche zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich noch immer Unsicherheit herrscht. Als Reaktion auf den Ausbruch von COVID-19 senkte die Bank of England ihren Leitzins um 50 Basispunkte auf 0,25 % und legte ein gezieltes Kreditprogramm für kleine und mittlere Unternehmen auf. Auch der von der Regierung vorgelegte Haushaltsentwurf enthält eine Reihe von fiskalischen Maßnahmen, um den wirtschaftlichen Folgen der Epidemie zu begegnen.

**In den mittel- und osteuropäischen Ländern wurde erwartet, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung gegenüber den vorherigen Zuwachsraten, die oberhalb des Potenzialwachstums lagen, verlangsamt.** Grund hierfür war vor allem das niedrigere Investitionswachstum. Dies stand wiederum in Zusammenhang damit, dass der Finanzierungszyklus der EU inzwischen weiter fortgeschritten ist. Die privaten Konsumausgaben sollten hingegen durch die solide Lage an den Arbeitsmärkten gestützt werden.

**Für die Wirtschaftstätigkeit der großen rohstoffexportierenden Länder wurde mit einer leichten Belebung im laufenden Jahr gerechnet.** In Russland hat sich die konjunkturelle Aktivität im Verlauf des Jahres 2019 erholt. Zudem war erwartet worden, dass sie infolge zusätzlicher, von der neuen Regierung beschlossener

Sozialausgaben weiter zulegt. Allerdings bestehen nun erhebliche Abwärtsrisiken, da der Ausblick wegen der weltweiten Ausbreitung von COVID-19, des jüngsten Scheiterns der OPEC+-Vereinbarung und eines Einbruchs der Ölpreise außerordentlich unsicher geworden ist. Die mittelfristigen Aussichten werden in erster Linie durch die Ungewissheit im Hinblick auf zusätzliche internationale Sanktionen sowie die politischen Prioritäten der vor Kurzem ernannten Regierung bestimmt. Das BIP war auf kurze Sicht nach oben korrigiert worden, was größtenteils auf höhere öffentliche Ausgaben zurückzuführen war. In Brasilien begann sich das Wirtschaftsklima im Schlussquartal 2019 aufzuhellen. Dennoch ist das Wachstum aufgrund strikter fiskalischer Beschränkungen (unter anderem Haushaltssperren) und des unsicheren außenwirtschaftlichen Umfelds nach wie vor verhalten. Mit der zunehmenden Ausbreitung von COVID-19 verschlechterte sich die Situation zuletzt noch weiter. Die mittelfristigen Wachstumsaussichten werden erheblich davon abhängen, inwieweit weitere notwendige Fiskalreformen umgesetzt werden. Zugleich bleiben Haushaltsungleichgewichte, sofern sie nicht abgebaut werden, eine wesentliche Risikoquelle. Die Einhaltung der Fiskalregeln, wie etwa der Ausgabenobergrenze, verringert somit die Wahrscheinlichkeit großer fiskalischer Impulse.

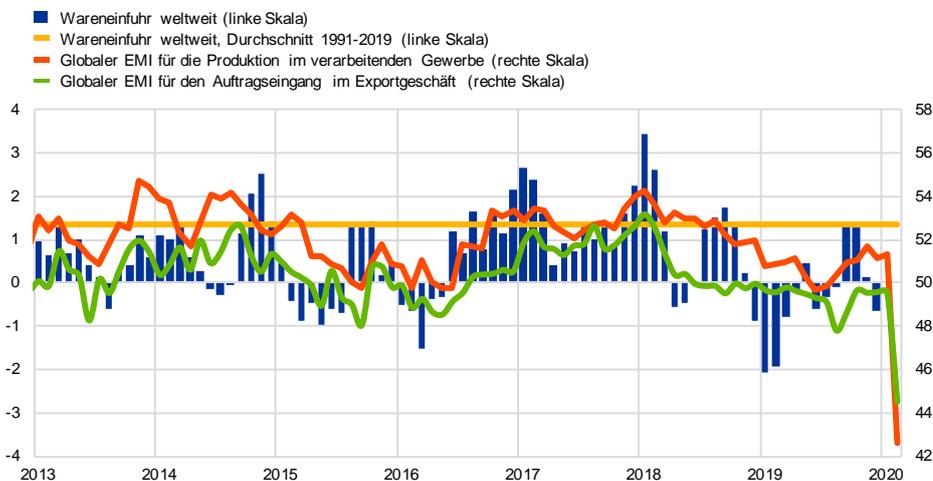
**Die Konjunktur in der Türkei erholt sich weiter deutlich von der jüngsten krisenbedingten Rezession.** Beim jährlichen Wachstum des realen BIP wurden im dritten Jahresviertel wieder positive Werte verzeichnet; im darauffolgenden Quartal zog das Wachstum noch weiter an. Eine expansive Finanzpolitik und eine rapide Ausweitung der Kreditvergabe waren die Triebfedern für den robusten Anstieg der Konsumausgaben der privaten Haushalte und sorgten dafür, dass die Investitionen des privaten Sektors wieder zunahmten. Beide Faktoren dürften das Wachstum im laufenden Jahr weiter fördern. Dessen ungeachtet bleiben die Zuwachsraten im historischen Vergleich relativ niedrig, da sich das Wachstumspotenzial verringert hat.

**Im Welthandel hatte sich Ende 2019 eine Stabilisierung abgezeichnet.** Die weltweiten Einfuhren fielen höher aus, was vor allem einem kräftigen Importzuwachs in der Türkei, China und anderen Schwellenländern zu verdanken war. Demgegenüber waren die Importdaten der Industrieländer im Schlussquartal 2019 unerwartet schwach. Darin schlugen sich eine Reihe von idiosynkratischen Schocks nieder, deren Wirkung auf kurze Sicht nachlassen sollte. In Japan hingen diese mit einem Rückgang der Inlandsnachfrage infolge der Verbrauchsteueranhebung und den Auswirkungen eines starken Taifuns zusammen. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten waren sie auf die Rückbildung zuvor aufgebaute Lagerbestände zurückzuführen. Die unterschiedliche Entwicklung des Handels in den Industrie- und in den Schwellenländern ließ sich auch an den Daten zum Warenhandel ablesen. Die weltweiten Wareneinfuhren gingen im vierten Quartal 2019 insgesamt um 0,7 % zurück (siehe Abbildung 2). Durch den Ausbruch von COVID-19 dürfte sich die Stabilisierung des Welthandels allerdings verzögern, weil dadurch insbesondere das globale verarbeitende Gewerbe in Mitleidenschaft gezogen wird. Dies zeigen auch die aktuellen Umfragedaten. Da sich das Virus noch immer weltweit ausbreitet, werden seine Folgen für den Handel gravierender ausfallen als die Experten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 voraussehen.

## 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 Februar 2020 (EMIs) bzw. Dezember 2019 (Wareneinfuhr weltweit). Die Indizes und Daten beziehen sich auf das globale Aggregat ohne den Euroraum.

### Die jüngst erfolgte Unterzeichnung des sogenannten Phase-1-Deals zwischen den USA und China sorgt für eine vorläufige Entspannung im Handelskonflikt.

Gemäß dem Abkommen haben beide Länder ihre gegenseitigen Handelszölle verringert. Zudem hat sich China verpflichtet, in den kommenden beiden Jahren zusätzliche Waren und Dienstleistungen aus den Vereinigten Staaten im Umfang von 200 Mrd USD einzuführen. Diese teilweise Entschärfung des Handelskonflikts begünstigt zwar die Erholung im verarbeitenden Gewerbe und im Handel weltweit, doch ist die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Entwicklung der internationalen Handelspolitik nach wie vor hoch.

### Die Aussichten für den Welthandel sind im historischen Vergleich weiterhin schwach, da die Einkommenselastizität des Handels den Erwartungen zufolge unterhalb des „neuen Normalwerts“ von eins bleiben dürfte.<sup>2</sup>

Dahinter verbirgt sich ein Zusammenspiel verschiedener Faktoren, darunter etwa die bis zum jetzigen Zeitpunkt beschlossenen höheren Zölle und die erhöhte politische Unsicherheit. Laut den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 dürfte sich das globale Importwachstum (ohne Eurogebiet) allmählich von 0,3 % im vergangenen auf 1,4 % im laufenden Jahr beschleunigen und dann 2021 weiter auf 2,6 % und 2022 auf 2,7 % steigen. Die Auslandsnachfrage des Euroraums wird den Projektionen zufolge dieses Jahr um 1,6 % wachsen und schließlich 2021 um 2,5 % und 2022 um 2,6 % zunehmen. Die Projektionen zur Auslandsnachfrage des Eurogebiets wurden für das laufende Jahr gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 zwar nach oben revidiert, doch hängt diese Revision hauptsächlich mit unerwartet guten Ergebnissen in der zweiten Jahreshälfte 2019 sowie mit den höheren bilateralen Einfuhren der USA und Chinas aufgrund der im Phase-1-Deal beschlossenen

<sup>2</sup> 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.

niedrigeren Zölle zusammen. Da Letzteres vor allem dem bilateralen Handel zwischen den beiden Staaten zugutekommt, sollte es nicht als Signal für eine höhere Auslandsnachfrage nach im Euro-Währungsgebiet produzierten Waren und Dienstleistungen angesehen werden. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren dürfte die Auslandsnachfrage des Euroraums laut den Projektionen vom März in diesem und im nächsten Jahr weitgehend im Einklang mit den Projektionen vom Dezember stehen. Die Entwicklungen seit dem Redaktionsschluss für die Projektionen lassen darauf schließen, dass die sich global ausbreitende COVID-19-Epidemie den Welthandel und damit die Auslandsnachfrage des Eurogebiets belastet. Wird diesen Entwicklungen Rechnung getragen, würde dies bedeuten, dass die globalen Einfuhren und die Auslandsnachfrage des Euroraums schwächer ausfallen als in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 veranschlagt.

**Die Risiken bezüglich der weltwirtschaftlichen Aussichten haben sich verändert, aber insgesamt betrachtet überwiegen weiterhin die Abwärtsrisiken.**

Ein neues und das derzeit gravierendste Abwärtsrisiko betrifft die möglicherweise weitreichenderen und länger anhaltenden Auswirkungen der sich noch weiter ausbreitenden COVID-19-Epidemie. Die Entwicklung der Weltwirtschaft seit dem Redaktionsschluss für die Projektionen deutet darauf hin, dass dieses Abwärtsrisiko zum Teil bereits schlagend geworden ist.<sup>3</sup> Zwar haben die von den Handels- spannungen ausgehenden Abwärtsrisiken nach Abschluss des Phase-1-Deals etwas nachgelassen, doch die Unsicherheit über die künftige Entwicklung der globalen Handelspolitik ist nach wie vor erhöht. Die Gefahr eines ungeordneten Brexit wurde bis Ende des Jahres gebannt; die weitere Entwicklung hängt vom Ergebnis der Verhandlungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich über ihre künftigen Beziehungen ab. Zudem könnte es schwieriger werden, einer deutlicheren Wachstumsverlangsamung in China mit politischen Stützungsmaßnahmen entgegenzuwirken, was sich wiederum als Herausforderung für die laufende wirtschaftliche Neuausrichtung erweisen könnte. Die Neubewertung von Risiken an den Finanzmärkten könnte sich negativ auf die weltwirtschaftliche Aktivität und vor allem auch auf die Schwellenländer auswirken.

## Internationale Preisentwicklung

**Die Rohölpreise sind erheblich gesunken, da angesichts der sich ausbreitenden Epidemie Bedenken hinsichtlich der weltweiten Nachfrage zunahmen.** Die Uneinigkeit innerhalb der OPEC+-Gruppe mit Blick auf eine Drosselung der Ölförderung verschärfte den Preisrückgang noch weiter. Zunächst wurden die Ölnotierungen am stärksten von Berichten über den Virus-Ausbruch in China Ende Januar in Mitleidenschaft gezogen. Die Preise erholten sich dann über einen kurzen Zeitraum leicht, sanken aber erneut, als sich das Virus weltweit ausbreitete. Anfang März scheiterte die Vereinbarung zwischen der OPEC und

<sup>3</sup> Zu den Risikoszenarien siehe auch EZB, Szenarioanalyse: Auswirkungen einer Verschärfung der COVID-19-Pandemie, sowohl weltweit als auch innerhalb des Euroraums, auf die Wirtschaft des Euroraums, Kasten 3, in: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2020.

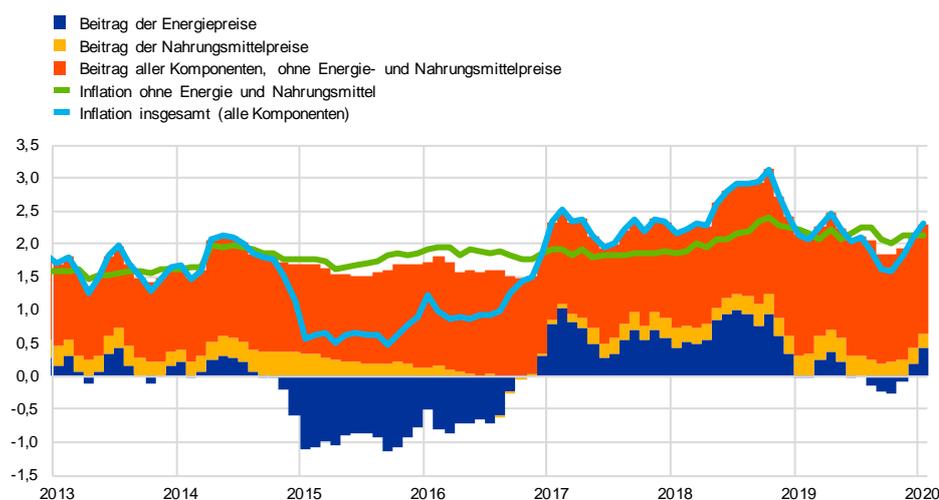
einigen wichtigen Nicht-OPEC-Ländern (OPEC+), als sich Russland weigerte, Produktionskürzungen vorzunehmen. Saudi-Arabien reagierte hierauf mit der Ankündigung, seine Ölförderung zu erhöhen und Rohöl mit einem Preisabschlag anzubieten, um so Marktanteile zu gewinnen. Dies führte zu einem der bisher größten Einbrüche der Ölnotierungen innerhalb eines Tages.

**Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 davon aus, dass die Ölnotierungen über den Projektionszeitraum hinweg relativ stabil bleiben werden.** Durch die rückläufigen Kassakurse ist die Terminkurve für Ölpreise am kurzen Ende gegenüber dem längeren Ende noch weiter gesunken, wodurch sich die Kurve über den Projektionshorizont hinweg abgeflacht hat. Die Ölpreisannahmen lagen für die Jahre 2020, 2021 und 2022 jeweils 5,5 %, 3,2 % bzw. 2,5 % unter den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019. Seit dem Stichtag für die Erstellung der März-Projektionen ist der Ölpreis merklich zurückgegangen. So wurde Rohöl der Sorte Brent am 11. März mit 34,5 USD je Barrel gehandelt.

**Die Inflation verläuft weltweit weiterhin gedämpft, was Ausdruck der schwachen Wachstumsdynamik ist.** In den Mitgliedstaaten der OECD stieg die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Teuerungsrate im Dezember 2019 auf 2,1 % an, verglichen mit 1,8 % im Vormonat (siehe Abbildung 3). Der jährliche Preisauftrieb bei Energie erhöhte sich im Dezember spürbar, nachdem vier Monate in Folge negative Werte verzeichnet worden waren. Die Nahrungsmittelpreise blieben indes recht stabil. Die jährliche VPI-Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) lag unterdessen bei 2,1 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2020.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

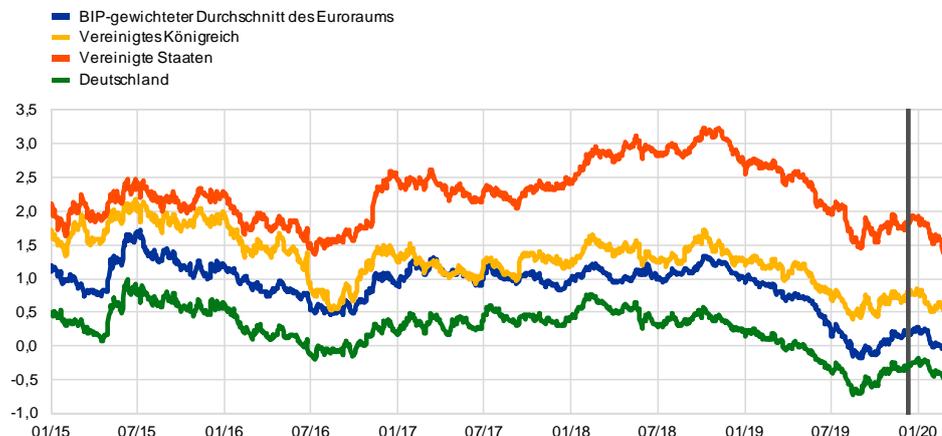
*Im Zuge der weltweiten Ausbreitung des Coronavirus (COVID-19) gegen Ende des Berichtszeitraums (12. Dezember 2019 bis 11. März 2020) trübte sich die globale Risikostimmung stark ein, und die Marktvolatilität schnellte in die Höhe. Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet sanken deutlich und waren am Ende des Berichtszeitraums beträchtlich niedriger als zu Beginn. Indessen weiteten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen im Euroraum gegen Ende des betrachteten Zeitraums spürbar aus. Die Terminzinskurve des EONIA (Euro Overnight Index Average) verschob sich deutlich nach unten, und die Inversion der Kurve bei kürzeren bis mittleren Laufzeiten signalisiert, dass die Märkte eine weitere geldpolitische Akkommodierung einpreisen. Dem starken Anstieg der weltweiten Risikoaversion entsprechend brachen die Aktienkurse im Eurogebiet ein, und die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen weiteten sich aus. An den volatilen Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums massiv auf.*

### **Die Renditen langfristiger Staatsanleihen gingen in einem Umfeld hoher Volatilität sowohl im gesamten Eurogebiet als auch weltweit kräftig zurück**

(siehe Abbildung 4). Die Entwicklung der durchschnittlichen Staatsanleiherenditen im Euroraum lässt sich in drei Phasen unterteilen: In der Zeit vom 12. Dezember 2019 bis Mitte Januar 2020 stiegen die Renditen geringfügig an, da sich die globale Risikostimmung aufhellte und die Talsohle einiger gesamtwirtschaftlicher Indikatoren durchschritten schien. In der zweiten Phase, die bis zum 21. Februar 2020 dauerte, führten Meldungen zum Coronavirus und enttäuschende makroökonomische Daten zu einer Verschlechterung der Risikostimmung, und die Renditen von Staatsanleihen gaben im Schnitt allmählich nach. In der jüngsten Phase, als sich das Coronavirus weltweit auszubreiten begann und Sorgen hinsichtlich der wirtschaftlichen und sozialen Folgen die globalen Finanzmärkte erschütterten, gingen die Staatsanleiherenditen abermals deutlich zurück. Über den gesamten Berichtszeitraum hinweg betrachtet sank die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel im Eurogebiet um 33 Basispunkte. Zuletzt lag sie mit -0,12 % wieder im negativen Bereich. Auch in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zurück, und zwar um 102 Basispunkte auf 0,88 % bzw. um 54 Basispunkte auf 0,27 %. Grund dafür waren hauptsächlich die weltweiten Sorgen im Hinblick auf das Coronavirus, die erwartete Reaktion der Geldpolitik sowie eine Flucht der Anleger in risikofreie Vermögenswerte.

**Abbildung 4**  
**Renditen zehnjähriger Staatsanleihen**

(in % p. a.)



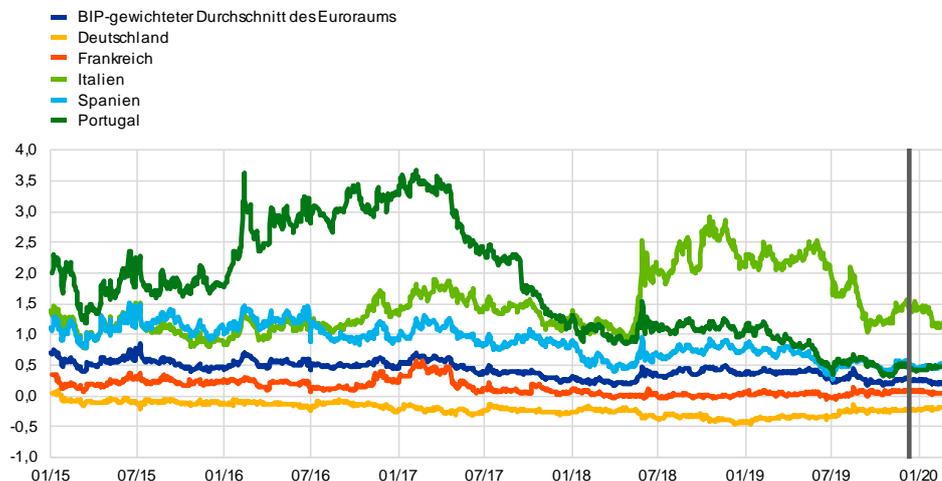
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Tageswerte. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. März 2020.

**Im Einklang mit der veränderten Risikostimmung weiteten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem risikofreien Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) in einer Reihe von Ländern aus; eine bemerkenswerte Ausnahme bildete Deutschland** (siehe Abbildung 5). Einzel betrachtet stieg der Spread zehnjähriger Staatsanleihen aus Griechenland um 45 Basispunkte auf 1,87 Prozentpunkte, aus Italien um 25 Basispunkte auf 1,64 Prozentpunkte, aus Portugal um 15 Basispunkte auf 0,77 Prozentpunkte und aus Spanien um 32 Basispunkte auf 0,67 Prozentpunkte. Im Gegensatz dazu verringerte sich der Spread entsprechender deutscher Anleihen um 10 Basispunkte auf -0,32 Prozentpunkte. In Frankreich blieb er mit 0,08 Prozentpunkten weitgehend stabil. Der BIP-gewichtete Spread zehnjähriger Staatsschuldttitel im Eurogebiet erhöhte sich um 5 Basispunkte auf 0,31 Prozentpunkte.

## Abbildung 5

### Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum OIS-Satz

(in Prozentpunkten)



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. Dezember 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. März 2020.

#### Der EONIA und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Betrachtungszeitraum im Schnitt bei -45

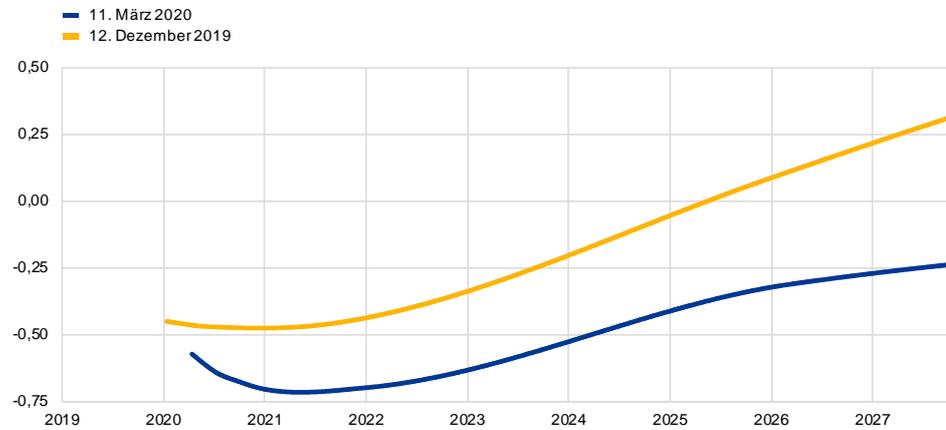
bzw. -54 Basispunkten.<sup>4</sup> Die Überschussliquidität verringerte sich im Berichtszeitraum geringfügig um 22 Mrd € auf rund 1 170 Mrd €. Diese Veränderung spiegelt in erster Linie freiwillige Rückzahlungen im Rahmen der zweiten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) sowie, in geringerem Maße, einen Anstieg der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren wider; diese glichen die erhöhte Liquidität aus, die durch die am 1. November 2019 wieder aufgenommenen Nettowertpapierankäufe des Eurosystems entstand.

**Die Terminzinskurve des EONIA verschob sich nach unten und nahm bis zum Ende des Berichtszeitraums bei den kürzeren bis mittleren Laufzeiten einen inversen Verlauf an** (siehe Abbildung 6). Während die Kurve im kürzeren bis mittleren Laufzeitbereich zunächst praktisch flach verlief, erreichte sie am Ende des Berichtszeitraums -0,60 % für Mitte Mai 2020 und einen Tiefstand von -0,72 % für April 2021. Dennoch liegt die Terminzinskurve des EONIA noch immer über dem Niveau, das im Sommer 2019 verzeichnet wurde. Insgesamt rechnen die Marktteilnehmer weiterhin mit einer länger anhaltenden Phase niedriger und negativer Zinssätze.

<sup>4</sup> Die Methodik zur Berechnung des EONIA wurde am 2. Oktober 2019 umgestellt. Er wird nun ermittelt, indem zum €STR ein fester Zinsaufschlag von 8,5 Basispunkten addiert wird. Siehe EZB, [Der EONIA geht, der €STR kommt](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2019, November 2019.

**Abbildung 6**  
EONIA-Terminzinskurve

(in % p. a.)



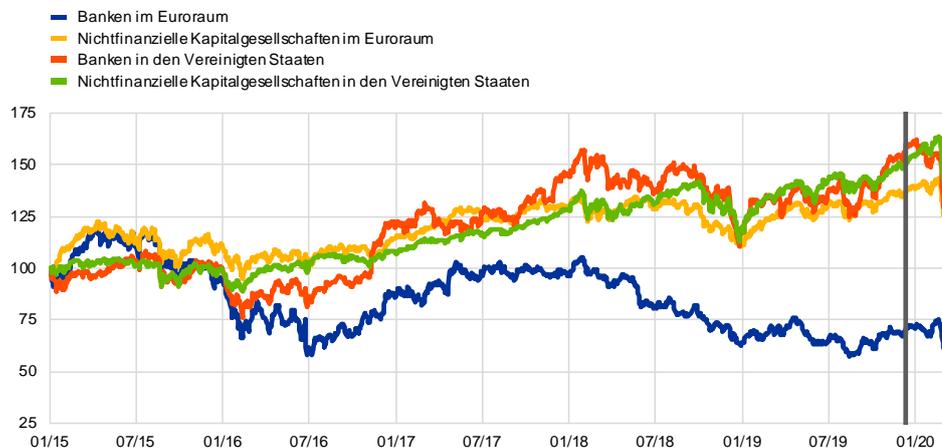
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

**Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet verzeichneten ab Ende Februar vor dem Hintergrund erhöhter Risikoprämien einen massiven Rückgang** (siehe Abbildung 7). Zu Beginn des Berichtszeitraums zogen die Notierungen sowohl im Euroraum als auch weltweit zunächst weiter an und erreichten in einigen Marktsegmenten neue Höchststände. Als sich die Bedenken hinsichtlich des Coronavirus allmählich verstärkten, aber hauptsächlich auf China begrenzt blieben, kam es Ende Januar zu einem ersten Rückgang an den Aktienmärkten, der jedoch von kurzer Dauer war. Ende Februar schließlich brachen die Aktienkurse durchweg ein, als sich das Virus auch außerhalb Chinas ausbreitete und die Risikoaversion und die Unsicherheit parallel zunahmen. Im Einzelnen gaben die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet vom 21. Februar bis zum 11. März 2020 um 19 % und die Kurse von Banken um 30 % nach. In den USA fielen die Notierungen von nichtfinanziellen Unternehmen und Banken um 12 % bzw. 36 %. Die implizite Aktienkursvolatilität schnellte im Euroraum sowie weltweit in die Höhe.

## 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. Dezember 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. März 2020.

**Die Spreads von Unternehmensanleihen finanzieller und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum blieben zunächst relativ stabil, stiegen Ende Februar aber kräftig an, als sich das Coronavirus auch außerhalb Chinas ausbreitete** (siehe Abbildung 8). Ab dem 21. Februar vergrößerte sich der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 42 Basispunkte auf 104 Basispunkte und bei Anleihen des Finanzsektors um 53 Basispunkte auf 127 Basispunkte. Diese Ausweitung spiegelte die Verschlechterung der Risikostimmung wider, die auch an den Aktienmärkten zu beobachten war. Indessen blieben die Ratingnoten und die Messgrößen der Ausfallwahrscheinlichkeiten weitgehend unverändert.

## Abbildung 8

### Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



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

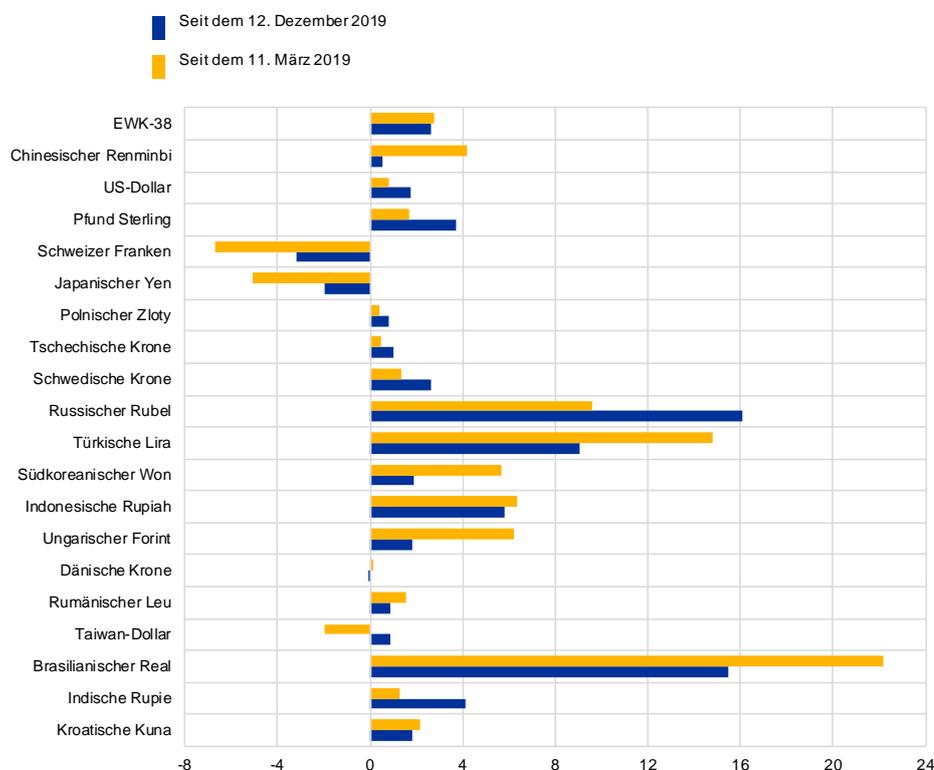
Anmerkung: Die Abstände errechnen sich als Asset-Swap-Spreads gegenüber dem risikofreien Zinssatz. Die Indizes umfassen Anleihen unterschiedlicher Laufzeiten (jedoch mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr) mit Investment-Grade-Rating. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. Dezember 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. März 2020.

**Was die Devisenmärkte betrifft, so wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung vor dem Hintergrund einer erhöhten Volatilität deutlich auf** (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 2,6 %. Mit Blick auf die bilaterale Wechselkursentwicklung gewann der Euro gegenüber dem US-Dollar kräftig an Wert (+1,8 %), wenngleich das Umfeld von erhöhter Volatilität geprägt war. Der US-Dollar zog in der ersten Februarhälfte noch an, was zum Teil einer größeren Unsicherheit bezüglich der weltweiten Konjunkturaussichten geschuldet war. Ende Februar verlor er jedoch an Boden, da mit einer geldpolitischen Lockerung in den Vereinigten Staaten gerechnet wurde. Dieser Trend setzte sich auch nach der Anfang März erfolgten Zinssenkung der Fed und angesichts immer ernsterer Nachrichten zum Coronavirus weiter fort. Gleichzeitig wertete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling sehr stark auf (+3,7 %) und legte auch gegenüber den meisten anderen Währungen zu, darunter auch solche von nicht dem Euroraum angehörenden EU-Staaten und von wichtigen Schwellenländern. Im Einklang mit der abnehmenden Risikofreudigkeit schwächte sich der Euro hingegen in Relation zum Schweizer Franken (-3,2 %) und zum japanischen Yen (-2,0 %) erheblich ab.

### 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. März 2020.

### 3 Konjunktorentwicklung

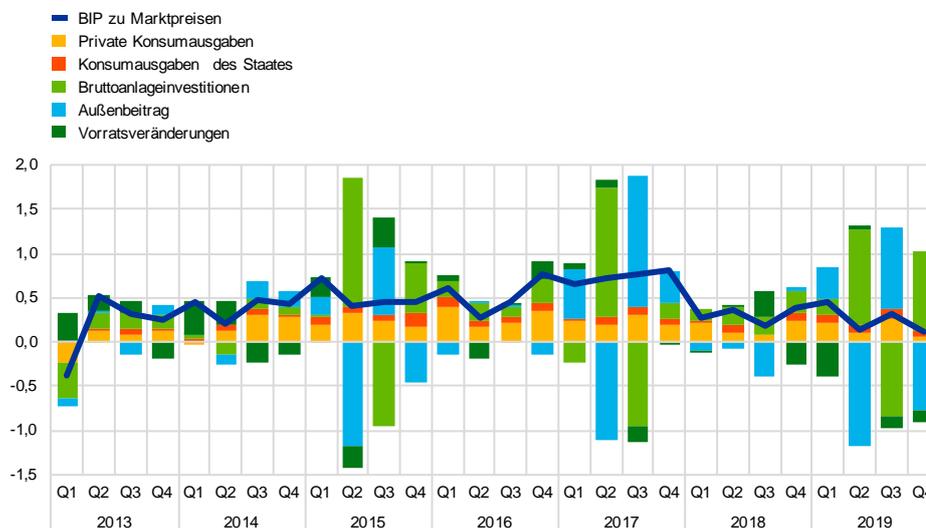
*Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet war im vierten Quartal 2019 mit 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (nach 0,3 % im dritten Jahresviertel) weiterhin gedämpft. Maßgeblich hierfür waren die anhaltende Schwäche im verarbeitenden Gewerbe und das langsamere Investitionswachstum. Aktuelle Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse deuten auf eine geringe Wachstumsdynamik im Euroraum hin. Allerdings spiegeln sich darin noch nicht in vollem Umfang die Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Coronavirus (COVID-19) wider, der sich Ende Februar in Kontinentaleuropa auszubreiten begann und die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigt. Lässt man die von der Ausbreitung des Coronavirus ausgehenden Verwerfungen außer Acht, so dürfte das Wachstum im Eurogebiet mittelfristig wieder Fahrt aufnehmen. Hierzu tragen die günstigen Finanzierungsbedingungen, der finanzpolitische Kurs im Euroraum und die erwartete Erholung der Weltwirtschaft bei. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2020 zufolge wird das jährliche reale BIP im Jahr 2020 um 0,8 %, 2021 um 1,3 % und 2022 um 1,4 % steigen. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für das laufende Jahr um 0,3 Prozentpunkte und für das kommende Jahr um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Grund hierfür ist im Wesentlichen der Ausbruch des Coronavirus, dessen aktuell rasche Ausbreitung im Euroraum sich allerdings noch nicht vollständig in den Daten niedergeschlagen hat. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euro-Währungsgebiets sind daher eindeutig abwärtsgerichtet. Neben den bestehenden Risiken im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, zunehmendem Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften stellt die Ausbreitung des Coronavirus ein neues und erhebliches Abwärtsrisiko für die Wachstumsaussichten dar.*

**Das Wachstum im Euroraum verlangsamte sich im vierten Quartal 2019 aufgrund der anhaltenden Schwäche im verarbeitenden Gewerbe.** Das reale BIP erhöhte sich im Schlussquartal 2019 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal nach einem Plus von 0,3 % im dritten Vierteljahr (siehe Abbildung 10). Ausschlaggebend für den verhaltenen Anstieg im vierten Quartal war ein Einbruch im verarbeitenden Gewerbe, wohingegen sich der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe weiterhin dynamischer entwickelten. Die Binnennachfrage leistete mit 1,0 Prozentpunkten einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum, wohingegen vom Außenbeitrag und von den Vorratsveränderungen mit 0,8 bzw. 0,1 Prozentpunkten negative Impulse ausgingen. Insgesamt führte das Produktionswachstum im Schlussquartal zu einem jährlichen BIP-Anstieg von 1,2 % im Jahr 2019, verglichen mit 1,9 % im Jahr davor.

## Abbildung 10

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

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

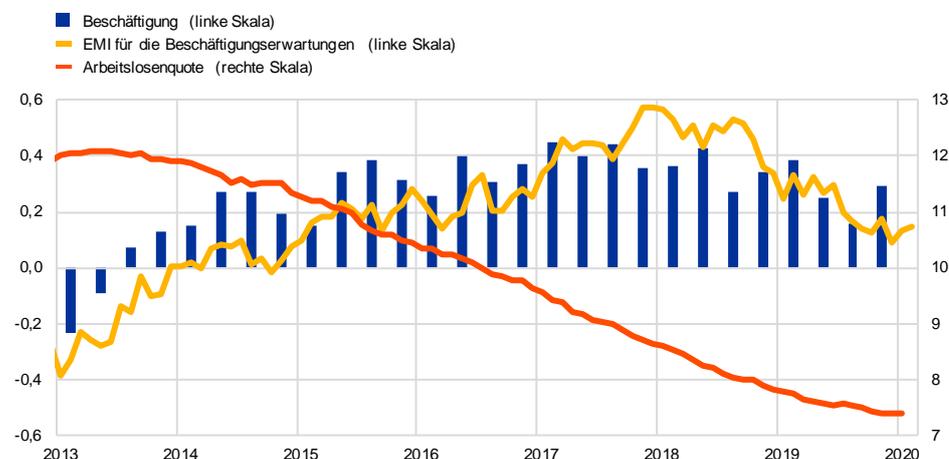
**Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal 2019 weiter zu, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal** (siehe Abbildung 11). Die meisten Länder des Euroraums verzeichneten einen Beschäftigungsanstieg, der sich jedoch stärker auf das Baugewerbe und den Dienstleistungssektor konzentrierte. Aktuell liegt die Beschäftigung fast 4,3 % über dem im ersten Quartal 2008 gemessenen Höchststand vor der Finanzkrise. Unter Berücksichtigung der jüngsten Zunahme hat sich die Zahl der Beschäftigten im Euro-Währungsgebiet seit dem im zweiten Quartal 2013 verzeichneten Tiefstand insgesamt um 12,0 Millionen erhöht. Der Beschäftigungsanstieg im letzten Jahresviertel 2019 steht im Gegensatz zu der schwächeren realwirtschaftlichen Aktivität. So verringerte sich die Arbeitsproduktivität je Beschäftigten um 0,2 %. Das die Erwartungen übertreffende Beschäftigungswachstum im Eurogebiet könnte auch der robusten Entwicklung der arbeitsintensiveren Binnennachfrage geschuldet sein. Im Vergleich dazu wies der weniger arbeitsintensive Außenhandelssektor eine schwächere Dynamik auf.

**Ungeachtet der im ersten Quartal 2020 bislang stabilen Werte der aktuellen kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren hängt die Beschäftigungsdynamik auf kurze Sicht weiterhin von den Auswirkungen des Coronavirus ab.** Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet belief sich im Januar 2020 auf 7,4 %. Sie blieb damit unverändert gegenüber dem Schlussquartal 2019 und liegt nach wie vor auf dem niedrigsten Stand seit Juli 2008. Umfrageindikatoren deuten für das erste Vierteljahr 2020 auf eine anhaltende Zunahme der Beschäftigung hin. So blieb der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Gesamtbeschäftigung im Februar 2020 weitgehend stabil bei 51,4 Punkten nach ebenfalls 51,4 Zählern im Januar 2020 und 51,3 Punkten im letzten Jahresviertel 2019.

## 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 vierte Quartal 2019 (Beschäftigung), Februar 2020 (EMI) bzw. Januar 2020 (Arbeitslosenquote).

#### Die privaten Konsumausgaben haben sich im vierten Quartal 2019 weiter erhöht, wenn auch langsamer als im vorangegangenen Vierteljahr. Im

Schlussquartal 2019 stieg der private Verbrauch um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem der Zuwachs im dritten Jahresviertel etwas höher ausgefallen war. Die jüngste Schwäche des privaten Konsums war teilweise auf Kalendereffekte im Dezember zurückzuführen. Vor dem Hintergrund kräftiger Lohnzuwächse beschleunigte sich das Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2019. Dies lässt auf einen kontinuierlichen Anstieg des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte schließen und stützt das Vertrauen und die Ausgaben der Verbraucher. Zudem erhöhte sich auch das Nettovermögen der Privathaushalte im dritten Quartal 2019, während die Finanzierungsbedingungen sehr günstig blieben.

#### Die verfügbaren Konjunkturindikatoren deuten für Anfang 2020 auf einen recht robusten privaten Verbrauch hin, was jedoch von der Ausbreitung des Coronavirus in Europa abhängt. Aktuelle Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen

lassen auf ein moderates, aber stetiges Wachstum der privaten Konsumausgaben schließen, wobei um den Jahreswechsel herum eine gewisse Volatilität zu verzeichnen war. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel stieg im Januar 2020 um 0,6 %, nachdem es Dezember 2019 um 1,1 % zurückgegangen war. Darüber hinaus nahm auch das Verbrauchervertrauen im Februar 2020 den zweiten Monat in Folge zu. Die jüngsten Verbesserungen spiegeln die günstigere Einschätzung der privaten Haushalte in Bezug auf ihre vergangene und künftige finanzielle Situation wider. Das Verbrauchervertrauen liegt nach wie vor über seinem historischen Durchschnittswert und steht mit einem weiterhin beständigen Wachstum der privaten Konsumausgaben im Einklang. Allerdings dürften sich die aktuellen Maßnahmen zur Eindämmung der Ausbreitung des Coronavirus in naher Zukunft erheblich auf den Konsum auswirken.

**Die Erholung an den Wohnimmobilienmärkten dürfte sich in einem langsameren Tempo als 2019 fortsetzen und durch den Ausbruch des Coronavirus beeinträchtigt werden.**

Die Wohnungsbauinvestitionen wurden im vierten Quartal 2019 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal gesteigert. Darin spiegelt sich eine Abschwächung der Wachstumsdynamik an den Wohnimmobilienmärkten des Euroraums wider. Wenngleich das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen 2019 das dritte Jahr in Folge rückläufig war, deuten die Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse auf eine positive, wenn auch nachlassende Dynamik hin. Die Produktion im Hochbau sank im vierten Quartal 2019 um 1,0 % gegenüber dem Vorquartal und verzeichnete damit den dritten vierteljährlichen Rückgang in Folge. Die von der Europäischen Kommission für die vergangenen Monate veröffentlichten Vertrauensindikatoren für das Baugewerbe weisen auf eine positive, aber sich abschwächende Dynamik im Schlussquartal 2019 und Anfang 2020 hin. Der EMI für den Wohnungsbau belief sich im letzten Jahresviertel 2019 im Schnitt auf 50,6 Punkte und im Januar und Februar durchschnittlich auf jeweils 52,6 Punkte.

**Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen im Euro-Währungsgebiet war 2019 besonders volatil. Dahinter verbargen sich ein Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen und starke Schwankungen bei den Investitionen in immaterielle Vermögenswerte.**

Die Investitionen außerhalb des Baugewerbes erhöhten sich im vierten Quartal 2019 um 8,0 % gegenüber dem Vorquartal. Grund hierfür war, dass die Investitionen in geistiges Eigentum – insbesondere wegen der Entwicklung in Irland – in vierteljährlicher Betrachtung einen Anstieg von 20 % verzeichneten. Das vierteljährliche Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen verlangsamte sich hingegen im Jahr 2019 und schrumpfte im Schlussquartal, was sich an der besonders schwachen Investitionsgüterproduktion in diesem Quartal ablesen ließ. Die nachlassende Dynamik lässt sich teilweise auf die weiterhin erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit und die schlechteren Nachfragebedingungen zurückführen. Im Januar und Februar 2020 war bei der Einschätzung der Auftragslage im Exportgeschäft und den Produktionserwartungen im Investitionsgütersektor eine leichte Verbesserung festzustellen. Diese Einschätzung ging allerdings noch aus Daten hervor, die vor dem Ausbruch des Coronavirus in Europa erhoben wurden. Was die Vertrauensindikatoren für den Investitionsgütersektor betrifft, so stiegen der EMI für Januar und der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) für Februar gegenüber ihrem jeweiligen Stand vom Schlussquartal 2019 an, blieben aber unter ihren historischen Durchschnittswerten. Die zukunftsorientierten Indikatoren, etwa für die Unsicherheit im verarbeitenden Gewerbe, sanken im Januar leicht, und der Rückgang der Gewinnerwartungen der börsennotierten Unternehmen kam im Februar zum Stillstand. Eine Erholung der Gewinne, günstige Finanzierungsbedingungen und die großzügigen Liquiditätspuffer im Unternehmenssektor dürften ebenfalls zu einer allmählichen Belebung des Investitionswachstums beitragen.

**Zwar erholte sich die Warenausfuhr in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets im vierten Quartal 2019 aufgrund vermehrter Exporte in die Schwellenländer, doch dürfte sich diese Entwicklung im ersten Quartal 2020 infolge der Auswirkungen des Coronavirus wieder umkehren.** Die nominale

Warenausfuhr in Drittländer erhöhte sich im Schlussquartal 2019 um 1,3 % gegenüber dem Vorquartal. Dabei erholten sich Ende 2019 insbesondere die Exporte in die Türkei, nach Brasilien, China und in die übrigen asiatischen Länder. Die Warenausfuhr in die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich schwächte sich hingegen im gleichen Zeitraum ab. Ursächlich hierfür waren die geringeren Exporte von Arzneimitteln und der Abbau von Lagerbeständen, die zuvor im Zusammenhang mit dem Brexit aufgestockt worden waren. Der Handel innerhalb des Euroraums blieb kraftlos, worin sich eine schwache Industrieproduktion und geringe Investitionen im Eurogebiet widerspiegelten. Mit Blick auf die Zukunft lassen die verfügbaren Frühindikatoren erkennen, dass die Exporte aufgrund des Coronavirus sinken werden. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Euroraums brach im Februar 2020 ein, und auch die Seetransportindikatoren (z. B. der Baltic Dry Index) wiesen zuletzt einen deutlichen Rückgang auf. Darin sind die Auswirkungen des Corona-Ausbruchs in Italien und anderen Euro-Ländern noch nicht berücksichtigt. Die Folgen der Corona-Krise für den Handel des Euro-Währungsgebiets dürften über Störungen der Lieferketten außerhalb und innerhalb des Euroraums sowie über eine geringere Auslandsnachfrage, einen Vertrauensverlust und einen Einbruch der Dienstleistungen etwa im Tourismus und im Verkehr zum Tragen kommen.

**Aktuelle Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse deuten auf eine gewisse Stabilisierung des Wachstums im Euroraum – wenn auch auf niedrigem Niveau – hin. Allerdings spiegeln sich darin noch nicht in vollem Umfang die Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Ausbruch des Coronavirus in Kontinentaleuropa wider.** Der EMI für die Produktion erhöhte sich im Februar 2020 sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor. Infolgedessen lag der Durchschnittswert für die ersten beiden Monate des Jahres 2020 über dem des vierten Quartals 2019 (51,4 gegenüber 50,7 Punkten). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte ESI verzeichnete im Februar einen Anstieg und lag damit über seinem langfristigen Durchschnitt. Der Durchschnittswert für das laufende Jahr ist mit 103,0 Zählern bislang höher als jener des Schlussquartals 2019 (100,6 Punkte). Der Rückgang des ESI für das Baugewerbe und die leichte Abschwächung des ESI für den Einzelhandel wurden durch eine Stimmungsaufhellung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie bei den privaten Haushalten weitgehend ausgeglichen. Die Umfrageergebnisse lassen zwar Anzeichen einer Stabilisierung erkennen, doch die Angaben zu den Lieferfristen der Anbieter und den Geschäftserwartungen in den bis Februar verfügbaren Umfragen deuten bereits auf eine Belastung der Konjunktur im Euroraum infolge der Auswirkungen des Coronavirus in China hin. Die Verbreitung des Virus nach dem Ausbruch in Europa könnte zu weiteren Unterbrechungen der Lieferketten führen und durch die sehr hohe Unsicherheit und die gestiegene Finanzmarktvolatilität sowohl den Konsum als auch die Investitionen beeinträchtigen.



## 4 Preise und Kosten

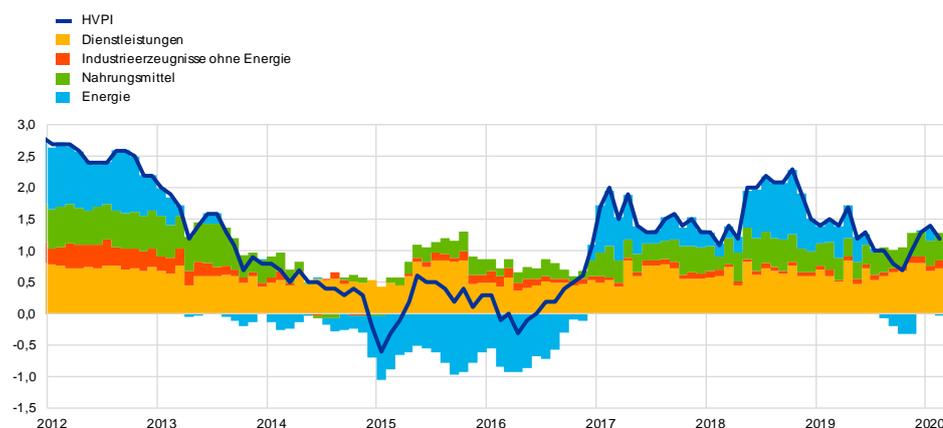
Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ist der Vorausschätzung von Eurostat zufolge gesunken, und zwar von 1,4 % im Januar 2020 auf 1,2 % im Februar. Angesichts des jüngsten Einbruchs der aktuellen Preise und der Terminpreise für Öl dürfte die Gesamtinflation in den kommenden Monaten erheblich zurückgehen. Diese Einschätzung spiegelt sich nur teilweise in den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2020 wider. Den dort enthaltenen Berechnungen zufolge wird sich die jährliche HVPI-Inflation 2020 auf 1,1 %, 2021 auf 1,4% und 2022 auf 1,6 % belaufen. Gegenüber den vom Eurosystem erstellten Projektionen vom Dezember 2019 sind diese Werte weitgehend unverändert. Mittelfristig wird die Teuerung von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt. Die Auswirkungen des Coronavirus auf die Inflation sind mit hoher Unsicherheit behaftet, da der Abwärtsdruck, der sich aus einer schwächeren Nachfrage ergibt, durch den Aufwärtsdruck, der mit Angebotsengpässen einhergeht, ausgeglichen werden könnte. Der jüngste Einbruch der Ölpreise birgt erhebliche Abwärtsrisiken für die kurzfristigen Inflationsaussichten.

**Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge war die Teuerung nach dem HVPI im Februar rückläufig.** Die Verringerung von 1,4 % im Januar auf 1,2 % im Februar war auf einen geringeren Preisanstieg bei Energie zurückzuführen, der die Erhöhung der Teuerungsraten für Nahrungsmittel, Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie mehr als wettmachte. Die Gesamtinflation wurde zwar weiterhin vornehmlich vom Preisanstieg bei Energie bestimmt, aber mit Raten von über 2 % trug die Teuerung von Nahrungsmitteln in letzter Zeit erheblich zum Inflationsniveau bei.

### Abbildung 13

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

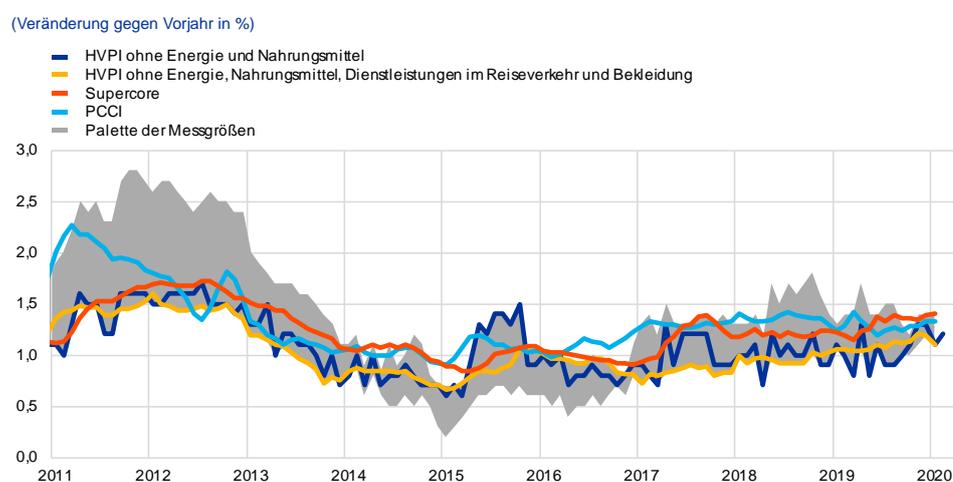


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2020 (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 erhöhte sich im Februar auf 1,2 %, nachdem sie im November und Dezember jeweils auf 1,3 % gestiegen und im Januar auf 1,1 % gesunken war. Andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation erwiesen sich in den letzten Monaten als stabiler (entsprechende Daten liegen nur bis Januar vor; siehe Abbildung 14). Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung sowie die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) und der Supercore-Indikator<sup>5</sup> setzten die im gesamten letzten Jahr beobachtete breite Seitwärtsbewegung fort.

**Abbildung 14**  
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf Februar 2020 (Vorausschätzung) und für alle übrigen Indikatoren auf Januar 2020. 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 bei den im HVPI erfassten Industrieerzeugnissen 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 Januar wie bereits seit Oktober unverändert bei 0,7 % gegenüber dem Vorjahr und damit über ihrem historischen Durchschnitt. Die entsprechende Teuerungsrate der Einfuhrpreise erhöhte sich von -0,1 % im Dezember auf 0,5 % im Januar. Die Indikatoren für den Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette entwickelten sich weiterhin schwach, nahmen aber leicht zu. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter betrug im Januar -1,0 % nach -1,1 % im Dezember, und die

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

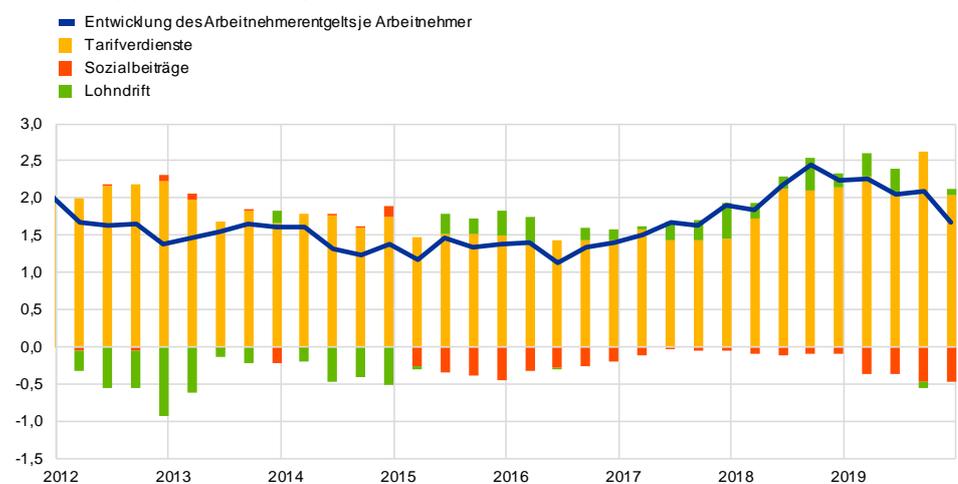
Änderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter stieg von -1,2 % im Dezember auf -0,4 % im Januar.

**Das Lohnwachstum ging zurück.** Im vierten Quartal 2019 lag die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei 1,7 % nach 2,1 % im Vorquartal (siehe Abbildung 15). Der Jahresdurchschnitt für 2019 sank mit 2,0 % leicht gegenüber dem Jahr 2018 (2,2 %). Beeinflusst wurden die Daten für 2019 durch eine signifikante Abnahme der Sozialbeiträge in Frankreich.<sup>6</sup> Die Jahreswachstumsrate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer ohne Sozialbeiträge lag im vierten Quartal bei 2,1 % nach 2,5 % im Vorquartal. Im Jahresdurchschnitt 2019 hatte sie 2,4 % betragen, verglichen mit 2,3 % im Vorjahr. Die Jahresänderungsrate der Tarifverdienste im Euroraum ging von 2,6 % im dritten auf 2,0 % im vierten Quartal 2019 zurück. Dieser Rückgang war im Wesentlichen auf im dritten Quartal erfolgte Einmalzahlungen im verarbeitenden Gewerbe in Deutschland zurückzuführen. Aus der Gesamtbetrachtung der verschiedenen Indikatoren ohne Berücksichtigung temporärer Faktoren geht hervor, dass das Lohnwachstum im Jahresverlauf 2019 leicht rückläufig war, wobei die Raten jedoch in etwa auf dem Stand des historischen Durchschnitts oder leicht darüber liegen.

### 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 vierte Quartal 2019.

**Die marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen sanken Anfang März auf ein neues Allzeittief, nachdem sie in Reaktion auf die globale Ausbreitung des Coronavirus deutlich korrigiert worden waren.** Vor dem jüngsten Rückgang dieser Indikatoren war im Schlussquartal 2019 und bis zur Sitzung des EZB-Rats im Januar hingegen ein Anstieg verzeichnet worden. Seit Mitte Januar fiel der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren um 42 Basispunkte auf 0,91 %.

Zugleich erhöhte sich die marktbasiertere (risikoneutrale) Wahrscheinlichkeit einer Deflation (die auf einer unter null liegenden

<sup>6</sup> Siehe auch EZB, [Aktuelle Entwicklung der Sozialbeiträge und Mindestlöhne im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

durchschnittlichen Inflationsrate für die kommenden fünf Jahre basiert) auf 22 %. Das zukunftsgerichtete Profil der marktbasierten Indikatoren der Inflationserwartungen deutet weiterhin auf eine länger andauernde Phase niedriger Teuerungsraten hin. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das erste Quartal 2020, der in der zweiten Januarwoche 2020 durchgeführt wurde, sowie den von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer zuletzt veröffentlichten Daten befanden sich auch die umfragebasierten langfristigen Inflationserwartungen im Januar auf einem historischen Tiefstand.

**Abbildung 16**  
Marktbasierte Indikatoren der Inflationserwartungen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. März 2020.

**Die Experten der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2020 davon aus, dass die zugrunde liegende Inflation auf mittlere Sicht ansteigt.** In den Projektionen wird erwartet, dass sich die durchschnittliche HVPI-Gesamtinflation 2020 auf 1,1 %, 2021 auf 1,4 % und 2022 auf 1,6 % belaufen wird. Gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2019 sind diese Werte damit praktisch unverändert (siehe Abbildung 17). Die 2020 im Vergleich zum Vorjahr niedrigere Gesamtinflationsrate ist auf einen merklichen Rückgang der im HVPI erfassten Energiepreise angesichts der (bis zum Stichtag für die technischen Annahmen am 18. Februar verzeichneten) schwachen Ölpreisentwicklung zurückzuführen. Zum Teil war hierfür auch der Ausbruch von COVID-19 verantwortlich. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich den Erwartungen zufolge im Jahresverlauf 2020 mit 1,2 % seitwärts bewegen und anschließend schrittweise auf 1,4 % im Jahr 2021 und auf 1,5 % im Jahr 2022 ansteigen. Neben dem Einfluss auf die Ölpreisentwicklung herrscht beträchtliche Unsicherheit darüber, wie sich die Verbreitung von COVID-19 auf die Inflation auswirkt. In den Projektionen wird angenommen, dass der aus der schwächeren Nachfrage im Jahr 2020 resultierende Abwärtsdruck auf die Preise weitgehend durch die aufwärtsgerichteten Effekte im Zusammenhang mit Angebotsengpässen ausgeglichen wird, wobei diese Einschätzung mit deutlichen Abwärtsrisiken verbunden ist.

## Abbildung 17

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat sowie EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2020](#), veröffentlicht am 12. März 2020 auf der Website der EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte 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 18. Februar 2020.

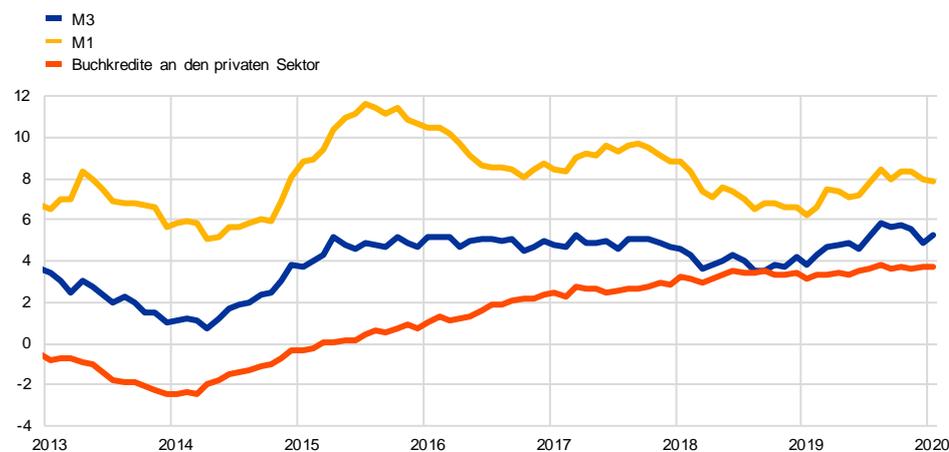
## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Ausgehend von einem soliden Niveau hat sich die monetäre Dynamik seit Spätsommer 2019 verlangsamt. Bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor sind weiterhin unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Kreditkategorien zu beobachten. Während die Ausleihungen an private Haushalte robust geblieben sind, hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen abgeschwächt. Die günstigen Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken stützten nach wie vor die Kreditvergabe und damit das Wirtschaftswachstum. Die gesamte Außenfinanzierung (netto) der Unternehmen im Euroraum hat sich dank der günstigen Fremdfinanzierungskosten stabilisiert. Allerdings dürfte die in jüngster Zeit gestiegene Risikoscheu dazu führen, dass sich die Bedingungen der Finanzierung über Nichtbanken für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verschlechtern.

**Seit Spätsommer 2019 hat sich die monetäre Dynamik verlangsamt.** Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 stieg von 4,9 % im Dezember 2019 auf 5,2 % im Januar 2020 (siehe Abbildung 18). Grund für die Zunahme war im Wesentlichen ein positiver Basiseffekt im Zusammenhang mit den marktfähigen Finanzinstrumenten, der die kontinuierliche Abschwächung der kürzerfristigen monetären Dynamik überlagerte. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge wurde von den sehr niedrigen Opportunitätskosten für die Haltung monetärer Instrumente gestützt. Dagegen wirkte sich die Abschwächung des Wirtschaftswachstums hemmend auf die M3-Dynamik aus. Wie in den vorangegangenen Quartalen wurde das Wachstum der Geldmenge M3 weiterhin hauptsächlich vom eng gefassten Geldmengenaggregat M1 angetrieben, das sich aus den täglich fälligen Einlagen und dem Bargeldumlauf zusammensetzt. Das jährliche Wachstum von M1 lag im Januar 2020 bei 7,9 % nach 8,0 % im Vormonat.

**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 Januar 2020.

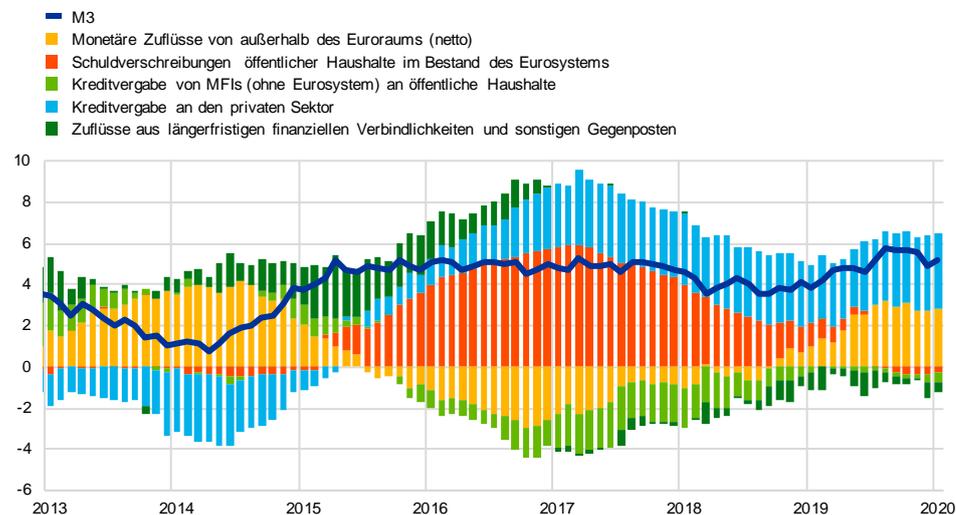
**Die täglich fälligen Einlagen leisteten nach wie vor den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum.** Ihre jährliche Zuwachsrate blieb im Januar mit 8,4 % weitgehend stabil (nach 8,5 % im Dezember), wobei sich ihr Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum seit Herbst 2019 etwas verringert hat. Zu dieser Abschwächung trugen die Unternehmen wie auch die privaten Haushalte bei. Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs bewegte sich im Januar weiter um die 5 %-Marke, und es gibt keine Hinweise darauf, dass im aktuellen Niedrigzinsumfeld Einlagen durch Bargeld ersetzt werden. Der leichte Anstieg des jährlichen M3-Wachstums im Januar war im Wesentlichen auf die marktfähigen Finanzinstrumente (M3 – M2) zurückzuführen, die einen positiven Beitrag zur monatlichen Dynamik der Geldmenge M3 leisteten. Hierdurch wurde der dämpfende Effekt umgekehrt, den diese Instrumente im Dezember auf das M3-Wachstum hatten. Dieser hatte sich aus der stark negativen Nettoemission von Schuldverschreibungen ergeben, die durch Jahresresultimoeffekte bedingt gewesen sein könnte.

**Wichtigster Wachstumsmotor der weit gefassten Geldmenge war weiterhin die Kreditvergabe an den privaten Sektor.** Sie leistete auch im Januar einen stabilen und beträchtlichen Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 19). Der jährliche Beitrag der Kreditvergabe an den privaten Sektor bis Januar 2020 zeigt im Wesentlichen, dass sich das Jahreswachstum der Buchkredite robust entwickelte. Die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums waren die zweite wichtige Quelle der Geldschöpfung. Sie haben die Geldmenge M3 seit November 2019 im Großen und Ganzen kontinuierlich gestützt. Darin kommt die Präferenz von Anlegern für Vermögenswerte des Eurogebiets zum Ausdruck (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 19). Die im November wieder aufgenommenen Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hatten in den ersten drei Monaten nur einen begrenzten direkten Einfluss auf M3. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die wichtigsten Verkäufer von Anleihen an das Eurosystem Banken und Gebietsfremde waren. Auch der dämpfende Effekt, den das Fälligwerden nicht dem APP-Portfolio angehörender Schuldverschreibungen auf das M3-Wachstum hatte, wurde durch die Wiederaufnahme der Nettokäufe nicht kompensiert (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 19). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten bremsten die M3-Dynamik erneut nur leicht (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 Januar 2020.

#### **Die jährliche Zuwachsrates der Buchkredite an den privaten Sektor blieb insgesamt weitgehend stabil, wobei sich die einzelnen Sektoren unterschiedlich entwickelten.**

Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor lag im Januar 2020 bei 3,8 %, verglichen mit 3,7 % im Dezember 2019 (siehe Abbildung 18). Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte wies weiterhin einen leichten Aufwärtstrend auf (3,7 % im Januar nach 3,6 % im Dezember). Indessen stabilisierte sich die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an Unternehmen bei 3,2 %; dies ist ein Beleg für ihre seit September 2018 verzeichnete Abschwächung. Die beträchtliche Heterogenität des Kreditwachstums in den einzelnen Staaten spiegelt unter anderem ein auf Länderebene uneinheitliches Wirtschaftswachstum, die unterschiedliche Verfügbarkeit von anderen Finanzierungsquellen, die unterschiedlich hohe Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen sowie divergierende Wohnimmobilienpreise wider (siehe Abbildung 20).

#### **Das verlangsamte Wachstum der Unternehmenskredite steht im Einklang mit der verzögerten Reaktion auf den zyklischen Verlauf der realwirtschaftlichen Aktivität.**

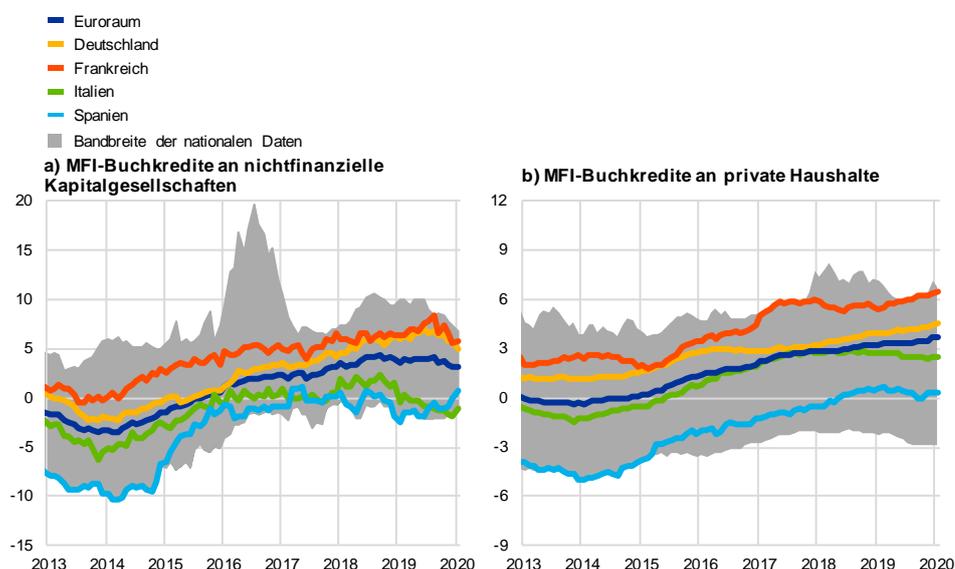
Die schleppendere Vergabe von Bankkrediten konzentriert sich nach wie vor auf das verarbeitende Gewerbe und den Handel, die von der anhaltenden Abkühlung der Weltwirtschaft am stärksten betroffen sind. Dagegen gibt es bisher wenige Anzeichen für ein Übergreifen auf den Dienstleistungssektor (einschließlich Grundstücks- und Wohnungswesen), der am meisten zum Wachstum der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beiträgt. Den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zufolge ist das langsamere Wachstum der Unternehmenskredite allem Anschein nach im

Wesentlichen nachfragebedingt. Es resultiert also beispielsweise aus einem geringeren Finanzbedarf für Anlageinvestitionen. Die aus der Umfrage zum Kreditgeschäft gewonnenen Vorlaufindikatoren deuten auch darauf hin, dass sich das Wachstum der Buchkredite an Firmen im ersten Halbjahr 2020 noch etwas weiter abschwächen dürfte. Die Kreditrichtlinien sind bislang weitgehend unverändert geblieben, wobei es zu einer geringfügig negativen Neubewertung des Kreditrisikos von Unternehmen kam – insbesondere in Bezug auf kleine und mittlere Firmen, die tendenziell besonders empfindlich auf den Konjunkturzyklus reagieren.

### Abbildung 20

#### MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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 zwölf Euro-Ländern an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2020.

#### Bei der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte hielt der graduelle Aufwärtstrend an, und das Wachstum der Konsumentenkredite stabilisierte sich.

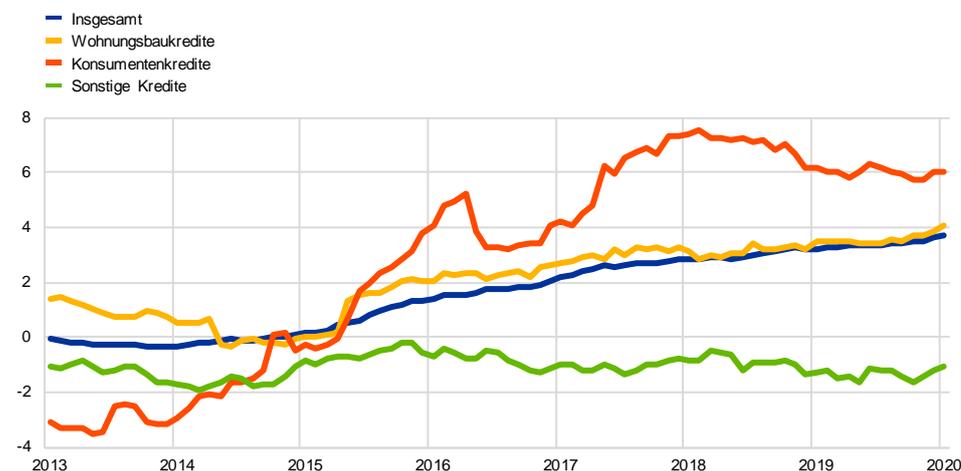
Die jährliche Zuwachsrate der Wohnungsbaukredite an private Haushalte erhöhte sich von 3,9 % im Dezember 2019 auf 4,1 % im Januar 2020 und setzte damit den seit 2015 zu beobachtenden kontinuierlichen Aufwärtstrend fort (siehe Abbildung 21). Die Jahreswachstumsrate der Konsumentenkredite blieb auf Ebene des Euroraums robust. Sie betrug im Januar 6 % und war damit gegenüber dem Vormonat unverändert, lag aber etwas unter dem Anfang 2018 verzeichneten Niveau von über 7 %. Im Gegensatz zum kräftigen Wachstum der Hypothekendarlehen und der Konsumentenkredite blieb das jährliche Wachstum der sonstigen Kredite an private Haushalte im Januar mit -1,0 % verhalten (nach -1,2 % im Dezember). Die Schwäche dieser Kreditkategorie hängt vor allem mit der Kreditvergabe an kleine Unternehmen (Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit) zusammen, die dem Haushaltssektor zugerechnet werden. Diese Firmen könnten von der konjunkturellen Abkühlung besonders betroffen sein und greifen möglicherweise auch auf Finanzierungsquellen

aus dem Nichtbankenbereich (einschließlich Innenfinanzierungsmitteln) zurück, um ihren Finanzierungsbedarf zu decken.

### Abbildung 21

#### MFI-Kredite an private Haushalte nach Verwendungszweck

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Zeitreihe der gesamten Buchkreditvergabe an private Haushalte ist um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2020.

#### Die Bruttoverschuldung der privaten Haushalte hat sich auf Ebene des Euroraums in den letzten Quartalen stabilisiert und liegt nun in der Nähe des Ende 2007 verzeichneten Niveaus.<sup>7</sup>

Diese Stabilisierung ist vor dem Hintergrund divergierender Entwicklungen der Verschuldung der privaten Haushalte in den einzelnen Ländern zu sehen. Gleichzeitig erreichte die Schuldendienstlast der Privathaushalte einen neuen historischen Tiefstand, was sich positiv auf die Schuldentragfähigkeit auswirkt.

#### Die Finanzierungsbedingungen der Banken waren weiterhin günstig.

Der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum ist seit Anfang 2019 im Einklang mit den Marktsätzen gesunken und blieb auch im vierten Quartal 2019 sowie im Januar 2020 sehr niedrig (siehe Abbildung 22). Diese Entwicklung spiegelt den erheblichen Rückgang der Bankanleiherenditen auf historische Tiefstände im Verlauf des Jahres 2019 wider. Seit Ende Februar 2020 sind die Renditen indes – vor allem als Reaktion auf die Ausbreitung des Coronavirus (COVID-19) – wieder gestiegen. Zu den Zinsen auf Einlagen der Banken, die den Großteil ihrer Refinanzierung ausmachen, sind Daten bis Januar 2020 verfügbar. Daraus geht hervor, dass die Einlagenzinsen der Banken in dieser Zeit auf ihren historischen Tiefständen blieben und somit zur Wahrung der günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen beitrugen. In der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft gaben die Banken an, dass ihre Refinanzierungsbedingungen zudem von den GLRG III und der Wiederaufnahme der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch die EZB im November 2019 begünstigt wurden.

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Households and non-financial corporations in the euro area: third quarter of 2019](#), Januar 2020.

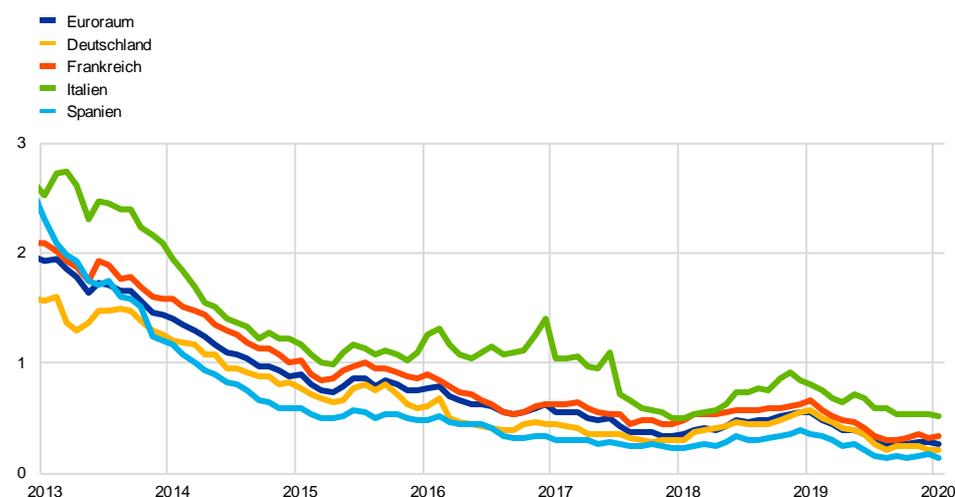
### Die Differenz zwischen den Kredit- und Einlagenzinsen der Banken im

**Euroraum blieb im Januar weitgehend stabil.** Die Zinsdifferenz im Neugeschäft hat sich seit 2014 verringert, da die Kreditzinsen stärker gesenkt wurden als die Einlagenzinsen. Die Auswirkungen dieser Entwicklung auf die Ertragslage der Banken wurden jedoch durch das steigende Kreditvolumen ausgeglichen. Der Gesamteffekt auf das Zinsergebnis (als Produkt aus Kreditmargen und Kreditvolumen) war im Betrachtungszeitraum geringfügig positiv. Seit der Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität durch die EZB im September 2019 hat sich der Anteil der negativ verzinsten Bankeinlagen der Unternehmen weiter erhöht. Die Kreditzins-Einlagenzins-Differenz der Banken wurde hierdurch gestützt und belief sich im Januar 2020 auf 1,34 %. Auch bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen, etwa durch den Abbau notleidender Kredite, haben die Banken im Euroraum weitere Fortschritte erzielt. Dennoch ist ihre Ertragskraft im historischen Vergleich weiterhin gering, was unter anderem mit dem starken Wettbewerb innerhalb des Sektors und durch Nichtbanken, aber auch mit der Notwendigkeit einer höheren Kosteneffizienz in der Bankbranche zusammenhängt.<sup>8</sup>

### Abbildung 22

#### 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 Januar 2020.

### Die günstigen Kreditzinsen tragen weiterhin zur Stützung des Wirtschafts-

**wachstums bei.** Die gewichteten Bankzinsen für Kredite an Unternehmen und Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieben in den drei Monaten bis Januar 2020 weitgehend stabil (siehe Abbildung 23). Sie entwickelten sich somit im Einklang mit den kurzfristigen Marktzinsen, die sich nur wenig änderten, und blieben von der Volatilität der längerfristigen Marktzinsen unberührt. Im Januar 2020 belief sich der gewichtete Zinssatz für Bankkredite an Unternehmen auf 1,55 %. Er lag damit auf demselben Niveau wie im Dezember 2019 und nur geringfügig über seinem historischen Tiefstand vom August 2019. Der gewichtete Zinssatz für

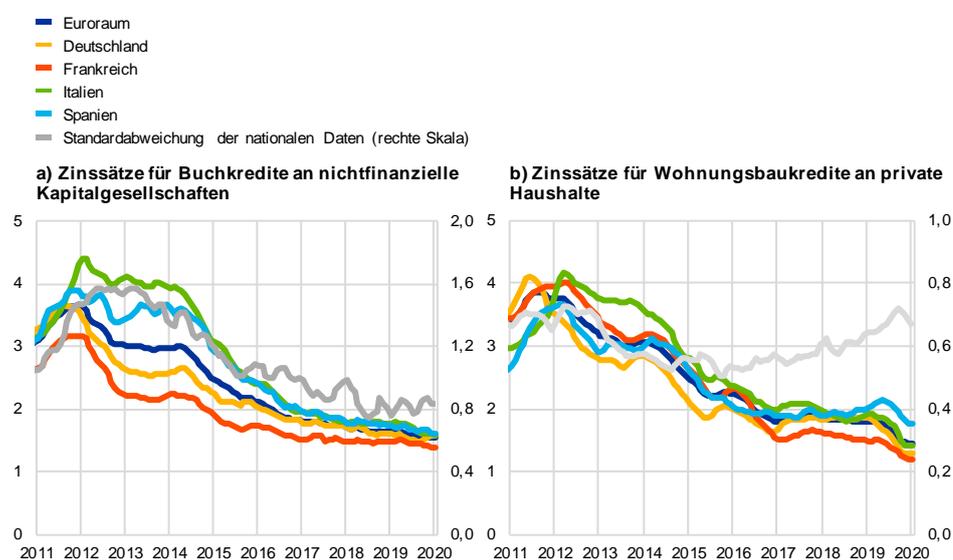
<sup>8</sup> Siehe EZB, [Financial Integration and Structure in the Euro Area](#), März 2020.

Wohnungsbaukredite an private Haushalte blieb weitgehend unverändert bei 1,44 %, nachdem er im Dezember 2019 ein historisches Tief von 1,41 % verzeichnet hatte. Die Wettbewerbssituation, die günstigen Refinanzierungskosten der Banken sowie das Durchwirken der Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB im September 2019 sorgten dafür, dass die Zinssätze für Kredite an Unternehmen und private Haushalte in der Nähe ihrer historischen Tiefstände blieben. Seit der Bekanntgabe der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 sind die gewichteten Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte insgesamt deutlich gesunken. In der Zeit von Mai 2014 bis Januar 2020 sanken die Bankzinsen für Unternehmens- und Wohnungsbaukredite um rund 140 bzw. 150 Basispunkte.

### Abbildung 23

#### 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-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2020.

#### Die jährlichen Ströme von Außenfinanzierungsmitteln an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum stabilisierten sich im vierten Quartal 2019 auf einem soliden Niveau (siehe Abbildung 24, Grafik a). Die

Fremdfinanzierungsströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften haben sich seit dem Schlussquartal 2018 vor dem Hintergrund der konjunkturellen Abschwächung verringert. Der Abwärtstrend der Außenfinanzierungsströme kam indes im Schlussquartal 2019 zum Stillstand. Die Nettoemission von Anleihen erreichte im Jahr 2019 insgesamt ein ähnliches Niveau wie 2016-2017 und fiel erheblich höher aus als 2018. Zugleich verlangsamte sich gegen Jahresende 2019 die Bankkreditaufnahme der Unternehmen, obwohl die relativen Kosten der Fremdfinanzierung weiterhin günstig waren. Ursächlich hierfür war der geringere Finanzierungsbedarf der Firmen, der mit den verzögerten Auswirkungen der seit Mitte 2018 zu beobachtenden Konjunkturabschwächung zusammenhing. Die Kreditgewährung durch Nichtbanken (Nicht-MFIs) fiel im dritten Quartal 2019

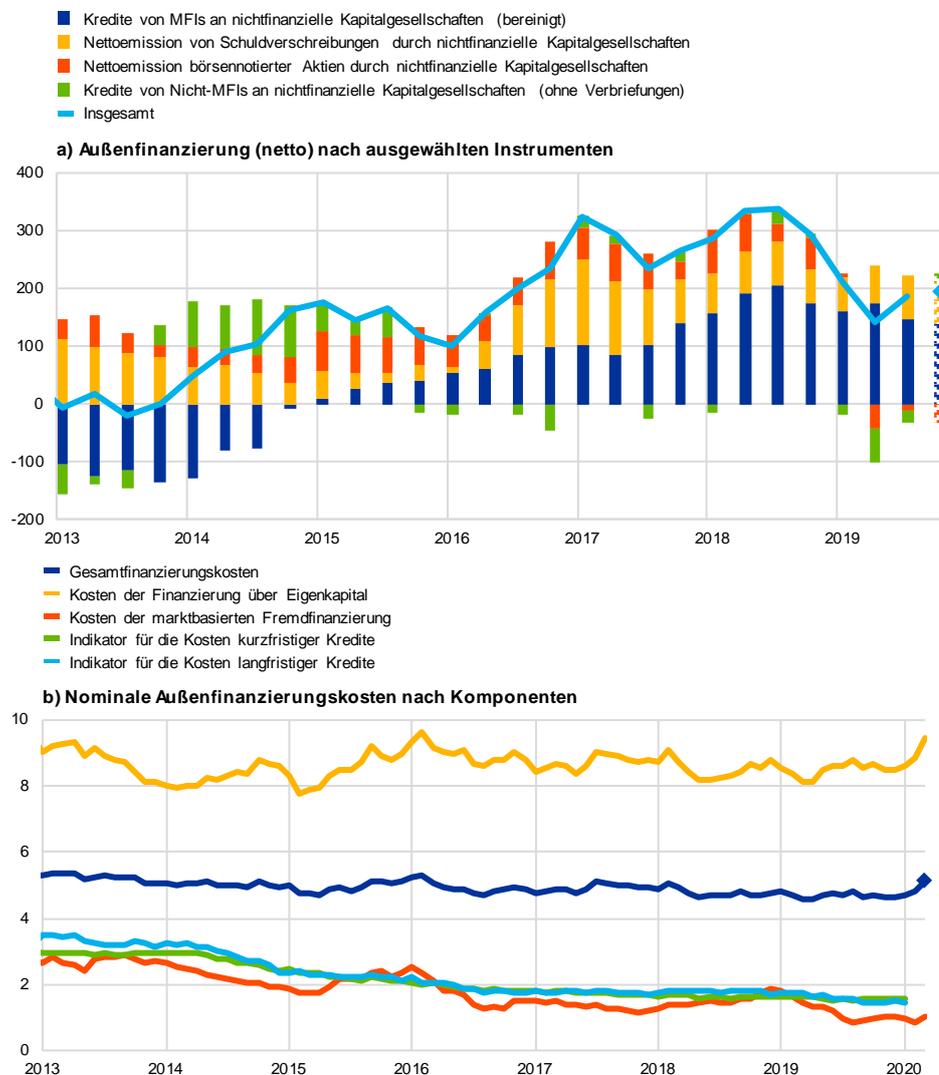
zunächst weniger negativ aus und kehrte sich im Folgequartal dann leicht ins Positive. Dies lässt auf eine etwas stärkere Emission von Unternehmensanleihen über Conduits nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften schließen. Die jüngsten Daten deuten auf eine rege Nettoemission von Schuldverschreibungen im Januar und Februar 2020 hin. Der jährliche Nettoabsatz börsennotierter Aktien sank im vierten Quartal 2019 noch weiter in den negativen Bereich. Verantwortlich hierfür waren die anhaltend schwache Emissionstätigkeit, eine Verschiebung von börsennotierten hin zu nicht börsennotierten Aktien im zweiten Quartal 2019 sowie ein beträchtlicher Basiseffekt. Die Verwendung börsennotierter Aktien als Finanzierungsinstrument wird außerdem dadurch gedämpft, dass es für Unternehmen schon seit geraumer Zeit teurer ist, sich über börsennotierte Aktien zu finanzieren als über Fremdfinanzierungsmittel.

**Im Januar 2020 lagen die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auf einem ähnlichen Niveau wie im September 2019, sind jedoch Schätzungen zufolge seither erheblich gestiegen** (siehe Abbildung 24, Grafik b). So beliefen sich die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) im Januar auf 4,7 %. Damit lagen die Finanzierungskosten im Januar 2020 lediglich 14 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom April 2019. Seitdem sind die Gesamtfinanzierungskosten den Schätzungen zufolge jedoch stark angestiegen und beliefen sich am Ende des Betrachtungszeitraums (11. März 2020) auf 5,1 %. Dahinter verbergen sich eine Zunahme der Kosten für die Finanzierung durch Eigenkapital um 85 Basispunkte und ein Anstieg der Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung um 10 Basispunkte. Die Entwicklung beider Kostenindikatoren lässt sich auf die rasche und drastische Verschlechterung der Risikoneigung im Zusammenhang mit der Ausbreitung des Coronavirus zurückführen, die einen Anstieg der Risikoprämie für Eigenkapital und eine Ausweitung der Spreads von Unternehmensanleihen zur Folge hatte (siehe Abschnitt 2).

## Abbildung 24

### Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

(Grafik a: jährliche Ströme in Mrd €, Grafik b: in % p. a.)



Quellen: Eurostat, Dealogic, EZB, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Grafik a): Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus MFI-Krediten, der Nettoemission von Schuldverschreibungen, der Nettoemission von börsennotierten Aktien und Krediten von Nicht-MFIs. Die MFI-Kredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die Kredite von Nicht-MFIs umfassen Kredite von sonstigen Finanzinstituten, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ohne verbrieftete Kredite. Der schraffierte Balken zeigt den Nowcast für das vierte Quartal 2019. Grafik b): Die Finanzierungskosten insgesamt entsprechen dem gewichteten Mittel der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die blaue Raute symbolisiert den Nowcast der Gesamtfinanzierungskosten für März 2020 unter der Annahme, dass die Bankkreditzinsen unverändert auf dem Niveau vom Januar 2020 bleiben. In Grafik a) beziehen sich die jüngsten Angaben auf Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2019. Die Schätzungen für das vierte Quartal 2019 beruhen auf Daten der EZB, aus der MFI-Bilanzstatistik und von Dealogic. In Grafik b) beziehen sich die jüngsten Angaben zu den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital und der marktbasierter Fremdfinanzierung auf den 11. März 2020 und die jüngsten Daten zu den Kreditkosten auf Januar 2020.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

*Den Projektionen der EZB vom März 2020 zufolge wird der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euro-Währungsgebiet in den Jahren 2020 und 2021 sinken und sich 2022 stabilisieren. Ausschlaggebend für den Rückgang sind vor allem niedrigere Primärüberschüsse. Auch der projizierte fiskalische Kurs spiegelt diese Entwicklungen wider. In den Jahren 2020 und 2021 dürfte er expansiv und im Jahr 2022 weitgehend neutral ausfallen. Trotz der verhältnismäßig expansiven fiskalischen Ausrichtung wird erwartet, dass sich die öffentliche Schuldenquote im Eurogebiet weiter schrittweise verringert. Grund hierfür ist ein günstiges Zins-Wachstums-Differenzial und ein im gesamten Projektionszeitraum leicht positiver Primärsaldo. Die nach Abschluss der Projektionen eingetretenen Entwicklungen im Zusammenhang mit der Ausbreitung des Coronavirus (COVID-19) deuten freilich auf eine neuerliche Lockerung des Fiskalkurses hin. In dieser Hinsicht ist die Selbstverpflichtung der Euro-Gruppe auf ein gemeinsames, koordiniertes Vorgehen nachdrücklich zu unterstützen.*

**Den Projektionen der EZB vom März 2020 zufolge wird der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum in den Jahren 2020 und 2021 sinken und sich 2022 stabilisieren.**<sup>9</sup> So rechnen die Fachleute der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen mit einem Anstieg der Defizitquote im Eurogebiet von 0,7 % im Jahr 2019 auf 1,1 % im Jahr 2020 und weiter auf 1,5 % in den Jahren 2021 und 2022 (siehe Abbildung 25). Die rückläufige Entwicklung des Finanzierungssaldos in den Jahren 2020 und 2021 ist hauptsächlich einem niedrigeren konjunkturbereinigten Primärsaldo zuzuschreiben. Ausgleichend wirken teilweise die sinkenden Zinsausgaben, während die Konjunkturkomponente im Projektionszeitraum geringfügig abnimmt.

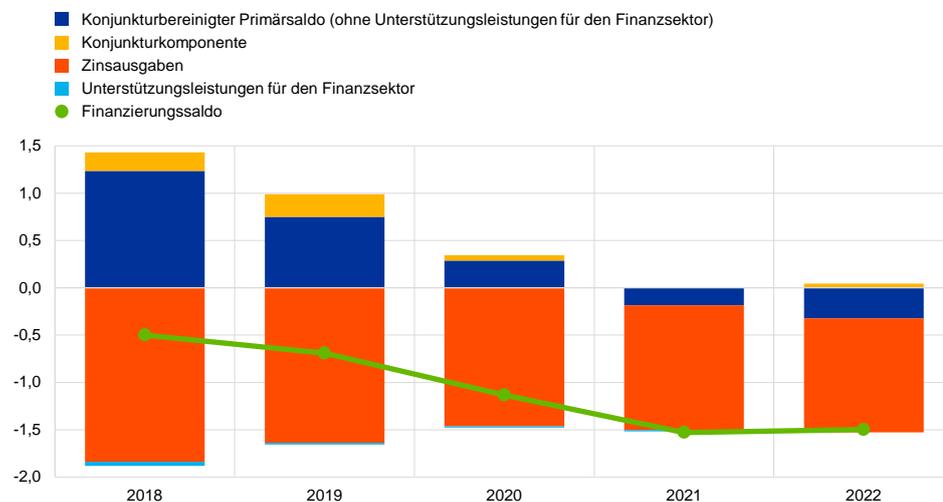
---

<sup>9</sup> Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2020.

## Abbildung 25

### Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2020.

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

#### Die für den Zeitraum 2020-2022 projizierten Haushaltsaussichten im Euro-Währungsgebiet lassen auf eine deutlich stärker konjunkturstützende Finanzpolitik schließen, als dies noch in den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 der Fall war.

So wurde der in Relation zum BIP erwartete gesamtstaatliche Finanzierungssaldo auf Euroraumebene für das laufende Jahr um 0,2 Prozentpunkte und für 2021 und 2022 um je 0,4 Prozentpunkte nach unten revidiert. Diese Abwärtskorrekturen ergeben sich aus einem niedrigeren Primärsaldo und einer unerwartet schwachen Konjunkturkomponente. Die Komponente der Zinsausgaben bleibt dagegen unverändert.

#### Für 2020 und 2021 wird ein expansiver, für 2022 dagegen ein weitgehend neutraler fiskalischer Kurs im Euroraum projiziert.<sup>10</sup>

Im vergangenen Jahr war der Fiskalkurs den Schätzungen zufolge leicht expansiv; für 2020 und 2021 wird eine weitere finanzpolitische Lockerung mit konjunkturstützender Wirkung erwartet. Zurückzuführen ist dies überwiegend auf höhere Staatsausgaben – vor allem in Form von Transferleistungen – in Deutschland, Spanien und Italien sowie auf Senkungen der direkten Steuern und der Sozialbeiträge in Frankreich und den Niederlanden. Der fiskalische Kurs des Jahres 2022 dürfte weitgehend neutral ausfallen.

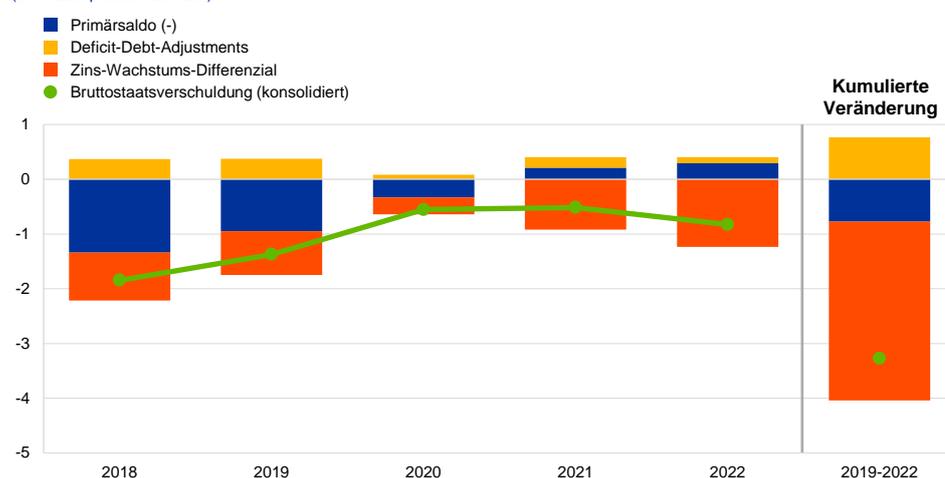
<sup>10</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt die Richtung und das Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

**Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet dürfte laut den aktuellen Stabsprojektionen der EZB weiter schrittweise sinken.** So wird erwartet, dass sich der öffentliche Schuldenstand von 84,5 % des BIP im Jahr 2019 auf 82,6 % des BIP im Jahr 2022 verringern wird. Dieser Rückgang steht im Zeichen eines günstigen Zins-Wachstums-Differenzials<sup>11</sup>, während sich der kumulierte Beitrag des Primärsaldos im Projektionszeitraum auf annähernd null belaufen dürfte (siehe Abbildung 26). Im Vergleich zu den Projektionen vom Dezember 2019 wird nun mit einem langsameren Rückgang der Schuldenquote gerechnet, da geringere Primärüberschüsse projiziert werden und von der Konjunkturkomponente eine ungünstigere Wirkung ausgeht. Die seit Abschluss der Projektionen vom März 2020 beschleunigte Ausbreitung des Coronavirus lässt darauf schließen, dass sich die öffentliche Schuldenquote ungünstiger als zuvor projiziert entwickeln wird.

### Abbildung 26

#### Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten des BIP)



Quellen: EZB sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2020.  
Anmerkung: Angaben zum Sektor Staat auf der Ebene des Euroraums.

**Die Ausbreitung des Coronavirus hat sich als starker Schock für die Volkswirtschaften in aller Welt und damit auch im Euro-Währungsgebiet erwiesen und verlangt nach einer ehrgeizigen und koordinierten Reaktion der Finanzpolitik.** Nun gilt es, die öffentlichen Gesundheitssysteme, aber auch die betroffenen Unternehmen und Privathaushalte zeitnah und zielgerichtet zu unterstützen. Dabei geht es um die gesundheitspolitische Herausforderung, die Ausbreitung des Coronavirus einzudämmen, und um die Abmilderung der wirtschaftlichen Folgen. Die Selbstverpflichtung der Euro-Gruppe auf ein gemeinsames, koordiniertes politisches Vorgehen wird daher nachdrücklich unterstützt.

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

# Kästen

## 1 Erstellung eines Indikators der realwirtschaftlichen Aktivität anhand von Informationen aus Zeitungsartikeln

Massimo Ferrari und Helena Le Mezo

**In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur kommen zur Messung der makroökonomischen Risiken und der Unsicherheit häufig Textanalyseverfahren zum Einsatz.**<sup>1</sup> Zu der Frage, welche Menge an Informationen über die realwirtschaftliche Entwicklung aus solchen Indizes gewonnen werden kann, liegt jedoch nur begrenzte Evidenz vor. Im vorliegenden Kasten wird ein Indikator der realwirtschaftlichen Aktivität in den Vereinigten Staaten vorgestellt, der auf einer Textanalyse von Zeitungsartikeln basiert. Für die Erstellung des Indikators werden Daten aus der Factiva-Datenbank herangezogen, in der sämtliche Artikel aus großen Zeitungen für eine Vielzahl von Ländern archiviert sind. Die in den Vereinigten Staaten veröffentlichten Beiträge werden aus der Datenbank extrahiert und zur Konstruktion eines textbasierten Konjunkturindikators verwendet.<sup>2</sup> Für jeden Tag seit Januar 1970 erfasst der Indikator die Zahl der Beiträge zum Thema Konjunkturabschwächung (oder Rezession) in den USA in Relation zur Gesamtzahl der in den Vereinigten Staaten veröffentlichten Artikel. Intuitiv wäre davon auszugehen, dass der Index einen engen Gleichlauf mit dem Konjunkturzyklus aufweist, da in den Zeitungen umfassender über konjunkturelle Schwächephasen berichtet wird. Zudem sollte der Indikator rascher auf konjunkturelle Entwicklungen reagieren, die sich erst nach einer gewissen Zeit in den aggregierten makroökonomischen Variablen niederschlagen und oftmals auch mit zeitlicher Verzögerung veröffentlicht werden. Darüber hinaus kann der Index problemlos in kurzen Zeitabständen (täglich) aktualisiert und auf eine Vielzahl von Industrie- und Schwellenländern angewandt werden.

**Der konstruierte Index kann als Echtzeitindikator der realwirtschaftlichen Aktivität in den Vereinigten Staaten eingesetzt werden.** Aus Abbildung A wird ersichtlich, dass der Indikator gut mit Phasen der Konjunkturabschwächung in den USA korreliert, wenn diese am Rückgang der Industrieproduktion oder an den Rezessionsdaten des National Bureau of Economic Research (NBER) gemessen werden. Diese Korrelation lässt darauf schließen, dass der textbasierte Index als Echtzeitindikator genutzt werden kann, um die wirtschaftliche Entwicklung mit hoher

<sup>1</sup> Jüngste Beispiele sind: D. Caldara und M. Iacoviello, Measuring Geopolitical Risk, International Finance Discussion Papers, Nr. 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System, Vereinigte Staaten, 2018; R. S. Baker, N. Bloom und S. J. Davis, Measuring Economic Policy Uncertainty, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 131(4), Oxford University Press, 2016, S. 1593-1636. Ein aktueller, auf den Euroraum angewandter Textanalyseansatz findet sich in: A. Azqueta-Gavaldón, D. Hirschbühl, L. Onorante und L. Saiz, [Bestimmung der Ursachen wirtschaftspolitischer Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet mittels Machine Learning](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2019, EZB, August 2019.

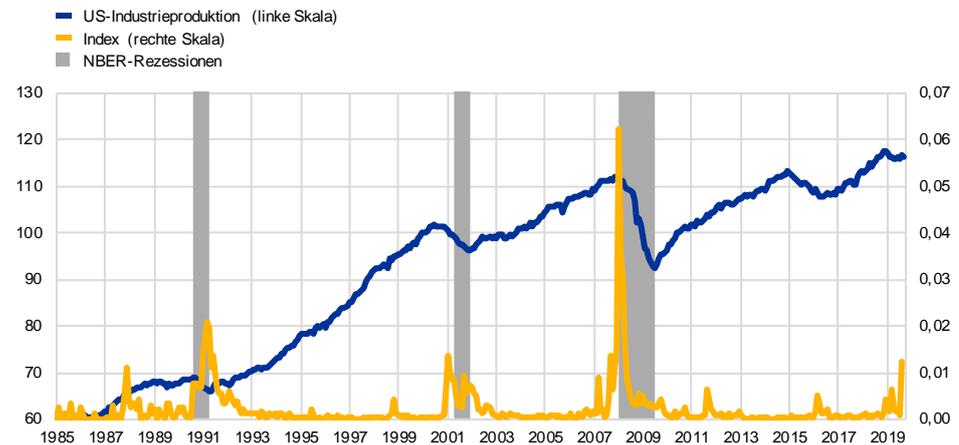
<sup>2</sup> Unter Anwendung der gleichen Methodik wie bei D. Caldara und M. Iacoviello, a. a. O.

Frequenz abzubilden, da er relevante Informationen über den Konjunkturverlauf enthält.

### Abbildung A

#### Textbasierter Index und Rezessionen in den Vereinigten Staaten

(textbasierter Index der Konjunkturabschwächung; Rezessionen und Industrieproduktion in den USA; Index: 2010 = 100)



Quellen: Factiva, Haver Analytics und Berechnungen der Autoren.  
Anmerkung: Als Grundlage für die Erstellung des textbasierten Index dient die Relation zwischen der Anzahl der in den Vereinigten Staaten veröffentlichten Beiträge zum Thema Konjunkturabschwächung in den USA und der Gesamtzahl der dort täglich veröffentlichten Artikel. Die Daten werden in monatlichen Abständen aggregiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2020.

#### Der Index besitzt auch Prognosegehalt für die zukünftige

**Konjunkturentwicklung.** Diese Annahme lässt sich formal überprüfen, indem der textbasierte Indikator in ein Standardmodell der Rezessionswahrscheinlichkeit integriert wird.<sup>3</sup> Die folgende Gleichung wird geschätzt:

$$P(Krise)_{t+k} = \alpha + \beta^1 [Zinssatz_t^{3-Monate} - Zinssatz_t^{10-Jahr}] + \beta^2 Index_t + \varepsilon_{t+k} \quad (1)$$

Dabei wird die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in der Zukunft ( $t + k$ ) anhand der Steigung der Zinsstrukturkurve in der Gegenwart (d. h. der Differenz zwischen dem kurz- und dem langfristigen Zinssatz) – als Standardprädiktor einer Rezession – und anhand des textbasierten Indikators prognostiziert.<sup>4</sup> Der Index liefert zusätzliche Informationen über die Steigung der Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten. Die Anpassungsgüte von Modellen der Rezessionswahrscheinlichkeit wird durch die sogenannte Receiver-Operator-Kurve (ROC-Kurve) zusammengefasst, die als eine Messgröße der Genauigkeit der Modellprognosen betrachtet werden kann.<sup>5</sup> Die

<sup>3</sup> Basierend auf J. H. Wright, The yield curve and predicting recessions, Finance and Economics Discussion Series, 2006-2007, Divisions of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C., Februar 2006.

<sup>4</sup> Die Zinsstrukturkurvenmodelle wurden in jüngster Zeit im Zusammenhang mit den Wertpapierankaufprogrammen der großen Zentralbanken überarbeitet. Siehe EZB, [Inversion der Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten und Rezessionssignale an den Finanzmärkten](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2020, Februar 2020.

<sup>5</sup> Der ROC-Ansatz stellt die Richtig-Positiv-Rate, d. h. die sich bestätigende Einschätzung einer Rezession, den Falsch-Positiv-Raten, d. h. den sich als unzutreffend erweisenden Rezessionseinschätzungen, gegenüber. Je näher die geschätzte ROC-Statistik an der vertikalen Achse liegt, desto höher ist die Prognosekraft des Modells. Überdies lässt sich das ROC-Kurvendiagramm zusammenfassen, indem der Bereich berechnet wird, der sich unterhalb der ROC-Kurve, aber oberhalb der 45-Grad-Linie (die Zufallsverteilungen impliziert) befindet. Je größer der Bereich unterhalb der Kurve, desto genauer ist das Modell.

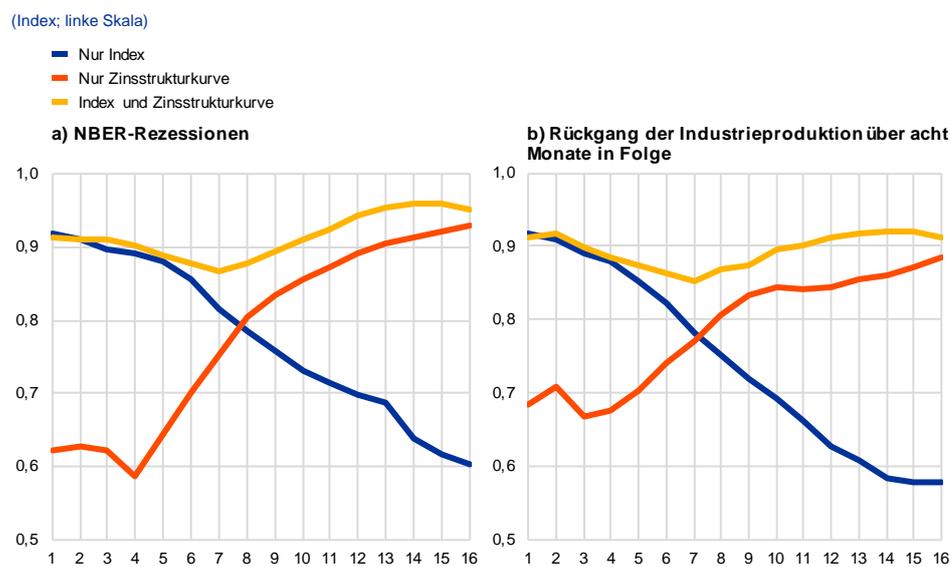
ROC-Statistik ist in Abbildung B dargestellt und zeigt, dass die Spezifikation mit dem auf Zeitungsartikeln basierenden Index der einfachen Zinsstrukturkurve über kurze Zeithorizonte überlegen ist. Durch die Einbeziehung von Daten aus Zeitungsartikeln in die Schätzung verbessert sich die Prognosequalität des Modells signifikant. Diese Aussage erweist sich auch dann als robust, wenn eine andere Rezessionsdefinition als die des NBER (d. h. ein Rückgang der Industrieproduktion von über acht Monaten in Folge) zugrunde gelegt und die Zeit der globalen Finanzkrise ausgeklammert wird.

**Die hier vorgestellte Evidenz zeigt, dass die aus Zeitungsartikeln gewonnenen Informationen für die Beobachtung der Wirtschaftsentwicklung nützlich sind und eine Ergänzung zu den makroökonomischen Daten darstellen.**

Zeitungsartikel enthalten eine Vielzahl von Informationen über den Konjunkturverlauf, die nicht sofort in den makroökonomischen Zeitreihen zum Ausdruck kommen. Die Tatsache, dass ein solcher textbasierter Indikator verfügbar ist und täglich aktualisiert werden kann, macht ihn für die Beobachtung und Vorhersage der konjunkturellen Entwicklung – insbesondere über kurze Zeithorizonte – zu einem geeigneten und zweckdienlichen Instrument.

### Abbildung B

Statistik zur Anpassungsgüte von Modellen der Rezessionswahrscheinlichkeit über verschiedene Prognosehorizonte (in Monaten)



Quellen: Factiva, Haver Analytics und Berechnungen der Autoren.  
 Anmerkung: Als Grundlage für die Bewertung der Anpassungsgüte dient die ROC-Statistik. Diese wird abgeleitet aus dem Modell zur Ermittlung der Rezessionswahrscheinlichkeit, das für den jeweiligen Prognosehorizont a) nur anhand der Zinsstrukturkurve, b) nur anhand des textbasierten Index und c) sowohl anhand des textbasierten Index als auch der Zinsstrukturkurve geschätzt wird. Die ROC-Statistik wird berechnet als normierter Abstand zwischen den korrekten Vorhersagen des Modells und einer Zufallsverteilung (d. h. konstante Wahrscheinlichkeit von 50 % für eine Kontraktion). Je größer der Abstand, desto höher ist der Wert der ROC-Statistik. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2020.

## 2 Die Rolle der Besteuerung multinationaler Unternehmen bei der erstmaligen Umkehr von Direktinvestitionsströmen im Euro-Währungsgebiet

Virginia Di Nino und Andrejs Semjonovs

**Im vorliegenden Kasten wird erörtert, wie sich die Besteuerung multinationaler Unternehmen nach der jüngsten Unternehmenssteuerreform in den Vereinigten Staaten auf die Direktinvestitionsströme in den und aus dem Euroraum ausgewirkt hat.**<sup>6</sup> Wie dies auch in anderen Industrieländern der Fall ist, so sind die Investitionen gebietsansässiger Unternehmen des Euroraums im Ausland in der Regel höher als die Investitionen ausländischer Firmen im Eurogebiet. Im Jahr 2018 änderte sich dies jedoch: Die Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen – oder anders gesagt, die Nettoforderungen des Euroraums aus Direktinvestitionen, bei denen es sich in der Regel um Investitionen heimischer Firmen in verbundene Unternehmen im Ausland handelt – kehrten sich in Zuflüsse um. Gleichzeitig wurden die entsprechenden Nettokapitalzuflüsse – bzw. die Nettoverbindlichkeiten, d. h. die Nettoinvestitionen ausländischer Firmen im Euroraum – zu Abflüssen. Diese Kapitalbewegungen hingen zu einem beträchtlichen Teil mit bestimmten Maßnahmen im Zuge der Unternehmenssteuerreform in den USA zusammen, die Anfang 2018 in Kraft trat.<sup>7</sup>

**Die Umkehr der Direktinvestitionen des Eurogebiets war ausschließlich auf Ströme a) in die und aus den Vereinigten Staaten sowie b) in und aus Offshore-Finanzzentren zurückzuführen** (siehe Abbildung A). Multinationale Konzerne in den USA begannen 2017, also bereits im Vorfeld der Unternehmenssteuerreform, Investitionen aus dem Euroraum abzuziehen, sodass es bilateral zu Nettokapitalabflüssen aus Direktinvestitionen kam. Bei den aggregierten Direktinvestitionsströmen des Eurogebiets war jedoch erst im zweiten Halbjahr 2018 eine Trendwende zu beobachten, als auch die Offshore-Finanzzentren anfangen, ihre Direktinvestitionen im Euroraum abzubauen.

---

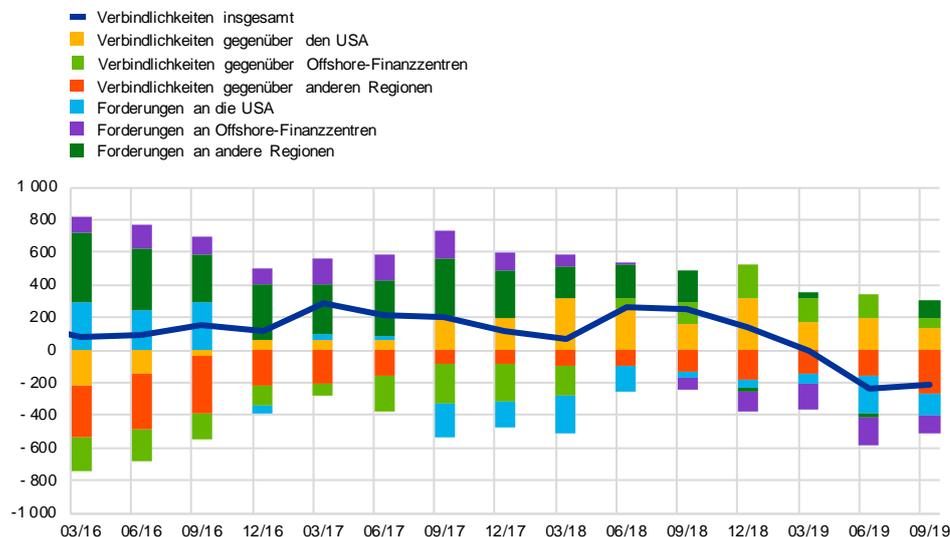
<sup>6</sup> Siehe auch EZB, Entwicklung der Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets seit 2018 und die Rolle von Zweckgesellschaften, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2019.

<sup>7</sup> Siehe auch EZB, Multinationale Unternehmen, Finanzzentren und ihre Auswirkungen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus Sicht des Euro-Währungsgebiets, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung A

### Direktinvestitionsströme des Euroraums (Nettoforderungen und Nettoverbindlichkeiten) nach Herkunfts- bzw. Zielregion

(gleitende Vierquartalsumme der Transaktionen; in Mrd €, nicht saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Bei den Forderungen steht ein positiver (negativer) Wert für Nettokäufe (-verkäufe) von nicht im Euro-Währungsgebiet begebenen Instrumenten durch Anleger des Euroraums. Bei den Verbindlichkeiten zeigt ein positiver (negativer) Wert Nettokäufe (-verkäufe) von im Euroraum begebenen Instrumenten durch gebietsfremde Anleger an. Offshore-Finanzzentren sind Andorra, Antigua und Barbuda, Anguilla, Aruba, Barbados, Bahrain, Bermuda, Bahamas, Belize, die Cookinseln, Curaçao, Dominica, Grenada, Guernsey, Gibraltar, Hongkong (SVR), Isle of Man, Jersey, St. Kitts und Nevis, die Kaimaninseln, Libanon, St. Lucia, Liechtenstein, Liberia, die Marshallinseln, Montserrat, Mauritius, Nauru, Niue, Panama, die Philippinen, die Seychellen, Singapur, Sint Maarten, die Turks- und Caicosinseln, St. Vincent und die Grenadinen, die Britischen Jungferninseln, die Amerikanischen Jungferninseln, Vanuatu und Samoa. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019.

**Im Euro-Währungsgebiet war die Umkehr der Nettoströme bei den Direktinvestitionen nur in bestimmten Finanzzentren zu beobachten, nämlich in Ländern mit umfangreichen Finanzströmen. Verantwortlich hierfür waren Transaktionen von Zweckgesellschaften** (siehe Abbildung B). In den anderen Euro-Ländern waren diese Ströme nach wie vor schwach ausgeprägt, und es war keine größere Änderung der geografischen Zusammensetzung der Direktinvestitionstransaktionen festzustellen. Die gleichzeitige Umkehr der Ströme bei den Forderungen und Verbindlichkeiten spiegelt auch die starke Korrelation von Forderungen und Verbindlichkeiten in Ländern wider, die von multinationalen Unternehmen für Round-Tripping- und Pass-through-Praktiken genutzt werden.<sup>8</sup> In Irland hingegen betraf der Rückgang der Bruttozu- und -abflüsse bei den Direktinvestitionen vor allem Transaktionen mit anderen Finanzzentren im Euroraum und nicht mit den USA. Außerdem zeigte er sich schon früher, nämlich ab dem vierten Quartal 2017.<sup>9</sup> Angesichts des komplexen Geflechts globaler Direktinvestitionen ließe sich dies vor dem Hintergrund der gemachten

<sup>8</sup> Beim Round Tripping verkauft ein Unternehmen Vermögenswerte an ein oder mehrere in der Regel in einem anderen Land ansässige Unternehmen und vereinbart, dieselben oder ähnliche Vermögenswerte etwa zum gleichen Preis zurückzukaufen. Solche Transaktionen blähen die Einnahmen und Kosten auf, sind aber gewinnneutral. Round Tripping hängt oft mit Pass-through-Praktiken zusammen, bei denen das andere Unternehmen Steuern auf die Rendite von Vermögenswerten entrichtet und das ursprüngliche Unternehmen einen Steuernachlass erhält.

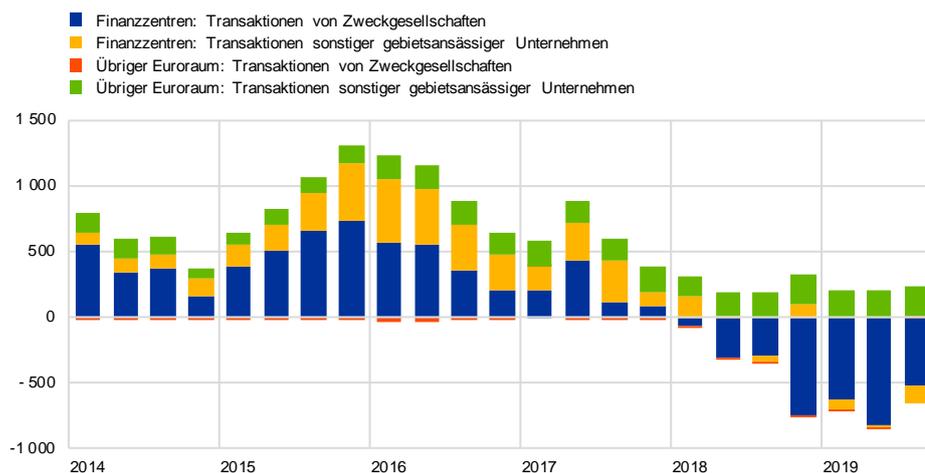
<sup>9</sup> Siehe L. Emter, B. Kennedy und P. McQuade, US profit repatriations and Ireland's Balance of Payments statistics, Quarterly Bulletin der Central Bank of Ireland, April 2019.

Beobachtungen unter Umständen damit erklären, dass eine Gewinnrückführung aus Irland möglicherweise über andere Finanzzentren im Eurogebiet erfolgt ist.

### Abbildung B

Verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen im Euroraum (Transaktionen): Vergleich von Zweckgesellschaften mit anderen gebietsansässigen verbundenen Unternehmen

(gleitende Vierquartalsumme der Transaktionen; in Mrd €; nicht saisonbereinigt)



Quellen: OECD und Eurostat.

Anmerkung: Die blauen und roten Balken bilden Netto-Investitionszuflüsse zugunsten operativer Einheiten ab, bei denen es sich um Zweckgesellschaften handelt. Die gelben und grünen Balken stellen Nettozuflüsse von Direktinvestitionen zugunsten aller anderen im Euroraum ansässigen Unternehmen dar, die mit ausländischen Gesellschaften verbunden sind. Finanzzentren sind Belgien, Luxemburg und die Niederlande. Der übrige Euroraum umfasst alle anderen Mitgliedstaaten mit Ausnahme von Spanien, Zypern, Lettland und Malta, die aufgrund fehlender Daten nicht berücksichtigt wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019.

**Die Aufschlüsselung der Brutto-Direktinvestitionsströme nach Instrumenten zeigt, dass die Umkehr der Ströme vor allem beim Beteiligungskapital erfolgte, wohingegen die reinvestierten Gewinne nicht betroffen waren** (siehe

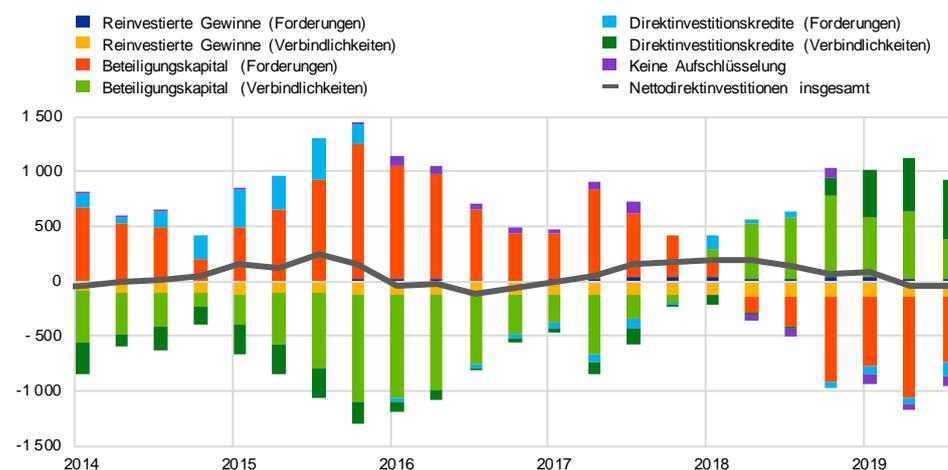
Abbildung C). Aus der Umkehr der Direktinvestitionen wird somit deutlich, dass den Direktinvestitionsentscheidungen in erster Linie steuerliche Erwägungen zugrunde lagen. So führte dies nicht zu einer veränderten Zusammensetzung oder Verlagerung von Direktinvestitionen in Form von Beteiligungskapital und Krediten in andere Länder des Euroraums. Zudem waren reinvestierte Gewinne grundsätzlich nicht betroffen, da die in der Vergangenheit erwirtschafteten Gewinne, die im Rahmen der US-Steuerreform zum einmaligen Vorzugssteuersatz zurückgeführt wurden, nicht als Gewinnausschüttung verbucht wurden („Super-Dividenden“, also große, außergewöhnliche Dividenden, werden in der Zahlungsbilanz als Beteiligungskapitaltransaktionen bei den Direktinvestitionen erfasst). Infolgedessen und vor dem Hintergrund stabiler Nettodirektinvestitionen in Irland sowie der Sitzverlagerung einiger großer US-amerikanischer multinationaler Unternehmen

nach Irland erhöhten sich die Körperschaftsteuereinnahmen in Irland auch im Jahr 2018.<sup>10</sup>

### Abbildung C

#### Nettoströme von Direktinvestitionen in Finanzzentren im Euroraum (Forderungen und Verbindlichkeiten) nach Finanzinstrumenten

(gleitende Vierquartalsumme der Transaktionen; in Mrd €; nicht saisonbereinigt)



Quelle: OECD.

Anmerkung: In Irland wurden für einige Quartale keine Daten zu Direktinvestitionskrediten, Beteiligungskapital sowie reinvestierten Gewinnen veröffentlicht. Für Malta und Zypern sind keine Daten verfügbar. Nettoverbindlichkeiten sind in umgekehrter Skala als negative Werte auf der y-Achse dargestellt (wenn positiv). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2019.

#### Einige der Regelungen der US-Steuerreform dürften nur einen vorübergehenden Effekt auf die Direktinvestitionstransaktionen haben.

#### Allerdings umfasste die Reform auch Maßnahmen gegen eine Erosion der Steuerbasis, die sich langfristig auf die Brutto- und Nettoströme der Direktinvestitionen auswirken können.

Die Reform beinhaltet einen einmalig geringeren Steuersatz für in der Vergangenheit erwirtschaftete nicht repatrierte, also nicht in die USA zurückgeführte, Gewinne. Die nun geltende vollständige Freistellung für ausländische Erträge in Form von Dividenden bezieht sich allerdings in der Regel in gleicher Weise auf repatrierte und im Ausland belassene Erträge. Dadurch haben US-amerikanische multinationale Unternehmen einen geringeren Anreiz, Gewinne im Ausland zu reinvestieren. Zudem umfasst die Reform auch Maßnahmen gegen eine Erosion der Steuerbasis, die sich langfristig in den Brutto- und Nettoströmen der Direktinvestitionen niederschlagen können. Durch diese Maßnahmen wird es für US-Unternehmen weniger attraktiv, ihre immateriellen Vermögenswerte ins Ausland zu verlagern, da sie eine steuerliche Vergünstigung von bis zu 37,5 % auf ausländische Einkünfte aus immateriellem Vermögen erhalten. Die Umkehr der Bruttoströme bei den Direktinvestitionen im Euroraum könnte somit einen Übergang hin zu einem neuen Gleichgewicht der Auslandsinvestitionen darstellen. Für eine abschließende Einschätzung ist es allerdings noch zu früh. Der Abbau der Direktinvestitions-

<sup>10</sup> In der Vergangenheit scheinen Senkungen der Unternehmenssteuern in den USA sowohl die Beschäftigung als auch das Wachstum in Irland über Investitionen in extern finanzierte Wirtschaftszweige erhöht zu haben. Dieses Mal jedoch könnte infolge von Veränderungen der Aktivitäten multinationaler Unternehmen im Land die Gefahr von Kapitalabflüssen bestehen. Siehe D. Clancy, US corporate tax rate cuts: Spillovers to the Irish economy, Working Paper Series des Europäischen Stabilitätsmechanismus, Nr. 38, 2019.

bestände setzte sich 2019 jedoch fort und betraf in den Finanzzentren im Euro-Währungsgebiet nicht nur Verbindlichkeiten aus Beteiligungskapital, sondern auch Direktinvestitionskredite (siehe Abbildung C). Die monatlichen Schätzungen für das Schlussquartal 2019 deuten darauf hin, dass die Umkehr der Direktinvestitionen zum Stillstand gekommen sein und eine Normalisierung eingesetzt haben könnte. Im historischen Vergleich entwickeln sich die Investitionsströme allerdings nach wie vor recht verhalten.

### 3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 30. Oktober 2019 bis zum 28. Januar 2020

Pamina Karl und Marco Weißler

**Im vorliegenden Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2019 (30. Oktober bis 17. Dezember 2019 sowie 18. Dezember 2019 bis 28. Januar 2020) betrachtet.**

Im Berichtszeitraum wurde das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven eingeführt. Seit Beginn der siebten Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 30. Oktober 2019 ist ein Teil der Überschussliquidität eines Kreditinstituts (d. h. das über die Mindestreserveanforderungen hinausgehende Reserveguthaben) von der negativen Verzinsung zum geltenden Einlagesatz befreit.<sup>11</sup> Stattdessen wird diese Überschussliquidität derzeit mit einem jährlichen Zinssatz von 0 % verzinst. Weitere kürzlich vorgenommene Änderungen betreffen die Nettorückzahlungen der über gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) bereitgestellten Liquidität sowie die Wiederaufnahme der Ankäufe von Vermögenswerten.

#### Liquiditätsbedarf

**Im Berichtszeitraum belief sich der durchschnittliche tägliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – auf durchschnittlich 1 505,7 Mrd €** Der Bedarf war damit um 53,7 Mrd € geringer als im vorangegangenen Berichtszeitraum (d. h. in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2019, siehe Tabelle A). Die autonomen Faktoren (netto) gingen um 55,4 Mrd € zurück, während das Mindestreserve-Soll um 1,7 Mrd € auf 134,3 Mrd € anstieg.

**Verantwortlich für den Rückgang der autonomen Faktoren (netto) war in erster Linie eine Zunahme auf der Aktivseite der Bilanz des Eurosystems (Nettoforderungen in Fremdwährung und Nettoforderungen in Euro).** Auf der Aktivseite erhöhten sich die autonomen Faktoren um 55,1 Mrd € auf 1 009,1 Mrd €. Zurückzuführen war dies sowohl auf einen Anstieg der Nettoforderungen in Fremdwährung um 33,2 Mrd € (der damit ähnlich hoch ausfiel wie im vorangegangenen Berichtszeitraum) als auch auf eine Zunahme der Nettoforderungen in Euro um 21,9 Mrd € auf 238,0 Mrd €. Auf der Passivseite veränderten sich die autonomen Faktoren insgesamt kaum (Verringerung um 0,4 Mrd €). Zwar nahmen die sonstigen autonomen Faktoren und der Banknotenumlauf um 42,3 Mrd € bzw. 20,0 Mrd € zu, doch wurde diese Entwicklung durch die niedrigeren Einlagen öffentlicher Haushalte vollständig ausgeglichen. Letztere lagen im Berichtszeitraum bei durchschnittlich 219,8 Mrd €, nachdem sie in

<sup>11</sup> Die anrechenbaren Reserveguthaben der Kreditinstitute werden anhand des durchschnittlichen Kalendertagesendguthabens auf deren Girokonten innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode bemessen. Die Befreiung von der negativen Verzinsung gilt für Überschussliquiditätsbestände auf Girokonten bis zu einem bestimmten Vielfachen des Mindestreserve-Solls des Instituts. Der EZB-Rat hat den zunächst geltenden Multiplikator auf sechs festgelegt.

der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit 298,6 Mrd € einen historischen Höchststand erreicht hatten. Die autonomen Faktoren (netto) – die definiert werden als die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren auf der Passivseite abzüglich der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren auf der Aktivseite – verringerten sich auf 1 371,4 Mrd €

**Tabelle A**  
Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

**Passiva**

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Juli 2019 bis 29. Oktober 2019	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 30. Oktober bis 17. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember bis 28. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>2 380,2</b>	<b>(-0,4)</b>	<b>2 384,8</b>	<b>(-37,1)</b>	<b>2 375,0</b>	<b>(-9,8)</b>	<b>2 380,6</b>	<b>(+87,3)</b>
Banknotenumlauf	1 271,8	(+20,0)	1 262,9	(+10,1)	1 282,2	(+19,3)	1 251,8	(+17,8)
Einlagen öffentlicher Haushalte	219,8	(-62,7)	226,6	(-72,1)	211,8	(-14,7)	282,4	(+11,9)
Sonstige autonome Faktoren <sup>1</sup>	888,7	(+42,3)	895,3	(+24,8)	880,9	(-14,4)	846,4	(+57,6)
<b>Über das Mindestreserveguthaben hinausgehende Giroguthaben</b>	<b>1 510,1</b>	<b>(+284,9)</b>	<b>1 528,0</b>	<b>(+272,7)</b>	<b>1 489,2</b>	<b>(-38,8)</b>	<b>1 225,2</b>	<b>(-17,2)</b>
Mindestreserve-Soll	134,3	(+1,7)	134,1	(+0,9)	134,5	(+0,3)	132,6	(+2,5)
Einlagefazilität	256,4	(-253,6)	257,9	(-198,7)	254,6	(-3,3)	510,0	(-77,4)
Liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperationen	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 Ansässiger des Euroraums sowie Kapital und Rücklagen.

## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Juli 2019 bis 29. Oktober 2019	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 30. Oktober bis 17. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember bis 28. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>1 009,1</b>	<b>(+55,1)</b>	<b>1 020,9</b>	<b>(+32,7)</b>	<b>995,4</b>	<b>(-25,5)</b>	<b>954,0</b>	<b>(+41,7)</b>
Nettoforderungen in Fremdwährung	771,1	(+33,2)	773,3	(+14,8)	768,6	(-4,7)	737,9	(+38,5)
Nettoforderungen in Euro	238,0	(+21,9)	247,6	(+17,9)	226,9	(-20,7)	216,1	(+3,2)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>3 272,2</b>	<b>(-22,4)</b>	<b>3 284,3</b>	<b>(+5,1)</b>	<b>3 258,1</b>	<b>(-26,2)</b>	<b>3 294,6</b>	<b>(-46,6)</b>
Offenmarktgeschäfte	3 272,2	(-22,4)	3 284,3	(+5,1)	3 258,1	(-26,2)	3 294,6	(-46,4)
Tendernesschäfte	644,0	(-39,9)	665,5	(-5,0)	619,0	(-46,5)	683,9	(-31,1)
HRGs	2,3	(-0,2)	1,8	(-0,2)	2,9	(+1,1)	2,5	(-2,6)
Dreimonatige LRGs	3,4	(+0,5)	2,7	(-0,1)	4,3	(+1,6)	2,9	(-0,3)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	589,8	(-87,3)	657,6	(-5,3)	510,8	(-146,8)	677,2	(-29,5)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	48,5	(+47,2)	3,4	(+0,6)	101,1	(+97,7)	1,3	(+1,3)
Outright-Geschäfte	2 628,2	(+17,5)	2 618,8	(+10,1)	2 639,1	(+20,3)	2 610,7	(-15,1)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	2,0	(-0,8)	2,3	(-0,5)	1,7	(-0,5)	2,8	(-0,3)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,9	(-0,3)	2,9	(-0,1)	2,9	(-0,0)	3,2	(-0,3)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	263,8	(+2,8)	262,9	(+2,3)	264,8	(+1,9)	260,9	(-0,8)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	47,9	(-4,9)	47,8	(-3,6)	47,9	(+0,0)	52,8	(-8,6)
Programm zum Ankauf von Asset- Backed Securities (ABSPP)	28,2	(+2,1)	27,9	(+1,7)	28,6	(+0,7)	26,1	(-0,1)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 099,9	(+12,3)	2 093,4	(+6,0)	2 107,6	(+14,3)	2 087,6	(-4,8)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	183,5	(+6,2)	181,6	(+4,2)	185,6	(+4,0)	177,3	(-0,4)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,2)

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: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Juli 2019 bis 29. Oktober 2019	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 30. Oktober bis 17. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember bis 28. Januar		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf <sup>1</sup>	1 505,7	(-53,7)	1 498,4	(-69,0)	1 514,3	(+15,9)	1 559,5	(+48,2)
Autonome Faktoren (netto) <sup>2</sup>	1 371,4	(-55,4)	1 364,3	(-69,9)	1 379,8	(+15,6)	1 426,9	(+45,6)
Überschussliquidität <sup>3</sup>	1 766,5	(+31,3)	1 785,9	(+74,0)	1 743,8	(-42,0)	1 735,2	(-94,5)

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: 30. Oktober 2019 bis 28. Januar 2020						Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Juli 2019 bis 29. Oktober 2019	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 30. Oktober bis 17. Dezember		Achte Erfüllungsperiode: 18. Dezember bis 28. Januar		Fünfte und sechste 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	-0,50	(-0,05)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,45	(-0,05)
EONIA <sup>1</sup>	-0,454	(-0,05)	-0,454	(+0,01)	-0,454	(+0,00)	-0,408	(-0,04)
€STR <sup>2</sup>	-0,539	(-0,04)	-0,539	(+0,00)	-0,540	(-0,00)	-0,496	(-0,05)

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 Euro Short-Term Rate (€STR) zuzüglich 8,5 Basispunkten. Differenzen in den angegebenen Veränderungen des Euro Overnight Index Average (EONIA) und des €STR sind rundungsbedingt.

2) Bis zum 30. September 2019 wurden für die Berechnung der Durchschnittswerte Pre-€STR-Daten verwendet.

## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

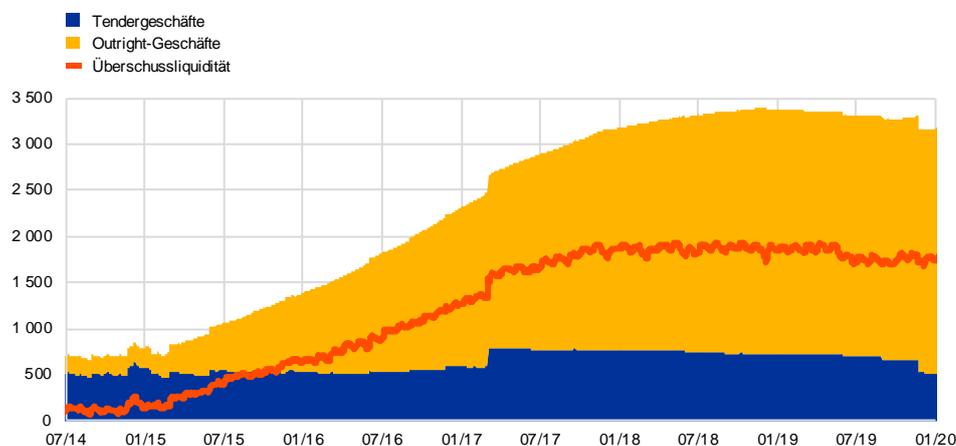
### Die durchschnittliche Liquidität, die über Offenmarktgeschäfte (darunter Tendergeschäfte und zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapierportfolios) bereitgestellt wurde, verringerte sich um 22,4 Mrd € auf 3 272,2 Mrd € (siehe Abbildung A). Wie in den beiden vorangegangenen

Erfüllungsperioden war dieser Rückgang in erster Linie einer geringeren Nachfrage bei den Tendergeschäften geschuldet. Indes wurde – entgegen der Entwicklung in vorangegangenen Berichtszeiträumen des Jahres 2019 – wieder mehr Liquidität über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierportfolios zugeführt. Grund hierfür war die Wiederaufnahme der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im November 2019.

## Abbildung A

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

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 28. Januar 2020.

#### Wie bereits im vorherigen Berichtszeitraum verringerte sich die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte.

Der Rückgang um 39,9 Mrd € auf 644,0 Mrd € ergab sich vor allem aus einer geringeren Liquiditätszuführung über GLRGs. Während der beiden Erfüllungsperioden zahlten Finanzinstitute im Euroraum durchschnittlich 87,3 Mrd € an Mitteln freiwillig zurück, die sie über die GLRG II aufgenommen hatten. Dieser Betrag überstieg die Mittelaufnahme im Rahmen der neuen GLRG-III-Geschäfte, die sich im Berichtszeitraum um durchschnittlich 47,2 Mrd € auf 48,5 Mrd € erhöhte. Zudem sank die über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) bereitgestellte Liquidität leicht von 2,5 Mrd € auf 2,3 Mrd €. Dieser durchschnittliche Rückgang wäre noch höher ausgefallen, wenn nicht in einem HRG zum Jahresende 7,9 Mrd € zugeteilt worden wären. Der ausstehende Betrag bei den dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs) stieg geringfügig um 0,5 Mrd € an.

**Infolge der Wiederaufnahme der Nettokäufe im Rahmen des APP wurde über die zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierportfolios des Eurosystems Liquidität in Höhe von 2 628,2 Mrd € bereitgestellt, was einem Anstieg von 17,5 Mrd € entspricht.** Im Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) erhöhte sich der durchschnittliche Bestand um 12,3 Mrd € auf 2 099,9 Mrd €, und im Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) stieg er um 6,2 Mrd € auf 183,5 Mrd €. Die Bestände im Rahmen der Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) nahmen um 2,8 Mrd € bzw. 2,1 Mrd € zu.<sup>12</sup> Bei den Anleihebeständen im Rahmen des Programms für die

<sup>12</sup> Selbst bei vollumfänglicher Wiederanlage kann es aus technischen Gründen zu begrenzten vorübergehenden Abweichungen beim Gesamtvolumen und bei der Zusammensetzung des APP kommen. Siehe EZB, [Das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten: eine Bestandsaufnahme nach Beendigung der Nettoankäufe](#), Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019.

Wertpapiermärkte (SMP) waren im Berichtszeitraum Tilgungen von insgesamt 4,9 Mrd € zu verzeichnen.

## Überschussliquidität

**Während sich der aggregierte Liquiditätsbedarf verringerte, stieg die durchschnittliche Überschussliquidität im Vergleich zur vorangegangenen Berichtsperiode um 31,3 Mrd € auf 1 766,5 Mrd €** (siehe Abbildung A). Obwohl weniger Liquidität über Tendergeschäfte bereitgestellt wurde, ergab sich für das Euro-Währungsgebiet aufgrund des Rückgangs der autonomen Faktoren (netto) und der Wiederaufnahme der Wertpapierkäufe eine höhere Überschussliquidität.

**Des Weiteren wirkte sich das ab der siebten Erfüllungsperiode eingeführte zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven im Eurogebiet auf die Zusammensetzung der Überschussliquidität aus.** Grund hierfür ist, dass nur die von den Finanzinstituten auf Girokonten gehaltenen Guthaben bis zur Höhe ihres ausgenommenen Anteils von der Verzinsung zum negativen Einlagesatz befreit sind. Infolgedessen buchten die Finanzinstitute ihre Mittel von der Einlagefazilität auf ihre beim Eurosystem geführten Girokonten um, sodass für die Einlagefazilität ein Rückgang um 253,6 Mrd € und für die Girokonten ein Anstieg von 284,9 Mrd € verzeichnet wurde.

## Zinsentwicklung

**Der €STR blieb in der siebten und achten Erfüllungsperiode weitgehend stabil.** Die Zinssätze der EZB für die Einlagefazilität sowie für die Hauptrefinanzierungs- und die Spitzenrefinanzierungsfazilität waren im Berichtszeitraum unverändert. Somit lag auch der €STR in der siebten und achten Erfüllungsperiode stabil bei -53,9 bzw. -54,0 Basispunkten. Die Einführung des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven hatte keine signifikanten Auswirkungen auf den €STR. Der EONIA, der seit Oktober 2019 als €STR zuzüglich eines fixen Zinsabstands berechnet wird, entwickelte sich im Gleichlauf mit dem €STR.

## 4 Auswirkungen finanzpolitischer Maßnahmen zur Eindämmung des Klimawandels

Steffen Osterloh

**Im vorliegenden Kasten wird geschätzt, wie sich finanzpolitische Maßnahmen zur Verringerung der Treibhausgasemissionen auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation auswirken. Hierbei wird der in den EZB-Stabsprojektionen vom März 2020 erfasste Zeitraum zugrunde gelegt.** Die derzeit EU-weit geltenden Zielwerte für die Verringerung von Emissionen sowie die entsprechenden politischen Ziele für den Zeitraum 2021-2030 beruhen auf dem Rahmen für die Klima- und Energiepolitik bis 2030, den der Europäische Rat 2014 beschloss. Der Rahmen enthält verpflichtende Zielvorgaben zur Senkung des Ausstoßes von Treibhausgasen unter das Niveau von 1990. So sollen die Emissionen bis 2020 um 20 % und bis 2030 um mindestens 40 % verringert werden. Zur Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen in der Europäischen Union sind vorgesehen: a) das Emissionshandelssystem der EU (EU-EHS): Es deckt rund 45 % der EU-weiten Treibhausgasemissionen ab und begrenzt die Emissionen, die vor allem von energieintensiven Sektoren in der EU und in Island, Liechtenstein und Norwegen stammen. Hierzu zählen Kraftwerke, Branchen mit hohem Energiebedarf sowie Flüge innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR); b) nationale Maßnahmen in Sektoren, die nicht vom EU-EHS erfasst werden, wie z. B. Verkehr, Heizung und Landwirtschaft.

**Zwar sorgt das EU-EHS für Gewissheit in Bezug auf die jährliche Emissionsdrosselung in den entsprechenden Sektoren, doch die Entwicklung der Zertifikatepreise bleibt ungewiss.** Das EU-EHS beruht auf dem Grundsatz von Obergrenzen und Handel. Unter das System fallende Anlagen sind an Obergrenzen für den Ausstoß bestimmter Treibhausgase gebunden, und die Unternehmen dürfen mit ihren Emissionszertifikaten handeln. Mit der Zeit wird die Obergrenze gesenkt, sodass die Gesamtemissionen abnehmen. Der Anteil der versteigerten, den Unternehmen also nicht kostenlos gewährten Zertifikate wurde im Laufe der Zeit erhöht und lag im Zeitraum 2013-2020 bei 57 %. Der von den Unternehmen für den ersteigerten Zertifikateanteil zu zahlende Preis wirkt sich ähnlich wie eine CO<sub>2</sub>-Steuer auf ihre Vorleistungen aus, da er zu einem unmittelbaren Anstieg der Produktionskosten führt. Die empirische Literatur zeigt, dass Kostensteigerungen, die sich aus vorherigen Erhöhungen von EHS-Zertifikatepreisen ergeben, größtenteils auf die Verbraucherpreise überwältigt wurden.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Siehe z. B. R. Martin et al., [The Impact of the European Union Emissions Trading Scheme on Regulated Firms: What Is the Evidence after Ten Years?](#), *Review of Environmental Economics and Policy*, Bd. 10, Ausgabe 1, 2016, S. 129–148.

**Die Entwicklung der Zertifikatepreise innerhalb des EU-EHS während der vergangenen beiden Jahre hat möglicherweise einen gewissen Inflationsdruck erzeugt. Allerdings erwarten die Marktteilnehmer im Projektionszeitraum allenfalls einen moderaten weiteren Preisauftrieb.** Der EHS-Preis lag von 2012 bis 2017 mit durchschnittlich rund 6 € je Tonne CO<sub>2</sub> verhältnismäßig stabil auf einem niedrigen Niveau. In den Jahren 2018 und 2019 erhöhte er sich indes deutlich und belief sich Ende 2019 auf rund 25 € je Tonne. Diese Entwicklung führte auch zu einem sprunghaften Anstieg der Staatseinnahmen aus den Zertifikateversteigerungen sowie der Zusatzkosten der Unternehmen. Daraus ergeben sich ein positiver Inflationsbeitrag im Euroraum in den Jahren 2018 und 2019 sowie ein geringfügig negativer Wachstumsimpuls für das BIP. Trotz der anhaltenden Rationierung der Emissionszertifikate zeigen die EHS-Terminkontrakte derzeit jedoch keinen weiteren Preissprung an, sodass in den kommenden Jahren wohl nicht mit einem größeren Effekt auf die Verbraucherpreise zu rechnen ist. Gleichwohl stellen die volatilen Zertifikatepreise weiterhin einen Risikofaktor für die Entwicklung des HVPI dar.

**Die Emissionsverringerung in den übrigen, nicht unter das EU-EHS fallenden Sektoren wurde in der Lastenteilungsverordnung festgeschrieben.** Diese enthält verbindliche jährliche Zielvorgaben für den Ausstoß von Treibhausgasen in den EU-Mitgliedstaaten in den Zeiträumen 2013-2020 und 2021-2030. Insgesamt sollen die nationalen Zielwerte im Vergleich zum Stand 2005 zu einer Reduzierung um rund 10 % bis 2020 und 30 % bis 2030 führen. Anders als bei den vom EHS erfassten Sektoren obliegt es im Fall der Nicht-EHS-Sektoren den Mitgliedstaaten, ihre nationalen Zielwerte mithilfe entsprechender Maßnahmen zu erreichen.

**In Deutschland wurde vor Kurzem ein nationales Preissystem für CO<sub>2</sub>-Emissionen für nicht vom EHS erfasste Sektoren beschlossen. Hiervon ist eine positive Inflationswirkung zu erwarten.** Mit dem „Klimapaket“ vom Dezember 2019 wird ab 2021 ein nationales Preissystem für CO<sub>2</sub>-Emissionen im Verkehr und bei der Beheizung von Gebäuden eingeführt. Ausgangspunkt des Systems ist ein Festpreis, der bis 2025 schrittweise ansteigt und zunächst einer CO<sub>2</sub>-Steuer gleicht. Die Projektionen vom Dezember 2019 spiegelten die ursprüngliche Koalitionsvereinbarung zur Einführung eines CO<sub>2</sub>-Preises von zunächst 10 € je Tonne für 2021 wider. Für die Jahre 2021 und 2022 wurde ein positiver Effekt auf den HVPI vorausgeschätzt, während der Effekt auf das BIP als gering eingestuft wurde.<sup>14</sup> Die Auswirkungen auf die Preise und das BIP dürften sich in Grenzen halten, da ein Großteil der Einnahmen aus dem Zertifikateverkauf dafür verwendet wird, Industrie und Verbraucher zu entschädigen. Dies soll hauptsächlich über niedrigere Strompreise erfolgen, die sich aus einem Rückgang der gemäß Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) erhobenen Umlage im Einklang mit den steigenden CO<sub>2</sub>-Preisen ergeben. Außerdem werden die klimabezogenen Ausgaben erhöht. In den Projektionen vom März 2020 ist das geänderte Maßnahmenpaket zugrunde gelegt. Es sieht einen wesentlich höheren Preis von 25 € je Tonne CO<sub>2</sub> im Jahr 2021 vor, der bis 2025 auf 55 € je Tonne ansteigt. Der gesamtwirtschaftliche Effekt dieser Änderungen wird jedoch als gering eingeschätzt, da die Auswirkungen

<sup>14</sup> Eine Quantifizierung des Effekts findet sich in: Deutsche Bundesbank, [Zu den Auswirkungen des Klimapakets auf Wirtschaftswachstum und Inflationsrate](#), Monatsbericht, Dezember 2019.

des höheren CO<sub>2</sub>-Preises dadurch abgemildert werden, dass die zusätzlichen Einnahmen über eine Senkung der EEG-Umlage in voller Höhe für eine weitere Verringerung der Strompreise eingesetzt werden.

**Für die kommenden Jahre wird lediglich mit einer geringen Zunahme der CO<sub>2</sub>-Steuern gerechnet.** Als kosteneffektivstes Instrument zur Verringerung des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes kann neben der Obergrenze und dem Zertifikatehandel die CO<sub>2</sub>-Steuer gelten, die auf den Kohlendioxidgehalt von Brennstoffen erhoben wird. Eine schrittweise automatische Anhebung der CO<sub>2</sub>-Preise bis zur Erreichung der nationalen Ziele für den Emissionsabbau würde es den Privathaushalten und Unternehmen ermöglichen, sich anzupassen. Doch einen solchen automatischen Mechanismus gibt es bisher in keinem der acht Euro-Länder mit einer CO<sub>2</sub>-Steuer. In Irland wurde für 2020 ein Gesetz zur Erhöhung der CO<sub>2</sub>-Steuer verabschiedet, das sehr geringe fiskalische Auswirkungen auf den Euroraum als Ganzes hat. Die irische Regierung hat zudem ihre Absicht bekundet, die Steuer bis zum Jahr 2030 linear anzuheben. In Portugal ist der CO<sub>2</sub>-Steuersatz an den Vorjahrespreis für EU-EHS-Zertifikate gekoppelt, was zuletzt zu einigen Erhöhungen geführt hat. Die übrigen Länder planen derzeit keine Anhebung ihrer CO<sub>2</sub>-Steuer.

**Mehrere Länder beabsichtigen zwar, ihre Umweltsteuer im Projektionszeitraum zu erhöhen, doch ist der Gesamtumfang auf Ebene des Euroraums begrenzt.** In über der Hälfte der Euro-Länder ist vorgesehen, die Umweltsteuern (ohne CO<sub>2</sub>-Steuer) in den kommenden zwei Jahren anzuheben. Dies betrifft hauptsächlich Verbrauchsteuern auf Energie und Brennstoffe, aber auch Steuern auf Kraftfahrzeuge und Flugtickets. Die stärkste Erhöhung solcher Steuern ist in den Niederlanden geplant, wobei der gesamtwirtschaftliche Effekt aber durch entsprechende Steuersenkungen im Bereich Energie weitgehend ausgeglichen wird. In den anderen Ländern fallen diese Maßnahmen in der Regel gering aus (der jährliche Anstieg liegt in fast jedem Fall unter 0,1 % des BIP), und auf Ebene des Euroraums ist der Effekt marginal. Darüber hinaus werden in einigen Ländern indirekte Steuermaßnahmen mit expansiver Wirkung eingeführt, so etwa Steuersenkungen zur Förderung des öffentlichen Verkehrs, der Elektromobilität oder von Autogas. Direkte Steuermaßnahmen zur Unterstützung des Übergangs zu einer umweltfreundlichen Wirtschaft sind hingegen kaum vorgesehen.

**Insgesamt ist davon auszugehen, dass Klimaschutzmaßnahmen im Zeitraum 2020-2022 nur geringe Auswirkungen auf das BIP und die Preise im Eurogebiet haben werden. Auf mittlere Sicht könnte eine Verschärfung der Ziele zur Verringerung der Emissionen jedoch ein Aufwärtsrisiko für die Inflationsaussichten bergen.** Für die Jahre 2021 und 2022 wird lediglich in Bezug auf Deutschlands Maßnahmenpaket mit einer gewissen Inflationswirkung auf Euroraumebene gerechnet. Darüber hinaus gibt es derzeit in keinem anderen großen Mitgliedstaat konkrete Pläne für ein vergleichbares CO<sub>2</sub>-Bepreisungssystem. Für die Länder, die bereits CO<sub>2</sub>-Steuern eingeführt haben, werden keine wesentlichen Effekte erwartet. Einige Staaten planen zwar, die Umweltsteuer zu erhöhen, doch dürfte hiervon euroraumweit im Projektionszeitraum ein geringer Effekt auf Wachstum und Preise ausgehen. Mittelfristig könnten sich allerdings die Klimaschutzmaßnahmen stärker auf die Preise auswirken, da die Zielvorgaben für

den Emissionsabbau im Rahmen des Green Deal, den die Europäische Kommission im Dezember 2019 angekündigt hat, möglicherweise weiter verschärft werden. Ehrgeizigere Ziele könnten zu einem positiven Effekt auf die Preise für EHS-Zertifikate und zur Umsetzung neuer nationaler Maßnahmen – so zum Beispiel die Einführung von nationalen EHS oder CO<sub>2</sub>-Steuern – führen, die das allgemeine Preisniveau anheben.

# Aufsätze

## 1 Multinationale Unternehmen, Finanzzentren und ihre Auswirkungen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus Sicht des Euro-Währungsgebiets

Virginia Di Nino, Maurizio Michael Habib und Martin Schmitz

*Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie die Geschäftstätigkeit großer multinationaler Unternehmen (MNU) die Außenwirtschaftsstatistiken des Euro-Währungsgebiets sowie von Finanzzentren im Allgemeinen beeinflusst. Die Tatsache, dass immaterielle Vermögenswerte, Gewinne und Unternehmenssitze zunehmend einfacher grenzüberschreitend verlagert werden können, stellt eine Herausforderung für das Regelwerk dar, das derzeit für internationale Statistiken und die ökonomische Analyse gilt. In diesem Aufsatz wird erstens dargelegt, wie die Geschäfte von MNU in den grenzüberschreitenden Statistiken erfasst werden und welche Schwierigkeiten sich bei der Messung dieser Daten ergeben. Zweitens werden Belege für den Einfluss der MNU auf die Außenwirtschaftsstatistiken des Eurogebiets angeführt. Besonders deutlich wird dieser Einfluss in den Leistungsbilanzsalden und den Direktinvestitionen in den Finanzzentren des Euroraums, wobei die Direktinvestitionen häufig über Zweckgesellschaften abgewickelt werden. Drittens wird die Tatsache beleuchtet, dass Finanzzentren tendenziell Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, die teilweise auf die Aktivitäten von MNU zurückzuführen sein könnten. Multilaterale Initiativen könnten dazu beitragen, die Transparenz der Geschäftstätigkeit von MNU zu erhöhen und einen grenzüberschreitenden Informationsaustausch zu statistischen und steuerrechtlichen Zwecken zu gewährleisten.*

### 1 Einleitung

**Der Aufstieg großer, profitabler und globaler Unternehmen sowie die Mobilität immaterieller Vermögenswerte<sup>1</sup> haben dazu geführt, dass die Gewinnverlagerung der Unternehmen an Bedeutung gewonnen hat, was wiederum eine Herausforderung mit Blick auf das derzeit für internationale Statistiken geltende Regelwerk darstellt.** Die Bilanzen großer multinationaler Unternehmen (MNU)<sup>2</sup> haben sich erheblich ausgeweitet. Die Vermögenswerte der größten

<sup>1</sup> Zu den immateriellen Vermögenswerten zählen nichtphysische Werte, beispielsweise der Firmenwert (Goodwill), der Wiedererkennungswert einer Marke sowie geistiges Eigentum. Geistiges Eigentum, wie etwa Lizenzen und Patente, ist das Ergebnis unterschiedlicher Kombinationen von Forschung, Entwicklung, Untersuchung und Innovation, die zu Wissen führen, dessen Nutzung durch Gesetze oder andere Schutzinstrumente eingeschränkt wird (siehe [Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen – ESVG 2010](#)). Resultiert geistiges Eigentum aus Forschung und Entwicklung, so wird dies als Bruttoanlageinvestitionen verbucht.

<sup>2</sup> Bei multinationalen Unternehmen handelt es sich um Firmen, die in mehr als einem Land Waren herstellen oder Dienstleistungen erbringen. MNU verfügen nur selten über einen Hauptsitz in mehr als einem Land, ihrem Heimatland. Allerdings sind MNU in einer Reihe weiterer Länder tätig, den sogenannten Zielländern.

börsennotierten Unternehmen in den wichtigen Industrieländern, die sich auf mehrere hundert Milliarden US-Dollar belaufen, sind etwa genauso groß wie das BIP vieler kleiner offener Volkswirtschaften. Um ihre Steuerlast zu mindern, wenden MNU verschiedene Methoden an. Darunter fallen auch die Gewinnverlagerung in Niedrigsteuerländer durch die Manipulation von Verrechnungspreisen<sup>3</sup> und die Verlagerung konzerninterner Positionen; dies geschieht häufig über komplexe Finanzstrukturen und die Errichtung von Zweckgesellschaften in Ländern, in denen nur niedrige oder gar keine Steuern entrichtet werden müssen. Diese Aktivitäten sind extrem schwierig nachzuverfolgen. Eine große Herausforderung stellt es dar, die Neuartigkeit einiger dieser Geschäftspraktiken – vor allem die Zunahme des geistigen Eigentums und die verbesserten Möglichkeiten, den Standort nach strategischen Kriterien auszuwählen – im bestehenden Rahmen für die nationalen und internationalen Statistiken zu berücksichtigen, der auf dem Konzept des Sitzes/Wohnsitzes basiert.<sup>4</sup>

**Steuervermeidung durch MNUs auf internationaler Ebene ist zwar kein neues Phänomen, ihre rasche Verbreitung lässt sie jedoch vermehrt in den Fokus von Wissenschaft und politischen Entscheidungsträgern rücken.**<sup>5</sup>

Globale Unternehmen reagieren auf steuerliche Anreize, wenn die mit ihnen verbundenen Unternehmen weltweit Erträge erwirtschaften. Eine jüngst durchgeführte Untersuchung der zugehörigen Fachliteratur ergab, dass bei globalen Firmen eine Senkung des gesetzlichen Körperschaftsteuersatzes um einen Prozentpunkt zu einer Erhöhung des Ergebnisses vor Steuern um 1 % führt.<sup>6</sup> Bemerkenswert ist, dass laut dieser Studie die geschätzten Auswirkungen im Zeitverlauf zuzunehmen scheinen. Verrechnungspreise und Lizenzvergaben sind offenbar die wichtigsten Kanäle zur Steuervermeidung und haben anscheinend eine größere Bedeutung als die Finanzplanung.<sup>7</sup> Die internationale Besteuerung kann auch die länderspezifische Verteilung von Direktinvestitionen beeinflussen: Ein höherer gesetzlicher Steuersatz in einem Zielland für Direktinvestitionen schmälert die Attraktivität von Firmenübernahmen in diesem Land, während eine niedrigere Steuerbelastung Direktinvestitionen im Zusammenhang mit Gewinnverlagerungen begünstigen könnte.<sup>8</sup> Ein weiterer Forschungsbereich befasst sich mit den Implikationen dieser Steuervermeidungsstrategien für die Messung des Auslandsvermögens der Staaten

---

<sup>3</sup> Der Begriff Verrechnungspreise bezieht sich auf die Regeln und Methoden zur Verrechnung von Transaktionen innerhalb von und zwischen Unternehmen, die über eine gemeinsame Eigentümerstruktur oder Kontrolle verbunden sind.

<sup>4</sup> Siehe S. Avdjiev, M. Everett, P. R. Lane und H. S. Shin, [Tracking the international footprints of global firms](#), BIS Quarterly Review, März 2018.

<sup>5</sup> Siehe beispielsweise L. Tørsløv, L. Wier und G. Zucman, [The Missing Profits of Nations](#), Working Paper des NBER, Nr. 24701, 2018.

<sup>6</sup> Siehe S. Beer, R. de Mooij und L. Liu, International corporate tax avoidance: A review of the channels, magnitudes, and blind spots, *Journal of Economic Surveys*, Sonderausgabe, Januar 2019, S. 1-29.

<sup>7</sup> Siehe J. H. Heckemeyer und M. Overesch, Multinationals' profit response to tax differentials: Effect size and shifting channels, *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, Bd. 50, Nr. 4, 2017.

<sup>8</sup> Siehe W. Arulampalam, M. P. Devereux und F. Liberini, Taxes and the location of targets, *Journal of Public Economics*, Bd. 176, 2019, S. 161-178.

und die eingeschränkten Möglichkeiten von Regierungen, Steuern auf die Gewinne globaler Unternehmen zu erheben.<sup>9</sup>

**Um die Ausbreitung von Steuervermeidung einzudämmen, wurde auf internationaler Ebene eine Reihe von politischen Initiativen in die Wege geleitet.** Die OECD schätzt, dass weltweit jedes Jahr 240 Mrd US-Dollar an Steuereinnahmen aufgrund der Steuervermeidung von MNUen verloren gehen. Daher riefen die OECD und die G 20 ein Projekt gegen Gewinnverkürzung und Gewinnverlagerung (Base Erosion and Profit Shifting – BEPS) ins Leben, zu dem auch ein Aktionsplan gehört, der 15 Aktionspunkte umfasst, die die internationale Steuervermeidung einschränken sollen.<sup>10</sup> Dieser Initiative haben sich derzeit mehr als 135 Staaten angeschlossen, darunter die EU-Mitgliedstaaten. Die EU nahm die Empfehlungen des BEPS-Projekts als Grundlage für zwei Richtlinien zur Bekämpfung von Steuervermeidungspraktiken, die im Zeitraum von 2019 bis 2020 in Kraft traten. Das Reformpaket der EU enthält konkrete Maßnahmen zur Verringerung von Steuervermeidung, zur Verbesserung der Steuertransparenz und zur Schaffung einheitlicher Rahmenbedingungen für alle Unternehmen in der EU, aber auch neue Anforderungen zur Finanzberichterstattung von MNUen (siehe Kasten 1).<sup>11</sup>

## Kasten 1

### Steuervermeidung und Transparenz: Initiativen der Politik auf internationaler und EU-Ebene

Maurizio Michael Habib und Martin Schmitz

Auf internationaler Ebene setzte sich die OECD mit Unterstützung der G 20 für die Begrenzung von Steuervermeidung ein. Das Projekt gegen Gewinnverkürzung und Gewinnverlagerung (Base Erosion and Profit Shifting – BEPS) der OECD und der G-20-Staaten wurde 2015 finalisiert und sieht Maßnahmen zur Verringerung von Steuervermeidung vor. Zudem umfasst es neue Anforderungen zur Finanzberichterstattung von MNUen, insbesondere für die länderspezifische Berichterstattung bis 2025. Viele der im OECD/G-20-BEPS-Projekt aufgeführten Empfehlungen wurden auf EU-Ebene im Rahmen des breit angelegten Maßnahmenpakets der Europäischen Kommission zur Bekämpfung von Steuervermeidung umgesetzt.<sup>12</sup> Dieses Maßnahmenpaket umfasst auch eine Änderung der Richtlinie zur Zusammenarbeit der Verwaltungsbehörden. Darin wird vorgeschlagen, länderspezifische Berichterstattung zwischen den Steuerverwaltungen der Mitgliedstaaten zu wesentlichen steuerbezogenen Informationen über die Aktivitäten von multinationalen Unternehmen in der EU einzuführen.

Um eine einheitliche Erfassung der Aktivitäten von MNUen durch die Länder zu gewährleisten, müssen die für die statistische Erhebung zuständigen Stellen international eng zusammenarbeiten.

<sup>9</sup> Siehe G. Zucman, Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits, Journal of Economic Perspectives, Herbst, Bd. 28, Nr. 4, 2014, S. 121-148.

<sup>10</sup> Siehe [BEPS-Abschlussberichte 2015 der OECD](#).

<sup>11</sup> Siehe [Richtlinie \(EU\) 2016/1164 des Rates vom 12. Juli 2016 mit Vorschriften zur Bekämpfung von Steuervermeidungspraktiken mit unmittelbaren Auswirkungen auf das Funktionieren des Binnenmarkts \(Abl. L 193 vom 19.7.2016, S. 1\)](#) und [Richtlinie \(EU\) 2017/952 des Rates vom 29. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie \(EU\) 2016/1164 bezüglich hybrider Gestaltungen mit Drittländern \(Abl. L 144 vom 7.6.2017, S. 1\)](#).

<sup>12</sup> Siehe Europäische Kommission, [Maßnahmenpaket zur Bekämpfung von Steuervermeidung](#).

Das bedeutet, dass sie vertrauliche Daten zu MNU und ihren Tochtergesellschaften grenzüberschreitend austauschen. In diese Richtung geht das Pilotprojekt zum Bruttonationaleinkommen (BNE), das 2018 vom Ausschuss für das Europäische Statistische System ins Leben gerufen wurde. Ziel dieses Pilotprojekts ist es, anhand einer Stichprobe von 25 MNU in Europa die Einheitlichkeit der statistischen Erfassung durch die nationalen Statistikämter gemeinsam zu beurteilen.

Außerdem haben einige nationale Statistikämter Stellen für komplexe Fälle eingerichtet, um die Aktivitäten von MNU auf nationaler Ebene zu überwachen. Auf internationaler Ebene gibt es bislang jedoch noch keine formale Koordinierung. Eine Weiterentwicklung der Rechtsträgerkennungen und Unternehmensregister würde auch zu einer Verbesserung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der Zahlungsbilanzstatistik beitragen.<sup>13</sup>

---

**Die Geschäftstätigkeiten der MNU schlagen sich besonders deutlich in der Außenwirtschaftsstatistik der Finanzzentren nieder.** Da im Euroraum einige bedeutende Finanzzentren zu finden sind, wird in diesem Aufsatz die Entwicklung ihrer außenwirtschaftlichen Statistiken erörtert. Hierzu wird von einer standardmäßigen operationellen Definition von Finanzzentren auf Basis des Bestands an Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP ausgegangen. Es handelt sich damit um Volkswirtschaften, in denen Finanzgeschäfte tendenziell wichtiger sind als binnenwirtschaftliche Aktivitäten. Genauer gesagt werden als Finanzzentren die zehn Industriestaaten definiert, die in einer großen Stichprobe mit mehr als 60 Ländern den höchsten Anteil an Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP aufweisen. Diese zehn Finanzzentren umfassen sechs Euro-Länder (Belgien, Irland, Luxemburg, Malta, die Niederlande und Zypern) sowie vier Staaten außerhalb des Eurogebiets (Hongkong (Sonderverwaltungsregion – SVR), die Schweiz, Singapur und das Vereinigte Königreich).<sup>14</sup> In Abbildung 1 ist der Anteil der Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP für drei Ländergruppen dargestellt: Industrieländer (ohne Finanzzentren), Finanzzentren sowie Schwellenländer. Im Gegensatz zu den Auswirkungen, die die weltweite Finanzkrise 2008 auf andere Industrieländer hatte, scheint sie die zunehmende internationale Finanzintegration in

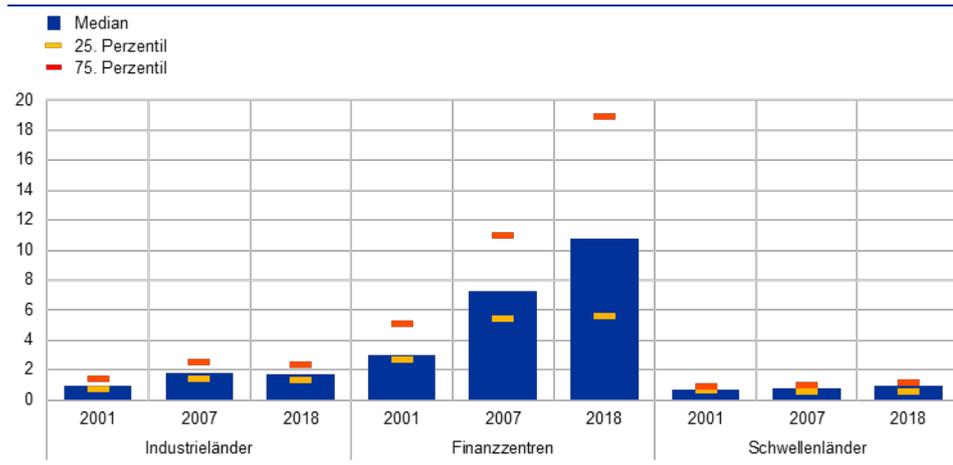
---

<sup>13</sup> Initiativen auf diesem Gebiet umfassen die Rechtsträgerkennung (LEI), das Datenregister über Institute und verbundene Unternehmen (Register of Institutions and Affiliates Data – RIAD), bei dem es sich um ein vom ESZB geführtes Unternehmensregister handelt, und das EuroGroups Register (EGR), das für statistische Zwecke mit Blick auf MNU in der EU verwendet und vom Europäischen Statistischen System betrieben wird.

<sup>14</sup> Bei diesen Volkswirtschaften (mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs) handelt es sich zudem um die größten Zentren, was den Bestand an Direktinvestitionen im Verhältnis zum BIP betrifft. Die Direktinvestitionen sind eine Teilkomponente der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, die eng mit den Aktivitäten von MNU verknüpft ist. Damit für die Zwecke des vorliegenden Beitrags Finanzzentren identifiziert und dabei erdölproduzierende Länder, die in der Regel hohe Bruttovermögenspositionen gegenüber dem Ausland ausweisen, ausgeklammert werden können, liegt der Schwerpunkt statt auf der Summe der Forderungen und Verbindlichkeiten auf den Brutto-Auslandsverbindlichkeiten. Grundlage hierfür bildet die Zahlungsbilanzstatistik des IWF. Die Aktivitäten kleiner Offshore-Finanzzentren werden im Rahmen dieses Aufsatzes nicht betrachtet. Grund hierfür ist, dass genaue Zahlungsbilanzstatistiken nicht immer zur Verfügung stehen. Überdies würden die extrem umfangreichen Außenwirtschaftsbilanzen der Offshore-Finanzzentren im Verhältnis zum BIP einige der hier aufgeführten Ergebnisse verzerren. Zu beachten ist, dass als Finanzzentren klassifizierte fortgeschrittene Volkswirtschaften nicht unbedingt als Steueroasen in Bezug auf die Unternehmensbesteuerung anzusehen sind. Im Allgemeinen haben die Finanzzentren relativ niedrige Körperschaftsteuersätze, dies ist aber nicht immer der Fall. So liegen beispielsweise die gesetzlichen Körperschaftsteuersätze in Belgien, den Niederlanden und in Malta über dem Durchschnittsatz der anderen Länder in der hier betrachteten Stichprobe.

den Finanzzentren nicht beeinträchtigt zu haben. Dort stieg der Median der Auslandsverbindlichkeiten von rund dem Siebenfachen des BIP vor der globalen Finanzkrise auf knapp das Eifache des BIP Ende 2018. Auch die Streuung der Verteilung dieser Statistik, also des Verhältnisses von Auslandsverbindlichkeiten zum BIP, nahm in diesem Zeitraum erheblich zu.

**Abbildung 1**  
Verhältnis der Auslandsverbindlichkeiten (insgesamt) zum BIP



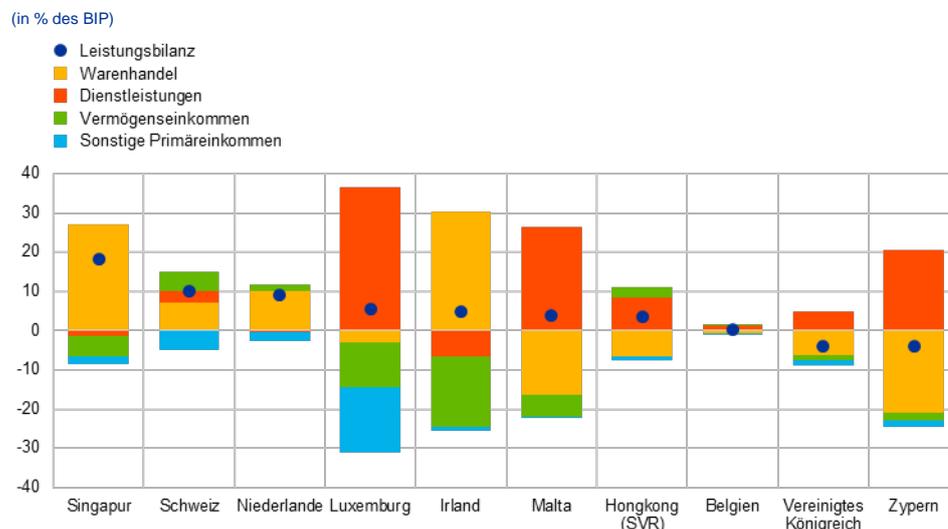
Quellen: Zahlungsbilanzstatistik des IWF und EZB-Berechnungen.

**Die Bedeutung von MNUs innerhalb der Weltwirtschaft hat mit der Zeit zugenommen, so wie auch die Rolle der Finanzzentren immer wichtiger geworden ist.**

Es ist durchaus einer Überlegung wert, ob dies Einfluss auf Leistungsbilanzungleichgewichte – vor allem in den großen Finanzzentren – hat. Finanzzentren verzeichnen tendenziell hohe Leistungsbilanzüberschüsse: Acht von zehn dieser Länder gemäß Definition in diesem Aufsatz erwirtschafteten im Durchschnitt der vergangenen zwei Jahrzehnte einen Überschuss in der Leistungsbilanz. Allerdings verfügt jedes dieser Länder über ein eigenes Geschäftsmodell, das sich in der unterschiedlichen Zusammensetzung der jeweiligen Leistungsbilanzen widerspiegelt. Abbildung 2 zeigt eine Aufschlüsselung der Leistungsbilanzen der Finanzzentren in die wichtigsten Teilkomponenten seit dem Jahr 2010, als der Bestand an Verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen rapide zuzunehmen begann. Bei der ersten Ländergruppe – nämlich Singapur, der Schweiz, den Niederlanden und Irland – ergibt sich der Aktivsaldo in der Leistungsbilanz in erster Linie aus umfangreichen Überschüssen im Warenhandel. Wie in Abschnitt 2 und 3 erläutert, können die geschäftlichen Aktivitäten von MNUs (wie der Transithandel und die Lohnveredelung) zu einem kräftigen Anstieg des Saldos im Warenhandel der Finanzzentren führen. Für eine zweite Ländergruppe, genauer gesagt Luxemburg, Malta und Hongkong, lässt sich der Leistungsbilanzüberschuss größtenteils auf die Dienstleistungsbilanz zurückführen, die ihrerseits durch den Finanzdienstleistungssektor bestimmt wird.

## Abbildung 2

Durchschnittliche Leistungsbilanzsalden der Finanzzentren von 2010 bis 2018



Quellen: Zahlungsbilanzstatistik des IWF und EZB-Berechnungen.

### Für Notenbanken sind korrekte Messungen der Außenwirtschaftsstatistiken – wie der im vorliegenden Beitrag erörterten Statistiken – von großem Belang.

Umfangreiche außenwirtschaftliche Ungleichgewichte können Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Wirtschaftswachstums sowie der Finanzstabilität aufkommen lassen, was die Geld- und die makroprudenzielle Politik beeinflussen kann. Die Notenbanken überwachen zum Beispiel die Außenwirtschaftsstatistik, um den Gleichgewichtswert von Wechselkursen schätzen und gleichzeitig mögliche Verzerrungen entdecken zu können. Hintergrund hierbei ist, dass abrupte und spürbare Korrekturen der Wechselkurse die Inflationsentwicklung beeinflussen können. Eine verzerrte Darstellung der Leistungsbilanzungleichgewichte auf aggregierter Ebene könnte den politischen Entscheidungsträgern fehlerhafte Signale liefern.

**Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt:** In Abschnitt 2 wird erläutert, wie typische Geschäftstätigkeiten von MNU in den Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus erfasst werden. Zudem werden die entsprechenden Schwierigkeiten bei der Messung dieser Statistiken dargestellt. In Abschnitt 3 soll die quantitative Bedeutung der geschäftlichen Aktivitäten von MNU für die Außenwirtschaftsstatistik der Euro-Länder bemessen werden. Dabei werden die Finanzzentren von den anderen Volkswirtschaften des Eurogebiets abgegrenzt und der Handel und die Zusammensetzung der Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet näher betrachtet. In Abschnitt 4 werden die Ergebnisse zusammengefasst und ein Fazit gezogen.

## 2 Erfassung der Geschäftstätigkeit multinationaler Unternehmen in der Zahlungsbilanzstatistik

### 2.1 Hintergründe der Erfassungsschwierigkeiten

**Die Geschäftstätigkeit großer MNU's schlägt sich in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und vor allem in den Außenwirtschaftsstatistiken nieder, wodurch sich Herausforderungen für die statistische Erhebung und die ökonomische Analyse ergeben.**<sup>15</sup> In diesem Abschnitt wird untersucht, wie typische operative Tätigkeiten von MNU's in den Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus erfasst werden. Zudem werden einige der damit verbundenen Messschwierigkeiten beleuchtet. Die Steuerplanungsstrategien von MNU's beeinflussen die Zahlungsbilanzdaten hauptsächlich auf drei Arten: a) indem Gewinne zu verbundenen Unternehmen in Niedrigsteuere ländern verlagert werden, wobei geistiges Eigentum verschoben oder Verrechnungspreise im Rahmen des unternehmensinternen Handels manipuliert werden können; b) indem unternehmensinterne Verbindlichkeiten und Kapitalverflechtungen verlagert werden; c) indem der Hauptsitz und rechtsgültige Unternehmensgründungen in ein Finanzzentrum mit einer günstigen steuerlichen Behandlung verlegt werden. In diesem Abschnitt wird außerdem aufgezeigt, warum diese Aktivitäten unterschiedliche Auswirkungen auf die Leistungsbilanz und den Auslandsvermögensstatus der Sitzländer von MNU's und deren verbundenen Unternehmen haben.

**Schwierigkeiten bei der Erfassung entstehen durch Friktionen zwischen den auf dem Konzept des Sitzes/Wohnsitzes basierenden nationalen Statistikmethoden und den weltweiten Aktivitäten und Eigentümerstrukturen großer MNU's.** Die Statistiken zur Zahlungsbilanz und zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowie die damit verbundenen Datenerhebungsprozesse beruhen auf dem Konzept des Sitzes/Wohnsitzes. Demnach ist jede institutionelle Einheit<sup>16</sup> in einem einzigen Wirtschaftsgebiet ansässig; dies ist der Ort, an dem der Schwerpunkt ihres wirtschaftlichen Hauptinteresses liegt. MNU's organisieren ihre Produktionsketten und Unternehmensstrukturen jedoch tendenziell so, dass sie weltweit verbreitet sind und verschiedene rechtliche Einheiten, unter anderem Zweckgesellschaften, umfassen (siehe Kasten 2).<sup>17</sup> Die Daten zu diesen Einheiten werden dann in den nationalen Zahlungsbilanzstatistiken des Landes erfasst, in dem

<sup>15</sup> Siehe S. Stapel-Weber et al., Meaningful Information for Domestic Economies in the Light of Globalization – Will Additional Macroeconomic Indicators and Different Presentations Shed Light?, Working Paper des NBER, Nr. 24859, 2018.

<sup>16</sup> Zu den institutionellen Einheiten zählen private Haushalte, Unternehmen, private Organisationen ohne Erwerbszweck, staatliche Einheiten sowie rechtliche oder soziale Einheiten, die rechtlich oder gesellschaftlich anerkannt sind, sowie andere Einheiten, die möglicherweise Eigentümer dieser sind oder sie kontrollieren.

<sup>17</sup> Laut dem World Investment Report der UNCTAD aus dem Jahr 2015 weisen größere MNU's komplexere interne Eigentümerstrukturen auf. Die 100 größten MNU's im Transnationalitätsindex der UNCTAD verfügen im Schnitt über mehr als 500 verbundene Unternehmen in über 50 Ländern, sieben Hierarchieebenen und 20 Holdinggesellschaften.

diese ansässig sind. Folglich werden die Daten nicht mit dem Heimatland der Muttergesellschaft, also dem MNU, grenzüberschreitend konsolidiert.<sup>18</sup>

## Kasten 2

### Erfassung von Zweckgesellschaften in grenzüberschreitenden Statistiken

---

Martin Schmitz

Der Einsatz von Zweckgesellschaften durch MNUs hat in den vergangenen Jahren rapide zugenommen.<sup>19</sup> Eine Zweckgesellschaft ist einer aktuellen Arbeitsgruppe des IWF-Ausschusses für Zahlungsbilanzstatistik (BOPCOM) zufolge wie folgt definiert: a) Es handelt sich um eine formal registrierte bzw. eigenständige rechtliche Einheit, die in einer Volkswirtschaft ansässig und als institutionelle Einheit anerkannt ist, keine oder nur wenige (höchstens fünf) Beschäftigte hat und im Zielland keine oder nur eine geringe physische Präsenz aufweist und dort auch keine oder keine nennenswerte Produktionstätigkeit durchführt; b) sie wird direkt oder indirekt aus dem Ausland kontrolliert; c) sie wurde zu dem Zweck gegründet, bestimmte Vorteile des Rechtssystems des Ziellands zu nutzen; d) sie unterhält nahezu ausschließlich Geschäftsbeziehungen mit dem Ausland, und ein großer Teil ihrer finanziellen Bilanz ist grenzüberschreitender Art.<sup>20</sup> Die Arbeitsgruppe des IWF-Ausschusses für Zahlungsbilanzstatistik schlug diese international abgestimmte Definition von Zweckgesellschaften vor, um länderübergreifend vergleichbare Angaben erheben zu können, bei denen Zweckgesellschaften in grenzüberschreitenden Statistiken gesondert ausgewiesen werden. Grund hierfür ist die Tatsache, dass die mit Zweckgesellschaften verbundenen grenzüberschreitenden Kapitalströme und -bestände im Vergleich zur Binnenwirtschaft eines Landes tendenziell oftmals übermäßig groß sind und die Analyse der gesamtwirtschaftlichen Statistiken in den betroffenen Ländern verzerren.

Zweckgesellschaften sind in einer Reihe von Ländern des Euroraums – in Irland, Luxemburg, Malta, den Niederlanden und in Zypern – sehr präsent. Diese sind alle in der Ländergruppe Finanzzentren in Abbildung 1 erfasst. In diesen Ländern werden der Auslandsvermögensstatus und die grenzüberschreitenden Transaktionen, vornehmlich die Direktinvestitionen, aber auch die Wertpapieranlagen und die übrigen Kapitalanlagen, maßgeblich von Zweckgesellschaften beeinflusst. In einigen Fällen umfasst die Bilanz der Zweckgesellschaften außerdem auch nichtfinanzielle Vermögensgüter (wie etwa geistiges Eigentum).

In EU-Ländern mit ein hohen Zahl an Zweckgesellschaften ist der Sektor der Rechtsberatungs-, Finanz- und Unternehmensberatungsdienstleistungen in der Regel gut entwickelt.<sup>21</sup> MNUs können Zweckgesellschaften einrichten, um ihre internen Finanzierungsmodalitäten zu organisieren. Diese

---

<sup>18</sup> Die BIZ stellt Statistiken für internationale Bankengruppen zur Verfügung, die nach ihrem Heimatland konsolidiert werden (in der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik (Locational Banking Statistics) geschieht dies nach Standort). Auch Tissot 2016 ([Globalisation and financial stability risks: is the residency-based approach of the national accounts old-fashioned?](#), Working Paper der BIZ, Nr. 587, 2016) vertritt den Standpunkt, dass große MNU-Gruppen nach ihrem Heimatland konsolidiert werden sollten. Voraussetzung hierfür wäre, dass vertrauliche Daten grenzüberschreitend ausgetauscht werden, da die Erhebung statistischer Daten ebenfalls gemäß dem Konzept des Sitzes/Wohnsitzes erfolgt.

<sup>19</sup> Siehe P. R. Lane und G. M. Milesi-Ferretti, *International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, IMF Economic Review, 66, 2018, S. 189-222.

<sup>20</sup> Siehe IWF-Ausschuss für Zahlungsbilanzstatistik (BOPCOM), [Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities](#), 2018.

<sup>21</sup> Siehe T. Jellema, F. Pastoris und C. Picon-Aguilar, *A European perspective to observing and reporting on SPEs*, ISI World Statistics Congress, 2019; V. Galstyan, E. Maqui und P. McQuade, [International debt and Special Purpose Entities: evidence from Ireland](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2301, 2019.

erfordern hoch spezialisierte Dienstleister wie Anwälte, Steuerberater und Finanzexperten in den Ländern, in denen Zweckgesellschaften ansässig sind. Strategien zur Steuervermeidung beinhalten beispielsweise oftmals die Einrichtung komplexer Unternehmensstrukturen, die Zweckgesellschaften in mehreren EU-Ländern umfassen.

Die von der Arbeitsgruppe des IWF-Ausschusses für Zahlungsbilanzstatistik festgelegte Definition könnte dazu beitragen, dass es international einheitliche Außenwirtschaftsstatistiken mit einer separaten Aufschlüsselung der Zweckgesellschaften gibt. Ziel des IWF-Zahlungsbilanzstatistik-ausschusses ist es, Ende 2021 Daten veröffentlichen zu können, in denen Zweckgesellschaften in grenzüberschreitenden Statistiken separat ausgewiesen werden. Hierzu bedarf es weiterer praktischer Orientierungshilfen, um die Definition der Zweckgesellschaften angesichts ihrer unterschiedlichen Ausgestaltung und ihrer grenzüberschreitenden Aktivitäten anwenden zu können.

---

**Erfassungsschwierigkeiten werden durch die Digitalisierung und die zunehmende Bedeutung geistigen Eigentums, die besonders für**

**Finanzzentren relevant sind, noch verschärft.** Im Laufe der Zeit wurden die Unternehmensstrukturen von MNUs immer dynamischer, was auf die Verlegung von Hauptsitzen und die wachsende Bedeutung immaterieller Vermögenswerte (wie Patente und Urheberrechte) zurückzuführen ist, die einfacher über Grenzen hinweg verlagert werden können als Sachanlagen (wie etwa Fabriken). Diese Phänomene können Höhe und Volatilität statistischer Indikatoren erheblich beeinflussen. Die Effekte treten insbesondere in den Ländern zutage, in denen – bezogen auf die Größe ihrer nationalen Volkswirtschaft – umfangreiche Transaktionen und Bilanzen der MNUs zu verzeichnen sind.

## 2.2 MNU – Leistungsbilanzsalden

**Um nachvollziehen zu können, wie sich die Geschäftstätigkeit von MNU auf die Außenwirtschaftsstatistik auswirkt, müssen verschiedene Komponenten der Zahlungsbilanz getrennt voneinander betrachtet werden.**<sup>22</sup> Gemäß der Definitionsgleichung der Zahlungsbilanz gilt:

$$LB + VB + RP = KB \quad (1)$$

wobei *LB* für den Saldo der Leistungsbilanz, *VB* für den Saldo der Vermögensänderungsbilanz (die hauptsächlich Vermögensübertragungen und nicht produzierte Sachvermögen abbildet), *RP* für Restposten (in denen statistische Diskrepanzen erfasst werden) und *KB* für den Saldo der Kapitalbilanz<sup>23</sup> steht.

---

<sup>22</sup> Siehe P. R. Lane, Risk Exposures in International and Sectoral Balance Sheet Data, World Economics, Bd. 16, Ausgabe 4, 2015, S. 55-76.

<sup>23</sup> Der Saldo der Kapitalbilanz wird anhand von Nettokapitalabflüssen definiert, d. h. dem Nettoerwerb ausländischer Vermögenswerte durch Gebietsansässige abzüglich der Nettoaufnahme von Verbindlichkeiten durch Gebietsansässige gegenüber Gebietsfremden.

**Die geschäftlichen Aktivitäten von MNUen wirken sich auf verschiedene Positionen der Leistungsbilanz eines Landes – der Schlüsselgröße zur Messung des Handels – sowie auf Einkommens- und Transferströme gegenüber Gebietsfremden aus.**

Die Leistungsbilanz setzt sich aus den Salden im *Warenhandel* und bei den *Dienstleistungen* sowie dem grenzüberschreitenden Faktoreinkommen (*Primäreinkommen*) und den Transfers (*Sekundäreinkommen*) zusammen, wobei die ersten drei Posten durch die Aktivitäten der MNUen direkt beeinflusst werden:

$$LB = \text{Warenhandel} + \text{Dienstleistungen} + \text{Primäreinkommen} + \text{Sekundäreinkommen} \quad (2)$$

**Grenzüberschreitende Produktionsvereinbarungen und Transithandels-geschäfte im Zusammenhang mit MNUen können sich auf die Komponente des Warenhandels in der Leistungsbilanz auswirken.** Darin eingebunden sein können ausländische Tochtergesellschaften von MNUen (über eine Produktionsverlagerung ins Ausland, auch Offshoring genannt) oder ein mit dem MNU nicht verbundenes ausländisches Unternehmen (hier spricht man von Outsourcing). Die Zahlungsbilanzstatistik basiert auf dem Konzept des Übergangs des wirtschaftlichen Eigentums. Das bedeutet, dass im Gegensatz zu den Statistiken zum internationalen Handel, in denen sämtliche Waren erfasst werden, die die Grenze eines Landes überqueren, der in der Zahlungsbilanz verbuchte Warenhandel auch die *Lohnveredelung* sowie den *Transithandel* enthält. Bei der *Lohnveredelung* beauftragt ein MNU ein ausländisches Unternehmen mit der Produktion von Waren. Während des Produktionsprozesses sind die Vorleistungsgüter weiterhin Eigentum des MNU, weshalb in der Zahlungsbilanz keine Handelsströme erfasst werden. Eine Ausnahme bildet hierbei die durch das MNU erfolgte Einfuhr von Fertigungsleistungen von dem ausländischen Unternehmen, das die Waren herstellt. Ausgewiesen wird in der Zahlungsbilanz jedoch der Verkauf der Endprodukte an Drittländer, was dem Konzept des Übergangs des wirtschaftlichen Eigentums entspricht. Beim *Transithandel* handelt es sich um einen Prozess, in dessen Verlauf ein Unternehmen Waren von einer gebietsfremden Einheit erwirbt und diese danach an einen Käufer in einem Drittland verkauft, ohne dass die Waren je die Grenze des Landes überqueren, in dem der Transithändler seinen Sitz hat.<sup>24</sup> Wenn bei diesen Transaktionen ausländische Firmen beteiligt sind, die Teil derselben Unternehmensgruppe sind, dann hat ihre Preisgestaltung entscheidenden Einfluss darauf, in welcher Höhe und wo Gewinne verbucht werden; dies steht im Einklang mit dem etablierten Konzept der Verrechnungspreise.<sup>25</sup>

<sup>24</sup> Die Differenz aus Verkauf und Kauf der Waren (abzüglich jeglicher Aufwendungen zur Finanzierung, Versicherung und Lagerung sowie zum Transport der Waren) wird unter „Nettoexporte von Transithandelswaren“ im Warenhandel desjenigen Landes ausgewiesen, in dem das Unternehmen ansässig ist.

<sup>25</sup> In vielen Ländern wenden die Steuerbehörden bei Verrechnungspreisen (d. h. den Preisgestaltungsregeln für konzerninterne Transaktionen) den Fremdvergleichsgrundsatz an. Nach diesem Grundsatz müssen konzerninterne Transaktionen so bepreist werden wie Transaktionen mit fremden Unternehmen.

**Die Geschäftstätigkeit von MNUen wirkt sich auch auf den Dienstleistungsverkehr aus, wofür die Ausbreitung der wissensbasierten Wirtschaft und die Digitalisierung verantwortlich sind.** Da geistiges Eigentum innerhalb einer MNU-Gruppe – möglicherweise mittels Zweckgesellschaften – häufig leicht über Grenzen hinweg verlagert werden kann, beeinflusst dies die Aus- und Einfuhren.<sup>26</sup> Geistiges Eigentum lässt sich nur schwer zu Marktpreisen bewerten, was MNUen ausnutzen können, um Steuern zu vermeiden. Die geistigen Eigentumsrechte des gesamten Konzerns könnten beispielsweise konzentriert in der Hand einer Einheit eines MNU liegen, und die anderen Konzernunternehmen zahlen für die Nutzung Konzessions- und Lizenzgebühren.

**Der Saldo des Primäreinkommens, der vor allem durch Vermögenseinkommen bestimmt wird, ist eine weitere Komponente der Leistungsbilanz, die von den Aktivitäten der MNUen betroffen ist.**<sup>27</sup> Hinter dem *Vermögenseinkommen* verbergen sich Einnahmen und Ausgaben aus den Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft (zum Beispiel Dividenden und Zinsen). Es kann noch weiter in die funktionalen Kategorien der Zahlungsbilanz aufgeschlüsselt werden (Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, übrige Kapitalanlagen und Währungsreserven).

**Die betrieblichen Aktivitäten von MNUen zeigen sich besonders in den Erträgen aus Direktinvestitionen.**<sup>28</sup> Das Einkommen aus Direktinvestitionen stammt aus den entsprechenden Komponenten des Beteiligungskapitals und der Direktinvestitionskredite. Die Erträge aus Beteiligungskapital können weiter in Dividendenzahlungen (an den Direktinvestor ausgeschüttete Gewinne) und reinvestierte Gewinne (von der ausländischen Tochtergesellschaft einbehaltene Gewinne) untergliedert werden. Ausschlaggebend ist hierbei, dass bei einer Entscheidung des Direktinvestors, Gewinne zu reinvestieren (d. h., sie bei der Auslandstochter zu belassen), diese Ströme zweimal in der Zahlungsbilanz erfasst werden, und zwar als Gegenbuchungen zueinander. Dies geschieht einmal als Erträge aus Direktinvestitionen und einmal als Reinvestition in gleicher Höhe in der Kapitalbilanz. In der Praxis können MNUen durch komplexe Unternehmensstrukturen ihre Steuerlast optimieren. So können sie reinvestierte Gewinne schwerpunktmäßig auf bestimmte Länder konzentrieren und Verbindlichkeiten innerhalb der Unternehmensgruppe bilden. Die grenzüberschreitenden Eigentumsverhältnisse bei MNUen können neben den Direktinvestitionen auch Auswirkungen auf die Wertpapieranlagen in Anteilsrechten haben. Bei solchen Wertpapieranlagen werden

---

<sup>26</sup> Der Handel mit geistigem Eigentum fällt in der Zahlungsbilanz in die Kategorie „sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen“, während die Konzessions- und Lizenzgebühren für die Nutzung dieser Eigentumsrechte als „Verwertung geistiger Eigentumsrechte“ verbucht werden. Nicht produzierte immaterielle Vermögenswerte fließen in die Vermögensänderungsbilanz der Zahlungsbilanz ein.

<sup>27</sup> Zum Primäreinkommen gehören auch das *Arbeitnehmerentgelt* und *sonstige Primäreinkommen*.

<sup>28</sup> Von einer Direktinvestitionsbeziehung wird gesprochen, wenn ein ausländischer Direktinvestor Beteiligungskapital hält, das ihm mindestens 10 % der Stimmrechte in dem Unternehmen, das Gegenstand der Direktinvestition ist, garantiert. Sobald zwischen zwei Einheiten eine Direktinvestitionsbeziehung besteht, werden sämtliche Finanztransaktionen zwischen ihnen als Direktinvestitionen erfasst.

nur Dividendenzahlungen unter den Einkommen verbucht, während nicht ausgeschüttete Gewinne unberücksichtigt bleiben.<sup>29</sup>

**Die in diesem Beitrag beschriebenen geschäftlichen Aktivitäten von MNU beeinflussen in erster Linie die Zusammensetzung der Leistungsbilanz eines Landes, lassen den Umfang jedoch unverändert.** Beispielhaft sei angenommen, dass ein Unternehmen mit Sitz in Land A ein pharmazeutisches Erzeugnis herstellt und es in Land B exportiert. Daraus erwachsen ein Handelsbilanzüberschuss in Land A und ein Handelsbilanzdefizit in Land B. Die Firma mit Sitz in Land A beschließt nun, die Produktion ins Ausland zu einer Tochtergesellschaft zu verlagern, die ihren Sitz in Land C hat (hier: eine als Finanzzentrum fungierende Volkswirtschaft). Die pharmazeutischen Erzeugnisse werden wiederum in das Land B verkauft. Dies bedeutet, dass unter sonst gleichen Bedingungen die Leistungsbilanz von Land A einen Gewinn ausweist – von der Tochtergesellschaft in Land C –, der wertmäßig den Nettoexporten entspricht, die vor der Entscheidung zur Produktionsverlagerung ins Ausland verbucht wurden. Daher ist der Wert der Leistungsbilanz in Land A in beiden Szenarien gleich, doch die Zusammensetzung im zweiten Szenario ist eine andere, da anstatt des Handelsbilanzüberschusses nun ein Überschuss beim Vermögenseinkommen ausgewiesen wird.

**Demgegenüber können sich Sitzwechselstrategien von MNU – also die Verlegung des Hauptsitzes in ein anderes Land – erheblich auf die Leistungsbilanz als Ganzes auswirken.**<sup>30</sup> Selbst wenn die Unternehmenssitzverlagerung eines MNU nicht zu zusätzlichen wirtschaftlichen Aktivitäten im Land des Unternehmenssitzes führt, kann die Leistungsbilanz in mehrfacher Hinsicht betroffen sein (z. B. durch die Zuordnung von Nettoexporten aus der Lohnveredelung oder durch den Dienstleistungshandel im Zusammenhang mit geistigem Eigentum). Auswirkungen auf das Primäreinkommen können aus der unterschiedlichen Behandlung reinvestierter Gewinne bei den Direktinvestitionen und den Wertpapieranlagen in Anteilsrechten erwachsen. Das Land, in dem das globale Unternehmen seinen neuen Sitz hat, weist eine Verbesserung seiner *Nettoposition bei den Direktinvestitionen* und eine Verschlechterung der *Nettoposition bei den Wertpapieranlagen in Anteilsrechten* auf. Dies geschieht in dem Umfang, in dem die Anteilseigner außerhalb des Landes, in dem sich der neue Unternehmenssitz befindet, ansässig sind, was bei kleinen Direktinvestitionszentren in der Regel der Fall ist. Allerdings lösen diese beiden gegenläufigen Positionen zwei verschiedene Einkommensströme aus. Reinvestierte Gewinne ausländischer

---

<sup>29</sup> Die asymmetrische Behandlung reinvestierter Gewinne bei den Direktinvestitionen und den Wertpapieranlagen in Anteilsrechten führt laut einigen Studien zu Verzerrungen in der Leistungsbilanz. Siehe hierzu beispielsweise die [Rede von Thomas J. Jordan an der Universität Basel am 23. November 2017](#), in der dieser eine Verzerrung des Leistungsbilanzüberschusses der Schweiz nach oben konstatiert, da (ausgeschüttete und einbehaltene) Gewinne aus Direktinvestitionen, die von Schweizer MNU erzielt werden, in die Leistungsbilanz des Landes mit einfließen. Weil diese MNU über Wertpapieranlagen in Anteilsrechten zu einem großen Teil im Besitz von Ansässigen außerhalb der Schweiz sind, fließen lediglich Dividendenzahlungen über den Saldo der Primäreinkommen bilanztechnisch aus der Schweiz ab. Die nicht ausgeschütteten Gewinne werden zwar nicht in der Leistungsbilanz verzeichnet, sollten jedoch den Marktwert der Schweizer MNU steigern und damit die Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen in Anteilsrechten im Auslandsvermögensstatus der Schweiz erhöhen.

<sup>30</sup> Ein Beispiel zur Wirkung von Unternehmenssitzverlagerungen auf die Leistungsbilanz anhand konkreter Zahlen findet sich in: Avdjiev et al., Tracking the international footprints of global firms, BIS Quarterly Review, März 2018.

Tochterunternehmen werden als Einnahmen beim Einkommen ausgewiesen und wirken sich positiv auf den Leistungsbilanzsaldo aus, wohingegen an ausländische Anteilseigner der MNUs ausgezahlte Gewinne nur dann (unter den Wertpapieranlagen) verbucht werden, wenn sie als Dividenden ausgeschüttet werden.

### 2.3 MNUs – grenzüberschreitende Kapitalbilanzen und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen

**Wie schon bei der Leistungsbilanz beeinflusst die Geschäftstätigkeit von MNUs auch die Kapitalbilanz in der Zahlungsbilanz sowie die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten.** Änderungen des Netto-Auslandsvermögensstatus (AVS) eines Landes lassen sich in Nettofinanztransaktionen (die in der Kapitalbilanz (KB) erfasst werden), Neubewertungen aufgrund von Wechselkursänderungen und sonstigen Preisänderungen von Vermögenswerten (NEU) sowie andere Anpassungen (ANP)<sup>31</sup> aufschlüsseln.

$$AVS_t - AVS_{t-1} = KB_t + NEU_t + ANP_t \quad (3)$$

**MNUs haben einen besonders starken Einfluss auf die Direktinvestitionen, und zwar sowohl im Auslandsvermögensstatus als auch in der Kapitalbilanz.**

Sämtliche Transaktionen im Zusammenhang mit Direktinvestitionen (etwa Veräußerungen von Beteiligungskapital und Reinvestitionen von Gewinnen) werden in der Kapitalbilanz verbucht und beeinflussen somit, wie in Gleichung (3) beschrieben, den Auslandsvermögensstatus. Aufgrund eines Wechsels des Unternehmenssitzes, der eine Verschiebung von MNU-Bilanzen über Grenzen hinweg bedingt, könnten „andere Anpassungen“ wie in Gleichung (3) definiert entstehen, was den Auslandsvermögensstatus eines Landes spürbar verändern kann.

**Schließlich sollte beachtet werden, dass die Aktivitäten von MNUs nicht nur die grenzüberschreitenden Statistiken betreffen, sondern auch die breiter gefassten Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.** Ein gutes Beispiel hierfür ist Irland. Dort hatten Kapitalflüsse beim Vermögenseinkommen im Zusammenhang mit der Sitzverlegung von MNUs nach Irland sowie in Zusammenhang mit der Abschreibung von geistigem Eigentum und mit dem Flugzeugleasing einen beträchtlichen Einfluss auf das BIP und das Bruttonationaleinkommen (BNE) des Landes.<sup>32</sup> Das irische Statistikamt veröffentlicht deswegen eine Reihe modifizierter Wirtschaftsindikatoren (beispielsweise das BNE\* und eine modifizierte Leistungsbilanz (LB\*)), die diese Phänomene außer Acht lassen, sodass eine gezieltere Betrachtung der inländischen Wirtschaftsentwicklung möglich ist.

<sup>31</sup> Zu den anderen Anpassungen zählen beispielsweise Neuklassifizierungen, Abschreibungen, Brüche aufgrund von Änderungen der Datenquellen und Methoden sowie Unternehmenssitzverlagerungen.

<sup>32</sup> Siehe P. R. Lane, [Notes on the treatment of global firms in national accounts](#), Economic Letter Series, Bd. 2017, Nr. 1, Central Bank of Ireland, 2017.

### 3 Wie wirken sich die Aktivitäten multinationaler Unternehmen auf die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets aus?

**Die Geschäftstätigkeit von MNU beeinflusst die Außenwirtschaftsstatistiken des Euroraums; bezogen auf die 19 Euro-Länder tut sie dies allerdings in sehr unterschiedlichem Maße.** Hinter der aggregierten Zahlungsbilanz des Eurogebiets stehen unterschiedlich starke Einflüsse der MNU-Aktivitäten auf die Außenwirtschaftsstatistiken der einzelnen Länder. Die Euro-Länder lassen sich anhand der markanten Unterschiede bei ihren außenwirtschaftlichen Statistiken in zwei Gruppen unterteilen: sechs Volkswirtschaften, die auf das Erbringen von Finanzdienstleistungen spezialisiert sind,<sup>33</sup> und die übrigen 13 Länder, auf die dies nicht zutrifft.

**Die Salden der Leistungs- und der Kapitalbilanz werden in den Finanzzentren mit Blick auf Umfang, Zusammensetzung und Volatilität deutlich von den Transaktionen der MNU beeinflusst.** In Abschnitt 3.1 werden stilisierte Fakten zur Zahlungsbilanz des Euroraums vorgelegt, und zwar bezogen auf die Geschäftstätigkeit spezialisierter Tochtergesellschaften, zu denen beispielsweise Zweckgesellschaften in Finanzzentren gehören, deren Firmensitz in erster Linie aufgrund steuerlicher, finanzieller und regulatorischer Erwägungen ausgewählt wird. Abschnitt 3.2 beschäftigt sich vornehmlich mit dem Einfluss von Zweckgesellschaften auf die Direktinvestitionen.

#### 3.1 Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

**Werden die Finanzzentren und die übrigen Volkswirtschaften des Euroraums in Bezug auf Zusammensetzung und Umfang ihrer jeweiligen Leistungsbilanzen miteinander verglichen, stechen fünf wesentliche Merkmale heraus.**

**Erstens zeichnen sich die Finanzzentren des Eurogebiets durch eine jeweils ähnliche Zusammensetzung ihrer Leistungsbilanzen aus; sie weisen hohe Handelsbilanzüberschüsse auf, die zum Teil durch Defizite bei den Primäreinkommen wieder ausgeglichen werden.** Dies ist in Abbildung 3 ersichtlich und wird untermauert durch die in Kasten 3 vorgestellte empirische Evidenz, die auf einer größeren Stichprobe der zehn weltweit wichtigsten Finanzzentren basiert. Die Handelsbilanzüberschüsse der Finanzzentren sind oft auf Exporte mit hoher Wertschöpfung zurückzuführen. Ein Beispiel hierfür sind Lizenzen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie. Aus der Fachliteratur zu den globalen Wertschöpfungsketten geht hervor, dass Wertschöpfung hauptsächlich durch stark vorgelagerte Aktivitäten (z. B. Forschung und Entwicklung, Design und Finanzdienstleistungen) oder deutlich nachgelagerte Aktivitäten (wie Transithandel, Logistik, Lizenzzahlungen, Markenbildung und Marketing) geschaffen wird. Finanzzentren scheinen hinsichtlich mehrerer der genannten Tätigkeiten über

---

<sup>33</sup> Zur ersten Gruppe zählen Zypern, Luxemburg, Irland, die Niederlande, Malta und Belgien. Entsprechend der Höhe ihrer Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP werden diese Länder als Finanzzentren definiert, wie in Abschnitt 1 dieses Aufsatzes beschrieben.

Wettbewerbsvorteile zu verfügen.<sup>34</sup> Wird die Produktion grenzüberschreitend fragmentiert, kann es in der Zuschreibung der Wertschöpfung innerhalb des Firmennetzwerks begründet liegen, dass Finanzzentren ein signifikanter Teil der auf globaler Ebene erzeugten Wertschöpfung zugeordnet wird. Defizite bei den Primäreinkommen können auch darauf zurückzuführen sein, dass Gewinne zugunsten von Finanzzentren verbucht werden.

### Kasten 3

#### Finanzzentren und Leistungsbilanzungleichgewichte

---

Maurizio Michael Habib

Im vorliegenden Kasten wird empirisch beurteilt, wie groß die Leistungsbilanzungleichgewichte in Finanzzentren im Vergleich zu anderen Ländern sind. Wie bereits im Aufsatz dargelegt, führen Aktivitäten von MNU zu einer Ausweitung der Brutto-Auslandspositionen und der Leistungsbilanzen von Finanzzentren, verändern aber auch die entsprechende Zusammensetzung. Außerdem weisen Finanzzentren tendenziell Leistungsbilanzüberschüsse auf. Zu einem großen Teil lässt sich dieses Muster auf die Konzentration von Finanzgeschäften auf einige wenige Finanzzentren zurückführen. Dabei muss es sich nicht ausschließlich um Aktivitäten von MNUs handeln, sondern es können auch Geschäfte von in Finanzzentren ansässigen Banken, sonstigen Finanzinstituten und einzelnen Investoren sein. Daher ist es wichtig, diese Analyse auf verschiedene Teilkomponenten der Leistungsbilanz der Finanzzentren, darunter Warenhandel, Dienstleistungen und Vermögenseinkommen, auszuweiten.

Berücksichtigt man andere potenzielle Determinanten der Leistungsbilanz, bestätigt die empirische Evidenz, dass die Leistungsbilanzüberschüsse der Finanzzentren aus globaler Sicht besonders umfangreich sind. Die Leistungsbilanzsalden und ihre wichtigsten Teilkomponenten werden auf eine Reihe von traditionellen Bestimmungsfaktoren wie die Netto-Vermögensposition gegenüber dem Ausland, das BIP-Wachstum, die Terms of Trade, die Ölkomponente der Handelsbilanz und das BIP pro Kopf regressiert. Die Regression basiert auf einer Stichprobe von mehr als 60 Ländern für den Zeitraum ab Anfang 2000. In Tabelle A sind die Regressionsergebnisse für die Dummyvariable zu den Finanzzentren abgebildet. Diese Variable ist in den ersten beiden Spalten der Tabelle positiv und statistisch signifikant. Unter sonst gleichen Bedingungen untermauert dieses Ergebnis, dass Finanzzentren tendenziell größere Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen. Dies gilt auch für Überschüsse im Warenhandel, die möglicherweise auf den Transithandel und die Lohnveredelungstätigkeiten von MNUs zurückzuführen sind. Besonders große Überschüsse verzeichnen Finanzzentren in der Dienstleistungsbilanz (siehe Spalte 3 in Tabelle A). Diese könnten aus Finanzgeschäften stammen, die nicht zwingend mit MNUs in Zusammenhang stehen. Im Gegensatz dazu weisen Finanzzentren tendenziell größere Defizite beim Vermögenseinkommen auf, da die Dummyvariable in Spalte 4 negativ und statistisch signifikant ist, was die Erkenntnisse aus Abschnitt 3.1 zum Primäreinkommen der Länder des Euroraums weiter stützt. Eine weitergehende, hier nicht angeführte Analyse lässt darauf schließen, dass der positive Zusammenhang zwischen dem Status der Finanzzentren und der Leistungsbilanz (und der negative Zusammenhang zwischen den Finanzzentren und dem Vermögenseinkommen) in den vergangenen Jahren stärker geworden ist.

---

<sup>34</sup> Siehe K. Cheng, S. Rehman, D. Seneviratne und S. Zhang, [Reaping the Benefits from Global Value Chains](#), IWF, 2015; OECD, [Mapping Global Value Chains](#), 2013; OECD, [Interconnected Economies: benefiting from Global Value Chains](#), 2013.

**Tabelle A****Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanz und Finanzzentren**

Abhängige Variable	(1) Leistungsbilanz	(2) Warenhandel	(3) Dienstleistungen	(4) Vermögenseinkommen
Dummy zu Finanzzentren	5,29*** (1,27)	4,63*** (0,87)	6,13*** (1,67)	-1,93*** (0,83)
Beobachtungen	1 061	1 089	1 089	1 061
R-Quadrat	0,36	0,57	0,26	0,34
Länder	61	61	61	61

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die abhängigen Variablen werden anhand der Jahreswerte für den Zeitraum 2001-2018 in Prozent des BIP gemessen. Das Modell für die Leistungsbilanz in Spalte 1 umfasst die Netto-Vermögensposition gegenüber dem Ausland, das BIP-Wachstum, die Terms of Trade, die Ölkomponente der Handelsbilanz und das BIP pro Kopf als Kontrollvariablen. Das Modell für den Warenhandel und die Dienstleistungen in Spalte 2 und 3 umfasst die gleichen Regressoren wie in Spalte 1 ohne die Netto-Vermögensposition gegenüber dem Ausland. Das Modell für das Vermögenseinkommen in Spalte 4 umfasst nur die Ölkomponente der Handelsbilanz und die Netto-Vermögensposition gegenüber dem Ausland als Kontrollvariablen. Gepoolte Regressionen wurden mittels heteroskedastischen panelkorrigierten Standardfehlern nach Prais und Winsen (in Klammern angegebene Werte) unter Berücksichtigung panelspezifischer Autokorrelation der Residuen geschätzt.

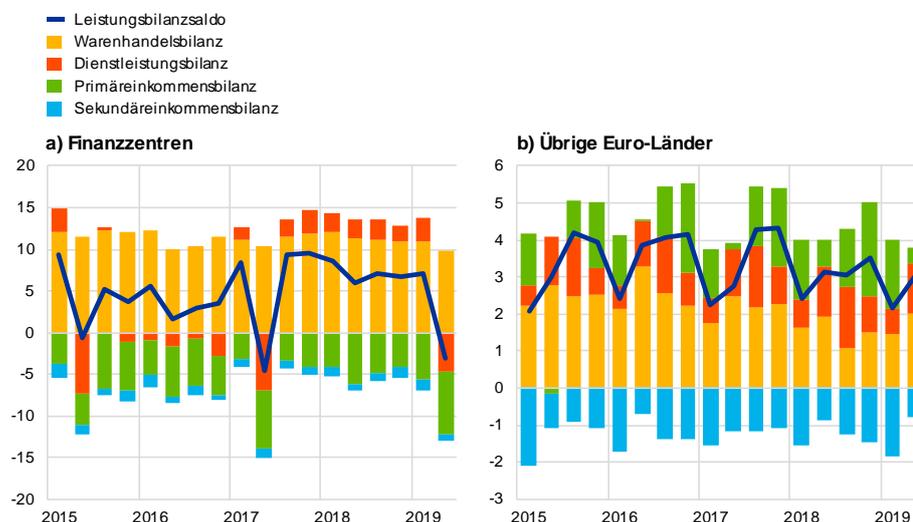
**Zweitens resultieren die von den Finanzzentren des Euroraums verzeichneten negativen Einkommenssalden zum Teil aus den Gewinnausschüttungen an ausländische Anteilseigner.** Im Jahr 2018 machten die Defizite bei den Primäreinkommen in Finanzzentren insgesamt 5 % ihres kumulierten BIP aus, wohingegen der Überschuss beim Primäreinkommen in den übrigen Euro-Ländern 1,6 % des BIP betrug. Die in Finanzzentren einbehaltene globale Wertschöpfung befindet sich letztlich im Besitz ausländischer Investoren, deren Gewinn nach Steuern als Defizit bei den Primäreinkommen verbucht wird. Obwohl in der Praxis aggregierte Defizite bei den Primäreinkommen in den Finanzzentren des Eurogebiets ein sehr gewohntes Bild sind, resultieren nicht alle aus Erträgen aus Direktinvestitionen. Sie können auch aus Wertpapieranlagen herrühren, wie dies in Luxemburg und Zypern der Fall ist. Die heterogene Zusammensetzung der Bilanz der Primäreinkommen ergibt sich aus spezifischen Geschäftsmodellen, d. h. unterschiedlichen Vermögenspositionen bei den Nettodirektinvestitionen und den Wertpapieranlagen, sowie der Bedeutung der Finanzzentren des Euroraums im internationalen Kapitalnetzwerk und im Verhältnis zu anderen Finanzzentren.

**Drittens könnte die Praxis, Wertschöpfung in Niedrigsteuerländer des Eurogebiets zu verlagern, auch deren Handelsbilanzüberschüsse aufblähen, während dies in Volkswirtschaften mit höherer Besteuerung zum gegenteiligen Effekt führt.** In Abbildung 3 deuten die unterschiedlichen Maßstäbe der y-Achsen auf diese Entwicklung hin. MNUs verfolgen eine Reihe von Steuervermeidungsstrategien, die zwar unterschiedlich ausgerichtet sind, letztlich aber alle ein Ziel verfolgen: die Wertschöpfung grenzüberschreitend zu verschieben. Ein derartiges Vorgehen schlägt sich in den Handelsbilanzen der Euro-Länder nieder.

### Abbildung 3

#### Leistungsbilanzsalden in den Finanzzentren und den übrigen Volkswirtschaften des Euroraums

(in % des BIP)

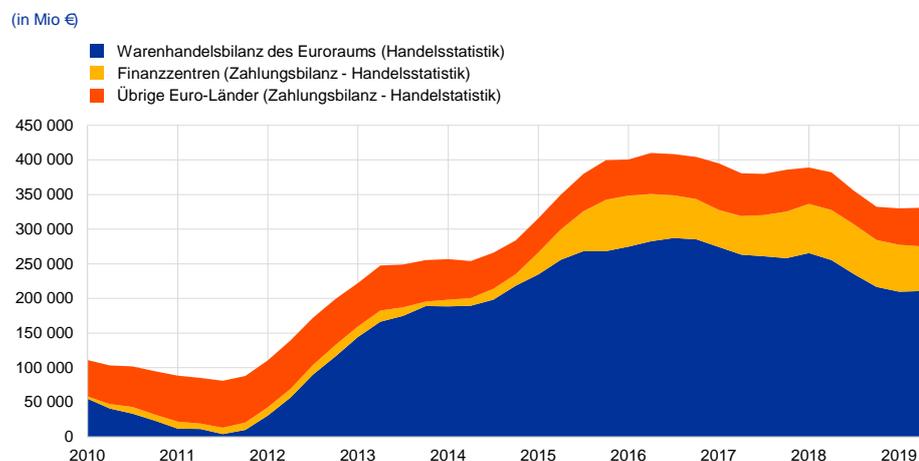


**Die verfügbare Evidenz zeigt, dass der Handelsbilanzüberschuss der Finanzzentren des Eurogebiets daher Ende 2018 bei 13 % ihres gemeinsamen BIP lag.** Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, steht dieser Wert einem Überschuss von weniger als 3 % im Schnitt der übrigen Euro-Länder gegenüber. Darüber hinaus hat sich der in den Finanzzentren verzeichnete Überschuss in den letzten zehn Jahren verdreifacht, was dem Anstieg der in der Kapitalbilanz der Zahlungsbilanz ausgewiesenen Direktinvestitionen entspricht.

**Viertens führen die von in Finanzzentren ansässigen Gesellschaften vorgenommene Lohnveredelung und ihr Transithandel dazu, dass die Zahlungsbilanzstatistik und die Statistik zum internationalen Handel der Finanzzentren des Euroraums zunehmend auseinanderdriften.** Da bei der Datenerhebung für die Zahlungsbilanz und die internationale Handelsstatistik jeweils unterschiedliche Konzepte gelten, ergeben sich daraus einige Diskrepanzen (siehe Abschnitt 2.2). Im Eurogebiet hat sich die zwischen beiden Datenquellen bestehende Abweichung im Zeitverlauf vor allem seit 2015 ausgeweitet (siehe Abbildung 4). Bezogen auf die Euro-Länder sind für die zunehmende Diskrepanz zum Großteil die Finanzzentren verantwortlich, während die Abweichung im Fall der übrigen Volkswirtschaften stabil blieb. Dies mag zum Teil auf die Praktiken der MNU zurückzuführen sein, also beispielsweise auf die Änderung des Sitzlandes und das Outsourcing von Transithandelsgeschäften an spezialisierte Tochtergesellschaften mit Sitz in einem Finanzzentrum.

#### Abbildung 4

Warenhandelsbilanz des Euroraums: zunehmendes Auseinanderdriften von Zahlungsbilanzstatistik und Statistik zum internationalen Handel



Quelle: EZB und Eurostat, Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Der blaue Bereich markiert die Nettoausfuhren des Euroraums gemäß der nationalen Handelsstatistik. Der gelbe und der orangefarbene Bereich kennzeichnen den Unterschied zwischen der Zahlungsbilanz- und der Handelsstatistik in den Finanzzentren bzw. den übrigen Euro-Ländern. Die Gruppe der Finanzzentren umfasst Irland, Belgien, Luxemburg, die Niederlande, Malta und Zypern. Die Abbildung basiert auf Quartalswerten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

**Fünftens ist für den Handelsbilanzüberschuss in den Finanzzentren vor allem die andernorts erzeugte Wertschöpfung (d. h. die ausländische Wertschöpfung) maßgeblich, die dann reexportiert wird.** Im Gegensatz dazu ergibt sich der kumulierte Handelsbilanzüberschuss der Gruppe der übrigen Euro-Länder in erster Linie aus der Wertschöpfung, die mit den Endverbrauchern gehandelt wird. Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 4.

#### Kasten 4

Handelsbilanzen der Finanzzentren und der übrigen Länder des Euro-Währungsgebiets auf Wertschöpfungsbasis im Vergleich

Virginia Di Nino

Die vom Endverbraucher erworbenen Waren und Dienstleistungen bestehen aus Vorleistungen verschiedener Länder aus der ganzen Welt. Daher lässt sich die Handelsbilanz eines jeden Landes aufgliedern in a) die Wertschöpfung, die das Exportland selbst bei jeder relevanten Transaktion erzeugt hat, und b) die Wertschöpfung, die seine Handelspartner bei jeder relevanten Transaktion erzeugt haben. Beim erstgenannten Faktor handelt es sich um die inländische Wertschöpfung. Der letztgenannte Faktor wird als ausländische Wertschöpfung bezeichnet. Darüber hinaus ist es hilfreich, auch zwischen Transaktionen zu unterscheiden, die direkt mit dem die Produktion absorbierenden Land zusammenhängen, und jenen, die sich auf die Zwischenstufen der globalen Wertschöpfungsketten beziehen. Eine solche Klassifizierung trägt dazu bei, die Mechanismen, die

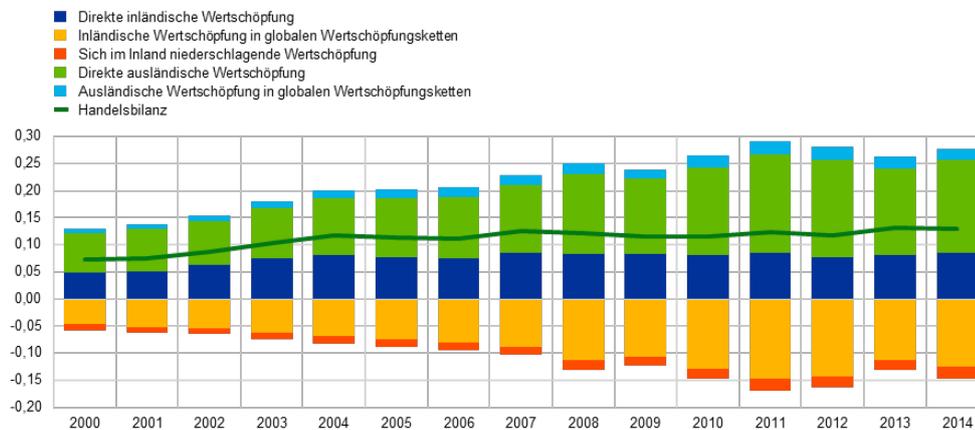
zu den hohen Überschüssen in den Finanzzentren des Euroraums führen, sowie deren Beitrag zur Schaffung der globalen Wertschöpfung besser zu verstehen.<sup>35</sup>

Finanzzentren weisen üblicherweise hohe Handelsbilanzüberschüsse bei der Wertschöpfung aus, die in anderen Ländern erzielt wurde, jedoch die Grenzen dieser Finanzzentren überquert, bevor sie die Endverbraucher im Ausland erreicht. Anders ausgedrückt führen Finanzzentren zwar kaum ausländische Wertschöpfung ein, die im Inland absorbiert wird, reexportieren aber hohe Beträge an ausländischer Wertschöpfung an die Endverbraucher in anderen Ländern (siehe die grünen Balken in Abbildung A). Dies ist andernorts nicht der Fall. So spiegeln Handelsbilanzüberschüsse in den übrigen Ländern des Euroraums primär die inländische Wertschöpfung wider, die direkt mit den Endverbrauchern gehandelt wird (siehe die blauen Balken in Abbildung B).

### Abbildung A

#### Handelsbilanz auf Wertschöpfungsbasis für die Finanzzentren des Euroraums

(in % des BIP)

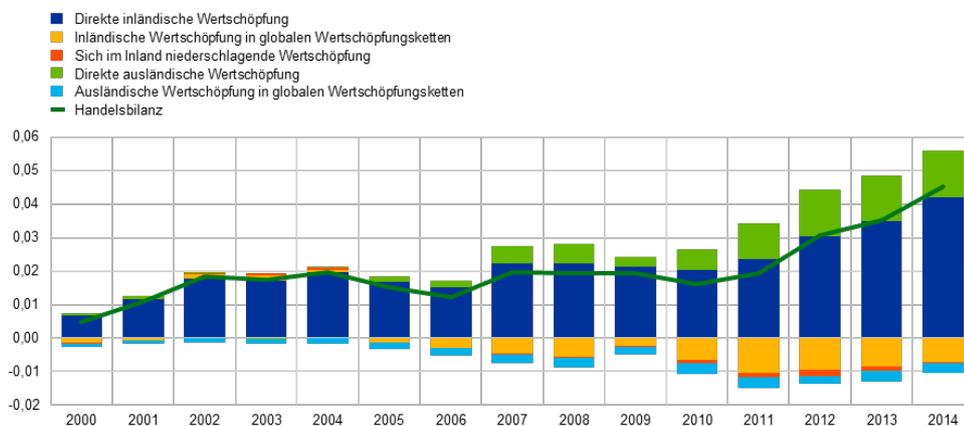


<sup>35</sup> Die hier vorgelegte Evidenz basiert auf der World Input-Output Database (WIOD), die als Quelle auch Zahlungsbilanzstatistiken heranzieht. Die Aufgliederung erfolgt nach der von A. Borin und M. Mancini verwendeten Methode, siehe [Follow the value added: bilateral gross export accounting](#), Temi di discussione (Economic working papers) der Banca d'Italia, Nr. 1026, Juli 2015. Das Modell konzentriert sich auf vier Hauptkomponenten der Handelsbilanz: a) die inländische Wertschöpfung, die vom Direktimporteure absorbiert wird, b) die inländische Wertschöpfung, die exportiert und als ausländische Wertschöpfung in der globalen Wertschöpfungskette weiter reexportiert wird, c) die ausländische Wertschöpfung, die direkt in das Endverbraucherland exportiert wird, und d) die ausländische Wertschöpfung, die durch Drittländer in der globalen Wertschöpfungskette weiterexportiert wird und nur indirekt in das endabsorbierende Land fließt. Die Handelsbilanz der inländischen Wertschöpfung, die ausgeführt wird, stellt eine Restgröße dar, die sich im Inland niederschlägt und dort absorbiert wird.

## Abbildung B

### Handelsbilanz auf Wertschöpfungsbasis für die übrigen Länder des Euroraums

(in % des BIP)



Quelle: WIOD-Daten und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Zu den Finanzzentren zählen die Niederlande, Belgien, Irland, Luxemburg, Malta und Zypern.

Finanzzentren weisen in der Regel auch hohe Defizite im Saldo der inländischen Wertschöpfung auf, die weiter reexportiert wird. Zurückzuführen ist dies darauf, dass sich Finanzzentren tendenziell auf der/den letzte(n) Stufe(n) der Wertschöpfungskette befinden, da sie im Vergleich zu anderen am globalen Produktionsnetzwerk Beteiligten eine eher nachgelagerte Stellung einnehmen. Mit anderen Worten: Sie sind näher am Endverbraucher.

Die an Endverbraucher ausgeführte inländische Wertschöpfung macht den größten Anteil in der Handelsbilanz der übrigen Euro-Länder aus. Interessanterweise ist diese Komponente in den Finanzzentren mehr als doppelt so groß (siehe die blauen Balken in Abbildung A und B). Der Inlandsbeitrag der Finanzzentren zur mehrstufigen Herstellung von Waren und Erbringung von Dienstleistungen besteht in erster Linie aus immateriellen Vermögenswerten, deren Wert in der letzten Produktionsstufe hinzugefügt wird und den Unterschied zwischen dem Endpreis und dem Erzeugerpreis eines Produkts ausmacht.

Sollte Steuervermeidung einer der Hauptfaktoren sein, der die Handelsbilanzen in Finanzzentren bestimmt, wäre davon auszugehen, dass diese Bilanzen in erster Linie einen entsprechenden bilateralen Saldo gegenüber Ländern mit höherer Besteuerung, die nicht zu den Finanzzentren zählen, widerspiegeln. Gezielte Manipulationen von Handelspreisen betreffen meist bilaterale Handelsbeziehungen von Finanzzentren mit sonstigen Ländern (d. h. Volkswirtschaften mit niedriger und höherer Besteuerung). Dies führt zu selektiven Handelsbilanzüberschüssen. Im Ergebnis zeigt eine stärker granulare Aufgliederung der bilateralen Handelsbilanzen, bezogen auf den Wertschöpfungsgehalt, tatsächlich, dass die Finanzzentren nur in Bezug auf Länder, die höhere Steuern erheben, große Handelsbilanzüberschüsse aufweisen; dies gilt vor allem für die Euro-Länder, während Positionen gegenüber anderen Finanzzentren ausgeglichener sind.

Zusammenfassend hat die Aufgliederung der Handelsbilanz in die Wertschöpfung gezeigt, dass Finanzzentren auch Conduits für reale Transaktionen sind. Ein sehr kleiner Teil ihres gesamten Handelsvolumens ist für den eigenen inländischen Verbrauch bestimmt, während ein beträchtlicher Teil anderen Zwecken dient. Dazu gehört auch die Vermeidung von Gewinnbesteuerung.

### 3.2 Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets

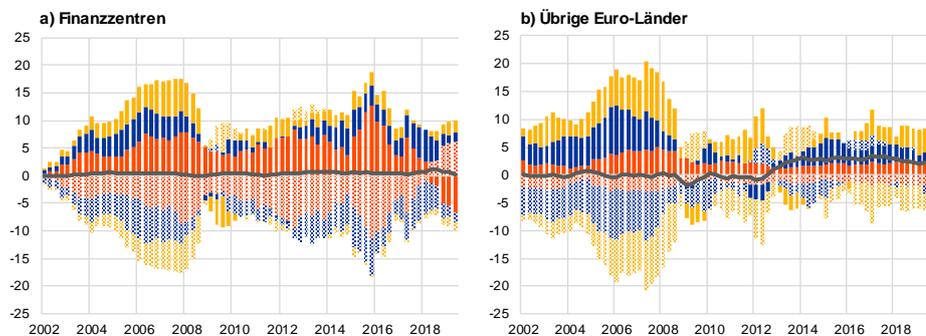
**Direktinvestitionen sind ein wesentlicher Bestandteil der Kapitalbilanz des Euroraums.** Ihre Bedeutung ist in den letzten Jahren gestiegen, da die über Finanzzentren des Eurogebiets laufenden Bruttotransaktionen sehr stark ausgeweitet wurden (siehe Abbildung 5). Der Anstieg der Brutto-Direktinvestitionsströme ist wiederum auf die Geschäftsaktivität von MNUs zurückzuführen, wie in diesem Abschnitt ausgeführt wird.

**Die durch Finanzzentren geschleusten Brutto-Direktinvestitionsströme sind derart umfangreich, dass sie die Gesamtentwicklung der Brutto-direktinvestitionen im Eurogebiet als Ganzes bestimmen.** Das Volumen der über Finanzzentren fließenden Transit-Direktinvestitionen ist im Schnitt zwei- bis dreimal höher als jenes der übrigen Euro-Länder. Allerdings ist es auch dreimal so volatil. Per saldo wird die aggregierte Netto-Auslandsposition des Eurogebiets allerdings von den Direktinvestitionsströmen der übrigen Euro-Länder bestimmt (siehe Abbildung 5).

**Abbildung 5**  
Salden der Kapitalbilanz

#### Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten (umgekehrte Skala)

(in % des BIP des Euroraums)



Quelle: EZB und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Unter Finanzzentren sind Irland, Belgien, Luxemburg, die Niederlande, Malta und Zypern zu verstehen. Die Verbindlichkeiten sind in umgekehrter Skala als negative Werte auf der y-Achse dargestellt und werden durch Balken der gleichen, aber helleren Farbe wie die Forderungen gekennzeichnet. Aus den Kapitalbilanzen der beiden Ländergruppen werden gruppeninterne Mittelzu- und -abflüsse nicht herausgerechnet. Daten für die Niederlande liegen ab 2003, für Malta ab 2004 und für Zypern ab 2008 vor. Die Abbildung basiert auf Quartalswerten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2019.

**Aufgrund der Aktivitäten der MNUs sind die Brutto-Direktinvestitionstransaktionen im Eurogebiet instabiler geworden; im Vergleich zu der Zeit, als Direktinvestitionen vornehmlich aus Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie Greenfield-Investitionen, d. h. Neugründungen von Tochterunternehmen im Ausland, bestanden, sind sie nun zudem weniger vorhersehbar.<sup>36</sup> Darüber**

<sup>36</sup> Die Berechnung des Variationskoeffizienten erfolgte separat auf der Basis von Ländergruppen (Finanzzentren des Euroraums und übrige Euro-Länder) für die Zeit vor der Krise und seit 2009. Es zeigte sich, dass lediglich die Volatilität der Transaktionen von in Finanzzentren ansässigen und als Zweckgesellschaften fungierenden verbundenen Unternehmen gestiegen ist. Maßgeblich für dieses Ergebnis ist nicht ein bestimmtes Finanzzentrum, sondern es kristallisiert sich als gemeinsames Muster bei den Direktinvestitionen in dieser Ländergruppe heraus.

hinaus stieg die Volatilität der Brutto-Direktinvestitionsströme im Euroraum, die einst als stabile Außenfinanzierungsquelle angesehen wurden, nach der Krise stärker an als jene anderer Kapitalströme (siehe Abbildung 5). Im Gegensatz dazu ging unterdessen die Volatilität der Brutto-Direktinvestitionsströme in den übrigen Euro-Ländern im Vergleich zu den Vorkrisenwerten zurück.

**Ein weiteres wesentliches Merkmal der Direktinvestitionen ist die starke positive Korrelation von Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten, die hauptsächlich in Finanzzentren verzeichnet wird.** Der sehr hohe Grad an Gleichlauf von Direktinvestitionszu- und -abflüssen wird bestimmt durch das Kapital, das auf dem Weg hin zu anderen Zielen über Finanzzentren fließt (Abbildung 5).<sup>37</sup> Zur Ausnutzung günstiger körperschaftsteuerlicher oder rechtlicher Bedingungen wurden komplexe internationale Anlagestrategien entwickelt. Dadurch sind Finanzzentren zwar stark miteinander verflochten, können jedoch zugleich ihr jeweils eigenes Geschäftsmodell bewahren.

**Direktinvestitionstransaktionen in Finanzzentren werden größtenteils von MNU-Finanztöchtern oder -Holdinggesellschaften vorgenommen, was auch Zweckgesellschaften umfasst.** Tatsächlich werden Umfang und Entwicklung der Direktinvestitionen in den Finanzzentren von den Transaktionen der sonstigen Finanzinstitute (zu denen diese Unternehmenseinheiten zählen) bestimmt, wohingegen in den übrigen Euro-Ländern die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die Zu- und Abflüsse bei den Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten maßgeblich sind (siehe Abbildung 6). Laut der hierfür eingesetzten IWF-Arbeitsgruppe (siehe Kasten 2) werden Zweckgesellschaften von MNUs eigens dafür gegründet, um Zugang zu Kapitalmärkten oder komplexen Finanzdienstleistungen zu erlangen, Eigentümer von Finanzrisiken zu isolieren und/oder aufsichtliche und steuerliche Belastungen zu verringern und/oder die Vertraulichkeit der Geschäfte und Eigentümer zu gewährleisten.<sup>38</sup> In den Finanzzentren des Euroraums sind viele dieser günstigen Gegebenheiten zu finden. Vor allem haben sie komplexe Finanzinstrumente wie verbriefte Produkte entwickelt. Die in Finanzzentren des Eurogebiets ansässigen Zweckgesellschaften halten in der Regel MNU-Beteiligungen, verwalten die Begebung von MNU-Unternehmensanleihen und sind für die Finanzallokation zwischen Mutter- und Tochtergesellschaften verantwortlich.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> Siehe O. Blanchard und J. Acalin, [What Does Measured FDI Actually Measure?](#), Policy Brief 16-17, Peterson Institute for International Economics, Oktober 2016.

<sup>38</sup> Siehe IWF, [Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities](#), 2018.

<sup>39</sup> Zweckgesellschaften arbeiten unterschiedliche Arten der Verbriefung von Unternehmensschulden aus, wie z. B. Collateralized Debt Obligations. Gedeckt sind die Anleihen dann durch andere Vermögenswerte, durch die der Investor für das Ausfallrisiko entschädigt wird, durch hochrentierliche Anleihen (Collateralised Bond Obligations) oder durch Credit Default Swaps, in deren Rahmen die Anleger bei Zahlungsausfall entschädigt werden. Siehe A. Hira, N. Gaillard und T. H. Cohn, [The failure of Financial Regulation: Why a Major Crisis Could Happen Again](#), Palgrave, 2019.

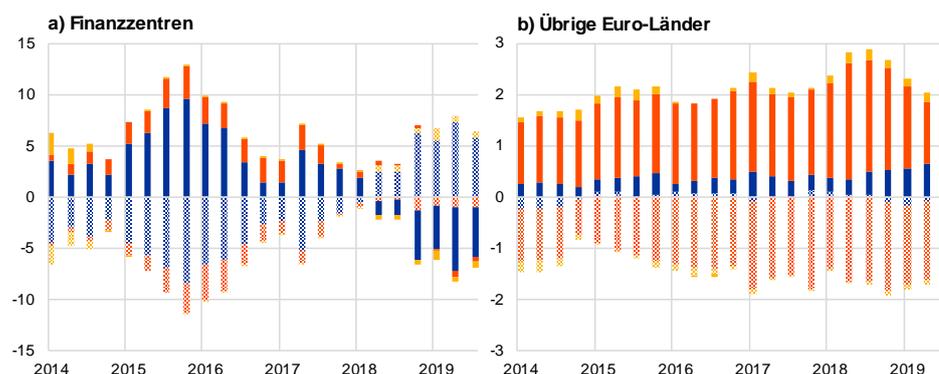
## Abbildung 6

Brutto-Direktinvestitionsströme in Finanzzentren des Euroraums gegenüber den übrigen Euro-Ländern, nach gebietsansässigem Sektor

### Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten (umgekehrte Skala)

(in % des BIP des Euroraums)

- Sonstige Finanzinstitute
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- Monetäre Finanzinstitute



Quelle: EZB und Berechnungen der Autoren.

Anmerkung: Unter Finanzzentren sind Irland, Belgien, Luxemburg, die Niederlande und Zypern zu verstehen (Malta wurden wegen mangelnder Datenverfügbarkeit nicht berücksichtigt). Die Verbindlichkeiten sind in umgekehrter Skala als negative Werte auf der y-Achse dargestellt und werden durch Balken der gleichen, aber helleren Farbe wie die Forderungen gekennzeichnet.

### Zweckgesellschaften leiten europäisches und internationales Kapital rund um die Welt, auch mithilfe von Verbriefungsverfahren.

Einige Zweckgesellschaften bilden Pools aus Unternehmensschulden ihrer Mütter und transferieren häufig Asset-Backed Securities an eine dritte, rechtlich getrennte Tochtergesellschaft möglicherweise mit Sitz in einem anderen Finanzzentrum innerhalb oder außerhalb des Euroraums. Diese Abfolge konzerninterner Finanztransaktionen macht einen Teil der Erträge der in Finanzzentren ansässigen Zweckgesellschaften und sonstigen Tochtergesellschaften aus und stellt eine weitere Möglichkeit der Gewinnverschiebung dar. Sofern diese Verbriefungsverfahren aus konzerninternen Finanzgeschäften bestehen, werden letztlich weder die Vermögenswerte noch das den verbrieften Vermögenswerten zugrunde liegende Risiko aus der auf Konzernebene konsolidierten Bilanz ausgegliedert.

### Von MNUs geht nicht nur ein signifikanter Einfluss auf den Umfang der Brutto-Direktinvestitionsströme aus, sie können auch die Ursache für eine asymmetrische Erfassung bilateraler Auslandspositionen sein.

Besonders ausgeprägt sind derartige Asymmetrien bei Erträgen aus bilateralen Direktinvestitionen in der Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten und des Euroraums (siehe Kasten 5).

## Kasten 5

### Asymmetrien in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten: Bedeutung von Vermögenseinkommen aus Direktinvestitionen im Fall multinationaler Unternehmen

Fausto Pastoris und Martin Schmitz

Vor dem Hintergrund der jüngsten handelspolitischen Diskussionen zwischen den Vereinigten Staaten und deren Handelspartnern richtete sich die Aufmerksamkeit von Politik und Medien verstärkt auf bilaterale Leistungsbilanzsalden. Allerdings kann die Interpretierbarkeit bilateraler Leistungsbilanzstatistiken durch bilaterale Asymmetrien beeinträchtigt werden.<sup>40</sup>

Im Jahr 2018 verzeichnete das Eurogebiet laut EZB-Angaben einen bilateralen Leistungsbilanzüberschuss von 131 Mrd € gegenüber den Vereinigten Staaten. Gemäß dem US Bureau of Economic Analysis (BEA) betrug der entsprechende Überschuss des Euroraums jedoch nur 40 Mrd € (siehe Abbildung A, Grafik a).<sup>41</sup> Das BEA wies für das Eurogebiet also einen um 90 Mrd € niedrigeren Überschuss aus. Zurückzuführen war dies auf einen um 23 Mrd € niedrigeren Überschuss des Euroraums im Warenhandel sowie auf größere Defizite des Euroraums bei den Dienstleistungen und dem Primäreinkommen (um 17 Mrd € bzw. 55 Mrd € höher).<sup>42</sup> Abbildung A, Grafik b zeigt, dass sich die Asymmetrie in der Leistungsbilanz im Zeitverlauf erhöht hat, wofür in erster Linie der Saldo beim Primäreinkommen (vornehmlich bei den Direktinvestitionen) verantwortlich ist.

Bei der Erfassung der Erträge aus Direktinvestitionen ist die Divergenz besonders ausgeprägt. Im Jahr 2018 kam es zu der paradoxen Situation, dass sowohl das Eurogebiet (laut EZB-Angaben) als auch die Vereinigten Staaten (laut BEA-Angaben) positive Einkommenssalden gegenüber dem jeweils anderen Handelspartner verzeichneten (siehe Abbildung B, Grafik a). Hinsichtlich der Erträge aus Direktinvestitionen, die an US-Anleger für ihre Beteiligungen im Euroraum gezahlt wurden, ergab sich ein beträchtlicher Unterschied, denn das von der EZB verzeichnete Ergebnis lag rund 85 Mrd € unter dem vom BEA gemeldeten Wert. Im Gegensatz dazu waren die Angaben zu den Erträgen Ansässiger im Euro-Währungsgebiet aus ihren Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten 2018 relativ stimmig (Divergenz von rund 18 Mrd €).<sup>43</sup> Die große Diskrepanz bei den Erträgen aus US-amerikanischen Direktinvestitionen im Eurogebiet besteht vor allem im Hinblick auf die Daten zu US-Direktinvestitionen in den Niederlanden, Luxemburg und Irland.

<sup>40</sup> Bilaterale Asymmetrien bilden sich dann heraus, wenn gemeldete Ausfuhren aus Land A in Land B nicht den gemeldeten Einfuhren in Land B aus Land A entsprechen.

<sup>41</sup> Für diese Analyse wurden die vom BEA veröffentlichten Daten von US-Dollar in Euro umgerechnet, wobei der im relevanten Zeitraum geltende durchschnittliche Wechselkurs herangezogen wurde.

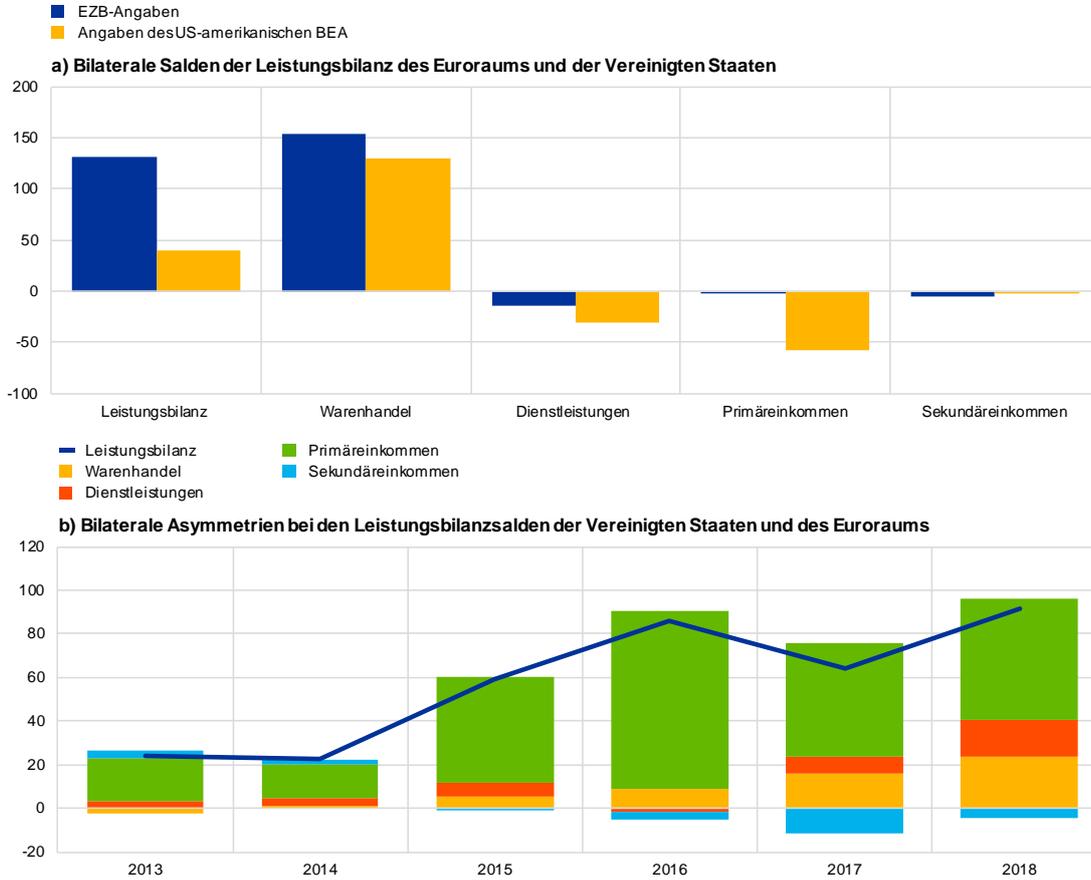
<sup>42</sup> Gemäß BEA-Daten war das Defizit des Euroraums beim Sekundäreinkommen 15 Mrd € niedriger, wodurch sich die Diskrepanz beim Leistungsbilanzsaldo insgesamt leicht verringerte.

<sup>43</sup> Bilaterale Daten des BEA zu Direktinvestitionserträgen werden nach dem Richtungsprinzip erfasst. Demnach wird unterschieden, ob die Erträge aus aktiven US-Direktinvestitionen (im Ausland getätigte US-Direktinvestitionen) oder passiven Direktinvestitionen (aus dem Ausland stammende Direktinvestitionen in den USA) stammen. Bilaterale Daten der EZB zu den Erträgen aus Direktinvestitionen werden nach dem Forderungen-Verbindlichkeiten-Prinzip (Asset Liability Principle) erfasst, sodass Erträge in Forderungen und Verbindlichkeiten unterteilt werden. Für den Saldo der Primäreinkommen sind die unterschiedlichen Erfassungsgrundsätze nicht von Belang.

## Abbildung A

### Bilaterale Salden der Leistungsbilanz des Euroraums und der Vereinigten Staaten

(Grafik a: in Mrd €; 2018; Grafik b: in Mrd €)



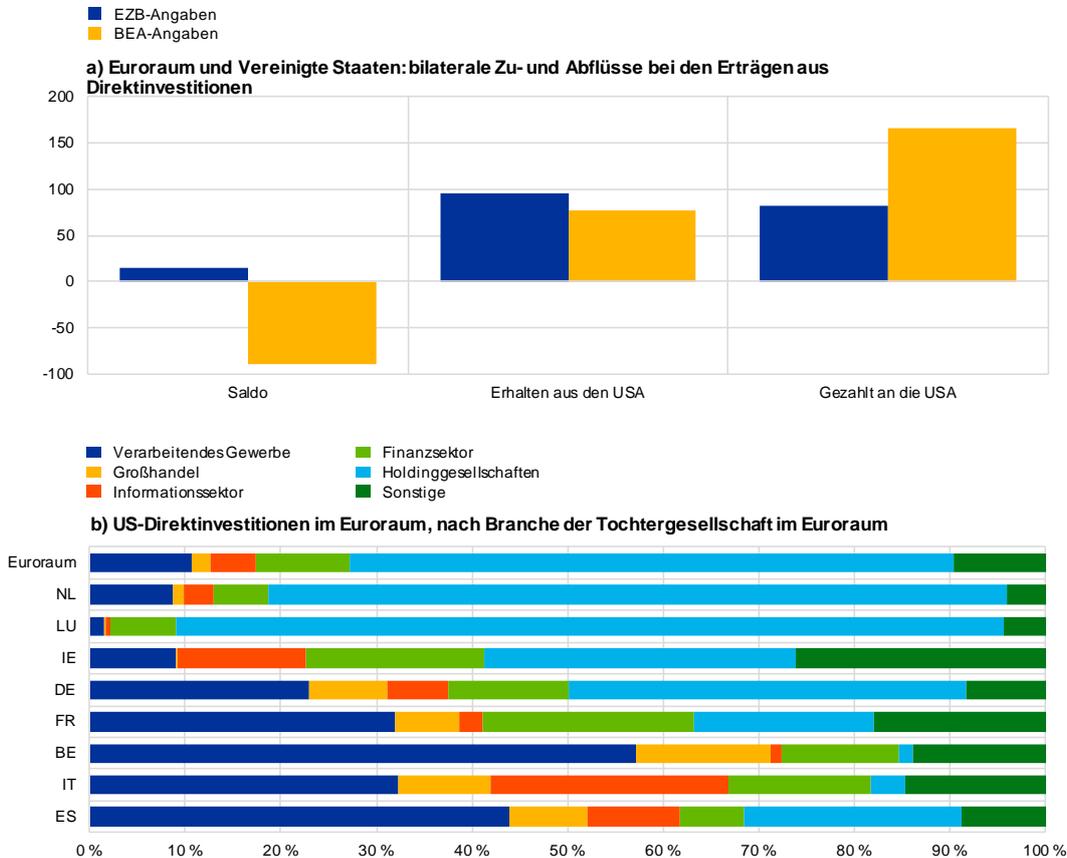
Quelle: EZB und BEA.

Anmerkung: Bilaterale Asymmetrien werden berechnet als EZB-Angaben minus entsprechende BEA-Angaben. Ein positiver Wert deutet darauf hin, dass der von der EZB gemeldete Saldo des Euroraums größer ist als der entsprechende vom BEA gemeldete Wert.

## Abbildung B

### Direktinvestitionen zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten

(Grafik a: in Mrd €; Grafik b: Anteil an den gesamten Direktinvestitionen; 2018)



Quelle: EZB und BEA.

Anmerkung: In Grafik a deuten positive Salden auf einen Überschuss des Eurogebiets hin. In Grafik b umfasst „Sonstige“ Bergbau, Einlageninstitute, freiberufliche und technische Dienstleistungen, sonstige Branchen sowie nicht zugeordnete Branchen. „Euroraum“ in Grafik b bezieht sich auf BEA-Angaben zu Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich, Portugal und Spanien.

US-amerikanische MNU greifen oft auf komplexe Eigentümerketten mit multiplen Direktinvestitionsbeziehungen in mehreren Euro-Ländern zurück, was die Schätzung des Vermögenseinkommens aus Direktinvestitionen erschwert. Laut BEA-Daten (siehe Abbildung B, Grafik b) fließen über 60 % der US-Direktinvestitionen im Euroraum in Holdinggesellschaften, während nur rund 10 % direkt in Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes investiert werden. Holdinggesellschaften – die häufig Zweckgesellschaften sind – fungieren möglicherweise als erste Verbindung zwischen US-amerikanischen MNU und deren Tochtergesellschaften im Eurogebiet. Entscheidend ist zudem, dass zum Einkommen dieser Holdinggesellschaften auch die Gewinne zählen, die andere zu den MNU-Eigentümerketten gehörende Unternehmen erzielen (die sogenannten verbundenen Unternehmen im indirekten Besitz).<sup>44</sup> Die Erfassung derartiger Einkünfte – vor allem von einbehaltenen Gewinnen – ist statistisch besonders herausfordernd, weil sie einen umfassenden Zugang zu den Bilanzen der MNU und deren Beteiligungen erfordert. Unterschiede hinsichtlich der verfügbaren Informationen zu US-MNU könnten zum Teil eine

<sup>44</sup> Besteht bei Direktinvestitionen eine Eigentümerkette mit mehr als einer hierarchisch aufgebauten Direktinvestitionsverbindung, sollten die Erträge aus Direktinvestitionen das Einkommen aus Unternehmen, die sich im direkten und im indirekten Besitz des Investors befinden, beinhalten. Das entlang der Eigentümerkette erzielte Einkommen muss in dem Direktinvestitionsunternehmen, das sich im direkten Besitz befindet, erfasst werden.

Erklärung dafür sein, warum Erträge aus Direktinvestitionen, die an US-Anleger gezahlt werden, in europäischen Statistiken mit einem niedrigeren Wert ausgewiesen werden als in vergleichbaren US-Statistiken.

Auch Unterschiede hinsichtlich der Identifizierung des unmittelbaren Handelspartners können zu den bei den Erträgen aus Direktinvestitionen beobachteten Asymmetrien beitragen. Die komplexe Unternehmensstruktur von MNUen erschwert es den Statistikern, die Investitionsbeziehungen den richtigen Partnerländern zuzuordnen. Einige Hinweise deuten auf Diskrepanzen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum hin, da die Euro-Länder einen Großteil der gezahlten Direktinvestitionserträge unmittelbaren Partnern in Offshore-Finanzzentren zuordnen (was den internationalen Statistikstandards entspricht). Letztlich dürften diese Ertragsströme in die Vereinigten Staaten weitergeleitet werden.<sup>45</sup> Das BEA schreibt derartige Erträge möglicherweise zum Teil den Direktzuflüssen aus dem Euroraum (statt aus Offshore-Zentren) zu.

Im Rahmen der Erstellung der Zahlungsbilanz überwachen und untersuchen mehrere Arbeitsgruppen die Asymmetrien, die im Vergleich der Euro-Länder mit den Vereinigten Staaten festgestellt wurden. Dies gilt vor allem im Zusammenhang mit Direktinvestitions-Ertragsströmen.

---

## 4 Schlussbemerkungen

**In diesem Aufsatz wurde untersucht, wie die Geschäftstätigkeit großer MNUen die Außenwirtschaftsstatistiken des Euro-Währungsgebiets sowie von Finanzzentren im Allgemeinen beeinflusst.** Zunächst wurde dargelegt, wie die Geschäfte von MNUen in den grenzüberschreitenden Statistiken erfasst werden und welche Schwierigkeiten sich bei der Messung ergeben. Zudem wurde der Einfluss der MNUen auf die Außenwirtschaftsstatistiken des Eurogebiets beleuchtet. Besonders deutlich wird dieser Einfluss in den Leistungsbilanzsalden und den Direktinvestitionen in den Finanzzentren des Euroraums, wobei die Direktinvestitionen häufig über Zweckgesellschaften abgewickelt werden. Weiteres Ergebnis ist, dass Finanzzentren in der Regel Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, die teilweise auf die Aktivitäten von MNUen zurückzuführen sein könnten.

**Um einen grenzüberschreitenden Informationsaustausch zu steuerrechtlichen und statistischen Zwecken zu gewährleisten, sind multilaterale Initiativen unabdingbar, die die Transparenz der Geschäftstätigkeit von MNUen erhöhen.** Derartige Initiativen sollten die nationalen Behörden dabei unterstützen, Maßnahmen gegen Steuervermeidung zu ergreifen. Zudem würde eine enge internationale Zusammenarbeit zwischen den für die statistische Erhebung zuständigen Stellen – darunter auch der Austausch von möglicherweise vertraulichen Daten – dazu beitragen, dass die Aktivitäten von MNUen über die Grenzen hinweg einheitlich erfasst werden. Dies würde die Qualität und die Einheitlichkeit der gesamtwirtschaftlichen Statistiken erhöhen. Insbesondere könnte durch diese Initiativen unter anderem mehr Transparenz geschaffen werden, indem von

---

<sup>45</sup> Siehe beispielsweise Eurostat, [Explaining Ireland's FDI Asymmetry with the United States](#); K. Howell et al., [Current Account Asymmetries in EU-US Statistics](#), Eurostat und BEA, März 2019.

Zweckgesellschaften durchgeführte Transaktionen im Zusammenhang mit Direktinvestitionen in der Zahlungsbilanz besser abgegrenzt werden.

## 2 Kurzfristige Konjunkturprognosen der EZB für das Euro-Währungsgebiet

Marta Bañbura und Lorena Saiz

### 1 Einleitung

**Die Beurteilung der Konjunkturentwicklung in Echtzeit ist für die Durchführung der Geldpolitik von zentraler Bedeutung.** Sie erleichtert die zeitnahe Feststellung von Veränderungen in der zugrunde liegenden Konjunkturdynamik angesichts eingehender Daten und trägt zu einer breiter angelegten Bewertung der Konjunkturaussichten und der damit verbundenen Risiken bei. Die Echtzeitbeurteilung der Konjunkturentwicklung ist ein wesentlicher Bestandteil der wirtschaftlichen Analyse, die die Europäische Zentralbank (EZB) im Rahmen ihres Zwei-Säulen-Ansatzes zur Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität vornimmt. Außerdem ist eine zeitnahe und verlässliche Bewertung der Konjunkturlage ein wichtiges Element für die Beurteilung des geldpolitischen Kurses, da die Transmission geldpolitischer Maßnahmen mit zeitlicher Verzögerung erfolgt.

**Die offiziellen Schätzungen zum Wachstum des realen BIP im Euroraum werden mit einer gewissen Verzögerung veröffentlicht, aktuelle und kurzfristige Entwicklungen des realen BIP lassen sich aber anhand hochfrequenter und zeitnaher Indikatoren analysieren.** Das reale BIP ist der wichtigste Indikator der realwirtschaftlichen Aktivität. Allerdings sind die BIP-Daten nur mit vierteljährlicher Frequenz verfügbar, und die erste offizielle Schätzung für das Eurogebiet, nämlich die vorläufige Schnellschätzung, wird erst rund 30 Tage nach Ablauf des Referenzquartals veröffentlicht. Um diese Lücke zu schließen, entwickelten die EZB und andere Institutionen ökonometrische Modelle, die sich aus einem großen Datenbestand speisen, um in Echtzeit eine Einschätzung des realen BIP im laufenden Quartal und in einem bzw. mehreren Folgequartalen zu liefern. Kurzfristige Prognosen beruhen üblicherweise auf Finanzmarktdaten, Unternehmens- und Verbraucherumfragen oder Branchendaten (z. B. aus der Industrie, dem Einzelhandel oder externen Sektoren). Diese Prädiktoren stehen meist mit monatlicher, wöchentlicher oder täglicher Frequenz zur Verfügung und werden zeitnäher veröffentlicht.

**Die Erstellung quantitativer Instrumente für kurzfristige Konjunkturprognosen ist mit einer Reihe von Herausforderungen verbunden.** Erstens müssen diese Instrumente Informationen bündeln, die aus Daten stammen, welche mit unterschiedlicher Frequenz erhoben werden. Zweitens müssen sie mit dem „zerfransten Rand“ der Daten zurechtkommen, der dadurch bedingt ist, dass verschiedene Datentypen mit unterschiedlicher Verzögerung veröffentlicht werden. Beispielsweise erscheinen die Daten zur Industrieproduktion im Euroraum rund sechs Wochen nach Ende des Referenzmonats, während Meinungsumfragen und Finanzmarktdaten oft schon am Ende des Referenzzeitraums zur Verfügung stehen.

Drittens sollte es möglich sein, mithilfe der ökonometrischen Ansätze eine Vielzahl von Parametern zuverlässig zu schätzen, da es zahlreiche Indikatoren gibt, die potenziell hilfreich sein könnten. Viertens werden viele Indikatoren nachträglich revidiert, sodass sie bei der Erstveröffentlichung möglicherweise erhebliches Rauschen oder Messfehler enthalten. Fünftens können die Daten kontaminiert sein durch Ausreißer, die auf ungewöhnliche Ereignisse (z. B. Streiks oder außergewöhnliche Witterungsverhältnisse) zurückgehen, oder durch Veränderungen der statistischen Eigenschaften im Zeitverlauf aufgrund von methodischen oder strukturellen wirtschaftlichen Veränderungen.

**Während der weltweiten Finanzkrise und auch in der Zeit danach traten weitere Herausforderungen in Bezug auf Echtzeitprognosen zutage.** Die überwiegende Mehrheit der Modelle war nicht in der Lage, den Zeitpunkt und die Tiefe der Großen Rezession vorherzusagen – auch nicht die Modelle, die die EZB zu jener Zeit für ihre kurzfristigen Prognosen verwendete.<sup>1</sup> Zudem wurde die Stärke der anschließenden Erholung in diesen Modellen systematisch überschätzt. Damals wurden verschiedene Gründe als Erklärung für die enttäuschende Prognosequalität angeführt, unter anderem Veränderungen der strukturellen Beziehungen zwischen wirtschaftlichen Variablen, extreme Ergebnisse bestimmter Indikatoren, die nicht mit den Modellannahmen in Einklang standen, ein unzureichender Abdeckungsgrad von Finanzmarktdaten und eine Nichtlinearität in der Beziehung zwischen der Realwirtschaft und dem Finanzsektor. Die Modellentwickler wurden angehalten, diese Schwachstellen zu beseitigen und darüber hinaus bessere Tools für die Risikoabschätzung und angemessene ökonomische Narrative zu entwickeln.<sup>2</sup>

**Die Modellreihe, die die EZB derzeit für kurzfristige Prognosen zum Wachstum des realen BIP im Euroraum verwendet, ist das Ergebnis einer umfassenden Überprüfung im Jahr 2015.** Die Modelle stützen sich auf einen Datensatz mittlerer Größe, der etwa 30 monatliche Indikatoren umfasst. Ein multivariater ökonometrischer Ansatz und eine relativ breite Abdeckung der verschiedenen Aspekte der Wirtschaft des Euroraums bilden einen Rahmen für die Interpretation von eingehenden Daten und Prognoserevisionen. Die Prognosen werden mittels eines automatisierten Verfahrens erstellt (d. h., sie sind frei von Expertenwissen) und können binnen weniger Minuten generiert werden. Neben Punktprognosen kann die Modellreihe auch Dichteprognosen (Fan-Charts) erstellen. Diese können herangezogen werden, um in Echtzeit den Grad an Unsicherheit oder auch die Risiken zu berechnen, die den aktuellen kurzfristigen Ausblick umgeben.

**Die modellbasierten Kurzfristprognosen des realen BIP leisten einen wichtigen Beitrag zu den von Experten des Eurosystems/der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen.**<sup>3</sup> Sie bilden einen guten Ausgangspunkt für die Aktualisierung des Basisszenarios für die kurzfristigen Aussichten des BIP-Wachstums, denn sie liefern noch vor der offiziellen Datenveröffentlichung eine quantitative Schätzung des Wachstums des realen BIP und bieten eine

---

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Kurzfristige Konjunkturprognosen für das Euro-Währungsgebiet](#), Monatsbericht April 2008.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), Juli 2016.

Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen „News“, die sich seit der letzten Projektionsrunde ergeben haben. Außerdem liefern die Prognoseverteilungen einen modellbasierten Input für die Bewertung der Risiken, mit denen die BIP-Projektionen des Eurosystems/der EZB behaftet sind.

**Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert:** In Abschnitt 2 wird der methodische Rahmen für die Modellreihe erläutert, die bei der EZB für die kurzfristigen Prognosen des realen BIP zum Einsatz kommt. In Abschnitt 3 wird die Prognoseperformance der Modelle evaluiert. Abschnitt 4 beschäftigt sich mit zwei interessanten Elementen der Modellreihe: mit der „News-Zerlegung“ und mit Dichteprognosen. Abschließend werden in Abschnitt 5 die wichtigsten Erkenntnisse zusammengefasst und die künftigen Herausforderungen, weitere geplante Veränderungen sowie neue Arbeitsansätze erörtert.

## 2 Methodischer Rahmen

**In der Literatur werden zahlreiche Modelltypen für die kurzfristige Prognose des realen BIP vorgeschlagen, darunter Brückengleichungen, dynamische Faktormodelle mit gemischten Frequenzen, Vektorautoregressionen mit gemischten Frequenzen und Mixed-Data-Sampling-Modelle (MIDAS-Modelle).** Üblicherweise werden Brückengleichungen verwendet, durch die sich das BIP mit einigen wichtigen monatlichen Indikatoren verknüpfen lässt, die zu einer vierteljährlichen Frequenz aggregiert werden. Letztere werden anhand einfacher Hilfsmodelle vorausberechnet, um die fehlenden Beobachtungen für das betreffende Quartal zu ergänzen. Zu den jüngeren Ansätzen zählen dynamische Faktormodelle und Vektorautoregressionen, jeweils mit gemischten Frequenzen. Dadurch kann ein einheitlicher Modellrahmen für den gesamten Datensatz verwendet werden. MIDAS-Modelle schließlich ermöglichen es, Daten unterschiedlicher Frequenzen in einer Regressionsgleichung zu kombinieren, indem eine einfache Lag-Struktur angewendet wird. Verschiedene Modelltypen bieten unterschiedliche Vorteile. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Robustheit gegenüber strukturellen Brüchen und extremen Datenergebnissen sowie die Möglichkeit, Prognoserevisionen zu interpretieren.<sup>4</sup>

**Die Überprüfung der kurzfristigen Prognosemodelle der EZB im Jahr 2015 war durch die Verschlechterung der (relativen) Prognosegüte der Modelle während der Finanzkrise und in der Zeit danach bedingt.** Die damals verwendete Modellreihe umfasste unterschiedliche Modellvarianten von Brückengleichungen und dynamischen Faktormodellen mit gemischten Frequenzen, die auf einem großen Datensatz basierten. Beide Modellklassen wiesen während der Krise große Prognosefehler und nach der Krise eine positive Verzerrung in Form einer systematischen Überbewertung auf. Bei den Faktormodellen waren die Probleme jedoch akuter. Ein Grund für die positive Verzerrung war die unzureichende

---

<sup>4</sup> Ein detaillierter Überblick über die verschiedenen Modellansätze und entsprechende Literaturhinweise finden sich in M. Bańbura, D. Giannone, M. Modugno und L. Reichlin, [Now-casting and the real-time data flow](#), in: G. Elliott und A. Timmermann (Hrsg.), *Handbook of Economic Forecasting*, Bd. 2A, North Holland, 2013, S. 195-236.

Abdeckung des Dienstleistungssektors und der sinkende Beitrag des Industriesektors zur Wertschöpfung im Eurogebiet. Ein weiterer Grund war die Schwierigkeit, die Zusammenhänge zwischen einer Vielzahl an Variablen verlässlich zu schätzen, weil sie sich während der Finanzkrise anders verhielten als gewöhnlich; dies betraf vor allem die Zusammenhänge zwischen Umfragedaten und „harten“<sup>5</sup> Daten. Die Prognosegüte der Faktormodelle mit gemischten Frequenzen scheint sensibler auf solche strukturellen Veränderungen reagiert zu haben als die Performanz der Brückengleichungen.

**Die aktuell für Kurzfristprognosen verwendeten Modelle basieren auf Brückengleichungen, da diese in der Nachkrisenzeit eine vergleichsweise bessere Prognosegüte aufwiesen.** Es kommen zwei Arten von

Brückengleichungen zum Einsatz: a) Gleichungen auf der Grundlage „harter“ Daten, in denen das BIP mit der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) und der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor in Beziehung gesetzt wird, und b) Gleichungen auf der Grundlage „weicher“ Daten, in denen das BIP mit dem Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie mit dem EMI für die Produktion im Baugewerbe in Beziehung gesetzt wird.<sup>6</sup> Beide Arten von Brückengleichungen liefern eine Messung des realen BIP aus „angebotsseitiger“ Sicht,<sup>7</sup> da der Abdeckungsgrad so höher und zeitnäher und der Zusammenhang mit dem BIP stabiler ist als bei „nachfrageseitiger“ Betrachtung. Aus diesem Grund liefert die angebotsseitige Perspektive genauere Prognosen. Die Prognosen zur (vierteljährlichen) Wertschöpfung im Dienstleistungssektor werden anhand einer Hilfs-Brückengleichung erstellt.

**Die in den Brückengleichungen enthaltenen monatlichen Prädiktoren werden wiederum unter Verwendung von Hilfsmodellen prognostiziert und enthalten Informationen aus anderen monatlichen Variablen.** Da Brückengleichungen in der Regel nur wenige Prädiktoren enthalten, ist es in einem solchen Rahmenwerk nur möglich, eine größere (und aktuellere) Menge an Informationen auszuwerten, wenn mittels monatlicher Hilfsmodelle Prognosen der Prädiktoren erstellt werden.<sup>8</sup> Bei den Hilfsmodellen für die Brückengleichungen handelt es sich um monatliche Bayesianische Vektorautoregressionen und dynamische Faktormodelle. Beide Modellklassen ermöglichen die Einbeziehung einer großen Zahl an Variablen.

<sup>5</sup> Als „weich“ werden üblicherweise Indikatoren bezeichnet, die die Markterwartungen widerspiegeln, vor allem Umfragen und Finanzmarktdaten. Im Gegensatz dazu beziffern „harte“ Indikatoren häufig bestimmte BIP-Komponenten direkt (z. B. die Industrieproduktion).

<sup>6</sup> Siehe G. J. de Bondt, [A PMI-based Real GDP Tracker for the Euro Area](#) of Business Cycle Research, Bd. 15, Ausgabe 2, 2019, S. 147-170.

<sup>7</sup> Siehe E. Hahn und F. Skudelny, [Early estimates of euro area real GDP growth – a bottom-up approach from the production side](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 975, Dezember 2008.

<sup>8</sup> Siehe G. Bulligan, R. Golinelli und G. Parigi, [Forecasting monthly industrial production in real-time: from single equations to factor-based models](#), Empirical Economics, Bd. 39, Ausgabe 2, 2010, S. 303-336.

**Der Datensatz umfasst rund 30 Indikatoren.** Dazu zählen die Industrieproduktion und Konjunkturumfragen in verschiedenen Sektoren, monatliche Indikatoren zum Einzelhandel, zur Arbeitslosigkeit und zum Außenhandel sowie Finanzmarktdaten. Der Datensatz kann als mittelgroß bezeichnet werden und ist deutlich kleiner als die Datensätze, die den zuvor genutzten Faktormodellen mit gemischten Frequenzen zugrunde liegen. Die Prognoseevaluation, die während der Überprüfung stattfand, ergab, dass eine sehr granulare Disaggregation der Sektoren, wie sie für große Datensätze typisch ist, die Prognosegüte nicht verbessert.<sup>9</sup>

**Die Prognosen werden als Durchschnitt der einzelnen Modellprognosen berechnet.** Kombiniert man zwei Arten von Brückengleichungen mit fünf Hilfsmodellen, erhält man zehn unterschiedliche Modelle für das BIP. Bei Punktprognosen wird der Durchschnitt der individuellen Modellvorhersagen gebildet. Die Bündelung einzelner Prognosen verbessert die Prognosegenauigkeit; dies gilt sogar gegenüber der Modellversion, die am besten abschneidet (siehe unten).<sup>10</sup> Die Prognoseverteilungen (Dichten) werden mittels Simulationen erstellt, und die kombinierte Dichteprognose errechnet sich als Durchschnitt der Dichten aus den einzelnen Modellen. Technische Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 1.

## Kasten 1

### Die Modellreihe für die kurzfristigen Prognosen des realen BIP im Euro-Währungsgebiet: technische Einzelheiten

---

Die verwendeten Modelle gehören zur Familie der Brückengleichungen. Eine Brückengleichung ist ein lineares Regressionsmodell, bei dem die abhängige Variable die zu prognostizierende niedrigfrequente Variable ist (z. B. das vierteljährliche BIP) und die Regressoren höherfrequente Prädiktoren sind (z. B. die monatliche Industrieproduktion), die zu der geringeren Frequenz aggregiert werden. In den im Hauptteil des Aufsatzes beschriebenen Modellen zur kurzfristigen Prognose des realen BIP im Euroraum sind die Gleichungen wie folgt spezifiziert:

$$y_t^Q = \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i X_{i,t}^Q + \varepsilon_t^Q,$$

wobei  $y_t^Q$  die abhängige Variable (in diesem Fall das vierteljährliche Wachstum des realen BIP) ist und  $X_{i,t}^Q$  die Prädiktorvariablen (bis zu  $k$  je Brückengleichung) sind. Es kommen zwei Arten von Brückengleichungen zum Einsatz: In der ersten sind die Prädiktorvariablen das vierteljährliche Wachstum der Industrieproduktion sowie das vierteljährliche Wachstum der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor. In der zweiten Art der Brückengleichung sind die Prädiktoren jeweils der vierteljährliche Durchschnitt des EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie die vierteljährliche Differenz des EMI für die Produktion im

---

<sup>9</sup> Vergleichbare Ergebnisse finden sich beispielsweise in M. Bańbura, D. Giannone und L. Reichlin, [Large Bayesian vector autoregressions](#) of Applied Econometrics, Bd. 25, Ausgabe 1, 2010, S. 71-92; M. Bańbura, D. Giannone und L. Reichlin, [Nowcasting](#), in: M. P. Clements und D. F. Hendry (Hrsg.), The Oxford Handbook of Economic Forecasting, 2011.

<sup>10</sup> Siehe V. Kuzin, M. Marcellino und C. Schumacher, [Pooling versus model selection for nowcasting GDP with many predictors: empirical evidence for six industrialized countries](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 28, Ausgabe 3, 2013, S. 392-411.

Baugewerbe.<sup>11</sup>  $\varepsilon_t^Q$  ist das Regressionsresiduum,  $\alpha$  ist die Konstante, und  $\beta_i$  sind die Regressionskoeffizienten. Für die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor wird eine Hilfs-Brückengleichung herangezogen, die die erwartete Nachfrage nach Dienstleistungen gemäß den Umfragen der Europäischen Kommission berücksichtigt. Die Gleichungen werden anhand von klassischen Regressionsverfahren (Methode der kleinsten Quadrate) geschätzt. Der Schätzzeitraum beginnt im Jahr 1985 oder später, je nach Datenverfügbarkeit in der jeweiligen Gleichung (bzw. im jeweiligen Hilfsmodell, siehe unten).

Um aus den oben beschriebenen Gleichungen Prognosen für das BIP berechnen zu können, müssen zunächst Prognosen der monatlichen Prädiktoren für die in Frage stehenden Quartale erstellt werden. Dazu werden multivariate Hilfsmodelle mit monatlicher Frequenz verwendet, genauer gesagt Vektorautoregressionen (VAR) und dynamische Faktormodelle.<sup>12</sup> Die VAR-Modelle werden durch Bayesianische Methoden mit einer Spezifikation in ersten Differenzen mit sechs Verzögerungen der endogenen Variablen und dem Minnesota-Prior geschätzt, wobei die Schrumpfung von der Größe des Modells abhängt.<sup>13</sup> Dynamische Faktormodelle werden anhand der Maximum-Likelihood-Methode unter Verwendung des Expectation-Maximisation-Algorithmus geschätzt.<sup>14</sup> Die Spezifikation beinhaltet einen einzigen gemeinsamen Faktor, der einem Autoregressionsverfahren zweiter Ordnung und einem Autoregressionsverfahren erster Ordnung für die idiosynkratischen Komponenten folgt. Beide Modelltypen können eine Vielzahl von Variablen bewältigen. Es werden VAR-Modelle in drei Größen (mit 2, 22 bzw. 28 Variablen) und dynamische Faktormodelle in zwei Größen (mit 22 bzw. 28 Variablen) herangezogen. Um dem zerfransten Rand Rechnung zu tragen, der dadurch entsteht, dass die Variablen mit unterschiedlicher Verzögerung veröffentlicht werden, werden die Modelle in eine Zustandsraumdarstellung gebracht. Dabei werden der Kalman-Filter und Kalman-Glätter verwendet, um die Prognosen der monatlichen Variablen und die Gewichte der „News“ (siehe Abschnitt 4) zu erhalten.

Die Variablen für die Brückengleichungen und die monatlichen Hilfsmodelle wurden anhand mehrerer Kriterien festgelegt. Die Auswahl erfolgte unter anderem mithilfe von Korrelationsanalysen, anhand der Güte von In-Sample- und Out-of-Sample-Prognosen sowie der Stabilität und Signifikanz von Regressionskoeffizienten sowie anhand von Schrumpfungsmethoden wie beispielsweise LASSO-Regressionen.<sup>15</sup> Die Ergebnisse bestätigten die Erkenntnisse aus der Fachliteratur, wonach keine sehr starke Disaggregation (100 Zeitreihen oder mehr) notwendig ist, um die höchste Prognosegenauigkeit zu erzielen.

---

<sup>11</sup> Einzelheiten zur zweiten Art von Gleichung finden sich in G. J. de Bondt, a. a. O. Die beiden Gleichungen führen zu einer besseren Prognosegüte als der Durchschnitt (mehrerer) univariater Brückengleichungen.

<sup>12</sup> Dies führt zu einer höheren Prognosegenauigkeit, als wenn für jeden monatlichen Prädiktor ein univariates ARIMA-Modell verwendet wird. Siehe hierzu auch G. Rünstler und F. Sédillot, [Short-term estimates of euro area real GDP by means of monthly data](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 276, September 2003.

<sup>13</sup> Siehe M. Bańbura et al., [Large Bayesian vector autoregressions](#), a. a. O.

<sup>14</sup> Siehe M. Bańbura und M. Modugno, [Maximum likelihood estimation of dynamic factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 29, Ausgabe 1, 2014, S. 133-160.

<sup>15</sup> Die Auswahl der Indikatoren erfolgte nicht in Echtzeit, sondern in-sample. Da der Datensatz Anfang 2015 „eingefroren“ wurde, handelt es sich bei der Evaluierung ab 2015 jedoch um eine tatsächliche Echtzeit-Evaluierung. LASSO-Verfahren und ähnliche Methoden wurden beispielsweise in G. Bulligan, M. Marcellino und F. Venditti, [Forecasting economic activity with targeted predictors](#), International Journal of Forecasting, Bd. 31, Ausgabe 1, 2015, S. 188-206 zur Auswahl der Variablen für Brückengleichungen verwendet.

Die Berechnung der Prognoseverteilungen (Dichteprognosen) der Modelle beruht auf dem Gibbs-Sampler und dem Simulationsglätter (zum Umgang mit dem zerfransten Rand).<sup>16</sup> Die Dichteprognosen aus individuellen Modellen werden in einem linearen „Opinion Pool“ kombiniert, in dem die einzelnen Dichten gleich gewichtet werden. Durch die Kombination von normalverteilten Dichten lassen sich Verteilungen erzeugen, durch die besondere Merkmale wie „Fat Tails“ und Schiefe berücksichtigt werden können. Wie bei Punktprognosen dient das Pooling von Dichte-Verteilungen auch der Absicherung gegen Unsicherheit bei der Modellauswahl.<sup>17</sup>

---

### 3 Prognosequalität

**Es wird eine Echtzeit-Evaluierung der Prognosegüte der Modelle seit ihrer Einführung sowie über einen längeren Zeitraum (ab 2005) vorgenommen.** Dazu werden auf der Grundlage von Daten aus dem Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB Echtzeit-Datenstände erstellt, die bis 2005 zurückreichen.<sup>18</sup> Für jedes Quartal des Evaluationszeitraums werden zwölf Prognosehorizonte betrachtet. Die erste Prognose wird fünf Monate vor der ersten offiziellen Veröffentlichung vorgenommen. Im Anschluss werden bis zwei Wochen vor Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung im halbmonatlichen Rhythmus neue Prognosen erstellt.<sup>19</sup> So wird beispielsweise im Prognosezyklus für das zweite Quartal eines Jahres die erste Prognose Ende Januar und die letzte in der zweiten Juliwoche erstellt. Das Augenmerk der Evaluierung liegt auf der Verzerrung und der Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers der Prognosen. Die Prognosen werden mit den offiziellen Schnellschätzungen und den jüngsten verfügbaren Datenständen zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP verglichen.

**Die Prognosegüte der Modelle wird mit der Genauigkeit der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems/der EZB verglichen.** Zum Zweck der Evaluierung wird als Konvention unterstellt, dass die gesamtwirtschaftlichen Projektionen immer zur Monatsmitte des zweiten Monats eines Quartals finalisiert werden – was Prognosehorizonten von 1,5 und

---

<sup>16</sup> Siehe J. Durbin und S. J. Koopman, [A simple and efficient simulation smoother for state space time series analysis](#), *Biometrika*, Bd. 89, Ausgabe 3, 2002, S. 603-615.

<sup>17</sup> Geweke und Amisano zeigten, dass kombinierte Dichteprognosen bessere Vorhersagen liefern, auch wenn die zu kombinierenden Modelle das „wahre“ Modell nicht enthalten. Siehe J. Geweke und G. Amisano, [Optimal prediction pools](#), *Journal of Econometrics*, Bd. 164, Ausgabe 1, 2011, S. 130-141.

<sup>18</sup> Im SDW lässt sich anhand des Datumstempels und der Indikatorerkennung die am betreffenden Datum verfügbare Zeitreihe extrahieren. Somit geben die Echtzeit-Datenstände sowohl Publikationsverzögerungen als auch Datenrevisionen wieder (im Gegensatz zu Pseudo-Echtzeit-Datenständen, in denen nur Publikationsverzögerungen erfasst werden).

<sup>19</sup> Dies spiegelt die Häufigkeit und den Prognosehorizont der regelmäßigen Aktualisierungen der kurzfristigen Prognosen der EZB wider. Diese werden üblicherweise zweimal pro Monat erstellt, nämlich nach der Datenveröffentlichung zur Industrieproduktion um die Monatsmitte und nach der Veröffentlichung der Meinungsumfragen am Monatsende. Es werden immer die Prognosen für die zwei als nächstes zur Veröffentlichung anstehenden Quartale berichtet.

4,5 Monaten für das aktuelle bzw. das darauffolgende Quartal entspricht – und zwischendurch unverändert bleiben.<sup>20</sup>

**Die Treffsicherheit der Modelle steigt, je mehr neue Informationen eingehen, und sie schneiden im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB relativ gut ab.** Abbildung 1 zeigt die Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers und die Verzerrung für die Modellprognosen (helle Linien) sowie für die Projektionen (dunkle Linien), jeweils im Vergleich mit den offiziellen Schnellschätzungen (rote Linien) und dem jüngsten Datenstand zum BIP-Wachstum (blaue Linien) für die zwölf betrachteten Prognosehorizonte. Betrachtet wird der vom ersten Quartal 2015 bis zum zweiten Quartal 2019.<sup>21</sup> Insgesamt ist die Genauigkeit der Modellprognosen etwas geringer als die der Projektionen. Sie steigt jedoch mit abnehmendem Prognosehorizont allmählich an, und im sehr kurzfristigen Bereich – nach Finalisierung der Projektionen – erscheinen die Modellprognosen besonders nützlich. Sowohl die Prognosen als auch die Projektionen weisen im Vergleich mit der Schnellschätzung eine höhere Genauigkeit und geringere Verzerrung auf als im Vergleich mit dem jüngsten verfügbaren Datenstand zum BIP.

---

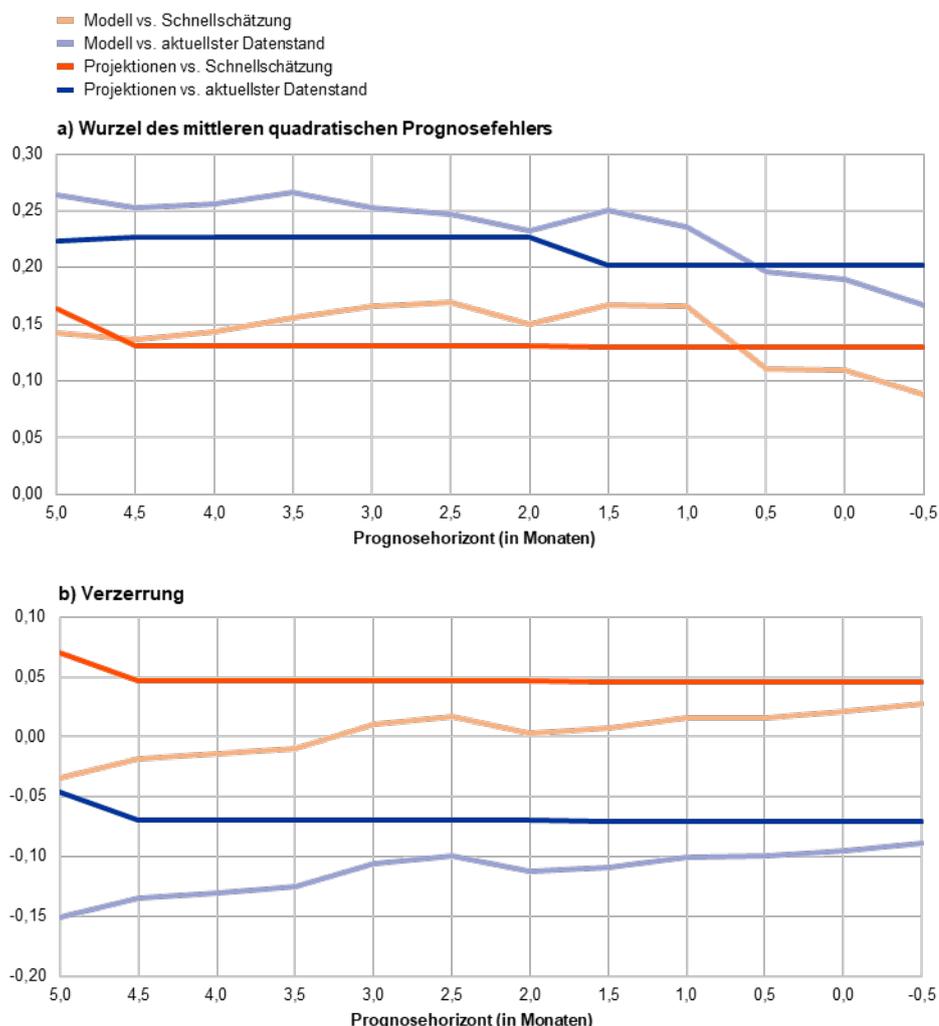
<sup>20</sup> Folglich verändert sich die Genauigkeit der in Abbildung 1 gezeigten Projektionen stets in der Mitte des zweiten Quartalsmonats, wenn eine neue Projektion verfügbar wird. Tatsächlich werden die Projektionen in der Regel zwischen der Monatsmitte und dem Ende des zweiten Monats eines Quartals finalisiert.

<sup>21</sup> Da an den Modellen seit 2015 keine Änderungen vorgenommen wurden, handelt es sich hierbei um eine tatsächliche Echtzeit-Out-of-Sample-Evaluierung.

## Abbildung 1

Genauigkeit der Modellprognosen und der Projektionen des Eurosystems/der EZB zum BIP vom ersten Quartal 2015 bis zum zweiten Quartal 2019

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für jedes Quartal wird eine Sequenz von zwölf Aktualisierungen von Echtzeitprognosen evaluiert. Der Prognosehorizont (horizontale Achse) ist definiert als der Abstand (in Monaten) zwischen dem Ende des Referenzquartals und dem Datum, an dem die Prognose erstellt wurde. Als Konvention wird unterstellt, dass die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB immer um die Monatsmitte des zweiten Monats eines Quartals finalisiert werden, also 1,5 bzw. 4,5 Monate vor Ablauf des Referenzquartals. Die Verzerrung ist definiert als die durchschnittliche Differenz zwischen der Prognose und dem tatsächlichen Ergebnis. Die Modellprognosen und Projektionen werden den offiziellen Schnellschätzungen zum BIP-Wachstum (die Mitte des zweiten Monats des darauffolgenden Quartals veröffentlicht werden) sowie den jüngsten verfügbaren Datenständen zum Wachstum des realen BIP gegenübergestellt.

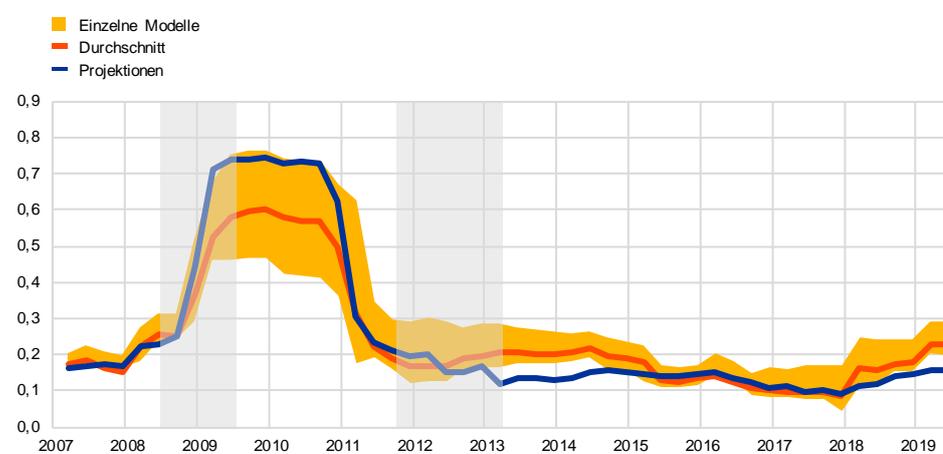
### Auch in der längerfristigen Betrachtung schneiden die Modelle recht gut ab.

Der oben betrachtete Evaluierungszeitraum ist recht kurz und war durch weniger Volatilität geprägt als etwa der vorangegangene Zeitraum, in den auch die Finanz- und Staatsschuldenkrise fiel. In Abbildung 2 wird die Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers für den Zeithorizont von 1,5 Monaten mit der Schnellschätzung als Referenzvariable verglichen. Die Abbildung zeigt die Entwicklung der Prognosegenauigkeit seit 2005 über ein Zeitfenster von acht Quartalen. Dabei lassen sich mehrere Beobachtungen machen. Erstens, und wenig überraschend, waren die Prognosefehler während der Finanzkrise sowohl bei den

Modellen als auch bei den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB viel größer als sonst. Während der Staatsschuldenkrise hingegen waren sie nicht außergewöhnlich groß. Zweitens schnitt die durchschnittliche Modellprognose in einigen Zeiträumen (insbesondere während der Finanzkrise, nicht jedoch in der jüngsten Zeit) besser ab als die Projektionen.<sup>22</sup> Drittens liefert der Durchschnitt der Prognosen aus mehreren Modellen in der Regel genauso gute Ergebnisse wie das beste Modell eines Monats (welches sich im Laufe der Zeit ändern kann); somit ist die Durchschnittsprognose eine gute Absicherung gegen Modellunsicherheit.

**Abbildung 2**  
Entwicklung der Prognosegenauigkeit seit 2005

(in Prozentpunkten; Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers in einem rollierenden Acht-Quartals-Fenster)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers über ein rollierendes Zeitfenster von acht Quartalen. Die Prognosen werden in der Mitte des zweiten Monats des Referenzquartals aktualisiert (Prognosehorizont von 1,5 Monaten), d. h. ungefähr zum Zeitpunkt der Finalisierung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB. Als Referenzvariable dient die offizielle Schnellschätzung zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP. „Durchschnitt“ bezieht sich auf die rollierende Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers der durchschnittlichen Punktprognosen (aus zehn unterschiedlichen Modellen). „Einzelne Modelle“ gibt die Spanne zwischen der niedrigsten und höchsten (rollierenden) Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers unter den einzelnen berücksichtigten Modellen an. Die schattierten Bereiche markieren Perioden, die vom CEPR Business Cycle Dating Committee als Rezessionen im Euroraum identifiziert wurden (Große Rezession und Staatsschuldenkrise).

## 4 News-Zerlegung und Maß für das Prognoserisiko

### 4.1 News-Zerlegung

**Im aktuellen Analyserahmen lassen sich Revisionen der Prognosen zum BIP-Wachstum mit modellbasierten Überraschungen oder mit dem neuen Informationsgehalt von Veröffentlichungen monatlicher Prädiktoren in Beziehung setzen.** Dies wird auch als modellbasierte News-Zerlegung bezeichnet und stellt ein wichtiges Element des Datenmonitoring dar. Der neue Informationsgehalt (oder Überraschungsgehalt) der einzelnen Indikatoren ist definiert

<sup>22</sup> Allerdings muss bedacht werden, dass die Modellschätzungen und -prognosen zwar mit Echtzeitdaten erstellt werden, die Variablen der neuen Modelle jedoch nach der Krise spezifiziert und ausgewählt wurden und deshalb für den Evaluierungszeitraum vor 2015 von einer rückblickenden Perspektive profitieren.

als die Differenz zwischen dem veröffentlichten Wert des betreffenden Indikators und seinem erwarteten (prognostizierten) Wert, d. h. als der Prognosefehler des Modells. Die Differenz zwischen zwei aufeinanderfolgenden BIP-Prognosen, d. h. die Prognoserevision, lässt sich ausdrücken als gewichteter Durchschnitt des neuen Informationsgehalts der zwischen den zwei Prognoseaktualisierungen veröffentlichten Daten (zuzüglich des Effekts von historischen Datenrevisionen sowie Parameter-Neuschätzungen).<sup>23</sup> Die Gewichte spiegeln die durchschnittliche Volatilität der News und ihre Relevanz für das BIP wider. Das Vorzeichen einer Überraschung gibt an, ob der veröffentlichte Wert besser oder schlechter ausfiel als erwartet („positive“ oder „negative“ Überraschungen).

**Die Prognoserevisionen für einzelne Quartale können zerlegt werden, um einen Einblick in die Rolle einzelner (Gruppen von) Indikatoren zu erhalten.**

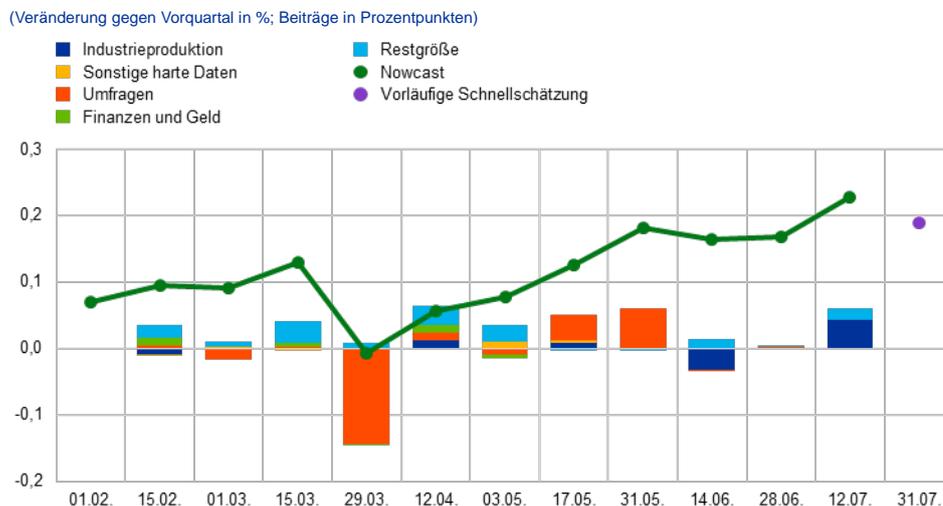
Dies wird in Abbildung 3 am Beispiel des zweiten Quartals 2019 veranschaulicht. Die grüne Linie in der Abbildung zeigt die Entwicklung der (durchschnittlichen Punkt-)Prognosen von Anfang Februar bis Mitte Juli, also etwa zwei Wochen vor der Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung zum realen BIP in diesem Quartal. Die Balken stellen die modellbasierten News oder Treiber von Prognoserevisionen zwischen zwei aufeinanderfolgenden Aktualisierungen dar. Ende März ist eine erhebliche Abwärtskorrektur der Aussichten erkennbar, die auf negative News in den Umfragedaten zurückzuführen war. Anschließend wurden die Aussichten aufgrund positiver Überraschungen in den Umfragedaten nach oben revidiert. Ab Ende Mai stabilisierten sich die Nowcasts in der Nähe des tatsächlichen Ergebnisses (der vorläufigen Schnellschätzung).

---

<sup>23</sup> Siehe M. Bańbura et al., [Now-casting and the real-time data flow](#), a. a. O. Um eine aussagekräftige Analyse zu ermöglichen, sollten die News auf multivariaten Modellen basieren, die die relevantesten Indikatoren berücksichtigen und Unterschieden in Bezug auf Aktualität und Signalstärke Rechnung tragen. Die hier untersuchten News sind modellbasiert und vom Konzept her ähnlich wie „Marktüberraschungen“ (d. h. die Abweichungen gegenüber den Markterwartungen), allerdings nicht ganz mit diesen identisch.

### Abbildung 3

#### Modelbasierte News und Revisionen der Prognosen zum Wachstum des realen BIP für das zweite Quartal 2019



Quelle: EZB-Berechnungen.

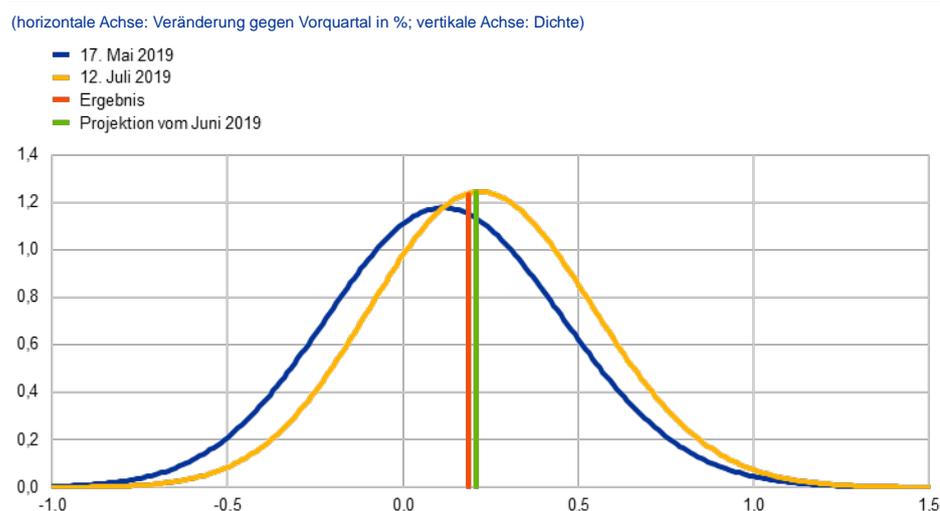
Anmerkung: Die grüne Linie zeigt die aus verschiedenen Prognoseaktualisierungen (horizontale Achse) gewonnenen durchschnittlichen Punktprognosen (basierend auf zehn unterschiedlichen Modellen) zum Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal 2019. Die Balken zeigen die Aufschlüsselung der zwischen zwei aufeinanderfolgenden Aktualisierungen erfolgten Prognoserevisionen in News aus den folgenden Datengruppen: „Industrieproduktion“ – sektorale Produktionsindikatoren; „Sonstige harte Daten“ – Arbeitslosenquote, Außenhandel, Einzelhandel, Pkw-Neuzulassungen; „Umfragen“ – Umfragen der Europäischen Kommission und Umfragen zum Einkaufsmanagerindex; „Finanzen und Geld“ – reale Geldmenge, Finanz- und Kreditindikatoren. Die „Restgröße“ erfasst die Auswirkungen von Datenrevisionen und Parameter-Neuschätzungen.

## 4.2 Dichteprognosen

**Anhand der Lage und Form der Dichteprognosen in den verschiedenen Modellen lassen sich die Unsicherheit um die Punktprognose herum sowie die Richtung und das Ausmaß der Risiken einschätzen, mit denen Prognosen aus anderen Quellen, wie z. B. den Projektionen von Experten des Eurosystems/der EZB, behaftet sind.** Liegt beispielsweise das Zentrum der Dichteprognose eines Modells (dargestellt durch seinen Modalwert oder Median) links von einer alternativen Prognose, dann signalisiert dies für Letztere Abwärtsrisiken und umgekehrt. Folglich ändert sich durch eine Verschiebung der Dichteprognose nach links oder rechts die Einschätzung der Risikorichtung. Verändert sich hingegen die Form der Verteilung (d. h. die Dispersion oder Konzentration), impliziert dies, dass sich der Grad der Unsicherheit geändert hat. Bei Echtzeitanalysen wird die Dichteprognose üblicherweise zunehmend konzentriert, je mehr Informationen sich im Laufe des Prognosezyklus ansammeln, und dementsprechend verringert sich die Unsicherheit um die zentrale Prognose herum. Allerdings lässt sich nicht ausschließen, dass die Veröffentlichung eines oder mehrerer Indikatoren zu einer flacheren Verteilung führt, weil sie von den verschiedenen Modellen unterschiedlich interpretiert wird, und somit eine höhere Unsicherheit bewirkt.

Beispielsweise deuten die Dichteprognosen auf Basis der hier betrachteten Modelle darauf hin, dass die BIP-Projektionen des Eurosystems vom Juni 2019 für das zweite Quartal 2019 zunächst mit Abwärtsrisiken behaftet waren, die Risikokonstellation aber immer ausgewogener wurde, je mehr Daten verfügbar wurden. Abbildung 4 zeigt die Dichteprognosen der Modelle für das zweite Quartal 2019, ermittelt anhand der am 17. Mai 2019 (d. h. etwa zur Zeit der Finalisierung der Projektionen des Eurosystems vom Juni 2019) und 12. Juli 2019 verfügbaren Daten. Zu Beginn deuteten die Modelle auf Abwärtsrisiken für die Projektionen hin, da die Wahrscheinlichkeit eines niedrigeren Ergebnisses über 50 % lag (genauer gesagt bei 60 %). Als Mitte Juli mehr Informationen vorlagen, verschob sich die Verteilung nach rechts, und die Konzentration nahm zu. Die Risiken, mit denen die Projektion behaftet war, wurden also ausgewogener – die Wahrscheinlichkeit eines Ergebnisses über bzw. unter dem projizierten Wert lag jeweils bei etwa 50 % – und nahmen ab.

**Abbildung 4**  
Dichteprognosen für das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal 2019



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die blaue und die gelbe Linie stellen die (kombinierten) Dichteprognosen für das Wachstum des realen BIP aus den betreffenden Prognoseaktualisierungen dar. Der kombinierte Wert wird durch Bildung eines Pools linearer Vorhersagen mit gleicher Gewichtung aus den zehn Modellen ermittelt. Die grüne Linie stellt den Ausblick der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems vom Juni 2019 dar, und die rote Linie zeigt die vorläufige Schnellschätzung.

## 5 Schlussfolgerungen und neue Arbeitsansätze

**Verändern sich ökonomische Zusammenhänge durch die Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds, stellt dies für Prognosemodelle grundsätzlich eine Herausforderung dar, in besonderem Maße jedoch für kurzfristige Prognoseinstrumente.** Als Beispiele für solche strukturellen Veränderungen sind unter anderem der Klimawandel, Verschiebungen zwischen Sektoren, Produktivitätsentwicklungen, die Folgen gravierender Rezessionen sowie – speziell im Euroraum – Veränderungen in der Automobilindustrie zu nennen.

**Die Erfahrungen, die die EZB inzwischen mit modellbasierten kurzfristigen Vorhersagen der realwirtschaftlichen Aktivität gewonnen hat, liefern einige Erkenntnisse darüber, wie diese und auch weitere Herausforderungen angegangen werden können.**

Erstens ist es wichtig, mehrere Modelle im Werkzeugkasten zu haben und ihre Performance regelmäßig zu überprüfen, da sich diese im Laufe der Zeit verschlechtern kann. Zweitens ist es in der Regel sinnvoll, Prognosen aus unterschiedlichen Modellen zu kombinieren, um die Robustheit der Prognosegüte gegenüber Fehlspezifikationen zu verstärken. Drittens sollten Informationen aus allen wichtigen Sektoren der Wirtschaft in die Modelle einfließen; es ist aber nicht nötig, stark disaggregierte Datensätze zu verwenden. Um Informationen zur Entwicklung der realwirtschaftlichen Aktivität in der nahen Zukunft zu erfassen, dürfte ein mittelgroßer Satz relevanter und zeitnaher Indikatoren genügen. Viertens muss es möglich sein, Prognoserevisionen zu interpretieren und die Unsicherheit zu kommunizieren, mit der die Prognosen behaftet sind. Gleichwohl bleibt in verschiedener Hinsicht Raum für weitere Verbesserungen.

**Eine Schwierigkeit besteht darin, dass kurzfristige Prognosemodelle in hohem Maße auf Umfragedaten beruhen.**

Umfragen liefern qualitative Informationen (d. h. Meinungen oder Wahrnehmungen) aus relativ kleinen Stichproben von Unternehmen oder Verbrauchern. Sie sind aufgrund ihrer kurzen Publikationsverzögerung sehr relevant. Allerdings kann sich ihr Verhältnis zu quantitativen (harten) Indikatoren mit der Zeit verändern, entweder durch Stichprobenverzerrungen (z. B. Survivorship Bias, insbesondere nach der Krise) oder weil die Umfrageteilnehmer die ihrer Einschätzung zugrunde liegenden Benchmarks ändern (z. B. den Wert des Umsatzwachstums, welcher als Verbesserung der Unternehmensleistung gewertet werden kann).<sup>24</sup> Deshalb ist es nicht ohne Weiteres möglich, die aus Umfragedaten gewonnenen Werte in Wirtschaftswachstumsraten zu überführen. Beispielsweise befanden sich die Umfragedaten Anfang 2018 auf historisch hohem Niveau,<sup>25</sup> während sich das reale BIP-Wachstum im Eurogebiet deutlich abschwächte. Umgekehrt lieferten einige Umfragen einen recht trüben Ausblick für das Jahr 2019, während sich die harten Daten als etwas widerstandsfähiger erwiesen.

**Es können alternative Modelle und Indikatoren genutzt werden, um die Genauigkeit und Robustheit der gegenwärtig verwendeten Modelle weiter zu verbessern.**

Beispiele hierfür wären etwa Modelle mit zeitvariablen Parametern, die eine flexible Berücksichtigung von Zusammenhängen ermöglichen, welche sich im Verlauf der Zeit verändern.<sup>26</sup> Die Nützlichkeit alternativer Indikatoren und Methoden wird ebenfalls untersucht, vor allem was Algorithmen für maschinelles Lernen und Big Data betrifft. Der Begriff „Big Data“ lässt sich relativ breit auslegen. Hier bezieht er sich auf umfangreiche, nahezu in Echtzeit verfügbare Daten aus dem Internet

<sup>24</sup> Siehe C. Gayer und B. Marc, [A 'New Modesty'? Level Shifts in Survey Data and the Decreasing Trend of 'Normal' Growth](#), European Economy Discussion Paper der Europäischen Kommission, Nr. 83, Juli 2018.

<sup>25</sup> Siehe EZB, [Die dynamische Entwicklung umfragebasierter Indikatoren und ihre Aussagekraft für die Tiefe und Breite des realen BIP-Wachstums](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2017, Dezember 2017.

<sup>26</sup> Siehe beispielsweise J. Antolín-Díaz, T. Drechsel und I. Petrella, [Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 99, Ausgabe 2, 2017, S. 343-356.

(z. B. Internetsuchanfragen<sup>27</sup>, Daten aus sozialen Netzwerken wie Twitter oder Facebook, Zeitungsartikel) oder großvolumige Daten aus nichtoffiziellen Quellen (z. B. von Handelsplattformen oder Zahlungssystemen). Durch Big Data wird es möglich, eine größere Spanne an Indikatoren heranzuziehen, die neue und einzigartige Einblicke ermöglichen und Prognosen bereichern können. Beispielsweise könnten textbasierte Stimmungsindikatoren besonders nützlich sein, weil sie automatisiert mit hoher Frequenz erstellt werden können, und das zu niedrigeren Kosten als umfragebasierte Stimmungsindikatoren. Außerdem kann man ihnen große Zeitungsstichproben zugrunde legen, um Verzerrungen zu vermeiden.<sup>28</sup> Gleichzeitig sollte jedoch bedacht werden, dass die Einbeziehung vieler erklärender Variablen das Risiko einer Überanpassung (Overfitting) birgt und somit nicht zwangsläufig die Out-of-Sample-Prognosegüte verbessert. Einige dieser Herausforderungen lassen sich mit Algorithmen für maschinelles Lernen bewältigen. Diese haben den zusätzlichen Vorteil, dass sich damit möglicherweise auch komplexe nichtlineare Zusammenhänge erfassen lassen. Die genannten Gebiete eröffnen einige interessante neue Ansätze für künftige Arbeiten.

---

<sup>27</sup> Siehe beispielsweise L. Ferrara und A. Simoni, [When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage](#), Center for Research in Economics and Statistics Working Paper, Nr. 2019-04, 2019.

<sup>28</sup> Siehe beispielsweise L. A. Thorsrud, [Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle](#), Journal of Business & Economic Statistics, 2018.

### 3 Agenda zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion: eine Bestandsaufnahme

Sander Tordo, Jacopo Carmassi, Sebastian Hauptmeier und Malte Jahning<sup>1</sup>

**Der vorliegende Aufsatz gibt einen Überblick über die Fortschritte hinsichtlich der Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) und beleuchtet dabei verschiedene Aspekte.** Der Beginn einer neuen Legislaturperiode (2019-2024) in der Europäischen Union ist naturgemäß ein guter Zeitpunkt für eine Bestandsaufnahme der Fortschritte im Hinblick auf die Vollendung der WWU.

**In den vergangenen beiden EU-Legislaturperioden ist die Architektur der WWU erheblich weiterentwickelt worden, was der globalen Finanzkrise vor mehr als zehn Jahren geschuldet war.** Zum einen wurde eine Bankenunion auf den Weg gebracht, die eine gemeinsame Aufsicht über die größten europäischen Banken auf supranationaler Ebene sowie ein einheitliches Regelwerk für die Behandlung und Abwicklung von angeschlagenen Banken vorsieht. Zum anderen wurde der Europäische Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism – ESM) ins Leben gerufen, um Euro-Ländern, die sich in einer schweren Wirtschaftskrise befinden, unter die Arme zu greifen. Außerdem wurden die gemeinsamen Regelungen zur nationalen Finanz- und Wirtschaftspolitik an einer Reihe von Stellen angepasst.

**Dennoch besteht weiterhin Handlungsbedarf: Die WWU muss noch widerstandsfähiger gegenüber negativen wirtschaftlichen Schocks werden.**

Eine stärkere private Risikoteilung (bei der Unternehmen und Haushalte ihre Vermögenswerte über integrierte Kapital- und Bankenmärkte länderübergreifend diversifizieren) kann dazu beitragen, örtlich begrenzte Rezessionen abzumildern, indem lokale Schocks durch Einkünfte aus anderen Ländern abgedeckt werden. Eine verstärkte staatliche Risikoteilung (z. B. durch eine wie auch immer geartete gemeinsame Fiskalpolitik oder gemeinsame Absicherungsmechanismen zur Wahrung der Finanzstabilität in Krisenzeiten) kann ebenfalls helfen, örtlich begrenzte oder gar euroraumweite Rezessionen einzudämmen. Eine solche private und staatliche Risikoteilung ist im Euro-Währungsgebiet nach wie vor weniger stark ausgeprägt als in anderen Währungsräumen wie etwa den Vereinigten Staaten. Zugleich könnten die Governance-Mechanismen weiter gestärkt werden, die zur Gewährleistung einer widerstandsfähigen Politik auf nationaler Ebene beitragen und zudem schädliche Übertragungseffekte zwischen den einzelnen Euro-Ländern verhindern sollen.

---

<sup>1</sup> Wertvolle Beiträge leisteten auch Giovanni Di Iasio, Joachim Eule, Donata Faccia, Alessandro Giovannini, Anastasia Koutsomanoli-Filippaki, Rebecca Segall, Pär Torstensson und David Sondermann.

**Für die nahe Zukunft sind konkrete Entscheidungen und weitere Maßnahmen zu einer Reihe von Aspekten geplant, die die WWU betreffen.** Hierzu zählt die Weiterentwicklung der Banken- und der Kapitalmarktunion, denn hier gibt es nach wie vor Möglichkeiten, um die Stabilität und Integration der europäischen Banken- und Kapitalmärkte weiter zu stärken, da beide noch nicht vollendet sind. Weitere Initiativen sind etwa die Reform des ESM im Rahmen der Maßnahmen zum Krisenmanagement sowie die Einführung eines Haushaltsinstruments für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit (budgetary instrument for convergence and competitiveness – BICC), das die Euro-Länder bei Investitionen und Reformen unterstützen soll, um so ihre Volkswirtschaften besser zu strukturieren. Darüber hinaus überprüft die Europäische Kommission auch den finanz- und wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU, mit dem die nationalen Politiken koordiniert werden. Sie wird zeitnah einen Vorschlag für eine europäische Arbeitslosenversicherung unterbreiten, als Möglichkeit, das Eurogebiet besser gegen einen Konjunkturabschwung zu wappnen.

**Die EZB hat ein eindeutiges Interesse daran, die institutionelle Architektur des Euro-Währungsgebiets widerstandsfähiger zu gestalten.** Eine solide antizyklische Fiskalpolitik, eine ausreichende Widerstandsfähigkeit im Finanzsektor sowie eine grenzüberschreitende private und staatliche Risikoteilung sind allesamt wichtige Voraussetzungen für die EZB, um die Wirksamkeit der geldpolitischen Transmission zu erhöhen und dabei die Nebenwirkungen gering zu halten, um die Konjunkturzyklen im Euroraum stärker anzugleichen, um die Geldpolitik zu ergänzen und um die europäische Bankenaufsicht weiter zu stärken.

**Vor diesem Hintergrund gibt der vorliegende Aufsatz einen Überblick über verschiedene Elemente der Agenda zur Vertiefung der WWU und benennt eine Reihe von Punkten, die noch zu klären sind.**

## 1 Einleitung

**Die Fertigstellung der institutionellen Architektur der WWU wird in der laufenden Legislaturperiode (2019-2024) eine große Herausforderung für die EU darstellen.** Im Mai 2019 wurde ein neues Europäisches Parlament gewählt. Im Juli 2019 gab die neue Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen ihre Prioritäten bekannt, bevor sie am 1. Dezember 2019 gemeinsam mit den Mitgliedern der neuen Kommission ihr Amt antrat. Indes einigten sich die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union für die Legislaturperiode 2019-2024 auf zehn Verpflichtungen, die in der Erklärung von Sibiu vom 9. Mai 2019 festgehalten wurden.<sup>2</sup>

**An der Reform der WWU-Architektur sind alle EU-Institutionen und -Mitgliedstaaten gleichsam beteiligt.** Der Kommission kommt dabei eine Schlüsselrolle zu: Sie unterbreitet Vorschläge (einschließlich Gesetzentwürfen), die vom ECOFIN-Rat (bestehend aus den Wirtschafts- und Finanzministern der EU27) in der Regel gemeinsam mit dem Europäischen Parlament verabschiedet werden. In

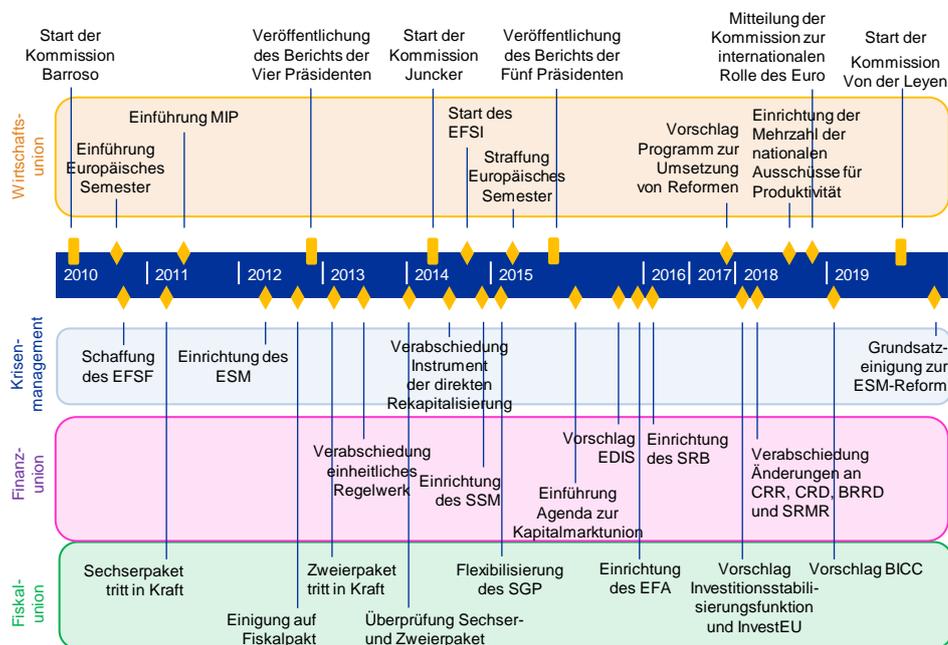
<sup>2</sup> Siehe die [Erklärung von Sibiu](#).

Fragen zur strategischen Orientierung und bei Verhandlungen zur Vertiefung der Architektur des Eurogebiets ist in erster Linie die Euro-Gruppe zuständig (bestehend aus den Wirtschafts- und Finanzministern der Euro-Länder, an deren Sitzungen hin und wieder auch die Finanzminister der Nicht-Euro-Staaten teilnehmen). Politische Entscheidungen zur WWU werden letztendlich auf Euro-Gipfeln getroffen, bei denen die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder zusammenkommen. In Politikbereichen, die auf zwischenstaatlicher Ebene beschlossen werden (z. B. im Rahmen des ESM), kommen unterschiedliche Entscheidungsprozesse zur Anwendung. Die EZB nimmt an diesen EU- und Euroraum-Foren teil und fungiert als Beraterin bei WWU-Reformen. Reformen der Wirtschafts- und Währungsunion sind somit ein Ergebnis des Zusammenspiels der verschiedenen Akteure und ihrer Kompetenzen im Gesetzgebungsprozess.

**In den vergangenen zwei Legislaturperioden der Europäischen Union wurden signifikante Fortschritte im Hinblick auf die Architektur der WWU erzielt** (siehe Schaubild 1). Mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) und dem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism – SRM) wurden zwei der drei Säulen der Bankenunion geschaffen. Die dritte Säule – ein europäisches Einlagensicherungssystem (European Deposit Insurance Scheme – EDIS) – ist noch nicht vollendet. Grundlage dieser Entwicklungen waren institutionelle Innovationen, die während der Finanzkrise umgesetzt wurden, wie etwa die Schaffung des ESM, die Reformen des fiskalischen Regelwerks und die Einführung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten (macroeconomic imbalance procedure – MIP), mit dem schädlichen gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten begegnet werden soll. Diese Schritte waren allesamt essenziell, um finanzielle und makroökonomische Risiken zu verringern, die Risikoteilung zu verbessern und die Transmission der Geldpolitik im gesamten Euroraum zu fördern.

## Schaubild 1

### Zeitplan der Reformen der WWU-Architektur seit 2010



Quelle: EZB auf Basis von <https://www.consilium.europa.eu/de/policies/emu-deepening/emu-glossary>.

Anmerkung: „MIP“ steht für das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten, „EFSI“ für den Europäischen Fonds für strategische Investitionen, „EFSF“ für die Europäische Finanzstabilitätsfazilität, „ESM“ bezieht sich auf den Europäischen Stabilitätsmechanismus, „SRB“ auf den Einheitlichen Abwicklungsausschuss, „CRR“ auf die Eigenkapitalverordnung und „CRD“ auf die Eigenkapitalrichtlinie, „BRRD“ bezeichnet die Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie, „SRMR“ die Verordnung zum Einheitlichen Abwicklungsmechanismus, „EDIS“ ist das europäische Einlagensicherungssystem; mit „SGP“ ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt gemeint, „EFB“ bezeichnet den Europäischen Fiskalausschuss, „BICC“ das Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit; das „Sechserpaket“ („six-pack“) umfasst fünf Verordnungen und eine Richtlinie zur Stärkung des SGP und Einführung des MIP; das „Zweierpaket“ („two-pack“) besteht aus zwei Verordnungen, mit denen der Haushaltsüberwachungszyklus in der WWU gestärkt werden soll, und der „Fiskalpakt“ ist ein zwischenstaatlicher Vertrag über die Verankerung der Fiskalregeln in den einzelstaatlichen Verfassungen.

**Die Vertiefung der WWU hat jedoch ihre anfängliche Dynamik verloren.** Die private und die staatliche Risikoteilung sind im Euro-Währungsgebiet nach wie vor weniger stark ausgeprägt als in anderen Währungsräumen wie etwa den Vereinigten Staaten. Die Bankenunion ist ohne ein europäisches Einlagensicherungssystem noch unvollkommen, und zur Schaffung einer echten Kapitalmarktunion sind ebenfalls weitere Fortschritte erforderlich. Im Bereich der öffentlichen Finanzen mangelt es dem Euroraum weiterhin an einer zentralen Fiskalkapazität zur makroökonomischen Stabilisierung. Zugleich könnten die Mechanismen zur Gewährleistung einer widerstandsfähigen nationalen Politik weiter gestärkt werden. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte nach allgemeiner Auffassung vereinfacht werden, um die Fiskalregeln der EU wirksamer und antizyklischer zu gestalten und die Eigenverantwortung auf nationaler Ebene zu erhöhen. Indes lassen die Umsetzungsgeschwindigkeit von Strukturreformen im Zuge des Europäischen Semesters und die Wirksamkeit des MIP nach wie vor zu wünschen übrig. Eine vertiefte und vollständigere Wirtschafts- und Währungsunion (zu der auch eine

weiterentwickelte Kapitalmarktunion zählt) würde im Rahmen einer soliden Wirtschaftspolitik<sup>3</sup> im Eurogebiet auch die internationale Rolle des Euro stützen.<sup>4</sup>

**Die Vertiefung der WWU ist nur eine von zahlreichen Herausforderungen, vor denen die Kommission, der Rat und das Europäische Parlament stehen.** Den offiziellen Erklärungen der neuen Kommission zufolge werden neben demografischen Fragen und den globalen Spannungen auch die Themen Umwelt, Migration und Digitalisierung im Vordergrund stehen.<sup>5</sup> Daran zeigt sich, wie sich die Prioritäten der Bürgerinnen und Bürger Europas geändert haben (siehe auch das Standard-Eurobarometer vom Herbst 2019).<sup>6</sup> In der Erklärung von Sibiu, in der die europäischen Staats- und Regierungschefs die strategische EU-Agenda für den Zeitraum 2019-2024 festgelegt haben,<sup>7</sup> wurde unter dem Titel „Entwicklung unserer wirtschaftlichen Basis: das europäische Zukunftsmodell“ auf die Vertiefung der WWU Bezug genommen. Die Aufgabe des neuen Ratspräsidenten Charles Michel wird auch darin bestehen, an diese Erklärung anzuknüpfen. Er hat bereits signalisiert, dass die Weiterentwicklung der WWU vor allem im Rahmen der Stärkung der internationalen Rolle des Euro wichtig sei.<sup>8</sup> Das Europäische Parlament hat neben Themen wie Investitionen, Beschäftigung und Beseitigung von Ungleichheit weitere Fortschritte bei allen Facetten der Vertiefung der WWU angemahnt und die Kommission aufgefordert, diesbezüglich Vorschläge zu unterbreiten.<sup>9</sup>

**Für die nahe Zukunft sind weitere Entscheidungen und Folgemaßnahmen zu unterschiedlichen Aspekten der WWU-Vertiefung geplant.** Beim Euro-Gipfel am 13. Dezember 2019 wurde in Bezug auf die laufenden Arbeiten an der Bankenunion Bilanz gezogen. Die hochrangige Arbeitsgruppe „Europäisches Einlagensicherungssystem“ wurde beauftragt, unter Federführung der Euro-Gruppe Vorschläge für einen Fahrplan zur Vollendung der Bankenunion zu erarbeiten. Auch die geplante Reform des ESM (die bei der Sitzung der Euro-Gruppe im Dezember 2019 beschlossen wurde) sowie die Hauptmerkmale des BICC wurden erörtert. Für den weiteren Verlauf des Jahres 2020 ist im Rahmen der Arbeitsprogramme der verschiedenen EU-Foren vorgesehen, dass das ESM-Reformpaket von den nationalen Parlamenten ratifiziert wird, das BICC vom Europäischen Parlament und vom Rat gesetzlich verankert wird und das von der Kommission eingerichtete hochrangige Forum Vorschläge für neue Prioritäten im

<sup>3</sup> Siehe K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer und N. Benalal (Hrsg.), [Structural policies in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 210, 2018.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [The international role of the euro](#), Juni 2019; Mitteilung der Kommission vom 5. Dezember 2018, [Hin zu einer stärkeren internationalen Rolle des Euro](#).

<sup>5</sup> Einzelheiten zu den politischen Prioritäten der Kommission für die Legislaturperiode 2019-2024 finden sich unter [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024\\_de](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024_de)

<sup>6</sup> So hielten 34 % der Befragten (und damit genauso viele wie in der vorherigen Umfrage sechs Monate zuvor) die Einwanderung für ein dringliches Thema in der EU, während insgesamt 38 % (3 Prozentpunkte mehr als zuvor) den Klimawandel und die Umwelt als vorrangige Probleme auf EU-Ebene angaben. Dagegen betrachteten lediglich 18 % der Befragten (wie in der vorangegangenen Umfrage) die wirtschaftliche Lage als eine Priorität, wobei 15 % (3 Prozentpunkte weniger als zuvor) die öffentlichen Finanzen der Mitgliedstaaten als ein zentrales Thema ansahen.

<sup>7</sup> Siehe [www.consilium.europa.eu/media/39291/en\\_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf](http://www.consilium.europa.eu/media/39291/en_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf)

<sup>8</sup> Siehe die Anmerkungen von Charles Michel nach der Tagung des Europäischen Rates am 13. Dezember 2019: [www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2019/12/13/remarks-by-president-charles-michel-after-the-european-council-meetings-on-13-december-2019/](http://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2019/12/13/remarks-by-president-charles-michel-after-the-european-council-meetings-on-13-december-2019/)

<sup>9</sup> Siehe beispielsweise [www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312\\_DE.html](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312_DE.html)

Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion vorlegt. Darüber hinaus dürfte die Zusammenstellung eines umfassenden Pakets zur Bankenunion voranschreiten. Zudem sollen der finanz- und wirtschaftspolitische Steuerungsrahmen von der Europäischen Kommission überprüft und die fachlichen Diskussionen über eine Fiskalkapazität für den Euroraum fortgesetzt werden. Außerdem wird möglicherweise ein neuer Vorschlag für eine europäische Arbeitslosenversicherung unterbreitet werden. Im folgenden Kapitel wird näher auf diese verschiedenen Arbeitsstränge eingegangen.

## 2 Bestandsaufnahme mit Blick auf einzelne Bausteine der WWU-Architektur

**Die Struktur und Vorgehensweise, die in den Berichten der vier bzw. fünf Präsidenten von 2012 und 2015 befürwortet wurden, bilden einen nützlichen Rahmen für eine Bestandsaufnahme.**<sup>10</sup> Die Berichte, die von den jeweiligen Präsidenten der Europäischen Kommission, des Europäischen Rates, der Euro-Gruppe, der Europäischen Zentralbank und – im Fall des Berichts der fünf Präsidenten – des Europäischen Parlaments verfasst wurden, enthalten einen umfassenden Fahrplan. In beiden Dokumenten fußen die Vorschläge zur Gestaltung der WWU auf vier Unionskonzepten: einer Finanzunion, einer Fiskalunion, einer Wirtschaftsunion und einer politischen Union. Dabei wurde argumentiert, dass zwischen diesen Konzepten bedeutende Wechselwirkungen bestünden. So würden etwa Fortschritte bei der Bankenunion einer negativen Rückkopplung zwischen Schieflagen von Banken und der Solvenz der jeweiligen Staaten entgegenwirken. Dadurch verringere sich auch der Bedarf an öffentlichen Mitteln und einer staatlichen Risikoteilung.<sup>11</sup> Zugleich war man der Auffassung, dass die private und die staatliche Risikoteilung nicht nur austauschbar sein, sondern sich vielmehr ergänzen sollten. Die Berichte der vier bzw. fünf Präsidenten enthielten zudem neben Vorschlägen zur Risikominderung und Konvergenz auch solche, die eine stärkere Risikoteilung befürworteten. Es wurde dabei davon ausgegangen, dass eine Risikoteilung bei angemessener Gestaltung zu einer stärkeren Risikoverringung beiträgt. Schließlich wurden in den Berichten konkrete Schritte zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion vorgeschlagen. In einem detaillierten Fahrplan mit Zeitangaben und klar definierten Meilensteinen wurden Maßnahmen zur Risikoteilung und zur Risikominderung miteinander verknüpft. Begründet wurde dies vor allem mit dem Wunsch, die Widerstandsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets zu erhöhen, um für künftige Krisen besser gerüstet zu sein.<sup>12</sup> Diese ganzheitliche Perspektive besteht im Hintergrund fort und kann als nützliche Referenz dienen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Diskussionen in den verschiedenen EU-Foren mittlerweile in der Praxis eher auf Basis einzelner Dossiers erfolgen. Entsprechend werden nachstehend die verschiedenen Einzeldossiers beleuchtet, die dabei aber ähnlich

<sup>10</sup> Siehe den [Bericht der vier Präsidenten](#) und den [Bericht der fünf Präsidenten](#).

<sup>11</sup> Siehe hierzu EZB, [Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2018, Mai 2018.

<sup>12</sup> In einem jüngst erschienenen Bericht von sieben französischen und sieben deutschen Ökonomen wurde ähnlich argumentiert. Siehe Bénassy-Quéré et al., [Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform](#), CEPR Policy Insight, Nr. 91, 2018.

wie in den Berichten der vier bzw. fünf Präsidenten zueinander in Bezug gesetzt werden.

## 2.1 Bankenunion

**Die Finanzkrise machte deutlich, dass Europas institutioneller Rahmen struktureller Verbesserungen bedarf, um die Stabilität des Finanzsystems zu wahren und für gleiche Wettbewerbsbedingungen im Euroraum zu sorgen.** In

ihrem Bericht vom Juni 2012 schlugen die vier Präsidenten einen integrierten Finanzrahmen vor, der sich auf das einheitliche Regelwerk stützen sollte. Er sollte aus einer einheitlichen europäischen Bankenaufsicht und einer gemeinsamen Einlagensicherung sowie einem gemeinsamen Rahmen für die Bankenabwicklung bestehen. Dem Bericht zufolge war eine einheitliche Bankenaufsicht erforderlich, um sicherzustellen, dass die Aufsichtsregeln homogen angewandt und die Banken in allen Mitgliedstaaten mit der gleichen Effektivität beaufsichtigt werden.

**Der Bericht der vier Präsidenten enthielt auch Vorschläge für die Abwicklung von Banken und die Einlagensicherung.** Es wurde angeregt, ein europäisches

Abwicklungssystem zu errichten, das in erster Linie durch Beiträge der Banken finanziert werden sollte. Das System könne sicherstellen, dass bei der Abwicklung von Banken, die der europäischen Aufsicht unterstehen, die Abwicklungsmaßnahmen einheitlich angewandt werden. Ziel dabei war es, eine geordnete Abwicklung nicht überlebensfähiger Institute zu ermöglichen und auf diese Weise das Geld der Steuerzahler zu schützen. Ein weiterer Vorschlag lautete, die nationalen Einlagensicherungssysteme für Banken, die unter europäischer Aufsicht stehen, um eine europäische Komponente zu erweitern. Damit sollte die Glaubwürdigkeit bestehender Regelungen gestärkt und ein ausreichender Schutz für Einleger gewährleistet werden.

**Der im Juni 2015 von den fünf Präsidenten veröffentlichte Bericht griff die Kernaussagen des Berichts der vier Präsidenten zur Bankenunion wieder auf, enthielt jedoch auch einen neuen und detaillierteren Vorschlag für ein europäisches Einlagensicherungssystem.** Die fünf Präsidenten sprachen sich

dafür aus, ein europäisches Einlagensicherungssystem (EDIS) als dritte Säule der Bankenunion einzuführen. So sollte die Widerstandsfähigkeit gegenüber künftigen Krisen erhöht werden. Das bestehende System der nationalen Einlagensicherung sei anfällig gegenüber starken lokalen Schocks, insbesondere dann, wenn sich sowohl der betreffende Staat als auch der nationale Bankensektor als fragil erwiesen. Laut dem Bericht bestünde bei einem gemeinsamen Einlagensicherungssystem verglichen mit nationalen Systemen auch eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass dieses im Zeitverlauf fiskalisch neutral sei. Begründet wurde dies damit, dass die Risiken breiter gestreut würden und die (im Voraus und risikobasiert zu leistenden) Beiträge zum europäischen Einlagensicherungsfonds aus einem wesentlich größeren Pool von Finanzinstituten stammten. Zwar wurde in dem Bericht eingeräumt, dass die Schaffung eines umfassenden europäischen Einlagensicherungssystems einige Zeit in Anspruch nehmen werde, doch sollten im bestehenden Rahmen bereits erste konkrete Schritte unternommen werden. Als

Beispiel wurde hier ein EDIS in Form einer Rückversicherung für die nationalen Einlagensicherungssysteme genannt.

**Wie in den Berichten der vier bzw. fünf Präsidenten ursprünglich vorgeschlagen, sollte die Bankenunion drei Säulen umfassen: a) eine gemeinsame Aufsicht im Rahmen des SSM, b) gemeinsame Abwicklungsregeln im Rahmen des SRM und c) eine gemeinsame Einlagensicherung im Rahmen des EDIS (noch ausstehend)** (siehe Tabelle 1).

Die Bankenunion beruht auf einem einheitlichen Regelwerk, dem wiederum wichtige Beiträge der verschiedenen europäischen Aufsichtsbehörden zugrunde liegen. Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority – EBA) ist dabei speziell für den Bankensektor verantwortlich. Aufgabe des einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) ist es, die Sicherheit und Solidität des europäischen Bankensystems zu gewährleisten, die Finanzintegration und -stabilität zu fördern und eine einheitliche Aufsicht sicherzustellen. Zu diesem Zweck erfolgt die laufende Aufsicht nach einem gemeinsamen Ansatz. Dabei werden vereinheitlichte Aufsichts- und Korrekturmaßnahmen ergriffen, und es wird eine konsequente Anwendung der Regelungen und Aufsichtsgrundsätze sichergestellt. Durch den einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM) und die Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD) wurde das Rahmenwerk des Euroraums für das Krisenmanagement gestärkt. Damit sollten die Kosten künftiger Bankausfälle für den Steuerzahler und die Realwirtschaft verringert und die Verflechtung zwischen Banken und Staaten, der sogenannte Staaten-Banken-Nexus, angegangen werden. Mit Blick auf die dritte Säule schlug die Europäische Kommission im November 2015 ein europäisches Einlagensicherungssystem vor. Der Vorschlag stellte auf einen schrittweisen Prozess ab. Den Startpunkt bildet eine Rückversicherung, d. h., der europäische Einlagensicherungsfonds würde nur dann – und auch nur innerhalb bestimmter Grenzen – einschreiten, wenn die nationalen Einlagensicherungssysteme ausgeschöpft wären. Am Ende sollte ein umfassendes europäisches Einlagensicherungssystem stehen, das unverzüglich einschreiten und den gesamten Finanzbedarf im Zusammenhang mit der Einlagensicherung vollständig decken würde. Allerdings konnte für dieses System bislang keine Einigung erzielt werden. Die diesbezüglichen Verhandlungen sind noch nicht abgeschlossen. Damit eine einheitliche Einlagensicherung im gesamten Eurogebiet unabhängig vom Standort der Banken gewährleistet werden kann, ist es von wesentlicher Bedeutung, dass die dritte Säule der Bankenunion umgesetzt wird. Dies ermöglicht es wiederum, das Vertrauen der Einleger aufrechtzuerhalten, Bankenanstürme zu vermeiden und die Stabilität des Finanzsystems zu wahren und ergänzt somit die Säule der Bankenaufsicht. Diese dritte Säule wird auch dazu beitragen, den Staaten-Banken-Nexus anzugehen, da durch das gemeinsame System die nationalen Regierungen nicht mehr zur Absicherung nationaler Einlagensicherungssysteme einspringen müssen. Sie stellt also eine Ergänzung zum einheitlichen Abwicklungsmechanismus dar. Alle drei Säulen der Bankenunion werden sich somit gegenseitig ergänzen und verstärken. Es ist daher entscheidend, dass die dritte Säule umgesetzt und damit die Architektur der Bankenunion

vervollständigt wird. Externe Beobachter wie der Internationale Währungsfonds haben ebenfalls gefordert, die Bankenunion zu vollenden.<sup>13</sup>

**Tabelle 1**

**Bestandsaufnahme mit Blick auf die Bankenunion**

Abgeschlossen	In Arbeit	Wünschenswert, aber noch nicht in Arbeit
<b>Säule 1: Einheitlicher Aufsichtsmechanismus (SSM)</b>		
Einrichtung des SSM	Maßnahmen zur vollständigen Behebung der regulatorischen Fragmentierung	
Eigenkapitalanforderungen (CRR/CRD)	Schritte für einen Interessenausgleich zwischen den Aufsehern grenzüberschreitender Bankengruppen im Herkunfts- und Aufnahmeland	
<b>Säule 2: Einheitlicher Abwicklungsmechanismus (SRM)</b>		
Einrichtung des SRM	Letztsicherung für den einheitlichen Abwicklungsfonds (SRF)	
Verabschiedung der BRRD	Anpassung des Rahmens für das Krisenmanagement  Liquidität im Abwicklungsfall  Rahmen für die Liquidation von Banken aller Größenklassen	
<b>Säule 3: Europäisches Einlagensicherungssystem (EDIS)</b>		
Harmonisierung der nationalen Einlagensicherungssysteme	Voll ausgebautes EDIS	
<b>Sonstige Bestandteile</b>		
	Regulatorische Behandlung von Forderungen an Staaten und gemeinsamen sicheren Vermögenswerten	

Quelle: EZB.

**Der SSM, der zügig errichtet wurde und gerade einmal zwei Jahre nach dem Bericht der vier Präsidenten seine Tätigkeit aufnahm, hat deutliche Fortschritte erzielt.** Die Fortschritte und Leistungen des SSM wurden von zahlreichen externen Beobachtern gewürdigt, unter anderem von der Europäischen Kommission in ihrem Bericht über den SSM vom Oktober 2017<sup>14</sup> sowie vom IWF in seiner Beurteilung der Stabilität des Finanzsystems im Euroraum im Jahr 2018<sup>15</sup>. Zu diesen Leistungen zählen die Harmonisierung der Aufsichtspraktiken sowie die erhebliche

<sup>13</sup> Siehe beispielsweise die [Beurteilung der Stabilität des Finanzsystems im Euroraum durch den IWF im Jahr 2018](#).

<sup>14</sup> Siehe den [Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über den einheitlichen Aufsichtsmechanismus gemäß der Verordnung \(EU\) Nr. 1024/2013](#): „Ausgehend von der Analyse von Unterlagen und von Befragungen maßgeblicher Interessenträger ist die Kommission insgesamt zu einer positiven Bewertung der Anwendung der SSM-Verordnung und der ersten Jahre der Ausübung der Aufsichtsfunktion der EZB gelangt. Die erste Säule der Bankenunion wurde inzwischen vollständig errichtet und erfüllt ihre Funktion insoweit, als sie mit eindeutigen Vorteilen hinsichtlich der Schaffung gleicher Voraussetzungen und der Vertrauensbildung durch die integrierte Beaufsichtigung von Kreditinstituten einhergeht.“

<sup>15</sup> Siehe die [Beurteilung der Stabilität des Finanzsystems im Euroraum durch den IWF im Jahr 2018](#): Die Bankenaufsicht im Euroraum hat sich nach der Errichtung des einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) deutlich verbessert. Eine eingehende Beurteilung auf der Grundlage der Basler Grundsätze kommt zu dem Ergebnis, dass der SSM die Kriterien der operativen Unabhängigkeit und Wirksamkeit erfüllt und zu einer Verstärkung der Aufsicht sowie zu einer Vereinheitlichung auf hohem Niveau beiträgt. Der SSM hat zudem komplexe Risikoanalysen eingeführt, deren Ergebnisse in die Festsetzung von Kapitalvorgaben für Einzelinstitute einfließen.

Verbesserung einer Reihe von Risikokennzahlen, darunter Kapitalpuffer, Liquiditätsreserven und notleidende Kredite.

**Auch die zweite Säule der Bankenunion wurde rasch umgesetzt und stellt einen Meilenstein in dem Bemühen dar, den Rahmen für die Abwicklung von Banken in Europa zu stärken.** Der einheitliche Abwicklungsmechanismus nahm 2016 seine Tätigkeit auf. Kernstück sind der einheitliche Abwicklungsausschuss (Single Resolution Board – SRB) und der einheitliche Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund – SRF), der Finanzierungsmittel für die Abwicklung bereitstellt. Der SRF wird aus Beiträgen von Kreditinstituten gespeist, die ihren Sitz in einem an der Bankenunion teilnehmenden Mitgliedstaat haben. Bis Ende 2023 wird eine Mittelausstattung von mindestens 1 % des Gesamtbetrags der gedeckten Einlagen aller in den teilnehmenden Mitgliedstaaten zugelassenen Kreditinstitute angestrebt. Unter der Aufsicht der Abwicklungsbehörden bauen Banken zurzeit gemäß den Mindestanforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (Minimum Requirements for Own Funds and Eligible Liabilities – MREL) ihre Verlustabsorptionsfähigkeit aus. MREL-fähige Verbindlichkeiten umfassen das regulatorische Eigenkapital, aber auch sonstige Verbindlichkeiten (wie etwa vorrangige unbesicherte Anleihen), die als verlustabsorptionsfähig erachtet werden und im Abwicklungsfall dazu beitragen, den Rekapitalisierungsbedarf zu decken. Auf dem Euro-Gipfel im Juni 2018 wurde vereinbart, dass der Europäische Stabilitätsmechanismus ab 2024 eine gemeinsame Letztsicherung für den SRF in Form einer revolving Kreditlinie bereitstellen soll. Diese Letztsicherung wird mit 1 % der gedeckten Einlagen dieselbe Schlagkraft wie der SRF haben. Dadurch verdoppeln sich die verfügbaren Mittel, die zur Unterstützung und Ermöglichung von Bankenabwicklungen eingesetzt werden können. Beim Euro-Gipfel im Dezember 2018 wurde zudem eine Einigung darüber erzielt, dass die Letztsicherung bereits vor 2024 eingeführt werden könnte, falls bis dahin die Risiken in den Bankbilanzen hinreichend abgebaut worden sind. Die Einführung dieser Letztsicherung steht noch aus, die entsprechenden Arbeiten laufen weiter.

**Trotz der bisher erzielten Fortschritte ist die Bankenunion noch immer unvollendet.** Die offenen Punkte betreffen unter anderem die regulatorische Fragmentierung, Lücken im Rahmenwerk für das Krisenmanagement (z. B. die ausstehende einheitliche Insolvenzregelung) sowie das Fehlen eines europäischen Einlagensicherungssystems und eines gemeinsamen Rahmens für die Bereitstellung von Liquidität im Abwicklungsfall. Einige dieser Bestandteile sind miteinander verknüpft. Im Juni 2019 erhielt die hochrangige Arbeitsgruppe „Europäisches Einlagensicherungssystem“, die sich aus Mitgliedern der Arbeitsgruppe „Euro-Gruppe“ zusammensetzt, den Auftrag, weitere technische Vorarbeiten durchzuführen und einen Übergangspfad zu definieren. Damit sollten die noch ungelösten Fragen geklärt und die Vollendung der Bankenunion vorangetrieben werden (siehe Tabelle 1 für einen Überblick über die verschiedenen Bestandteile). Auf der Tagung der Euro-Gruppe am 4. Dezember 2019 unterbreitete der Vorsitzende der hochrangigen Arbeitsgruppe mehrere Vorschläge:<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Nähere Informationen zu den genannten Vorschlägen finden sich im [Schreiben des Vorsitzenden der hochrangigen Arbeitsgruppe an die Euro-Gruppe](#).

- Es sollte ein europäisches Einlagensicherungssystem errichtet werden, das anfänglich nur den Liquiditätsbedarf, aber anschließend – abhängig von den Fortschritten beim Risikoabbau – auch Verluste deckt. In der Anfangsphase wäre ein hybrider Ansatz denkbar: Innerhalb bestimmter Grenzen könnte Liquidität bereitgestellt werden, wobei das Einlagensicherungssystem auf nationaler Ebene verankert bliebe und sukzessive ein zentraler Fonds errichtet würde. In einer späteren Phase könnte das EDIS auch zunehmend zur Verlustdeckung beitragen.
- Nach und nach sollte die regulatorische Behandlung von Forderungen an Staaten reformiert werden. In einem ersten Schritt könnten die aufsichtlichen Anforderungen (Säule 2) und die Transparenzanforderungen (Säule 3) weiter erhöht werden. Nach einer weitergehenden Analyse und einer Folgenabschätzung könnten bei der Festlegung der risikobasierten Beiträge zum EDIS auch Forderungen an Staaten berücksichtigt werden. Dabei bestünde auch die Möglichkeit, nach und nach Zuschläge für Konzentrationen solcher Forderungen zu erheben. Eine schrittweise Einführung solcher Maßnahmen würde den möglichen Auswirkungen auf die nationalen Anleihemärkte und die Finanzstabilität angemessen Rechnung tragen. Auch ein Portfolio aus sicheren europäischen Vermögenswerten sollte weiter untersucht werden, und zwar im Hinblick auf die Rolle, die sichere Vermögenswerte (safe assets) im Bankensektor spielen.
- Es wurden überdies Vorschläge zum Rahmenwerk für das Krisenmanagement und zur grenzüberschreitenden Integration unterbreitet. Dazu zählten unter anderem eine Harmonisierung bestimmter Elemente des Insolvenzrechts, eine Formalisierung interner Unterstützungsvereinbarungen von Bankengruppen in der EU (z. B. Einrichtung eines formellen Mechanismus für die Unterstützung von Tochtergesellschaften durch die jeweilige Muttergesellschaft), eine schrittweise Beendigung von nicht mehr gerechtfertigten nationalen Optionen und Ermessensspielräumen, eine Überprüfung der Governance des SRB sowie eine Erleichterung grenzüberschreitender Bankgeschäfte. Diese Maßnahmen sollten gewährleisten, dass unter Wahrung gleicher Rahmenbedingungen und Sicherstellung der Stabilität des Finanzsystems wirksam und ohne staatliche Hilfe auf Bankausfälle reagiert werden kann. Es wurde auch vorgeschlagen, die Finanzintegration dadurch voranzutreiben, dass aufsichtliche und sonstige Hindernisse für grenzüberschreitende Bankgeschäfte zwischen Mitgliedstaaten abgebaut werden.

**Auf der Tagung der Euro-Gruppe herrschte weitgehende Einigkeit darüber, dass der Bericht der hochrangigen Arbeitsgruppe wichtige Vorschläge für eine Stärkung der WWU enthält.** Die hochrangige Arbeitsgruppe und die Arbeitsgruppe „Euro-Gruppe“ wurden beauftragt, ihre Arbeit in Bezug auf alle Aspekte fortzusetzen. Auch die Institutionen und die entsprechenden Arbeitsgruppen des Rates werden ihre diesbezügliche Tätigkeit fortführen.

**Die relevanten EU-Foren beschäftigen sich ebenfalls weiter mit der Bereitstellung von Liquidität für Banken, die sich in einem**

**Abwicklungsverfahren befinden.** Bei der Abwicklung von insolventen Banken können überlebenschfähige Unternehmensteile abgewickelt und restrukturiert werden. Dabei kehren sie entweder als eigenständiges Institut oder als Teil einer größeren Bankengruppe an den Markt zurück. In der Übergangsphase kann es vorkommen, dass vorübergehend kein Zugang zu der am Markt verfügbaren Liquidität besteht, die zur erfolgreichen Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit jedoch benötigt wird. Aus diesem Grund haben andere Länder wie etwa das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten öffentliche Systeme eingerichtet, die Banken im Abwicklungsfall Liquidität bereitstellen. Zwar sind diese Systeme im Detail unterschiedlich ausgestaltet, doch generell basieren sie auf Zentralbankliquidität, die mit staatlichen Garantien abgesichert ist. Solche Mechanismen gibt es auf Euroraumebene nicht, sodass de facto auf nationale Lösungen ausgewichen werden muss.

**Nationale Lösungen spiegeln jedoch die Realität nicht wider, wonach große Banken im Euroraum mittlerweile auf europäischer Ebene beaufsichtigt werden; somit fallen Haftung und Kontrolle auseinander.**

Außerdem könnten nationale Lösungen die Verflechtungen zwischen Banken und Staaten noch verstärken, da die Regierungen unter Umständen den Liquiditätsbedarf der Banken mit entsprechenden staatlichen Garantien absichern müssten. Es wird an einer geeigneten Lösung für dieses Problem im Rahmen der Bankenunion gearbeitet. Mehrere Optionen liegen bereits auf dem Tisch. Gelegentlich haben Banken, die sich in einem Abwicklungsverfahren befinden, erheblichen Liquiditätsbedarf. Daher ist eine ausreichende „Feuerkraft“ entscheidend. Bei Bedarf sollten hierzu mehr Mittel zur Liquiditätsbereitstellung abrufbar sein, als beim SRF und dessen Letztsicherung zur Verfügung stehen. Nur so kann die Abwicklung erleichtert und das Vertrauen aufrechterhalten werden. Bei der Prüfung potenzieller Lösungen unter Einbindung des Eurosystems ist jedoch zu beachten, dass das Eurosystem Liquidität nur gegen geeignete Sicherheiten bereitstellen kann.

**Der Rat und das Europäische Parlament dürften auch weiterhin an Gesetzesinitiativen im Bereich der Bankenunion und der Bankenregulierung im weiteren Sinne arbeiten.**

Dazu zählen Vorschläge, die bereits in der vorangegangenen Legislaturperiode vorgelegt, jedoch noch nicht verabschiedet wurden (wie etwa eine Reihe von Verordnungen bzw. Richtlinien zu Sicherheiten und zur Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien), neue Gesetzgebungsinitiativen sowie die Überprüfung bestehender Regelungen (u. a. die Umsetzung von Basel III und Aspekte des einheitlichen Regelwerks im Zusammenhang mit Eigenkapitalanforderungen und der Abwicklung).<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Der jeweils aktuelle Stand der Gesetzesinitiativen findet sich unter [www.europarl.europa.eu/legislative-train](http://www.europarl.europa.eu/legislative-train)

## 2.2 Kapitalmarktunion

**Die fünf Präsidenten forderten in ihrem Bericht ferner, die Kapitalmarktunion weiterzuentwickeln.** Dahinter steckt die Annahme, dass gut funktionierende Kapitalmärkte über eine tiefere Integration der Anleihe- und Aktienmärkte die grenzüberschreitende Risikoteilung verstärken können. Durch eine vermehrte private Risikoteilung und eine stärkere Integration der Märkte lassen sich auch systemische Schocks im Finanzsektor abfedern. Außerdem erhalten Unternehmen, auch kleine und mittlere Unternehmen (KMUs), Zugang zu einer breiteren Palette an Finanzierungsquellen, die über reine Bankkredite hinausgeht.

**Mit dem Projekt der Kapitalmarktunion werden gemäß dem entsprechenden Aktionsplan der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2015<sup>18</sup> vielfältige Ziele verfolgt, wobei die Schaffung „stärkerer Kapitalmärkte“ in der EU oberste Priorität genießt.** Das Projekt geht im Wesentlichen auf die Beobachtung zurück, dass das Euro-Währungsgebiet über weniger gut entwickelte und weniger stark integrierte Kapitalmärkte als andere Währungsräume verfügt. Dadurch entgeht ihm ein erheblicher wirtschaftlicher Nutzen. Eine voll ausgebaute Kapitalmarktunion, die zusammen mit der Bankenunion das Fundament für eine Finanzunion legen könnte, würde „helfen, Kapital in Europa zu mobilisieren und allen Unternehmen [...] zuzuführen“, und durch „mehr grenzübergreifende Risikoteilung, [...] liquidere Märkte und diversifizierte Finanzierungsquellen [...] die Finanzintegration vertiefen“.<sup>19</sup> In einer Stellungnahme des Eurosystems zum Grünbuch der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2015<sup>20</sup> wurde festgehalten, dass eine Kapitalmarktunion das Potenzial habe, die Bankenunion zu ergänzen, die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu stärken und den Binnenmarkt zu vertiefen. Ähnlich argumentieren externe Beobachter wie der IWF.<sup>21</sup>

**Die meisten Vorschläge, die im Aktionsplan von 2015 aufgeführt sind, wurden in der letzten Legislaturperiode umgesetzt; es ist jedoch noch viel zu tun.** So wurden bei zentralen Themen wie der Besteuerung und der Harmonisierung der Insolvenzregelungen bislang nur geringe Fortschritte erzielt. Konkret sind beispielsweise die Reformen noch nicht abgeschlossen, die darauf abzielen, die Unterschiede in der steuerlichen Behandlung von Finanzinstrumenten und die daraus resultierende Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapital zu beseitigen. Auch die Quellenbesteuerung von Kapitalerträgen wird im Euroraum nach wie vor unterschiedlich gehandhabt. Mit Blick auf die Insolvenzregeln gibt es bei der Frage nach der Sicherheitenverwertung und der Forderungsabtretung noch immer keine Annäherung. In anderen Bereichen mussten bei den ursprünglich ambitionierten Zielen deutliche Abstriche gemacht werden. Dies gilt z. B. für die Überprüfung der Vorschriften für die europäischen Aufsichtsbehörden (insbesondere in Bezug auf die Zuständigkeiten der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), die Beaufsichtigung zentraler Gegenparteien gemäß

<sup>18</sup> Siehe <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>

<sup>19</sup> Ebd.

<sup>20</sup> Siehe EZB, *Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper*, April 2015.

<sup>21</sup> Siehe Bhatia et al., *A Capital Market Union for Europe*, Staff Discussion Notes des IWF, Nr. 19/07, 2019.

europäischer Marktinfrastrukturverordnung (EMIR 2.2) und die Schaffung eines europaweiten Altersvorsorgeprodukts. Vielleicht benötigen die Maßnahmen in einigen Bereichen einfach nur mehr Zeit, um ihre Wirkung voll zu entfalten. Dennoch scheint es unwahrscheinlich, dass der ursprüngliche Aktionsplan von 2015 alleine ausreicht, um das Ziel wirklich integrierter Kapitalmärkte zu erreichen. Im Speziellen sind weitere Maßnahmen im Hinblick auf die Angleichung der jeweiligen Rahmenbedingungen, die Harmonisierung von Kapitalmarktprodukten und -prozessen sowie die aufsichtliche Konvergenz erforderlich (siehe Tabelle 2).

**Tabelle 2**

**Bestandsaufnahme mit Blick auf die Kapitalmarktunion**

Abgeschlossen	Bereiche mit weiterem Handlungsbedarf
<b>Angleichung der Rahmenbedingungen</b>	
Insolvenzrahmen: Richtlinie über Restrukturierung und zweite Chance	Harmonisierung der Insolvenzrahmen Maßnahmen zur Vereinheitlichung/Klärung bestimmter Steueraspekte
<b>Harmonisierung und Entwicklung von Produkten und Prozessen</b>	
Europaweites Altersvorsorgeprodukt Einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen	Entwicklung nachhaltiger Finanzprodukte als zentraler Bestandteil der EU-Kapitalmärkte Grenzüberschreitende Übertragbarkeit von Renten- und Pensionsansprüchen und Vereinheitlichung ihrer steuerlichen Behandlung Entwicklung eines EU-weiten Ansatzes für den Umgang mit FinTechs und Digitalisierung
<b>Aufsichtliche Konvergenz</b>	
Überprüfung der Vorschriften für Aufsichtsbehörden	Schritte zur Errichtung einer gemeinsamen Kapitalmarktaufsicht

Quelle: EZB.

**Nach dem Brexit wird es noch wichtiger werden, die Kapitalmärkte in der EU zu stärken.** Regulatorische Faktoren – insbesondere der Verlust der mit dem Europäischen Pass verbundenen Rechte für bestimmte Geschäftstätigkeiten im Vereinigten Königreich – wirken sich bereits auf die Geografie der Finanzzentren in der EU aus. Die vorläufige Evidenz deutet darauf hin, dass infolge der erfolgten oder geplanten Verlagerung bestimmter Tätigkeiten einige wenige neue Finanzdrehkreuze entstehen. Hält diese Entwicklung weiter an und erwächst daraus im Euroraum eine deutliche Multizentrierung des Finanzsystems, könnte dies einige Herausforderungen mit sich bringen. Gelingt es nicht, die Kapitalmarktunion weiter voranzutreiben, könnte insbesondere eine stärker fragmentierte Finanzstruktur letztlich zu einer Gefahr für die private Risikoteilung werden.

**In Bezug auf Dienstleistungen, die auch künftig von London aus auf der Basis von Zugangsregelungen für Drittländer erbracht werden können, ist ein einheitliches regulatorisches und aufsichtliches Vorgehen erforderlich.** Ein fragmentiertes Regelwerk für den Marktzugang aus Drittländern, das auf einer Vielzahl bestehender nationaler Vorschriften beruht, könnte einen Nährboden für Aufsichtsarbitrage bieten. Dabei könnten Unternehmen versuchen, die Aufsicht des Aufnahmelandes sowie die regulatorischen Anforderungen der EU zu umgehen. Hier ist eine angemessene Überwachung gefragt. Die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden der EU müssen geeignete Instrumente an die Hand bekommen,

zumal die bestehenden Drittländerregelungen nicht dafür konzipiert sind, einen substanziellen grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr zu steuern.

**Maßnahmen zur Weiterentwicklung der Kapitalmärkte würden in Bereichen, die stärker von London abhängig sind, zu einem Ausbau binnenwirtschaftlicher Kapazitäten in der EU beitragen.** Falls sich die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen aus dem Finanzplatz London wesentlich verringert, erhöht sich die Notwendigkeit, die binnenwirtschaftlichen Kapazitäten auszubauen. Im Rahmen des Projekts der Kapitalmarktunion wurden Initiativen ins Leben gerufen, um die Entwicklung bestimmter Marktsegmente wie etwa Verbriefungen und Crowdfunding zu fördern. Auch der Anteil von Eigenkapitalfinanzierungen bei Investitionen und privater Risikoteilung soll erhöht werden. Daher wird es nach dem Brexit umso wichtiger sein, Maßnahmen zu ergreifen, um die Entwicklung echter Kapitalmärkte voranzutreiben.

**Die Kommission hat mit weiteren Arbeiten zur Kapitalmarktunion begonnen und möchte die entsprechenden Legislativvorschläge 2020 vorlegen.** Das von der Kommission eingerichtete hochrangige Forum zur Kapitalmarktunion wurde damit beauftragt, bis Ende Mai 2020 Vorschläge für den nächsten Aktionsplan zur Kapitalmarktunion zu erarbeiten. Das Forum beschäftigt sich dabei mit drei Fragen: a) Wie lässt sich ein Ökosystem schaffen, das eine vermehrte Kapitalbeschaffung über Ländergrenzen hinweg ermöglicht, wobei ein besonderer Fokus auf innovativen KMUs liegen soll? b) Wie lässt sich eine gesamteuropäische Kapitalmarktarchitektur errichten, wobei es vor allem um die Frage geht, wie neue Finanztechnologien diesen Prozess unterstützen können?<sup>22</sup> c) Wie können Anlagemöglichkeiten und der Zugang zu kapitalmarktbezogenen Dienstleistungen zu einer stärkeren Beteiligung von Kleinanlegern beitragen?

**Auch der Rat beschäftigt sich mit diesen Themen.** Im Oktober 2019 veröffentlichte eine hochrangige Arbeitsgruppe Vorschläge zur Neubelebung der Kapitalmarktunion. Diese Arbeitsgruppe wurde von einer Reihe von Mitgliedstaaten eingerichtet. Die Vorschläge umfassten Empfehlungen zur Schaffung langfristiger Anlagemöglichkeiten, zur Weiterentwicklung der Aktienmärkte, zur Stärkung grenzüberschreitender Finanzströme und zur Entwicklung von Finanzierungsinstrumenten auf der Basis von Fremdkapital, Krediten und Fremdwährungen. Die Schlussfolgerungen der ECOFIN-Sitzung vom Dezember 2019 enthalten auch die Forderung, einen Fahrplan zur Vertiefung der Kapitalmarktunion auf der Grundlage von sechs Zielen zu erstellen: a) verbesserter Zugang zu Finanzmitteln für Unternehmen in der EU, insbesondere für KMUs, b) Beseitigung struktureller und rechtlicher Hindernisse für verstärkte grenzüberschreitende Kapitalströme, c) Schaffung von Investitionsanreizen und Beseitigung von Investitionshindernissen für gut informierte Kleinanleger, d) Förderung des Übergangs zu nachhaltigen Volkswirtschaften, e) Aufgeschlossenheit gegenüber dem technologischen Fortschritt und der Digitalisierung sowie f) Stärkung der globalen Wettbewerbsfähigkeit der

---

<sup>22</sup> Die EZB nimmt an dieser Arbeitsgruppe als Beobachterin teil.

EU-Kapitalmärkte.<sup>23</sup> In den Schlussfolgerungen wird die Kommission ersucht, detaillierte Maßnahmen und Aktionen zu prüfen, die zur Erreichung der genannten Ziele beitragen könnten.

**Über die Wichtigkeit der Kapitalmarktunion besteht zwar weitgehend Einigkeit, doch die Herausforderung liegt nun darin, auf diese Zielsetzung im laufenden Gesetzgebungszyklus konkrete und ambitionierte Maßnahmen folgen zu lassen.** Viele der im Aktionsplan von 2015 enthaltenen Vorschläge wurden bereits umgesetzt. Einige fielen letztlich jedoch weniger ambitioniert aus als ursprünglich beabsichtigt.

### 2.3 Fiskalische Instrumente für das Euro-Währungsgebiet

**Mit Blick auf eine Fiskalunion wurde im Bericht der fünf Präsidenten dazu aufgerufen, für ernste Krisensituationen eine Funktion zur fiskalischen Stabilisierung des gesamten Eurogebiets zu schaffen.** Würde eine solche Situation eintreten, würden die nationalen fiskalischen Puffer unter Umständen nicht ausreichen, um eine für den gesamten Euroraum optimale wirtschaftliche Stabilisierung herbeizuführen. Reife Währungsräume verfügen in der Regel über eine gemeinsame makroökonomische Stabilisierungsfunktion, um die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber Schocks zu verbessern, die sich allein auf nationaler Ebene nicht bewältigen lassen.

**Derzeit werden Gespräche über die Schaffung und Ausweitung europäischer Fiskalinstrumente geführt, mit denen drei Ziele erreicht werden sollen: a) Stabilisierung des Konjunkturzyklus, b) Förderung der Konvergenz durch Unterstützung von Strukturreformen und c) Erhöhung der öffentlichen Investitionen.** Darüber hinaus haben Verhandlungen über die Reform der Krisenmechanismen des Euroraums (vor allem des ESM) und den nächsten mehrjährigen EU-Finanzrahmen 2021-2027 stattgefunden. Auf diese beiden Themen wird im vorliegenden Aufsatz jedoch nicht ausführlich eingegangen. Einen Überblick über die diesbezüglich abgeschlossenen und noch laufenden Arbeiten bietet Tabelle 3.

---

<sup>23</sup> Siehe [www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2019/12/05/capital-markets-union-council-sets-objectives-for-the-deepening-of-the-project/](http://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2019/12/05/capital-markets-union-council-sets-objectives-for-the-deepening-of-the-project/)

**Tabelle 3**

Fiskal- und Wirtschaftsunion: Bestandsaufnahme der Fiskalinstrumente in der EU und im Euroraum

Eingeführt	In Arbeit	Wünschenswert, aber noch nicht in Arbeit
<b>Stabilisierungsinstrumente</b>		
		Eine echte anreizkompatible makroökonomische Stabilisierungsfunktion für den Euroraum (mit Emission gemeinsamer Schuldtitel)
<b>Instrumente für Konvergenz, Wettbewerbsfähigkeit und Investitionen</b>		
InvestEU	Mehrjähriger Finanzrahmen 2021-2027 Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit	

Quelle: EZB.

**In ihrer Stellungnahme zur Schaffung einer Europäischen Investitionsstabilisierungsfunktion (EISF) begrüßte die EZB die Tatsache, dass die Einrichtung einer gemeinsamen makroökonomischen Stabilisierungsfunktion für das Euro-Währungsgebiet erörtert wird.**<sup>24</sup> Die EZB wies darauf hin, dass eine solche Funktion in anderen Währungsräumen existiere, um besser auf wirtschaftliche Schocks reagieren zu können, die sich auf nationaler Ebene nicht bewältigen ließen. Eine gemeinsame Stabilisierungsfunktion würde – sofern sie angemessen ausgestaltet ist – die wirtschaftliche Widerstandskraft der einzelnen teilnehmenden Mitgliedstaaten und des Euroraums insgesamt stärken und dadurch auch die einheitliche Geldpolitik unterstützen, und zwar insbesondere dann, wenn es zu tiefen Rezessionen im gesamten Euro-Währungsgebiet käme.

**Bislang wurden bei der Schaffung einer echten Stabilisierungsfunktion keine nennenswerten Fortschritte erzielt.** Neben der von der Europäischen Kommission 2018 vorgeschlagenen Verordnung zur Einrichtung einer Europäischen Investitionsstabilisierungsfunktion<sup>25</sup> unterbreiteten internationale Institutionen, Wissenschaftler und eine Reihe von Mitgliedstaaten weitere wichtige Vorschläge, die von Rainy-Day-Funds (Aufbau von Finanzreserven für schlechte Zeiten) über Investitionsschutzsysteme bis hin zu Arbeitslosen(rück)versicherungssystemen reichten.<sup>26</sup> Diese Vorschläge wurden in EU-Foren diskutiert, die auf fachlicher Ebene auch weiterhin daran arbeiten. Unterdessen kündigte Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen an, dass sie plane, eine europäische Arbeitslosenrückversicherung vorzuschlagen. Bislang liegen jedoch noch keine

<sup>24</sup> Siehe die allgemeinen Anmerkungen in der [EZB-Stellungnahme CON/2018/51](#).

<sup>25</sup> Die Kommission legte auch Vorschläge im Hinblick auf Konvergenz und öffentliche Investitionen vor, und zwar in Form eines Plans für ein Reformhilfeprogramm und der Idee, den Europäischen Fonds für strategische Investitionen (Juncker-Plan) in den neuen InvestEU-Fonds umzuwandeln (siehe [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP\\_18\\_3972](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP_18_3972)).

<sup>26</sup> Siehe beispielsweise den [Vorschlag des IWF zu einer zentralen Fiskalkapazität für den Euroraum](#) sowie den von 14 französischen und deutschen Ökonomen stammenden [Vorschlag, wie Risikoteilung und Marktdisziplin in Einklang gebracht werden können](#).

konkreten Informationen über die mögliche Ausgestaltung einer solchen Rückversicherung vor.<sup>27</sup>

**Als Kompromiss wurde vereinbart, statt einer Stabilisierungsfunktion ein Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit (BICC) einzuführen, um Mitgliedstaaten mit EU-Mitteln für Strukturreformen und Investitionen auszustatten.** In der Vereinbarung vom 10. Oktober 2019 legte die Euro-Gruppe die Eckpunkte des BICC fest, darunter die wichtigsten Governance-Grundsätze und Finanzierungsmodalitäten sowie zentrale Parameter für die Mittelverteilung.<sup>28</sup> Die Mittel werden jedem Mitgliedstaat gemäß der jeweiligen Bevölkerungszahl und dem Kehrwert des Pro-Kopf-Bruttonationaleinkommens (BNE) zugewiesen, wobei eine „Juste-Retour“-Untergrenze von 70 % gilt. Das bedeutet, dass die Mitgliedstaaten immer mindestens 70 % ihres Beitrags zurückerhalten. Für die nationalen Kofinanzierungssätze sieht die Vereinbarung einen Wert von 25 % vor, wobei dieser Satz im Falle schwieriger wirtschaftlicher Bedingungen (ausnahmsweise) halbiert werden kann.<sup>29</sup> Die noch offenen Fragen betreffen im Wesentlichen Umfang und Finanzierung des BICC. Die Euro-Gruppe und die Kommission hatten die Höhe der aus dem EU-Haushalt bereitzustellenden Mittel auf 17 Mrd € beziffert. Im Dezember schlug die finnische EU-Ratspräsidentschaft im Zuge der Verhandlungen über den mehrjährigen Finanzrahmen jedoch einen deutlich niedrigeren Betrag von 12,9 Mrd € vor. Mit Blick auf die Finanzierung wurde die Arbeitsgruppe „Euro-Gruppe“ beauftragt, 2020 weitere Beratungen über ein zwischenstaatliches Übereinkommen durchzuführen, um das BICC mit zusätzlichen Ressourcen auszustatten. Die Ergebnisse wurden in einem Sonderbericht festgehalten, der nähere Informationen über die Gründe für den Abschluss des Übereinkommens sowie dessen Inhalt, Modalitäten und Umfang enthält.<sup>30</sup> Die endgültige Entscheidung – einschließlich einer Entscheidung über das zwischenstaatliche Übereinkommen – wird von den europäischen Führungsspitzen im Rahmen der Verhandlungen über den mehrjährigen Finanzrahmen getroffen. Da das BICC den derzeitigen Erwartungen zufolge mit eher begrenzten Mitteln ausgestattet sein wird, dürfte es keine wesentlichen Auswirkungen auf die Konvergenz, Wettbewerbsfähigkeit oder Stabilisierung des Euroraums haben. Zur Erhöhung seiner Wirksamkeit ist es daher von zentraler Bedeutung, das Instrument über ein zwischenstaatliches Übereinkommen mit weiteren Mitteln aufzustocken.

---

<sup>27</sup> Siehe [Eine Union, die mehr erreichen will. Meine Agenda für Europa – Politische Leitlinien für die künftige Europäische Kommission 2019-24](#). Eine fachliche Beurteilung der verschiedenen Möglichkeiten zur Ausgestaltung einer europäischen Arbeitslosenversicherung findet sich in: G. Koester und D. Sondermann, [A euro area macroeconomic stabilisation function: assessing options in view of their redistribution and stabilisation properties](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 216, 2018.

<sup>28</sup> Siehe das [Eckpunktedokument der Euro-Gruppe zum Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit](#).

<sup>29</sup> Ein nationaler Kofinanzierungssatz von 25 % bedeutet, dass ein Viertel der Kosten eines bestimmten Projekts von dem empfangenden Mitgliedstaat übernommen wird, während die restlichen 75 % aus dem EU-Haushalt finanziert werden. Der zur Inanspruchnahme von EU-Mitteln erforderliche Kofinanzierungssatz kann im Falle schwieriger wirtschaftlicher Bedingungen im Sinne des Stabilitäts- und Wachstumspakts vorübergehend halbiert werden. Eine solche zyklische Ausnahme kann bei einer negativen jährlichen Wachstumsrate des BIP-Volumens oder einem Produktionsrückstand eines Landes vorgenommen werden (siehe Artikel 2 der [Verordnung \(EG\) Nr. 1467/97 des Rates](#)).

<sup>30</sup> Siehe den [Bericht der Euro-Gruppe über ein mögliches zwischenstaatliches Übereinkommen für das Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit](#).

**Parallel dazu wurden in den vergangenen Jahren auf EU-28-Ebene (d. h. nicht auf Ebene des Euroraums) eine Reihe von Haushaltsinstrumenten zur Förderung von Investitionen eingeführt und weiterentwickelt.** 2014 startete die Europäische Kommission ihre Investitionsoffensive für Europa (Juncker-Plan) in Form eines gemeinsamen fiskalischen Instruments auf EU-Ebene. Damit sollte der Abwärtstrend bei den Investitionen umgekehrt und die wirtschaftliche Erholung unterstützt werden. Bis Oktober 2019 gingen 439,4 Mrd € an zusätzlichen Investitionen in der EU auf dieses Programm zurück. Aufgrund der durch den Juncker-Plan geförderten Investitionen stieg das EU-Bruttoinlandsprodukt der Kommission zufolge bis 2019 um 0,9 % und wird sich bis 2022 weiter um insgesamt 1,8 % erhöhen. Ein anderes Haushaltsinstrument auf EU-Ebene steht über die Europäische Investitionsbank (European Investment Bank – EIB) zur Verfügung. 2012 wurde deren Kapital weiter aufgestockt (wodurch sich das gezeichnete Kapital auf 232,4 Mrd € belief), um das Wirtschaftswachstum in Europa anzukurbeln. Diese Kapitalerhöhung hat es der EIB ermöglicht, über einen Zeitraum von drei Jahren zusätzliche Finanzierungen von rund 60 Mrd € bereitzustellen und die gesamtwirtschaftliche Wirkung ihrer Tätigkeit damit weiter zu stärken.

**Für die Zukunft wurden verschiedene Vorschläge erarbeitet, mit denen die EU Investitionen stärker fördern möchte, die sich positiv auf die Wirtschaft des Eurogebiets auswirken könnten, auch wenn dadurch keine antizyklischen Effekte erzielt werden sollen und der Umfang begrenzt ist.** Im

Kommissionsvorschlag für den mehrjährigen Finanzrahmen 2021-2027 stellt die Investitionsförderung den Posten im EU-Haushalt dar, der im Verhältnis zu den anderen Bereichen am stärksten aufgestockt werden soll. Das für den nächsten Finanzrahmen geplante InvestEU-Programm soll den Europäischen Fonds für strategische Investitionen und 13 weitere EU-Finanzinstrumente zusammenführen, sodass mindestens 650 Mrd € an zusätzlichen Investitionen mobilisiert würden.<sup>31</sup> Darüber hinaus soll der von der neuen Kommission angekündigte Investitionsplan für ein nachhaltiges Europa von 2020 bis 2030 klimabezogene Investitionen in Höhe von 1 Billion € nach sich ziehen. Einen entsprechenden Vorschlag hat die Kommission am 8. Januar 2020 unterbreitet.

**Die Einführung einer zentralen Fiskalkapazität könnte mit der Emission einer Form sicherer Anleihen auf Euroraumebene einhergehen.** In diesem Zusammenhang richtete der Verwaltungsrat des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB) eine hochrangige Arbeitsgruppe zu sicheren Vermögenswerten ein, die die praktischen Aspekte von Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS) untersuchte.<sup>32</sup> Derzeit werden in den EU-Foren auf politischer Ebene jedoch keine konkreten Vorschläge zu sicheren Vermögenswerten auf Euroraumebene erörtert.

---

<sup>31</sup> Siehe [Pressemitteilung der Europäischen Kommission vom 6. Juni 2018](#).

<sup>32</sup> Die wichtigsten Ergebnisse sind dem [ersten Band](#) des Berichts der hochrangigen Arbeitsgruppe zu sicheren Vermögenswerten zu entnehmen.

**Die Debatte über eine Neuausrichtung der EU-Politik – einschließlich des EU-Haushalts – hin zu öffentlichen Gütern wie Umweltschutz, Digitalisierung und Sicherheit gewinnt an Fahrt.**

Die Kommission hat den Kampf gegen den Klimawandel zur absoluten Priorität in den kommenden fünf Jahren erklärt. Vor Kurzem haben die französische und die deutsche Regierung eine Studie in Auftrag gegeben, die sich mit dem Potenzial europäischer öffentlicher Güter befassen und dabei eine Vielzahl an Politikbereichen vor dem Hintergrund der sich aus Sicht der EU wandelnden geopolitischen Bedingungen beleuchten soll.<sup>33</sup> Auch wenn diese Diskussionen keinen Einfluss auf die EU-Politik insgesamt haben sollten, könnten sie doch zu einer verstärkten Koordination der nationalen Politik einzelner Länder führen.

## 2.4 Steuerung der nationalen Fiskal- und Wirtschaftspolitik

**Im Hinblick auf die Fiskal- und Wirtschaftsunion wurde im Bericht der fünf Präsidenten eine engere Koordinierung der nationalen Politik auf der Grundlage des Stabilitäts- und Wachstumspakts und des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten gefordert.**

Bezüglich der Fiskalpolitik betonte der Bericht die Notwendigkeit einer verantwortungsvollen Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten. Eine Überprüfung des Sechserpakets („six-pack“) und des Zweierpakets („two-pack“) wurde als Möglichkeit erachtet, für mehr Klarheit, Transparenz und Legitimität sowie für eine bessere Einhaltung der Vorschriften zu sorgen und dabei gleichzeitig den stabilitätsorientierten Charakter der Haushaltsvorschriften zu wahren. Ein entsprechendes Konsultationsverfahren wurde von der Kommission am 5. Februar 2020 eingeleitet.<sup>34</sup> Eine bessere Einhaltung der Haushaltsvorschriften sollte durch die Einrichtung des Europäischen Fiskalausschusses erreicht werden, der die Arbeit der nationalen Räte für Fiskalpolitik koordinieren und ergänzen und eine unabhängige Bewertung der Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts durch die Mitgliedstaaten vorlegen soll. Was die Wirtschaftspolitik anbelangt, so wurde im Bericht der fünf Präsidenten die Notwendigkeit einer weiteren wirtschaftlichen Konvergenz unterstrichen. Diese sei erforderlich, um die wirtschaftlichen Strukturen im gesamten Euro-Währungsgebiet gleichermaßen widerstandsfähig zu gestalten. Es sollte ein Netzwerk von Einrichtungen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit („nationale Ausschüsse für Produktivität“) im Euroraum aufgebaut werden. Dadurch könnten die Entwicklungen im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit analysiert, wirtschaftliche Divergenzen verhindert und die nationale Eigenverantwortung für die notwendigen Reformen gestärkt werden. Zudem wurde im Fünf-Präsidenten-Bericht eine stärkere Überwachung im Rahmen des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten gefordert, um Strukturreformen zu fördern und Ungleichgewichte im Eurogebiet insgesamt besser erfassen zu können. Beim Europäischen Semester

<sup>33</sup> Siehe die [Bruegel-Studie](#) von Jean Pisani-Ferry und Clemens Fuest, die im Auftrag der Finanzminister Frankreichs und Deutschlands erstellt wurde.

<sup>34</sup> Siehe [Mitteilung der Kommission über die Überprüfung der wirtschaftspolitischen Steuerung](#), veröffentlicht am 5. Februar 2020.

sollte der Schwerpunkt unterdessen auf der Koordinierung der Wirtschaftspolitik liegen.

**Ein wirksames System für die Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitik ist eine grundlegende Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren der WWU.** Es ist unabdingbar, um die einheitliche Geldpolitik zu unterstützen und die wirtschaftliche Konvergenz sowohl auf nationaler Ebene als auch länderübergreifend zu stärken.

**Gestützt auf die Erfahrungen aus der Zeit vor und während der Finanzkrise wurde der fiskal- und wirtschaftspolitische Steuerungsrahmen in der WWU im Verlauf der letzten Jahre reformiert.** Mit Einführung des Sechserpakets im Jahr 2011 und des Zweierpakets im Jahr 2013 sollte der Schwerpunkt stärker auf die Kontrolle von Verschuldung<sup>35</sup> und Ausgaben, die bessere Durchsetzung von Vorschriften, die Verbesserung der Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte sowie die Schaffung unabhängiger Fiskalinstitutionen auf nationaler Ebene gelegt werden. Seitdem wurden die Fiskalregeln der EU kontinuierlich verfeinert und neu ausgelegt, was ihre Komplexität erhöhte und zu größeren Ermessensspielräumen führte. Ferner wurden der Europäische Fiskalausschuss sowie nationale Ausschüsse für Produktivität ins Leben gerufen. Im Bericht der fünf Präsidenten, in dem die Einrichtung des Europäischen Fiskalausschusses angeregt worden war, wurde dieser als beratendes Gremium angedacht, das die Arbeit der nationalen Räte für Fiskalpolitik koordinieren und ergänzen und eine öffentliche und unabhängige Bewertung der Umsetzung des fiskalpolitischen Steuerungsrahmens der EU vorlegen sollte.<sup>36</sup> Auch zur Schaffung eines Netzwerks von Einrichtungen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum wurde im Bericht aufgerufen, um wirtschaftliche Divergenzen zu verhindern und die nationale Eigenverantwortung für die notwendigen Reformen zu stärken. Daraufhin empfahl der Rat die Einrichtung nationaler Ausschüsse für Produktivität.<sup>37</sup> Tabelle 4 enthält einen Überblick über die Entwicklungen in diesem Bereich.

---

<sup>35</sup> Siehe EZB, [Strategien zur Senkung der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2016, Mai 2016.

<sup>36</sup> Siehe EZB, [Zur Schaffung eines Europäischen Fiskalausschusses](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 7/2015, November 2015.

<sup>37</sup> Siehe die [Empfehlung des Rates vom 20. September 2016](#).

**Tabelle 4**

**Fiskal- und Wirtschaftsunion: Bestandsaufnahme der Steuerung der jeweiligen nationalen Politik**

Eingeführt	In Arbeit	Wünschenswert, aber noch nicht in Arbeit
<b>Fiskalregeln</b>		
Sechserpaket und Zweierpaket zur Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts	Überprüfung von Sechserpaket und Zweierpaket: einfachere und wirksamere Regeln zur Gewährleistung von Antizyklizität und Nachhaltigkeit	
Europäischer Fiskalausschuss und nationale Fiskalausschüsse		
<b>Strukturreformen und Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten</b>		
Europäisches Semester mit stärkerem Fokus auf Prioritäten des Euroraums	Unterstützung von Reformen durch das Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit	Vollständige Ausschöpfung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten, einschließlich der korrektiven Komponente
Dienst zur Unterstützung von Strukturreformen	Reform des Sechserpakets: Verbesserung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten	Neue Instrumente zur Stärkung von Reformen
Nationale Ausschüsse für Produktivität		Vollendung des Binnenmarkts

Quelle: EZB.

**Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts führte jedoch zu gemischten Ergebnissen.** Die Defizit- und die Schuldenquote des Euro-Währungsgebiets sind insgesamt betrachtet niedriger als in anderen führenden Industrieländern. Aktuell gibt es keine laufenden Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. Zudem haben viele Euro-Länder ihre mittelfristigen Haushaltsziele inzwischen erreicht.<sup>38</sup> Zugleich haben einige Länder bei der Verringerung ihrer Verschuldung und ihres Defizits nur unzureichende Fortschritte erzielt.<sup>39</sup> Gegenwärtig stehen fiskalische Puffer lediglich in begrenztem Umfang zur Verfügung, um das Wachstum zu stützen, falls Abwärtsrisiken für die aktuellen Wirtschaftsaussichten – insbesondere in hoch verschuldeten Staaten – zum Tragen kommen. Neben der Kritik an der geringen disziplinierenden Wirkung weisen der Europäische Fiskalausschuss und andere Stellen darauf hin, dass die Regeln zu komplex geworden seien und sich zu stark an nicht beobachtbaren Variablen wie z. B. Produktionslücken orientierten. Ferner sieht der Stabilitäts- und Wachstumspakt keine Regeln oder Instrumente vor, mit denen der fiskalische Kurs im gesamten Eurogebiet aktiv gesteuert werden kann. Auch wurden nur geringe Anstrengungen unternommen, um die Qualität der Staatsfinanzen unabhängig vom fiskalischen Kurs zu verbessern.<sup>40</sup>

<sup>38</sup> Siehe EZB, [Fiskalregeln im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus anderen Währungsräumen](#), Wirtschaftsbericht 3/2019, April 2019.

<sup>39</sup> Siehe C. Kamps und N. Leiner-Killinger, [Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 231, 2019; C. Kamps und S. Hauptmeier, [Debt rule design in theory and practice – the SGP's debt benchmark revisited](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2379, 2020.

<sup>40</sup> Siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016; K. Bańkowski und M. Ferdinandusse, [Euro area fiscal stance](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 182, 2017.

**Im Hinblick auf die Strukturpolitik stellt die weiterhin schwache Umsetzung der länderspezifischen Empfehlungen durch die Mitgliedstaaten – darunter auch jene mit übermäßigen Ungleichgewichten – nach wie vor eine Herausforderung im Rahmen des Europäischen Semesters dar.**<sup>41</sup>

Im Februar 2019 kam die Kommission zu dem Ergebnis, dass keine der im Vorjahr an die Euro-Staaten gerichteten Empfehlungen „vollständig“ umgesetzt wurde.<sup>42</sup> „Substanzielle“ Fortschritte waren indes nur in Bezug auf rund 5 % der länderspezifischen Empfehlungen festzustellen. Dies war mit den Ergebnissen der vorherigen Jahre vergleichbar. Durch die Straffung des Europäischen Semesters (durch Verringerung der Anzahl an Empfehlungen) und die Stärkung des Dialogs zwischen der Kommission und den Mitgliedstaaten konnten die damit angestrebten Verbesserungen demnach nicht erreicht werden. Überdies haben Staaten mit übermäßigen Ungleichgewichten offenbar keine weiteren entschlossenen Maßnahmen ergriffen, um die Umsetzung der Empfehlungen voranzutreiben. Schließlich wurde das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten bislang noch nicht umfassend angewandt, da die Kommission von ihrem Recht zur Einleitung eines Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht bislang noch keinen Gebrauch gemacht hat.<sup>43</sup>

**Die Kommission nimmt derzeit eine Überprüfung des Sechserpakets und des Zweierpakets vor, die im Jahr 2020 abgeschlossen werden soll.**<sup>44</sup>

In der seit dem 5. Februar laufenden Überprüfung werden vier wesentliche Schwachstellen des fiskalpolitischen Rahmens untersucht: a) der hohe Schuldenstand in einigen Mitgliedstaaten, b) die prozyklische Fiskalpolitik, c) die komplexen Vorschriften und die mangelnde Eigenverantwortung sowie d) die Tatsache, dass Investitionen zu wenig Beachtung geschenkt wird. Darüber hinaus hat die Kommission ein Konsultationsverfahren eingeleitet in dem sie die Interessenträger (einschließlich der EZB) aufruft, sich dazu zu äußern, wie der Rahmen für die wirtschaftspolitische Steuerung bislang funktioniert hat und wie er noch wirksamer gestaltet werden könnte. Das Konsultationsverfahren läuft noch bis zum Sommer. Im zweiten Halbjahr wird sich die Kommission intern mit den möglichen weiteren Schritten befassen und dabei alle Antworten berücksichtigen.

**Interessenträger haben Möglichkeiten zur Beseitigung der Schwachstellen des fiskalpolitischen Steuerungsrahmens der EU aufgezeigt.**

Im Jahr 2017 schlug die Kommission beispielsweise eine Änderung des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung („Fiskalpaket“) sowie dessen Überführung in den

<sup>41</sup> Siehe B. Pierluigi und D. Sondermann, [Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 211, 2018.

<sup>42</sup> Siehe EZB, [Länderspezifische Empfehlungen zur Wirtschaftspolitik im Rahmen des Europäischen Semesters 2019](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019.

<sup>43</sup> Eine Erörterung der Scoreboard-Indikatoren für das Verfahren bei makroökonomischen Ungleichgewichten im Zusammenhang mit einem Frühwarnansatz findet sich in: D. Sondermann und N. Zorell, [A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2306, 2019.

<sup>44</sup> Siehe den [vorläufigen Zeitplan der Kommission](#) vom 3. Dezember 2019.

Rechtsrahmen der Union vor.<sup>45</sup> Unterdessen haben sich Experten des IWF<sup>46</sup>, des Europäischen Fiskalausschusses<sup>47</sup> und der EZB<sup>48</sup> für eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts unter Zugrundelegung eines gemeinsamen langfristigen Verschuldungsziels und eines gemeinsamen operationellen Instruments (wie z. B. einer Ausgabenregel) ausgesprochen. Dem Europäischen Fiskalausschuss zufolge müsste eine umfassende Überprüfung mit dem Ziel durchgeführt werden, die Regeln zu vereinfachen. Zugleich müssten weitere Fortschritte bei der Einrichtung einer Stabilisierungskapazität erzielt werden.<sup>49</sup> Die meisten Beobachter sehen auch eine Verbindung zwischen einer weiteren Risikoteilung und der Marktdisziplin.

**In Bezug auf die Reform des Europäischen Semesters und des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten liegen neben dem BICC keine bedeutenden Vorschläge vor.** Die Kommission hat jedoch darauf hingewiesen, dass sie die UN-Ziele für nachhaltige Entwicklung in das Europäische Semester aufnehmen und die Agenda 2020 der EU (die eine Grundlage für das Europäische Semester bildet) möglicherweise durch die UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung ersetzen möchte.

**Zugleich soll der Binnenmarkt angesichts der zunehmenden Besorgnis hinsichtlich des weltweiten Wettbewerbs, der Digitalisierung und des Klimawandels künftig einen größeren Schwerpunkt in der Agenda der Kommission bilden.** Für diese drei Bereiche wurden ehrgeizige politische Programme entwickelt, durch die neue Wachstumsquellen erschlossen werden könnten. Zudem könnten diese Programme eine zentrale Rolle bei der Beschleunigung des Konvergenzprozesses innerhalb der WWU spielen, deren historische Wurzeln im Binnenmarkt liegen. So könnte etwa der Dienstleistungssektor, der nach wie vor Entwicklungspotenzial aufweist, zur Schaffung stärker integrierter und widerstandsfähigerer Produktmärkte beitragen.<sup>50</sup>

<sup>51</sup> Außerdem hat die Kommission ein Klimaprogramm, den „Green New Deal“, ins Leben gerufen, das zusätzliche Investitionen zur Finanzierung des Übergangsprozesses mobilisieren dürfte.

---

<sup>45</sup> Siehe [Stellungnahme der EZB vom 11. Mai 2018 \(CON/2018/25\)](#) zu einem Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Festlegung von Bestimmungen zur Stärkung der haushaltspolitischen Verantwortung und mittelfristigen Ausrichtung der Haushalte in den Mitgliedstaaten.

<sup>46</sup> Siehe M. Andrieu et al., [Reforming Fiscal Governance in the European Union](#), Staff Discussion Notes des IWF, Nr. 15/09, Mai 2015.

<sup>47</sup> Siehe Europäischer Fiskalausschuss, [Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation](#), August 2019.

<sup>48</sup> Siehe C. Kamps und N. Leiner-Killinger, [Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 231, 2019; S. Hauptmeier und C. Kamps, [Debt rule design in theory and practice – the SGP's debt benchmark revisited](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2379, 2020.

<sup>49</sup> Laut dem Europäischen Fiskalausschuss sehen die Mitgliedstaaten die destabilisierende Wirkung der derzeitigen Praxis jedoch als nicht ausreichend an, um dieser Überprüfung eine hohe Priorität einzuräumen.

<sup>50</sup> Siehe die von der Kommission vorgenommene [Bewertung der Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie](#).

<sup>51</sup> Siehe [Stellungnahme der EZB vom 11. Mai 2018 \(CON/2018/25\)](#) zu einem Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Festlegung von Bestimmungen zur Stärkung der haushaltspolitischen Verantwortung und mittelfristigen Ausrichtung der Haushalte in den Mitgliedstaaten.

## 2.5 Krisenmanagement

**Die Einführung einer fiskalischen Letztsicherung für das Euro-Währungsgebiet in Form des Europäischen Stabilitätsmechanismus trug entscheidend zur Widerstandsfähigkeit der WWU bei.** Als Reaktion auf die Staatsschuldenkrise im Euroraum richteten die Euro-Länder 2010 die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (European Financial Stability Facility – EFSF) ein. Hierauf folgte im Jahr 2012 der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) als dauerhafter Krisenbewältigungsmechanismus des Eurogebiets außerhalb des Rechtsrahmens der EU. Von der EFSF und vom ESM wurden seit 2010 Finanzhilfen im Umfang von insgesamt 295 Mrd € bereitgestellt.

**In den vergangenen beiden Jahren verhandelten die Euro-Länder über eine Reform des ESM, um dessen operative Kapazität zu erhöhen.** Im

Dezember 2019 einigte sich die Euro-Gruppe grundsätzlich auf vier Reformen, die in einen überarbeiteten ESM-Vertrag aufgenommen werden. Erstens wird der ESM als Letztsicherung für den Einheitlichen Abwicklungsfonds (SRF) fungieren. Zweitens wird der ESM eine bedeutendere Rolle bei der Ausgestaltung und Überwachung der Konditionalitäten von makroökonomischen Anpassungsprogrammen und externen Programmen spielen. Drittens werden die Bedingungen präzisiert, unter denen die vorsorgliche Unterstützung des ESM in Anspruch genommen werden kann. Viertens schließlich wird das Regelwerk für die Beurteilung der Schuldentragfähigkeit weiterentwickelt. Ab 2022 werden einstufige Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CACs) eingeführt. Der überarbeitete ESM-Vertrag dürfte in den kommenden Monaten unterzeichnet werden, sobald alle noch offenen rechtlichen Fragen geklärt sind.<sup>52</sup>

## 2.6 Sonstige Fragestellungen hinsichtlich der institutionellen Struktur („politische Union“)

**Im Bericht der fünf Präsidenten wurde betont, dass institutionelle Innovationen von einer stärkeren wirtschaftlichen Integration flankiert werden müssten.**

Insbesondere müsse ein höheres Maß an Verantwortung in der EU und im Euro-Währungsgebiet mit einer verbesserten demokratischen Rechenschaftspflicht, einer höheren Legitimität und einer Stärkung der Institutionen einhergehen.<sup>53</sup>

**Was diese allgemeineren Reformen der Institutionen betrifft, so wurde im Fünf-Präsidenten-Bericht eine Reihe von Initiativen vorgeschlagen, die bislang aber noch nicht umgesetzt wurden** (siehe Tabelle 5). Hierzu zählen beispielsweise eine einheitlichere Außenvertretung des Euro-Währungsgebiets und die Einrichtung eines euroraumweiten Schatzamtes („Treasury“). Von anderer Seite wurde eine klarere Trennung zwischen der Verfolgung von Rechtsverstößen und der Rechtsprechung innerhalb der Kommission gefordert, damit diese ihre Aufgaben als Hüterin des Vertrags bei der Durchsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts besser erfüllen

<sup>52</sup> Das Rahmenwerk des Euroraums für das Krisenmanagement wird in einer der nächsten Ausgaben des Wirtschaftsberichts ausführlicher erörtert. Darin werden auch die ESM-Reformen eingehender beurteilt werden.

<sup>53</sup> Siehe [Bericht der fünf Präsidenten](#).

kann. Zudem wurden der ESM und der Fiskalpakt bislang nicht in EU-Recht integriert. Die Kommission präsentierte zwar entsprechende Vorschläge, doch haben die beiden anderen Vertreter der EU-Legislative letztlich beschlossen, diese Initiativen nicht weiterzuverfolgen. Ähnlich verhält es sich mit dem von der Kommission im Jahr 2017 eingebrachten Vorschlag zur Einrichtung eines Schatzamtes für den Euroraum<sup>54</sup>, der im Rat auf große Skepsis stieß und für den die Kommission daher keinen formellen Gesetzgebungsvorschlag unterbreitete. Diese Reformen könnten im Zuge der Gestaltung institutioneller Regelungen für eine künftige Fiskalkapazität wieder größere Bedeutung erlangen.

### Tabelle 5

#### Bestandsaufnahme mit Blick auf sonstige Fragestellungen hinsichtlich der institutionellen Struktur

Eingeführt	In Arbeit	Wünschenswert, aber noch nicht in Arbeit
<b>Zusammenspiel mit nationaler Politik</b>		
Intensivierung des Dialogs mit dem Europäischen Parlament sowie den nationalen Parlamenten und Regierungen im Rahmen des Europäischen Semesters		
<b>Diskussion über künftige institutionelle Ausgestaltung und Kohärenz der EU-Rechtsordnung</b>		
		Einheitliche Außenvertretung des Euroraums
		Schatzamt für den Euroraum/Hoher Vertreter der Europäischen Union für Wirtschaft und Finanzen
		Überführung des ESM und des Fiskalpakts in EU-Recht

Quelle: EZB, auf Grundlage des Berichts der fünf Präsidenten.

**Während der Amtszeit der derzeitigen Kommission könnte es zu einer Änderung der Verträge kommen, die Möglichkeiten für weitergehende institutionelle Reformen eröffnet.** Die Kommission plant die Einberufung einer Konferenz zur Zukunft Europas, die 2020 beginnen soll, auf zwei Jahre angelegt ist und zu einer Überarbeitung der EU-Verträge führen könnte. Die Themenbereiche einer solchen Konferenz werden zwar in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Parlament und dem Rat festgelegt, das zuständige designierte Kommissionsmitglied hat jedoch bereits signalisiert, dass der Schwerpunkt auf dem Thema der demokratischen Teilhabe liegen soll. Dadurch könnte dem Europäischen Parlament auch das Recht der Gesetzgebungsinitiative eingeräumt werden.<sup>55</sup> Nach Unterbreitung dieses Vorschlags der Kommission veröffentlichten Frankreich und Deutschland am 25. November 2019 ein gemeinsames Arbeitsdokument, in dem sie ihre Ansichten über Themenbereiche und Verfahren einer solchen zwischenstaatlichen Konferenz darlegten.<sup>56</sup>

<sup>54</sup> Siehe [Reflexionspapier der Kommission zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion](#), Mai 2017.

<sup>55</sup> Siehe [Anhörung des designierten Kommissionsmitglieds Dubravka Šuica vor dem Ausschuss für konstitutionelle Fragen des Europäischen Parlaments](#).

<sup>56</sup> Siehe [www.politico.eu/wp-content/uploads/2019/11/Conference-on-the-Future-of-Europe.pdf](http://www.politico.eu/wp-content/uploads/2019/11/Conference-on-the-Future-of-Europe.pdf)

### 3 Schlussbemerkungen

**Die neue europäische Legislative kann auf den beachtlichen Fortschritten aufbauen, die im letzten Jahrzehnt zur Verbesserung der WWU-Architektur erzielt wurden.** Mit der Einrichtung des Europäischen Stabilitätsmechanismus, der Reform der Fiskalregeln und der Einführung des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten wurden Schritte unternommen, um den durch die Finanzkrise zutage geförderten Gefahren entgegenzuwirken. Durch die anschließende Einführung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus und des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus wurden zwei der drei Säulen der Bankenunion bereits errichtet.

**Die im Bericht der fünf Präsidenten vorgeschlagene Agenda ist gleichwohl bis dato nicht vollständig umgesetzt, denn in den Bereichen Finanzen, Haushalt, Wirtschaft und Politik besteht weiterer Handlungsbedarf.** Bei der Stärkung der Widerstandsfähigkeit der WWU gegenüber negativen Schocks gilt es nicht nachzulassen. In vielen Euro-Ländern ist die private und öffentliche Verschuldung weiterhin hoch, die private und die staatliche Risikoteilung sind im Eurogebiet nach wie vor weniger stark ausgeprägt als in anderen Währungsräumen, und die nationalen Mechanismen zur Gewährleistung einer widerstandsfähigen Politik sollten weiter gestärkt werden.

**Oberste Priorität hat die Vollendung der Bankenunion.** Eine unvollendete Bankenunion hindert den Euroraum und seine Bürgerinnen und Bürger daran, die Vorteile der Marktintegration und des einheitlichen Einlegerschutzes voll auszuschöpfen. Allerdings entfaltet sich in diesem Bereich eine gewisse Dynamik, die genutzt werden sollte, um parallel dazu folgendes Maßnahmenpaket zu schnüren:

- Einführung eines europäischen Einlagensicherungssystems: Die Einführung eines voll ausgebauten Einlagensicherungssystems sollte oberste Priorität haben, stellt dies doch das wichtigste Element dar, das zur Vollendung der Bankenunion noch fehlt. Auf kurze bis mittlere Sicht könnte ein gemeinsames Einlagensicherungssystem auf der Grundlage eines Hybridmodells eingerichtet werden, das auf den bereits vorhandenen nationalen Systemen und einem zentralen Fonds beruht. Dabei würde sich die Verlustdeckung in den kommenden fünf Jahren schrittweise erhöhen. Am Ende sollte jedoch ein europäisches Einlagensicherungssystem mit vollständiger Verlust- und Liquiditätsdeckung stehen, um eine einheitliche Absicherung gedeckter Einlagen zu gewährleisten.
- Harmonisierung der nationalen Bankeninsolvenzverfahren auf europäischer Ebene: Die von Land zu Land weiterhin unterschiedlichen Insolvenzverfahren für Banken können zu stark abweichenden Resultaten führen. Zieht man den US-Einlagensicherungsfonds (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) als Modell heran, so lässt sich feststellen, dass ein harmonisierter Liquidationsrahmen geschaffen und dem Einheitlichen Abwicklungsausschuss die notwendigen Instrumente an die Hand gegeben werden sollten, um die ordnungsgemäße Liquidation von Banken zu überwachen (insbesondere bei

kleinen und mittleren Banken, für deren Abwicklung er nicht direkt zuständig ist).

- Beseitigung von Hindernissen für den freien Kapital- und Liquiditätsverkehr: Um die Bilanzen heimischer Banken vor negativen Schocks zu schützen, sollte ein freier Kapital- und Liquiditätsverkehr innerhalb der WWU (auch innerhalb grenzüberschreitend tätiger Bankengruppen) möglich sein. Damit diese Hemmnisse im Eurogebiet beseitigt werden können, kommt es entscheidend darauf an, ein Gleichgewicht zwischen Finanzintegration und Finanzstabilität zu finden.
- Anerkennung, dass die regulatorische Behandlung von Forderungen an Staaten und die Entwicklung gemeinsamer sicherer Vermögenswerte für das Eurogebiet zwei sich gegenseitig ergänzende Aspekte der Vertiefung der WWU sein können: Die solide und umsichtige Ausgestaltung dieser beiden Konzepte sollte unabhängig voneinander voranschreiten. Die Einführung einer regulatorischen Behandlung von Forderungen an Staaten hängt auch von Überlegungen zur Finanzstabilität ab und spricht dafür, dass genügend sichere Vermögenswerte für das Liquiditäts- und Risikomanagement der Finanzinstitute verfügbar sein müssen. Zugleich ist bei der Schaffung gemeinsamer sicherer Vermögenswerte für das Eurogebiet – einen entsprechenden Beschluss der Mitgliedstaaten vorausgesetzt – darauf zu achten, dass die Anreize für eine solide nationale Finanzpolitik nicht untergraben werden. Gemeinsame sichere Vermögenswerte werden auch einer reibungslosen Durchführung der Geldpolitik förderlich sein. Zusammen mit der regulatorischen Behandlung von Forderungen an Staaten werden sie darüber hinaus zur Sicherheit und Solidität der Banken beitragen und indirekt auch die internationale Rolle des Euro stärken.
- Schließung der Lücke bei der Bereitstellung von Liquidität für Banken in Abwicklung: Gäbe es für Banken, die sich in einem Abwicklungsverfahren befinden, auf europäischer Ebene einen garantierten Zugang zu Liquidität des Eurosystems, würde dies das Euro-Währungsgebiet an andere wichtige Rechtssysteme wie das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten annähern.
- Verbesserung des europäischen Rahmens zur Geldwäschebekämpfung: Die geltende Richtlinie zur Bekämpfung von Geldwäsche sollte in eine Verordnung umgewandelt werden, um über ein wirksames europäisches Instrumentarium zur Geldwäschebekämpfung zu verfügen. Ein EU-Gremium außerhalb der EZB sollte mit der Bekämpfung von Geldwäsche betraut und mit direkten aufsichtlichen Befugnissen ausgestattet werden.

**Eine zweite Priorität ist die Entwicklung eines europäischen Kapitalmarkts, der für eine verbesserte private Risikoteilung unerlässlich, aber noch immer unterentwickelt ist.** Es wird erwartet, dass die Europäische Kommission und ihr hochrangiges Forum, das sich mit der Kapitalmarktunion befasst, Anfang 2020 diesbezüglich Vorschläge unterbreiten werden. Diese Vorschläge müssen mit neuem

Ehrgeiz darauf abzielen, die Kapitalmarktunion insbesondere in Bezug auf folgende Aspekte voranzutreiben:

- Förderung der aufsichtlichen Konvergenz: Eine echte Kapitalmarktunion erfordert eine einheitliche europäische Aufsicht für den Kapitalmarkt mit gleichen Rahmenbedingungen nicht nur in Bezug auf die Regulierung, sondern auch im Hinblick auf die Aufsichtspraktiken und deren EU-weite Anwendung.
- Harmonisierung der Produkte und Standards: Kapitalmarktprodukte und -standards sollten harmonisiert werden, beispielsweise in Form eines europaweiten Altersvorsorgeprodukts sowie gemeinsamer Standards etwa für Verbriefungen, FinTechs und grüne Anleihen.
- Konvergenz der Rahmenbedingungen: Um ein günstiges Umfeld für dynamische Kapitalmärkte zu schaffen, braucht die EU eine stärkere Angleichung beispielsweise der steuer- und insolvenzrechtlichen sowie sonstigen Rahmenbedingungen, die für die Kapitalmarktunion von Belang sind.

**Als dritte Priorität muss die Fiskalarchitektur des Euroraums verbessert werden, die insgesamt nicht die beabsichtigte Wirkung erzielt hat.**

Die derzeit geltenden Fiskalregeln reichen nicht aus, um in wirtschaftlich guten Zeiten einen tragfähigen und soliden Haushalt zu gewährleisten. Da sich infolgedessen die Haushaltsspielräume in wirtschaftlich ungünstigen Zeiten verringern, könnte eine prozyklische Straffung der Finanzpolitik erforderlich werden, durch die sich der Mix wirtschaftspolitischer Maßnahmen auf Ebene des Euro-Währungsgebiets als unzureichend erweisen könnte. Mit Blick auf die Zukunft müsste daher wie folgt vorgegangen werden:

- Die Fiskalregeln sollten reformiert, d. h. einfacher, wirksamer und weniger prozyklisch gestaltet werden: In Kreisen der Wissenschaft und Politik besteht ein relativ breiter Konsens darüber, dass es vorteilhaft wäre, ein Regelwerk mit einem einzigen Indikator (z. B. einer Ausgabenregel) einzuführen und diesen mit einem Schuldenanker (debt anchor) zu verknüpfen. Die laufende Überprüfung des „Sechserpakets“ und des „Zweierpakets“ ist eine Chance, die Wirksamkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts neu zu beurteilen.
- Schaffung einer zentralen Fiskalkapazität für das Euro-Währungsgebiet zur makroökonomischen Stabilisierung: Die bestehenden Regeln sind nicht geeignet für einen fiskalischen Kurs im Euroraum, der die Geldpolitik ergänzen könnte, insbesondere an der effektiven Zinsuntergrenze. Eine solche zentrale Haushaltsfunktion würde dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit des Euroraums gegenüber schweren Wirtschaftskrisen zu stärken.

**Eine vierte Priorität ist die Schaffung robusterer Wirtschaftsstrukturen in den einzelnen Ländern.** In den letzten Jahren haben die Bemühungen nachgelassen, Strukturreformen zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit der Arbeits- und Gütermärkte sowie der Institutionen durchzuführen. Dem kann auf zweierlei Arten entgegengewirkt werden:

- Wirksamere Anwendung des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht: Die bestehenden Instrumente zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik – einschließlich des Verfahrens bei einem übermäßigen Ungleichgewicht – sollten effektiver genutzt werden.
- Vertiefung des Binnenmarkts: In Europa ist eine zunehmende Verschiebung von der Warenproduktion hin zur Erbringung von Dienstleistungen zu beobachten. Dieser Bereich ist im Binnenmarkt weniger gut entwickelt, was zum Teil auf die unzureichende Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie zurückzuführen ist. Infolgedessen unterliegen verschiedene Arten von Dienstleistungen in den einzelnen EU-Mitgliedsländern immer noch zahlreichen nationalen Vorschriften. Vor diesem Hintergrund sollte sich die Kommission wieder verstärkt auf Initiativen zur Vertiefung des Binnenmarkts konzentrieren und dabei von dessen langjähriger Erfolgsbilanz bei der Förderung des Wirtschaftswachstums profitieren. Zugleich könnte sie eine Ausweitung des Binnenmarkts in Bereichen prüfen, in denen die Reformbemühungen an Dynamik verloren haben (z. B. im Hinblick auf die Rahmenbedingungen für wirtschaftliche Aktivitäten).

**Fortschritte in diesen noch ausstehenden Bereichen werden die Wirksamkeit der einheitlichen Geldpolitik und der Bankenaufsicht verbessern und zur Wahrung der Finanzstabilität beitragen.** Eine solide antizyklische Fiskalpolitik, die Vollendung der Bankenunion, eine ausreichende Widerstandsfähigkeit im Finanzsektor sowie eine grenzüberschreitende private und staatliche Risikoteilung sind allesamt wichtige Voraussetzungen für die EZB, um die Wirksamkeit der geldpolitischen Transmission zu erhöhen und dabei die Nebenwirkungen gering zu halten, um die Konjunkturzyklen im Euroraum stärker anzugleichen, um die Geldpolitik zu ergänzen, um die europäische Bankenaufsicht weiter zu stärken und um die Finanzstabilität zu wahren.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5	
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8	
2019	.	.	1,4	0,7	6,1	1,2	2,0	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2019 Q1	0,8	0,8	0,6	0,5	1,4	0,5	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4	
Q2	0,7	0,5	-0,1	0,6	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4	
Q3	0,7	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0	
Q4	.	0,5	0,0	-1,8	1,5	0,1	1,8	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0	
2019 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.	-	-	-	-	-	-	1,8	2,1	2,1	1,5	0,5	4,5	1,0	
Dez.	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3	
2020 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4	
Febr. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,2	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	50,8	4,4	3,1	5,3
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,0
2019 Q1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,8	-0,1	-1,3
Q2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,2	-0,2
Q3	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,4	1,6	1,2
Q4	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,4	49,6	-0,7	-3,1	0,9
2019 Sept.	51,2	51,0	49,3	51,5	51,9	50,1	50,9	51,3	48,6	1,4	1,6	1,2
Okt.	50,8	50,9	50,0	49,1	52,0	50,6	51,1	50,7	49,6	1,3	0,3	1,9
Nov.	51,6	52,0	49,3	49,8	53,2	50,6	51,7	51,6	49,5	0,1	-1,7	1,3
Dez.	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	51,8	49,5	-0,7	-3,1	0,9
2020 Jan.	52,4	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,8	49,5	.	.	.
Febr.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,8	44,5	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) <sup>2)</sup>	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2019 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
Dez.	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 Jan.	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
Febr.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07

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 <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 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
Dez.	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 Jan.	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
Febr.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13

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 Ltd. 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	Verbrauchsnahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	373,6	3 435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 913,4	21 697,2
2019 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
Dez.	400,9	3 715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3 176,7	23 660,4
2020 Jan.	406,9	3 758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3 278,2	23 642,9
Febr.	407,1	3 734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3 277,3	23 180,4

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten		
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>				
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2019	Febr.	0,03	0,43	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,58	1,85	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	6,17	2,36	1,59	1,82	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	1,59	1,78	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	1,57	1,80	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	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67
	Juli	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61
	Aug.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,60	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56
	Sept.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,61	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,43	1,77	1,48
	Okt.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,63	5,89	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44
	Nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,64	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47
	Dez.	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,70	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41
2020	Jan. <sup>(p)</sup>	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,70	5,63	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,42	1,73	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)<sup>1), 2)</sup> (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehung- 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		
2019	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	2,14	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	0,57	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	0,56	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.	0,02	-0,03	0,44	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56
	Nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55
	Dez.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55
2020	Jan. <sup>(p)</sup>	0,01	-0,06	0,33	2,09	2,17	2,32	2,11	1,63	1,57	1,45	1,11	1,23	1,28	1,55

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
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	1 274	550	172	.	84	406	61	414	177	80	.	47	73	38
2019 Aug.	1 371	587	184	.	112	424	63	414	180	85	.	39	71	38
Sept.	1 392	597	185	.	105	439	66	412	156	88	.	48	81	41
Okt.	1 352	579	174	.	106	424	69	421	184	65	.	52	75	45
Nov.	1 337	570	173	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30
Dez.	1 274	550	172	.	84	406	61	318	112	89	.	37	45	35
2020 Jan.	1 358	595	169	.	99	422	73	495	206	75	.	56	100	57
<b>Langfristig</b>														
2017	15 353	3 560	3 060	.	1 223	6 866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 744	3 688	3 161	.	1 247	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 319	3 820	3 401	.	1 320	7 152	626	247	69	74	.	20	78	7
2019 Aug.	16 195	3 784	3 278	.	1 293	7 200	639	128	24	50	.	8	41	6
Sept.	16 270	3 805	3 312	.	1 319	7 200	634	284	82	91	.	34	74	4
Okt.	16 223	3 802	3 328	.	1 316	7 153	623	274	61	97	.	24	85	6
Nov.	16 369	3 833	3 406	.	1 329	7 172	628	275	63	109	.	26	71	6
Dez.	16 319	3 820	3 401	.	1 320	7 152	626	162	58	65	.	14	24	2
2020 Jan.	16 404	3 857	3 408	.	1 324	7 190	625	321	118	68	.	16	110	10

Quelle: EZB.

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

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

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2017	16 593,4	4 079,9	3 214,9	.	1 293,1	7 304,7	700,8	7 963,3	612,5	1 258,3	6 092,6
2018	16 961,2	4 192,8	3 330,5	.	1 318,7	7 445,8	673,4	7 033,1	465,0	1 108,9	5 459,2
2019	17 592,9	4 369,8	3 573,5	.	1 404,9	7 558,3	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6
2019 Aug.	17 566,2	4 371,4	3 462,5	.	1 405,7	7 624,6	702,0	7 849,5	462,4	1 204,6	6 182,4
Sept.	17 662,3	4 401,9	3 496,9	.	1 424,2	7 639,5	699,8	8 190,9	496,1	1 356,9	6 337,9
Okt.	17 574,4	4 380,9	3 501,7	.	1 421,6	7 577,4	692,8	8 265,6	508,2	1 369,0	6 388,3
Nov.	17 705,2	4 402,8	3 579,5	.	1 431,2	7 597,7	693,9	8 511,9	524,1	1 401,7	6 586,2
Dez.	17 592,9	4 369,8	3 573,5	.	1 404,9	7 558,3	686,4	8 604,3	546,0	1 410,7	6 647,6
2020 Jan.	17 761,7	4 451,8	3 577,1	.	1 423,7	7 611,9	697,3	8 486,9	525,3	1 391,4	6 570,2
<b>Wachstumsraten</b>											
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	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2019 Aug.	3,2	4,9	3,1	.	5,3	2,2	1,6	-0,1	0,4	-0,1	-0,1
Sept.	3,1	4,3	3,6	.	5,0	1,8	3,1	-0,1	0,4	-0,1	-0,1
Okt.	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,2
Nov.	3,0	3,9	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	-0,2
Dez.	3,1	3,8	5,1	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	0,0
2020 Jan.	3,1	4,1	5,1	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	0,0

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-38	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2017	96,6	91,4	91,9	86,2	79,9	90,3	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	80,3	91,3	117,9	93,8
2019	97,3	91,2	91,8	.	.	.	116,7	91,5
2019 Q1	97,4	91,7	92,1	86,0	79,2	89,2	116,7	92,1
Q2	97,3	91,4	91,7	85,9	78,6	88,9	116,8	91,8
Q3	97,7	91,4	91,8	86,2	79,7	89,1	116,9	91,5
Q4	97,0	90,4	91,4	.	.	.	116,2	90,5
2019 Sept.	97,4	91,1	91,7	-	-	-	116,7	91,2
Okt.	97,4	90,9	91,7	-	-	-	116,6	90,9
Nov.	96,7	90,2	91,1	-	-	-	116,0	90,3
Dez.	96,7	90,1	91,4	-	-	-	116,0	90,2
2020 Jan.	96,2	89,3	90,9	-	-	-	115,5	89,4
Febr.	95,6	88,7	90,2	-	-	-	114,9	88,8
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2020 Febr.	-0,6	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,5	-0,7
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2020 Febr.	-1,8	-3,3	-2,1	-	-	-	-1,5	-3,5

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	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
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
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
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
Q4	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2019 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
Dez.	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
2020 Jan.	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
Febr.	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2020 Febr.	-0,7	0,2	-0,7	0,0	0,8	-1,1	0,6	-1,0	0,1	0,1	-1,1	-1,8
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2020 Febr.	-0,2	0,5	-2,6	0,1	6,1	-4,2	-0,9	-3,6	0,7	0,7	-6,3	-3,9

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2018 Q4	25 405,3	25 871,5	-466,1	10 895,0	8 975,7	8 475,1	10 542,1	-87,9	5 404,0	6 353,6	719,1	14 209,5
2019 Q1	26 666,3	26 969,6	-303,3	11 184,9	9 113,4	9 126,6	11 318,5	-91,5	5 705,2	6 537,6	741,1	14 674,3
Q2	26 804,9	27 085,3	-280,4	11 037,1	9 054,3	9 226,8	11 461,7	-75,4	5 845,6	6 569,3	770,8	14 770,8
Q3	27 834,1	27 960,6	-126,5	11 405,6	9 344,7	9 612,9	11 906,0	-89,0	6 077,6	6 709,9	827,0	15 089,2
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2019 Q3	235,5	236,5	-1,1	96,5	79,0	81,3	100,7	-0,8	51,4	56,8	7,0	127,6
<b>Transaktionen</b>												
2019 Q1	353,3	292,4	60,9	92,0	31,5	58,2	141,4	3,0	197,2	119,6	2,9	-
Q2	187,0	170,8	16,2	-90,3	12,8	51,2	78,7	34,1	189,3	79,4	2,7	-
Q3	442,2	337,4	104,8	162,5	150,6	146,7	153,0	3,2	128,1	33,8	1,7	-
Q4	-316,3	-479,0	162,7	-85,6	-92,2	86,9	-20,7	-2,7	-314,1	-366,1	-0,7	-
2019 Juli	351,5	320,1	31,4	135,3	138,7	52,5	69,4	11,1	145,5	112,1	7,1	-
Aug.	17,3	-21,8	39,1	-47,9	-63,0	37,2	17,2	-2,3	29,6	24,0	0,7	-
Sept.	73,4	39,1	34,3	75,1	75,0	57,0	66,4	-5,6	-46,9	-102,3	-6,2	-
Okt.	21,4	-42,8	64,2	-11,9	-76,3	43,8	7,0	4,2	-15,6	26,6	1,0	-
Nov.	27,5	-22,6	50,2	9,8	31,7	29,9	16,7	-1,3	-8,5	-71,0	-2,3	-
Dez.	-365,2	-413,6	48,3	-83,5	-47,5	13,3	-44,3	-5,6	-290,0	-321,8	0,5	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2019 Dez.	666,3	321,6	344,7	78,6	102,7	343,0	352,3	37,6	200,6	-133,4	6,6	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2019 Dez.	5,6	2,7	2,9	0,7	0,9	2,9	3,0	0,3	1,7	-1,1	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- veränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2017	11 200,9	10 709,5	6 036,4	2 296,9	2 306,0	1 102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5 295,9	4 804,5
2018	11 562,2	11 062,8	6 207,6	2 363,2	2 407,6	1 171,3	740,9	488,7	84,4	499,4	5 547,9	5 048,5
2019	11 905,4	11 433,2	6 362,4	2 442,2	2 604,9	1 249,2	764,5	584,0	23,8	472,3	5 720,0	5 247,7
2019 Q1	2 949,7	2 819,0	1 574,8	602,6	627,7	309,1	189,7	127,1	13,9	130,7	1 422,4	1 291,7
Q2	2 967,8	2 866,7	1 589,7	608,3	658,2	306,3	189,3	160,9	10,5	101,1	1 426,7	1 325,6
Q3	2 987,1	2 852,7	1 597,1	613,1	642,3	314,3	192,0	134,1	0,2	134,4	1 434,5	1 300,1
Q4	3 006,3	2 894,1	1 602,8	618,2	672,4	317,3	192,9	160,4	0,6	112,2	1 443,5	1 331,3
In % des BIP												
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,9	0,2	4,0	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2019 Q1	0,5	0,1	0,4	0,4	0,9	1,7	0,5	-0,3	-	-	0,9	0,2
Q2	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-0,9	0,2	26,5	-	-	0,0	2,7
Q3	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,1	-17,7	-	-	0,6	-1,3
Q4	0,1	0,9	0,1	0,3	4,2	0,0	-0,2	20,3	-	-	0,4	2,2
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	2,9	3,9	-1,3	-	-	3,4	2,7
2019	1,2	1,8	1,3	1,6	5,7	3,2	1,8	17,8	-	-	2,5	3,8
2019 Q1	1,4	1,5	1,2	1,4	4,1	4,4	2,7	5,5	-	-	3,1	3,6
Q2	1,2	2,5	1,2	1,3	8,3	2,3	2,0	32,6	-	-	2,2	5,2
Q3	1,3	1,2	1,5	2,0	3,2	3,2	0,9	6,8	-	-	2,7	2,6
Q4	1,0	1,8	1,2	1,8	6,3	2,0	0,7	24,8	-	-	2,0	3,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2019 Q1	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,4	0,3	-	-
Q2	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,1	0,0	-1,2	-	-
Q3	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,1	0,9	-	-
Q4	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-	-
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,4	-	-
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-	-
2019 Q1	1,4	1,5	0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,3	-0,1	-	-
Q2	1,2	2,4	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-	-
Q3	1,3	1,2	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,3	-0,7	0,1	-	-
Q4	1,0	1,7	0,7	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</b>												
2017	10 040,0	176,3	1 991,5	503,1	1 909,9	468,8	465,9	1 132,7	1 143,5	1 897,7	350,5	1 160,9
2018	10 357,6	178,1	2 040,8	537,9	1 968,7	488,6	472,0	1 166,8	1 194,5	1 954,9	355,2	1 204,6
2019	10 663,3	180,4	2 049,1	579,9	2 031,3	513,6	481,2	1 205,3	1 240,6	2 018,8	363,1	1 242,2
2019 Q1	2 643,1	45,0	515,0	142,7	503,1	125,8	118,8	297,8	306,0	498,8	90,0	306,7
Q2	2 659,5	45,5	512,5	144,0	506,6	128,0	120,0	300,0	309,5	502,4	90,9	308,2
Q3	2 673,3	45,2	511,8	146,0	509,7	128,7	121,0	302,3	311,5	506,0	91,1	313,8
Q4	2 693,2	44,9	513,3	147,7	512,9	131,2	121,3	305,2	313,9	511,8	91,1	313,1
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</b>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2019 Q1	0,5	-0,3	-0,1	1,4	1,0	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,6	0,3
Q2	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,9	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4
Q3	0,3	0,1	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
Q4	0,1	0,3	-0,7	-0,2	0,3	1,1	0,2	0,4	0,3	0,4	-0,5	-0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,4	1,8	3,3	2,1	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,0	1,8	4,2	2,1	1,7	1,7	1,1	1,1	1,5
2019 Q1	1,4	-0,5	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,6	1,5	1,9	1,1	1,0	1,1
Q2	1,2	-1,0	-1,0	3,1	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
Q3	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,3	2,0
Q4	1,0	-0,5	-1,7	1,5	1,8	4,5	2,6	1,8	1,1	1,1	0,5	1,5
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2019 Q1	0,5	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	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	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	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	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	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q4	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
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	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,3	1,5	2,4	1,4	3,4	-0,9	1,7	2,8	1,2	0,4
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,8	0,8	2,4	1,2	3,8	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7
2019 Q1	1,4	1,6	0,3	-0,4	1,3	3,3	1,3	4,2	-0,4	2,5	1,8	1,4	0,2
Q2	1,3	1,5	-0,1	-3,0	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7
Q3	1,1	1,4	-0,4	-2,0	0,7	2,2	1,0	3,7	-0,2	0,8	1,3	1,5	0,9
Q4	1,1	1,4	-0,5	-1,7	0,5	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
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	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,4	1,8	-0,3	0,5	1,2	2,7	1,1	3,2	-1,2	2,4	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,5	-0,4	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 Q1	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	-0,1	1,7	1,8	1,9	0,6
Q2	1,0	1,3	-0,6	-3,0	0,4	2,7	0,9	2,8	-0,4	0,9	1,1	1,7	0,3
Q3	0,9	1,3	-0,9	-2,0	0,4	1,6	0,6	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,6
Q4	0,8	1,2	-0,7	-1,1	-0,1	0,6	0,8	2,0	0,0	0,9	0,9	1,7	1,0
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,4	-0,1
2019 Q1	0,3	0,4	0,1	0,8	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
Q2	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,3	0,2	-0,8	-0,1	0,2	-0,4
Q3	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,8	-0,5	0,4	-0,3
Q4	-0,3	-0,2	-0,2	0,6	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,3	0,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio. <sup>1)</sup>	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2017	162.659	4,1	14.757	9,1	4,4	12.089	8,1	2.667	18,8	7.629	8,7	7.128	9,5	1,9
2018	163.305	3,8	13.378	8,2	3,8	10.952	7,4	2.426	17,0	6.891	7,9	6.487	8,6	2,1
2019	.	.	12.415	7,6	.	10.147	6,8	2.269	15,8	6.365	7,2	6.050	7,9	2,3
2019 Q1	163.284	3,6	12.675	7,7	3,5	10.361	6,9	2.314	16,1	6.472	7,4	6.204	8,2	2,3
Q2	163.765	3,6	12.412	7,6	3,3	10.154	6,8	2.258	15,7	6.377	7,3	6.035	7,9	2,3
Q3	164.182	3,3	12.367	7,5	3,2	10.107	6,8	2.259	15,7	6.334	7,2	6.033	7,9	2,2
Q4	.	.	12.207	7,4	.	9.965	6,6	2.242	15,6	6.278	7,1	5.929	7,8	2,2
2019 Aug.	-	-	12.338	7,5	-	10.094	6,8	2.244	15,6	6.318	7,2	6.020	7,9	-
Sept.	-	-	12.341	7,5	-	10.081	6,7	2.260	15,7	6.334	7,2	6.007	7,9	-
Okt.	-	-	12.233	7,4	-	9.992	6,7	2.241	15,6	6.268	7,1	5.965	7,8	-
Nov.	-	-	12.209	7,4	-	9.965	6,6	2.245	15,6	6.272	7,1	5.937	7,8	-
Dez.	-	-	12.178	7,4	-	9.937	6,6	2.241	15,6	6.293	7,1	5.885	7,7	-
2020 Jan.	-	-	12.179	7,4	-	9.930	6,6	2.249	15,6	6.261	7,1	5.919	7,7	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- eingang in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2017	2,9	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7
2018	0,9	1,2	0,5	1,8	1,3	-1,4	2,0	2,7	1,6	1,3	1,9	0,5	0,9
2019	-1,7	-1,7	-2,5	-2,7	1,3	-1,9	1,9	-4,3	2,3	0,8	3,5	0,9	1,8
2019 Q1	-0,5	-0,2	-0,7	-0,6	1,3	-2,8	4,7	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,8	-3,1
Q2	-1,4	-1,5	-2,5	-2,6	1,9	-0,3	2,3	-3,6	2,2	1,2	3,0	0,4	-0,7
Q3	-2,1	-2,2	-3,3	-2,5	0,4	-2,2	1,2	-4,8	2,7	0,9	4,1	1,2	0,6
Q4	-2,8	-2,9	-3,8	-4,7	1,8	-2,2	-0,3	-5,8	1,9	0,4	3,3	-0,4	12,5
2019 Aug.	-2,7	-2,7	-3,1	-3,2	-1,1	-3,0	1,5	-5,6	2,9	1,2	4,2	1,9	-6,1
Sept.	-1,7	-1,8	-3,9	-1,4	1,5	-2,2	0,2	-4,4	2,9	0,5	4,7	0,5	14,8
Okt.	-2,6	-2,6	-3,3	-5,2	2,9	-2,8	0,8	-4,8	1,8	0,4	2,9	0,6	9,8
Nov.	-1,7	-1,9	-2,9	-2,3	1,3	-1,7	1,4	-8,0	2,4	1,6	3,5	-1,2	10,0
Dez.	-4,1	-4,5	-5,5	-6,7	1,0	-2,3	-3,7	-4,4	1,7	-0,6	3,6	-0,6	17,9
2020 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,7	0,7	2,4	0,7	-5,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2019 Aug.	0,4	0,4	0,1	0,9	0,5	0,2	-0,5	0,5	0,6	0,6	0,9	0,3	11,0
Sept.	0,0	0,2	-1,0	0,4	0,8	-0,9	0,8	0,2	-0,2	-0,8	0,0	-0,4	-17,1
Okt.	-0,9	-1,0	0,7	-2,7	0,7	-1,3	-0,7	-0,1	-0,1	0,4	-0,4	0,5	4,3
Nov.	0,0	0,0	-0,8	0,9	-0,8	1,0	0,7	-0,2	0,9	0,5	1,3	-1,2	3,5
Dez.	-2,1	-2,3	-1,7	-4,0	-1,3	-0,5	-3,1	-0,6	-1,1	-1,1	-1,1	-0,1	5,8
2020 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6	0,7	0,4	1,9	-13,0

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 Q1	105,8	-0,3	83,1	-7,0	8,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
Q2	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8
Q3	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
Q4	100,6	-9,2	81,0	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,3	46,4	46,7	52,3	50,7
2019 Sept.	101,1	-8,7	-	-6,6	4,3	0,2	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1
Okt.	100,2	-9,3	81,0	-7,6	5,2	-0,9	9,0	90,2	45,9	46,6	52,2	50,6
Nov.	100,7	-8,9	-	-7,2	3,9	-0,2	9,2	-	46,9	47,4	51,9	50,6
Dez.	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9
2020 Jan.	102,6	-7,0	80,9	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3
Febr.	103,5	-6,1	-	-6,6	5,3	-0,2	11,2	-	49,2	48,7	52,6	51,6

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>		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	1,9	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	79,7	4,3	5,5	2,5
2017	12,0	93,9	1,4	2,2	5,4	4,6	4,7	34,4	7,1	77,2	4,6	7,8	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,1	7,1	2,4	4,5	33,8	6,0	76,6	2,3	5,4	1,7
2018 Q4	12,3	93,6	1,6	2,1	8,8	2,4	4,5	33,8	6,0	76,6	2,3	20,7	1,7
2019 Q1	12,6	93,4	2,0	2,2	7,6	3,7	4,3	33,7	6,1	76,7	2,3	7,7	1,7
Q2	12,8	93,5	2,1	2,4	4,4	4,2	4,2	33,5	5,8	77,3	1,8	16,6	1,5
Q3	13,0	93,6	2,3	2,4	4,9	5,0	4,1	33,3	5,8	78,1	2,0	0,2	1,5

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 <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019 Q1	1 066,8	974,6	92,2	603,8	520,0	235,9	210,4	198,2	175,6	28,9	68,5	10,7	14,9
Q2	1 060,5	990,1	70,4	597,7	520,0	242,0	233,6	194,1	173,6	26,7	62,8	8,9	24,0
Q3	1 085,1	984,4	100,7	607,1	518,4	249,9	218,1	200,8	178,2	27,3	69,7	9,2	7,3
Q7	1 064,2	965,2	99,1	607,4	517,7	244,7	217,6	185,7	170,1	26,4	59,8	16,7	11,2
2019 Juli	362,3	334,0	28,3	202,1	172,7	82,7	76,9	68,4	61,1	9,1	23,2	3,6	2,6
Aug.	361,3	321,1	40,2	201,5	171,1	83,5	72,8	67,2	53,9	9,1	23,2	3,0	2,1
Sept.	361,5	329,4	32,2	203,5	174,5	83,6	68,4	65,2	63,2	9,2	23,3	2,6	2,6
Okt.	360,2	326,2	34,1	205,0	173,2	82,2	71,3	63,5	58,8	9,6	22,9	3,2	2,3
Nov.	351,6	319,2	32,4	198,3	171,5	82,0	71,5	63,0	57,4	8,4	18,7	3,2	2,5
Dez.	352,3	319,8	32,6	204,2	173,0	80,6	74,7	59,1	53,8	8,5	18,2	10,2	6,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2019 Dez.	4 276,6	3 914,2	362,4	2 416,1	2 076,2	972,5	879,7	778,7	697,5	109,3	260,9	45,5	57,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2019 Dez.	35,9	32,9	3,0	20,3	17,4	8,2	7,4	6,5	5,9	0,9	2,2	0,4	0,5

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q1	3,7	5,4	586,5	283,1	121,2	172,6	493,6	533,3	306,9	86,2	133,4	383,5	64,1
Q2	2,1	2,5	582,2	275,7	120,3	175,9	486,6	530,6	302,3	85,3	134,6	381,3	65,5
Q3	3,1	0,6	584,4	278,7	117,5	176,9	488,6	529,2	297,5	87,3	136,8	386,6	60,1
Q4	2,1	-2,1	591,8	.	.	.	495,3	526,6	.	.	.	382,8	.
2019 Juli	6,0	2,8	193,5	92,8	39,1	58,3	161,9	176,8	100,9	29,2	44,7	128,9	20,3
Aug.	-2,1	-3,6	195,2	93,2	39,2	59,1	163,5	175,2	98,4	28,8	45,0	128,3	20,1
Sept.	5,3	2,3	195,7	92,7	39,2	59,5	163,1	177,2	98,2	29,3	47,0	129,5	19,7
Okt.	4,4	-2,6	200,1	92,8	43,6	60,7	168,0	176,3	97,4	29,9	46,5	129,2	19,2
Nov.	-2,7	-4,3	194,9	91,6	40,3	59,1	163,8	175,8	97,7	28,6	46,3	128,6	20,2
Dez.	4,8	1,1	196,7	.	.	.	163,5	174,5	.	.	.	125,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2019 Q1	-0,3	1,7	108,0	111,6	107,5	105,0	108,1	110,1	110,3	108,8	112,4	111,7	105,0
Q2	-1,5	-0,2	106,5	108,4	105,9	105,5	106,2	109,1	107,5	108,8	113,3	111,4	97,2
Q3	0,9	1,5	106,7	109,5	103,0	105,7	106,1	109,5	108,2	110,6	112,8	111,6	96,5
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Juni	-8,0	-4,5	106,6	109,0	105,4	105,1	107,0	109,1	106,7	109,0	113,6	112,3	98,2
Juli	3,6	3,3	106,2	109,4	103,5	105,0	105,9	109,9	109,4	112,0	112,0	112,6	95,1
Aug.	-4,3	-2,6	106,7	109,9	102,7	105,7	106,4	109,2	108,3	109,6	111,1	110,9	99,1
Sept.	3,3	3,8	107,0	109,3	102,9	106,3	106,1	109,3	106,9	110,2	115,3	111,3	95,5
Okt.	2,3	-1,3	109,3	109,6	113,3	108,6	109,2	108,3	106,3	109,7	113,6	110,7	92,8
Nov.	-4,3	-3,8	106,5	108,4	105,1	105,1	106,4	107,8	106,5	103,6	113,4	109,9	97,5

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Gewichte in % (2019)	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2019 Q1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,5	0,0	0,1	-2,4	0,3	1,2	2,6
Q2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,2	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4
Q3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,4	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6
Q4	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2019 Sept.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,7	1,6
Okt.	105,4	0,7	1,1	0,1	1,5	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,4	0,2	0,7	1,1
Nov.	105,1	1,0	1,3	0,3	1,9	0,1	0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,9	1,2
Dez.	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	1,3	1,3
2020 Jan.	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,2	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8
Feb. <sup>3)</sup>	104,6	1,2	1,2	.	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungs-dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten-übermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2019)	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
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
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
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
Q4	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5
2019 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.	1,9	2,0	1,8	-0,6	0,4	-3,2	1,5	1,5	2,4	-0,1	2,4	1,5
Dez.	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5
2020 Jan.	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5
Feb. <sup>3)</sup>	2,2	2,1	2,7	.	0,5	-0,3	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien <sup>3)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
						Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
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
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	.	.	.
2019 Q1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	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	6,6
Q3	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,2	3,6	.
Q4	104,4	-1,3	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,3	0,7	-5,9	.	.	.
2019 Aug.	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-	-
Sept.	104,2	-1,1	-0,3	0,4	-0,7	1,5	1,2	1,4	0,8	-6,1	-	-	-
Okt.	104,2	-1,9	-0,7	0,4	-1,0	1,4	1,5	1,8	0,7	-7,7	-	-	-
Nov.	104,4	-1,4	-0,3	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,2	0,7	-6,0	-	-	-
Dez.	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-
2020 Jan.	104,9	-0,5	1,2	0,6	-1,0	1,3	2,1	3,0	0,7	-3,6	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren								Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)					
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>		Importgewicht <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewicht <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	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	1,7	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,6	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3
2019 Q1	104,2	1,6	1,8	1,2	1,8	2,7	1,1	1,5	55,6	3,1	3,4	2,8	3,9	5,1	2,7
Q2	104,7	1,7	1,7	1,6	1,7	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9
Q3	105,1	1,7	1,3	1,1	1,6	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1
Q4	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,9	56,5	3,7	8,7	-0,6	5,1	13,7	-3,6
2019 Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	4,1	6,9	1,7	3,5	9,0	-2,0
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,7	1,1	5,1	-2,4	1,9	9,4	-5,4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	3,8	9,9	-1,6	6,5	17,2	-4,2
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,4	11,2	2,2	6,8	14,4	-1,1
2020 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,2	11,3	3,5	6,9	12,9	0,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,4	8,7	-3,0	2,2	9,2	-4,9

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) Importgewicht: 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	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4
2019 Q1	9,1	8,2	10,5	12,2	20,7	53,9	57,7	53,0	53,1
Q2	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3
Q3	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
Q4	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0
2019 Sept.	1,6	7,0	7,7	5,3	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7
Okt.	1,4	6,6	8,0	5,2	16,0	43,7	57,3	48,7	52,1
Nov.	0,8	6,4	7,3	6,1	14,0	43,9	56,8	48,3	52,1
Dez.	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8
2020 Jan.	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8
Febr.	3,8	7,3	9,1	6,0	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2017	101,8	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,6	2,5	2,1	2,0
2019	.	.	.	.	.	.	2,2
2019 Q1	99,9	2,7	2,9	2,2	2,6	3,0	2,3
Q2	110,9	2,8	2,8	2,8	2,7	3,2	2,0
Q3	103,5	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Q4	.	.	.	.	.	.	2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile		
1	2	3	4	5	Bestände								
2017	1 112,0	6 638,1	7 750,1	1 196,6	2 261,8	3 458,3	11 208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11 867,5	
2018	1 163,3	7 114,8	8 278,1	1 124,9	2 299,0	3 423,9	11 702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12 371,8	
2019	1 219,6	7 725,1	8 944,7	1 069,3	2 365,0	3 434,2	12 379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12 999,0	
2019 Q1	1 179,2	7 277,1	8 456,4	1 114,3	2 318,1	3 432,4	11 888,7	74,2	523,0	40,4	637,7	12 526,4	
Q2	1 189,0	7 415,5	8 604,4	1 111,1	2 338,5	3 449,6	12 054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12 690,0	
Q3	1 204,1	7 605,2	8 809,3	1 110,0	2 354,7	3 464,7	12 274,0	74,5	546,3	19,1	639,9	12 913,9	
Q4	1 219,6	7 725,1	8 944,7	1 069,3	2 365,0	3 434,2	12 379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12 999,0	
2019 Aug.	1 198,7	7 572,4	8 771,1	1 113,8	2 347,1	3 460,9	12 232,0	72,3	546,0	23,9	642,2	12 874,2	
Sept.	1 204,1	7 605,2	8 809,3	1 110,0	2 354,7	3 464,7	12 274,0	74,5	546,3	19,1	639,9	12 913,9	
Okt.	1 209,4	7 672,2	8 881,6	1 093,9	2 359,1	3 453,1	12 334,7	79,6	529,2	27,6	636,4	12 971,1	
Nov.	1 216,8	7 716,3	8 933,1	1 081,2	2 359,5	3 440,7	12 373,8	73,4	530,6	25,6	629,6	13 003,4	
Dez.	1 219,6	7 725,1	8 944,7	1 069,3	2 365,0	3 434,2	12 379,0	78,5	531,6	9,9	620,1	12 999,0	
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	1 228,3	7 747,2	8 975,5	1 062,5	2 363,5	3 426,0	12 401,5	75,8	545,7	29,4	650,9	13 052,4	
	Transaktionsbedingte Veränderungen												
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9	
2018	50,3	465,2	515,5	-74,0	45,1	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7	
2019	56,3	604,0	660,3	-60,3	63,6	3,3	663,5	4,1	-1,8	-55,5	-53,3	610,3	
2019 Q1	15,9	156,0	171,9	-13,0	19,6	6,6	178,5	-0,3	-10,2	-27,6	-38,0	140,5	
Q2	9,7	143,1	152,8	-4,4	20,3	15,8	168,7	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9	
Q3	15,1	180,8	195,9	-4,6	14,8	10,2	206,1	-0,6	21,1	-18,1	2,5	208,5	
Q4	15,6	124,1	139,6	-38,3	8,9	-29,4	110,3	4,5	-16,0	-7,4	-19,0	91,3	
2019 Aug.	5,0	83,1	88,1	8,2	2,8	11,1	99,2	-3,7	11,6	-12,0	-4,0	95,1	
Sept.	5,3	29,7	35,0	-4,8	6,2	1,5	36,5	2,0	0,3	-4,0	-1,7	34,9	
Okt.	5,4	69,9	75,3	-14,2	3,1	-11,1	64,1	5,5	-17,2	9,8	-1,9	62,2	
Nov.	7,4	40,8	48,2	-14,0	0,1	-13,9	34,3	-6,5	1,4	-1,6	-6,7	27,6	
Dez.	2,8	13,4	16,2	-10,0	5,7	-4,4	11,8	5,5	-0,2	-15,6	-10,4	1,5	
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	8,7	18,1	26,7	-8,6	-1,5	-10,1	16,6	-3,0	14,0	19,8	30,9	47,5	
	Wachstumsraten												
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7	
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,8	1,2	4,2	
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9	
2019 Q1	5,9	7,7	7,5	-5,3	2,6	-0,1	5,2	2,4	0,5	-41,1	-3,9	4,7	
Q2	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,9	-2,9	4,6	
Q3	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,5	1,1	5,7	
Q4	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9	
2019 Aug.	4,8	9,0	8,4	-3,1	2,9	0,9	6,2	-1,1	7,0	-61,6	-0,8	5,8	
Sept.	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,5	1,1	5,7	
Okt.	4,8	9,0	8,4	-4,3	2,9	0,5	6,1	10,1	3,5	-47,1	-0,5	5,7	
Nov.	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-48,8	-1,3	5,6	
Dez.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,8	0,1	5,7	5,4	-0,4	-83,2	-7,9	4,9	
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	5,2	8,4	7,9	-5,8	2,5	-0,2	5,5	0,7	4,6	-43,0	-0,4	5,2	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
2017	2 240,3	1 797,4	285,0	149,1	8,8	6 317,6	3 702,8	562,1	2 051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2 331,4	1 898,7	277,3	147,8	7,6	6 644,9	4 035,9	517,6	2 090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2 476,1	2 062,7	256,8	150,1	6,5	7 041,8	4 395,5	492,5	2 152,9	0,9	1 036,9	215,2	467,8
2019 Q1	2 380,2	1 956,0	270,0	148,1	6,1	6 752,8	4 126,3	514,8	2 110,4	1,4	977,7	212,8	460,2
Q2	2 406,1	1 983,7	265,3	150,0	7,1	6 846,9	4 207,9	509,7	2 127,6	1,7	1 009,5	216,6	460,4
Q3	2 450,6	2 031,0	262,2	151,4	5,9	6 964,9	4 318,1	504,5	2 141,3	1,0	1 042,2	221,3	465,5
Q4	2 476,1	2 062,7	256,8	150,1	6,5	7 041,8	4 395,5	492,5	2 152,9	0,9	1 036,9	215,2	467,8
2019 Aug.	2 462,2	2 040,3	264,4	151,0	6,6	6 927,5	4 283,2	507,2	2 135,4	1,7	1 022,8	231,5	461,5
Sept.	2 450,6	2 031,0	262,2	151,4	5,9	6 964,9	4 318,1	504,5	2 141,3	1,0	1 042,2	221,3	465,5
Okt.	2 472,4	2 052,6	260,0	151,9	7,9	6 994,8	4 349,4	500,5	2 143,3	1,7	1 048,2	223,0	466,4
Nov.	2 481,6	2 073,1	251,5	151,4	5,6	7 026,7	4 382,6	497,1	2 145,2	1,7	1 022,2	227,6	472,4
Dez.	2 476,1	2 062,7	256,8	150,1	6,5	7 041,8	4 395,5	492,5	2 152,9	0,9	1 036,9	215,2	467,8
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	2 475,1	2 064,0	256,3	150,7	4,1	7 062,2	4 421,7	487,2	2 152,5	0,9	1 024,3	218,1	469,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
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	93,1	105,4	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,0	163,5	-18,8	1,8	-0,5	395,2	358,3	-25,7	63,2	-0,5	29,0	10,9	30,2
2019 Q1	46,9	54,4	-7,4	0,7	-0,9	106,7	89,7	-3,2	20,3	0,0	-24,5	9,2	24,0
Q2	29,5	30,5	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,1	-5,1	16,7	0,3	31,7	4,0	0,0
Q3	40,4	43,6	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,0	3,9	4,4
Q4	29,3	35,0	-4,2	-2,2	0,7	77,5	76,9	-11,5	12,3	-0,2	-3,2	-6,2	1,8
2019 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.	-13,2	-10,4	-2,3	0,1	-0,7	37,0	34,5	-2,9	6,1	-0,7	16,8	-10,7	3,3
Okt.	24,2	24,0	-1,5	-0,4	2,1	30,1	30,4	-3,7	2,7	0,7	8,0	1,6	0,4
Nov.	7,6	19,4	-8,9	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,5	4,2	6,0
Dez.	-2,5	-8,4	6,2	-1,4	1,0	16,3	13,5	-4,2	7,9	-0,8	17,4	-12,0	-4,6
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	-3,3	-0,3	-1,2	0,6	-2,4	19,3	25,6	-5,8	-0,5	0,0	-15,2	2,6	1,5
<b>Wachstumsraten</b>													
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	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2019 Q1	5,9	7,6	-2,3	0,2	-17,1	5,7	8,9	-5,6	2,9	-17,2	-2,2	0,6	10,3
Q2	5,8	7,6	-4,6	2,3	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
Q3	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,2	-10,1	3,6	4,3	6,7
Q4	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2019 Aug.	7,8	9,6	-2,0	2,4	3,1	6,2	9,2	-4,0	3,0	6,1	3,2	8,9	6,2
Sept.	6,3	8,0	-2,6	2,6	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,2	-10,1	3,6	4,3	6,7
Okt.	7,2	9,0	-3,8	2,3	31,9	6,2	9,2	-4,1	3,1	30,9	4,2	6,6	5,9
Nov.	7,0	9,7	-8,3	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,8	6,0
Dez.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,4	6,9
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	6,1	8,3	-5,4	1,3	-41,1	5,7	8,7	-6,1	2,7	-42,5	3,3	5,2	5,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>	An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2017	4 617,2	1 032,3	3 571,0	13 114,0	10 870,5	11 165,0	4 323,5	5 600,2	838,0	108,7	1 440,4	803,2
2018	4 676,7	1 006,2	3 659,0	13 415,9	11 122,4	11 481,3	4 404,7	5 742,0	848,9	126,8	1 517,9	775,6
2019	4 652,5	984,5	3 656,3	13 865,5	11 452,1	11 836,9	4 472,6	5 930,9	896,0	152,6	1 560,5	852,9
2019 Q1	4 662,4	1 001,5	3 649,4	13 527,0	11 201,0	11 556,6	4 426,2	5 787,7	856,3	130,7	1 527,2	798,8
Q2	4 640,2	1 000,7	3 627,8	13 640,4	11 290,6	11 665,4	4 462,4	5 825,8	870,3	132,1	1 546,7	803,2
Q3	4 696,5	999,8	3 685,1	13 775,6	11 394,4	11 762,6	4 488,5	5 876,3	883,4	146,2	1 569,8	811,5
Q4	4 652,5	984,5	3 656,3	13 865,5	11 452,1	11 836,9	4 472,6	5 930,9	896,0	152,6	1 560,5	852,9
2019 Aug.	4 707,6	1 003,8	3 692,1	13 737,0	11 388,3	11 748,3	4 505,0	5 864,6	878,3	140,4	1 545,2	803,5
Sept.	4 696,5	999,8	3 685,1	13 775,6	11 394,4	11 762,6	4 488,5	5 876,3	883,4	146,2	1 569,8	811,5
Okt.	4 665,1	1 001,9	3 651,5	13 817,4	11 423,3	11 786,6	4 502,4	5 895,0	887,1	138,9	1 560,4	833,7
Nov.	4 639,1	1 000,9	3 626,4	13 853,3	11 439,1	11 806,4	4 492,2	5 912,9	888,2	145,8	1 569,9	844,3
Dez.	4 652,5	984,5	3 656,3	13 865,5	11 452,1	11 836,9	4 472,6	5 930,9	896,0	152,6	1 560,5	852,9
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	4 670,3	994,0	3 664,5	13 913,3	11 511,1	11 873,1	4 482,8	5 962,6	912,3	153,5	1 547,6	854,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,0	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4
2018	90,3	-28,4	118,8	374,8	307,4	382,0	124,4	166,3	-1,1	17,8	88,1	-20,7
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,3	378,9	428,1	114,2	200,3	43,2	21,2	30,5	43,8
2019 Q1	-30,9	-5,4	-25,6	109,5	92,3	90,7	33,5	49,1	7,4	2,3	0,3	16,9
Q2	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,3	50,8	38,8	17,5	-1,5	17,4	0,8
Q3	-2,6	-0,9	-1,7	128,8	102,3	105,3	27,3	52,1	9,1	13,9	19,9	6,6
Q4	-5,2	-15,6	10,2	91,2	78,7	105,8	2,7	60,4	9,2	6,5	-7,0	19,5
2019 Aug.	5,5	3,2	2,3	50,9	51,7	44,3	20,9	21,3	3,6	5,9	1,5	-2,3
Sept.	-13,8	-3,8	-10,0	38,1	6,3	18,9	-16,0	13,0	3,5	5,7	25,4	6,4
Okt.	-17,5	2,4	-19,9	33,5	36,7	35,7	18,0	20,4	5,5	-7,2	-8,6	5,4
Nov.	-9,6	-0,9	-8,9	33,9	15,6	22,3	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1
Dez.	21,8	-17,1	38,9	23,9	26,4	47,8	-11,3	21,4	9,5	6,9	-7,6	5,0
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	-9,3	9,3	-18,6	45,1	57,6	35,6	11,5	30,3	15,0	0,8	-14,5	2,0
<b>Wachstumsraten</b>												
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	3,4	2,9	-2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2019 Q1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,1	-1,2	14,7	4,0	1,8
Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3
Q3	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,2	2,6
Q4	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2019 Aug.	-0,6	-0,4	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,3	3,1	12,9	1,1	2,1
Sept.	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,2	2,6
Okt.	-1,4	-0,1	-1,7	3,2	3,3	3,7	3,1	3,3	3,8	11,0	2,0	3,4
Nov.	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2
Dez.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,1	16,2	2,0	5,6
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,8	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3
<b>Bestände</b>										
2017	4 323,5	4 358,8	986,2	821,2	2 516,2	5 600,2	5 866,6	654,8	4 216,3	729,0
2018	4 404,7	4 490,0	993,0	844,3	2 567,3	5 742,0	6 024,0	684,6	4 352,6	704,8
2019	4 472,6	4 575,5	970,8	877,1	2 624,7	5 930,9	6 223,2	719,5	4 524,2	687,2
2019 Q1	4 426,2	4 513,7	980,2	851,6	2 594,4	5 787,7	6 066,7	694,4	4 391,2	702,1
Q2	4 462,4	4 554,0	977,6	867,2	2 617,6	5 825,8	6 114,0	705,5	4 422,3	698,0
Q3	4 488,5	4 581,7	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	711,2	4 473,5	691,6
Q4	4 472,6	4 575,5	970,8	877,1	2 624,7	5 930,9	6 223,2	719,5	4 524,2	687,2
2019 Aug.	4 505,0	4 591,9	995,8	876,3	2 632,9	5 864,6	6 150,7	711,7	4 456,6	696,3
Sept.	4 488,5	4 581,7	982,0	873,5	2 633,0	5 876,3	6 164,6	711,2	4 473,5	691,6
Okt.	4 502,4	4 592,6	983,4	878,1	2 640,9	5 895,0	6 181,6	713,3	4 492,7	689,0
Nov.	4 492,2	4 587,9	972,4	883,1	2 636,7	5 912,9	6 200,4	716,5	4 506,1	690,3
Dez.	4 472,6	4 575,5	970,8	877,1	2 624,7	5 930,9	6 223,2	719,5	4 524,2	687,2
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	4 482,8	4 581,2	957,7	881,1	2 644,0	5 962,6	6 243,9	724,1	4 549,0	689,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,1	45,0	134,0	-5,9
2018	124,4	176,4	18,7	33,4	72,4	166,3	188,8	40,2	135,7	-9,7
2019	114,2	143,8	-11,6	42,5	83,3	200,3	219,4	41,1	167,8	-8,6
2019 Q1	33,5	33,3	-11,4	10,1	34,7	49,1	49,2	10,6	39,5	-1,0
Q2	50,8	54,7	1,3	18,6	30,9	38,8	49,8	12,2	28,8	-2,2
Q3	27,3	34,0	3,6	6,3	17,3	52,1	55,7	8,5	46,2	-2,7
Q4	2,7	21,8	-5,2	7,5	0,3	60,4	64,7	9,8	53,2	-2,7
2019 Aug.	20,9	24,8	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	0,4	13,0	18,0	1,8	12,7	-1,4
Okt.	18,0	16,7	3,0	5,3	9,7	20,4	20,7	2,4	20,1	-2,1
Nov.	-4,0	3,0	-10,3	6,4	0,0	18,6	20,6	3,8	13,5	1,2
Dez.	-11,3	2,1	2,2	-4,1	-9,4	21,4	23,4	3,5	19,6	-1,8
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	11,5	7,7	-13,8	3,3	22,1	30,3	19,5	4,1	24,8	1,3
<b>Wachstumsraten</b>										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,1	2,9	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2019 Q1	2,6	3,8	-1,3	4,5	3,4	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	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Q4	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2019 Aug.	3,5	4,2	0,6	5,9	3,8	3,3	3,4	6,1	3,5	-1,2
Sept.	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,4
Okt.	3,1	3,8	0,5	4,9	3,5	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,6
Nov.	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,4
Dez.	2,6	3,2	-1,2	5,0	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,2
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	2,6	3,2	-1,6	5,0	3,4	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2017	342,7	6 771,1	1 967,5	59,8	2 017,5	2 726,2	925,9	324,1	143,5	92,5
2018	379,3	6 818,7	1 940,7	56,1	2 099,1	2 722,8	1 024,5	452,6	187,0	194,9
2019	350,3	7 060,6	1 944,2	51,3	2 156,0	2 909,1	1 481,9	410,0	178,9	187,2
2019 Q1	370,0	6 907,5	1 937,5	55,9	2 146,3	2 767,8	1 188,6	425,9	199,0	212,3
Q2	373,7	6 985,0	1 956,9	57,5	2 135,4	2 835,2	1 320,7	447,4	191,5	207,8
Q3	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 489,2	440,8	184,2	198,1
Q4	350,3	7 060,6	1 944,2	51,3	2 156,0	2 909,1	1 481,9	410,0	178,9	187,2
2019 Aug.	403,4	7 060,7	1 917,2	57,3	2 148,4	2 937,7	1 470,7	423,1	212,6	231,5
Sept.	388,0	7 100,2	1 947,3	57,2	2 162,2	2 933,6	1 489,2	440,8	184,2	198,1
Okt.	380,5	7 075,9	1 948,6	53,1	2 151,3	2 922,8	1 491,5	453,4	221,4	236,2
Nov.	369,1	7 077,7	1 951,0	52,6	2 162,6	2 911,5	1 500,9	456,9	211,8	224,8
Dez.	350,3	7 060,6	1 944,2	51,3	2 156,0	2 909,1	1 481,9	410,0	178,9	187,2
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	372,8	7 114,8	1 946,0	50,0	2 165,8	2 953,0	1 544,3	412,1	171,1	182,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-97,8	-56,4	-61,2	-28,5
2018	40,5	56,3	-37,8	-4,9	16,0	83,0	87,7	38,7	16,2	23,6
2019	-28,2	107,8	-6,1	-3,0	27,5	89,5	341,1	-16,3	-2,7	-2,5
2019 Q1	-9,1	45,5	-11,4	-0,2	37,6	19,5	127,5	-29,2	2,7	5,5
Q2	3,8	46,0	22,0	1,6	-0,6	22,9	101,3	44,1	-7,1	-4,5
Q3	14,6	11,9	-15,4	-1,0	4,8	23,6	95,7	13,1	6,9	7,4
Q4	-37,5	4,4	-1,4	-3,3	-14,3	23,4	16,6	-44,3	-5,3	-10,9
2019 Aug.	29,0	-20,8	-17,1	-0,4	-7,7	4,4	19,1	27,7	6,1	7,4
Sept.	-15,1	37,9	28,1	-0,9	3,6	7,0	20,3	13,0	-14,1	-16,3
Okt.	-7,3	-8,8	3,0	-1,5	-19,0	8,7	24,9	5,2	37,3	38,1
Nov.	-11,3	17,4	1,2	-0,6	1,7	15,1	10,7	-1,1	-9,7	-11,3
Dez.	-18,9	-4,2	-5,6	-1,3	3,0	-0,4	-18,9	-48,4	-32,8	-37,7
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	22,6	-6,9	-3,1	-1,3	2,6	-5,1	22,4	4,9	-7,8	-4,9
<b>Wachstumsraten</b>										
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	0,8	3,1	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 Q1	8,9	1,4	-1,7	-6,4	2,5	3,1	-	-	17,8	21,2
Q2	12,6	2,3	-0,4	-1,3	3,1	3,7	-	-	5,1	6,7
Q3	-3,2	1,9	-0,3	-0,7	2,2	3,3	-	-	6,9	11,0
Q4	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 Aug.	5,6	1,8	-2,2	0,4	3,4	3,5	-	-	11,9	15,6
Sept.	-3,2	1,9	-0,3	-0,7	2,2	3,3	-	-	6,9	11,0
Okt.	-2,9	1,6	-0,1	-2,8	1,1	3,2	-	-	36,4	38,9
Nov.	-4,4	1,8	0,2	-2,6	1,2	3,4	-	-	11,1	12,8
Dez.	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 Jan. <sup>(p)</sup>	-1,2	1,2	-0,2	-7,1	0,6	2,7	-	-	-11,5	-10,3

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 Q4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 Q1	-0,6	.	.	.	.	1,2
Q2	-0,7	.	.	.	.	1,1
Q3	-0,8	.	.	.	.	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 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	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7
Q2	46,4	46,0	12,9	13,0	15,2	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,5	3,7
Q3	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,7	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
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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86,1	3,2	13,3	69,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
2019	12,6	11,2	3,8	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2018 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
Q3	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
2019 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	3,5	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,2
Nov.	12,9	11,5	3,5	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2
Dez.	12,6	11,2	3,8	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1
2020 Jan.	12,6	11,2	4,2	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,2	1,1

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilssektoren 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 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	-2,9	-2,2	-3,8	
Q2	-1,5	1,7	-0,6	0,7	0,5	-2,9	-3,2	-2,1	-3,6	
Q3	-1,7	1,6	-0,4	1,0	0,8	-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 Q4	102,1	61,9	8,4	63,6	181,2	97,6	98,4	134,8	100,6	
2019 Q1	103,1	61,7	8,0	65,4	182,0	98,9	99,7	136,5	103,1	
Q2	102,5	61,1	9,3	63,9	179,6	98,9	99,6	138,0	107,0	
Q3	102,3	61,2	9,2	62,6	178,2	97,9	100,5	137,3	97,8	
	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 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	1,7	1,7	0,2	-0,1	0,6	-1,1	-1,1
Q2	-1,0	0,0	3,3	1,2	1,8	-0,1	0,1	0,6	-1,0	-1,4
Q3	-0,7	-0,3	2,4	0,8	1,7	0,0	0,1	0,9	-1,2	-2,2
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 Q4	36,4	34,1	21,0	45,8	52,4	75,7	122,2	70,4	49,1	59,0
2019 Q1	37,7	34,0	20,8	46,2	50,9	74,0	123,7	68,1	49,3	58,9
Q2	36,7	36,1	20,4	45,4	50,9	72,7	121,1	67,7	48,6	60,9
Q3	36,4	35,9	20,2	43,1	49,3	71,8	120,5	68,1	48,4	59,4

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2020

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 11. März 2020.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-20-002-DE-N (Online-Version)