



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2019



# Inhalt

<b>Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	6
2    Finanzielle Entwicklungen	11
3    Konjunktorentwicklung	14
4    Preise und Kosten	18
5    Geldmengen- und Kreditentwicklung	21
<b>Kästen</b>	<b>26</b>
1    Der EONIA geht, der €STR kommt	26
2    Entwicklungen im Dienstleistungssektor und Korrelation mit dem verarbeitenden Gewerbe	29
3    Ein stilisierter Indikator der Arbeitsmarktzyklen im Euro-Währungsgebiet auf Basis der Einschätzung von Führungskräften	34
4    Ergebnisse einer Umfrage zum Preissetzungsverhalten großer Unternehmen	39
<b>Aufsatz</b>	<b>45</b>
1    Entwicklung der Währungsreserven von Zentralbanken und Betrachtung der Währungsreserven der EZB	45
<b>Statistik</b>	<b>68</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Aktuelle wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Die seit der letzten Sitzung des EZB-Rats Anfang September neu verfügbaren Daten bestätigen die bisherige Einschätzung, dass die Schwäche der Wachstumsdynamik im Euroraum länger anhält, ausgeprägte Abwärtsrisiken andauern und der Inflationsdruck verhalten bleibt. Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Sie betreffen vor allem länger anhaltende Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, einen zunehmenden Protektionismus sowie Anfälligkeiten in den Schwellenländern. Zugleich wird die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Euroraums weiterhin durch ein anhaltendes Beschäftigungswachstum und steigende Löhne gestützt. Vor diesem Gesamthintergrund hielt der EZB-Rat in seiner Sitzung im Oktober unverändert an seinem geldpolitischen Kurs fest und bestätigte damit die in der vorangegangenen Sitzung im September gefassten Beschlüsse. Von dem umfangreichen Maßnahmenpaket, das in der September-Sitzung beschlossen wurde, gehen substantielle geldpolitische Impulse aus, die zu einer weiteren Verbesserung der Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte beitragen werden. Dies wird das Wachstum im Euroraum, den kontinuierlichen Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Preisdrucks und damit die nachhaltige Annäherung der Teuerungsrate an das mittelfristige Inflationsziel des EZB-Rats unterstützen.

Die Umfrageindikatoren deuten auf eine verhaltene, aber sich stabilisierende Entwicklung der Weltwirtschaft im dritten Quartal 2019 hin. Nach einer anhaltenden Schwächephase verbesserte sich der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe in den letzten Monaten und kehrte in den Expansionsbereich zurück. Der Teilindex für den Dienstleistungssektor lag auch im dritten Quartal im Wachstumsbereich. Zwar ging der Welthandel (ohne Eurogebiet) im ersten Halbjahr 2019 aufgrund des schwachen innerasiatischen Handels zurück, doch deuten die Kurzfristindikatoren für das dritte Quartal auf ein positives, wenn auch niedriges Wachstum hin. Die weltweite Inflation ging unter anderem aufgrund eines langsameren Anstiegs der Energiepreise im August auf unter 2 % zurück. Derweil hielt sich die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel stabil bei 2,3 %.

Seit der Sitzung des EZB-Rats im September 2019 sind die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet gestiegen, und die EONIA-Terminzinskurve hat sich nach oben verlagert. Dies ist größtenteils auf die verringerten Markterwartungen bezüglich einer weiteren Senkung des Einlagesatzes vor Ende des Jahres zurückzuführen. Die Renditeabstände von Staatsanleihen blieben weitgehend stabil, wobei in einigen Ländern im Berichtszeitraum ein leichter Anstieg zu erkennen war. Die Aktienkurse sind aufgrund eines Rückgangs der Aktienrisikoprämie trotz eines höheren Diskontierungsfaktors gestiegen. An den Devisenmärkten legte der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front zu.

Das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im Euroraum wurde für das zweite Quartal 2019 mit 0,2 % bestätigt, nachdem es im ersten Jahresviertel bei 0,4 % gelegen hatte. Die aktuellen Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse deuten weiterhin auf ein moderates, aber positives Wachstum im Euroraum in der zweiten Jahreshälfte hin. Die konjunkturelle Verlangsamung spiegelt in erster Linie die fortdauernde Schwäche des internationalen Handels in einem Umfeld persistenter globaler Unsicherheiten wider, die nach wie vor das verarbeitende Gewerbe im Eurogebiet belasten und das Investitionswachstum dämpfen. Unterdessen zeigen sich der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe trotz einer leichten Abschwächung nach wie vor widerstandsfähig. Das Wachstum im Eurogebiet wird von den günstigen Finanzierungsbedingungen, erneuten Beschäftigungszuwächsen in Verbindung mit steigenden Löhnen, dem leicht expansiven finanzpolitischen Kurs im Euroraum und der anhaltenden, wenn auch etwas schwächeren, weltweiten Konjunkturdynamik getragen.

Die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Eurogebiet sank von 1,0 % im August auf 0,8 % im September 2019, was einem geringeren Preisaufrtrieb bei Energie und Nahrungsmitteln geschuldet war. Ausgehend von den aktuellen Terminpreisen für Öl dürfte die Gesamtinflation etwas weiter zurückgehen, bevor sie zum Ende des Jahres wieder anzieht. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation entwickelten sich weiterhin insgesamt verhalten, und die Indikatoren der Inflationserwartungen liegen auf niedrigem Niveau. Obwohl sich der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten verstärkt hat, verzögert die schwächere Wachstumsdynamik das Durchwirken auf die Inflation. Getragen von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und dem robusten Lohnwachstum dürfte sich die Inflation auf mittlere Sicht erhöhen.

Was die monetäre Entwicklung betrifft, so beschleunigte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) im August 2019 auf 5,7 % nach 5,1 % im Juli. Gestützt wird diese Entwicklung immer noch durch die Vergabe von Bankkrediten, wobei das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 nach wie vor den größten Beitrag zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge leistete. Ferner erwiesen sich die jährlichen Zuwachsraten der weit gefassten Geldmenge und der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin als robust; Grund hierfür waren das Auslaufen des automatischen Beitrags der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und eine sich abschwächende Wirtschaftsdynamik. Die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im August auf 4,3 %, nachdem sie sich im Juli auf 4,0 % belaufen hatte. Die Jahresänderungsrate der Buchkredite an private Haushalte indessen blieb mit 3,4 % im August unverändert. Zugleich stützten die günstigen Refinanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Banken nach wie vor die Darlehensvergabe und damit auch das Wirtschaftswachstum. Der akkommodierende geldpolitische Kurs der EZB wird zur Wahrung der günstigen Kreditvergabebedingungen der Banken beitragen und den Zugang insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln weiter unterstützen.

Im Rahmen der Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Signale aus der monetären Analyse bestätigte der EZB-Rat, dass weiterhin eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung erforderlich ist, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

Auf Basis dieser Einschätzung beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu belassen, und erwartet, dass sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass sich die Inflationsaussichten in seinem Projektionszeitraum deutlich einem Niveau annähern, das hinreichend nahe, aber unter 2 % liegt, und dass sich diese Annäherung in der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.

Der EZB-Rat bestätigte, dass er die Nettoankäufe im Rahmen des APP der EZB ab dem 1. November in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € wieder aufnehmen wird. Er geht davon aus, dass sie so lange fortgesetzt werden, wie es zur Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der EZB-Leitzinsen erforderlich ist, und dass sie beendet werden, kurz bevor mit der Erhöhung der Leitzinsen begonnen wird.

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.

Der EZB-Rat unterstrich abermals die Notwendigkeit eines äußerst akkommodierenden geldpolitischen Kurses für einen längeren Zeitraum, um den Druck auf die zugrunde liegende Inflation und die Entwicklung der Gesamtinflation auf mittlere Sicht zu unterstützen. Insbesondere wird die Forward Guidance des EZB-Rats sicherstellen, dass sich die Finanzierungsbedingungen im Einklang mit Veränderungen der Inflationsaussichten entwickeln. In jedem Fall ist der EZB-Rat auch weiterhin bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Teuerungsrate – im Einklang mit der Verpflichtung des EZB-Rats auf Symmetrie – auf nachhaltige Weise seinem Inflationsziel annähert.

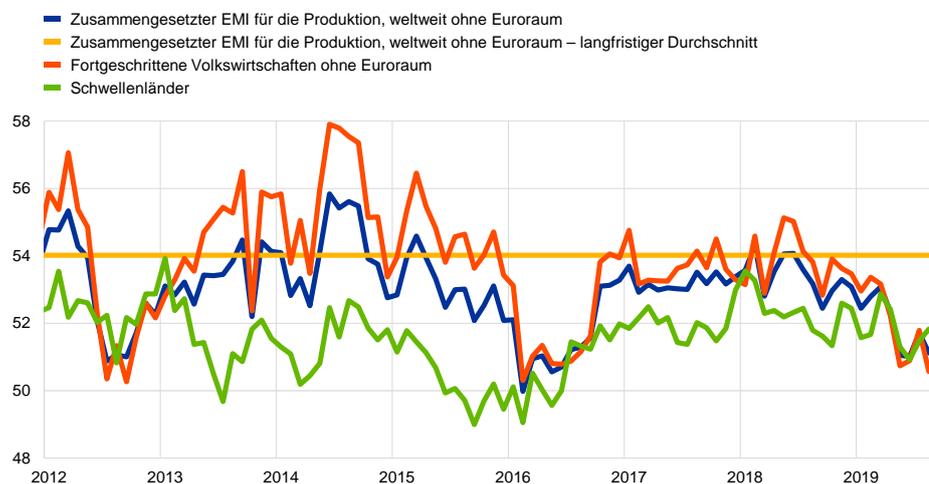
## Außenwirtschaftliches Umfeld

**Die globalen Umfrageindikatoren zum Wirtschaftswachstum deuten auf einen verhaltenen, aber sich stabilisierenden Konjunkturverlauf hin.** So lag der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euro-Währungsgebiet) im dritten Quartal dieses Jahres erneut auf Wachstumskurs und war gegenüber dem zweiten Jahresviertel praktisch unverändert. Dabei war in beiden Teilsektoren weiterhin eine stabile Entwicklung zu verzeichnen. Nach einer anhaltenden Schwächephase hat sich der globale EMI für das verarbeitende Gewerbe in den letzten Monaten verbessert und ist in den Expansionsbereich zurückgekehrt, während der Teilindex für den Dienstleistungssektor seinen Anstieg auch im dritten Quartal fortsetzte. Zwischen den einzelnen Regionen und auch innerhalb der Regionen fiel die Entwicklung indessen uneinheitlich aus. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich der zusammengesetzte EMI für die Produktion im dritten Quartal 2019, wohingegen er in Japan sank und im Vereinigten Königreich die Expansionsschwelle unterschritt. Was die aufstrebenden Volkswirtschaften betrifft, so stieg der zusammengesetzte EMI für die Produktion in Brasilien und Indien an – obwohl der Index für Indien im September nach einem drastischen Rückgang unter die neutrale Schwelle fiel – und ging in China und Russland geringfügig zurück (siehe Abbildung 1).

### Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Haver Analytics, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2019. Der langfristige Durchschnitt bildet den Zeitraum von Januar 1999 bis September 2019 ab.

**Angesichts einer erneuten Eskalation der Handelskonflikte, hoher Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit und einer möglicherweise langsameren Erholung in mehreren Schwellenländern überwiegen nach wie vor die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft.** Eine fortwährende Zuspitzung der Handelsstreitigkeiten würde aller Voraussicht nach mit höheren Anpassungskosten für ein neues Handelssystem und im Zeitverlauf mit möglichen weiteren Störungen in den globalen Wertschöpfungsketten einhergehen. Dies wiederum könnte die Auswirkungen bereits beschlossener Zölle auf die Konjunktur noch verstärken. Der Brexit ist nach wie vor mit hohen Risiken verbunden. Außerdem könnte die Erholung in einer Reihe von Schwellenländern, die eine schwere Rezession durchlaufen haben, weniger dynamisch ausfallen als erwartet. Das Tempo der Erholung wird davon abhängen, inwieweit binnenwirtschaftliche Maßnahmen zur Beseitigung struktureller Hemmnisse für das Investitions- und das Potenzialwachstum beitragen. Eine langsamere Konjunkturbelebung in diesen Ländern würde sich letztendlich in einem schwächeren Weltwirtschaftswachstum niederschlagen.

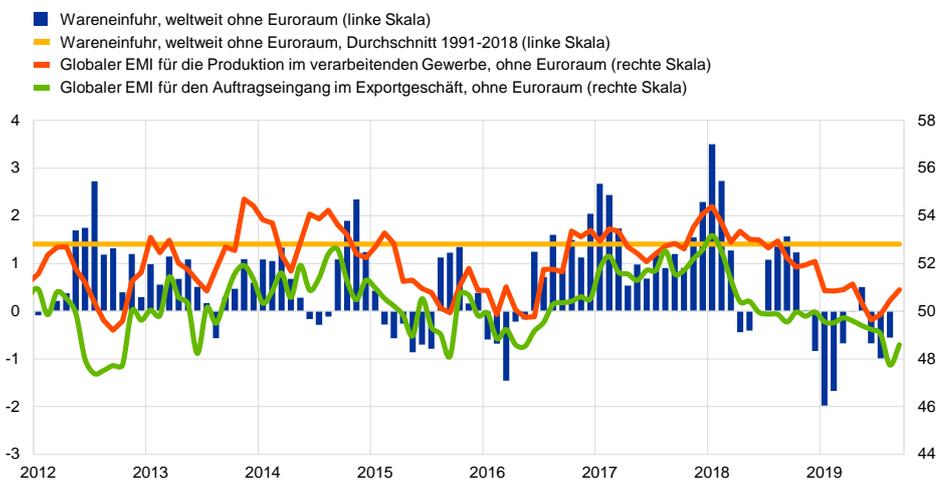
**Die globalen Finanzierungsbedingungen weisen sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor eine weitgehend stabile Entwicklung auf.** Im September hatte sich die Risikostimmung vor dem Hintergrund erneut aufkommender Erwartungen hinsichtlich eines Handelsabkommens zwischen den Vereinigten Staaten und China, des nachlassenden Risikos eines ungeordneten Brexits und positiver US-Wirtschaftsdaten leicht verbessert. Seitdem ist die Risikobereitschaft allerdings wieder gesunken, und die internationalen Aktienkurse haben einen Teil ihrer zuvor erzielten Gewinne wieder eingebüßt. Während der Offenmarktausschuss der Fed die Leitzinsen auf seiner September-Sitzung erneut zurücknahm, veranlassten schwächer als erwartet ausgefallene Wirtschaftsdaten die Finanzmärkte, weitere Zinssenkungen einzupreisen.

**Der Welthandel dürfte weiterhin eine verhaltene Dynamik an den Tag legen, da die Zollerhöhungen zum Jahresende vollständig wirksam werden.** Der internationale Handel (ohne Euroraum) ging im ersten Halbjahr 2019 aufgrund der Schwäche des innerasiatischen Handels zurück. Dabei kamen das rückläufige Wirtschaftswachstum in China und eine Abkühlung der Handelsaktivitäten im Technologiebereich zum Tragen. Die Entwicklung im ersten Halbjahr stand auch im Zeichen einer hohen Volatilität der Einfuhren ins Vereinigte Königreich, was mit einer Aufstockung der Vorräte vor dem Hintergrund des Brexits zusammenhing. Die Kurzfristindikatoren des Welthandels signalisieren geringe, aber positive Zuwächse. Die globalen Warenimporte stiegen im August auf Monatsbasis weiter an und lassen auf ein positives Wachstum des Welthandels im dritten Quartal schließen. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft notierte zwar nach wie vor unterhalb der neutralen Schwelle, zog jedoch im September leicht an, nachdem er in den fünf Monaten zuvor nachgegeben hatte (Abbildung 2).

## Abbildung 2

### Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit

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



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2019 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. September 2019 (EMIs).

**Trotz einer angespannten Arbeitsmarktlage in führenden Industrieländern ist die Inflationsdynamik weltweit nach wie vor verhalten.** In den OECD-Mitgliedstaaten verlangsamte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im August auf unter 2 %, was unter anderem auf einen geringeren Preisauftrieb in der Energiekomponente zurückzuführen war. Dagegen hielt sich die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel stabil bei 2,3 %. Ungeachtet der angespannten Lage an den Arbeitsmärkten, die sich bislang in nur moderaten Lohnsteigerungen geäußert hat, zeigte sich der Inflationsdruck in führenden Industrieländern weiterhin verhalten. Alles in allem dürfte der Druck auf die zugrunde liegende Inflation auf kurze und mittlere Sicht gedämpft bleiben.

**Die Ölpreise haben sich bei kurzfristigen Schwankungen weitgehend stabil entwickelt.** Am 14. September 2019 führte ein Drohnenangriff auf Ölförderanlagen in Saudi-Arabien zu einem Rückgang des weltweiten Ölangebots um etwa 6 %. In der Folge zogen die Ölnotierungen kräftig an, kehrten dann aber bis zum 30. September wieder auf ihr vor dem Vorfall verzeichnetes Niveau zurück, weil Saudi-Arabien Reservekapazitäten und Lagerbestände einsetzte, um die Ölversorgung angesichts von Bedenken hinsichtlich der globalen Nachfrage zu stabilisieren. Die Preise der sonstigen Rohstoffe entwickelten sich weiter uneinheitlich, wobei Metalle niedriger notierten und Nahrungsmittel sich verteuerten.

**In den Vereinigten Staaten ist die konjunkturelle Aktivität nach wie vor insgesamt robust.** Das Wachstum des realen BIP belief sich im zweiten Vierteljahr 2019 annualisiert auf 2,0 %, verglichen mit 3,1 % im Vorquartal. Dieser Rückgang war vor allem Ausdruck einer Umkehr temporärer, mit dem Außenhandel und den privaten Lagerbeständen verbundener Faktoren, die das BIP-Wachstum im ersten Jahresviertel gestützt hatten. In der Gesamtschau ist davon auszugehen, dass die Wirtschaft auf kurze Sicht von der positiven Arbeitsmarktlage, nachhaltigen Konsumausgaben und den fiskalischen Impulsen, die sich aus der Anhebung der Ausgabenobergrenzen

für das Haushaltsjahr 2020-2021 ergeben, angeschoben wird. Diese positiven Effekte dürften die sich abzeichnende Schwäche im verarbeitenden Gewerbe mehr als ausgleichen. Dank der geldpolitischen Lockerung durch den Offenmarktausschuss bleiben die Finanzierungsbedingungen günstig. Gleichzeitig erhöhen die andauernden Handelsspannungen und das weniger freundliche außenwirtschaftliche Umfeld die Unsicherheit über den Konjunkturausblick.

**In Japan setzt sich die verhaltene Konjunkturdynamik fort, da die schwache Exporttätigkeit dem kräftigen inländischen Konsum zuwiderläuft.** Das reale BIP wuchs im zweiten Jahresviertel um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und spiegelte damit die recht schwache wirtschaftliche Grunddynamik wider. Der globale Konjunkturabschwung übte einen negativen Einfluss auf die exportorientierte japanische Wirtschaft aus, was zu einer Eintrübung des Geschäftsklimas unter großen Produktionsunternehmen führte. Von den Konsumausgaben gingen indes wachstumsfördernde Impulse aus, unter anderem weil in Erwartung der für Oktober 2019 geplanten Mehrwertsteuererhöhung von 8 % auf 10 % Anschaffungen vorgezogen wurden. Allerdings hält sich die von den privaten Konsumausgaben ausgehende Dynamik vor dem Hintergrund der negativen Auswirkungen der schlechten Witterungsbedingungen, des schwindenden Verbrauchervertrauens und der niedrigen Lohnzuwächse insgesamt in Grenzen. Die Bank von Japan hielt im September an ihrem geldpolitischen Kurs fest und wies auf die Notwendigkeit einer Überprüfung der Wirtschafts- und Preisentwicklung bei der Oktober-Sitzung hin. Ungeachtet einer angespannten Arbeitsmarktlage zeigte sich die Inflation indessen weiterhin verhalten. Die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate gab erneut nach und lag im September bei 0,2 %, während die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) auf 0,3 % zurückging.

**Der Wirtschaftsausblick im Vereinigten Königreich wird nach wie vor durch die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Brexit belastet.** Das reale BIP fiel im zweiten Vierteljahr 2019 im Quartalsvergleich um 0,2 % niedriger aus. Hierin spiegelte sich zu großen Teilen eine Korrektur gegenüber dem im ersten Jahresviertel beobachteten kräftigeren Wachstum wider, dem vor allem der Vorratsaufbau im Vorfeld der ursprünglichen Brexit-Frist von Ende März zugrunde lag. Mit Blick auf die Zukunft deuten die Umfrageindikatoren auf eine weitere Abschwächung der Konsumausgaben, der Unternehmensinvestitionen und des Exportwachstums in den letzten Quartalen des Jahres hin, da die mit dem Brexit verbundene Unsicherheit weiterhin die Stimmung trübt. Zugleich dürften die von der Regierung im September angekündigten zusätzlichen Staatsausgaben im restlichen Jahresverlauf zu einem positiven BIP-Wachstum führen.

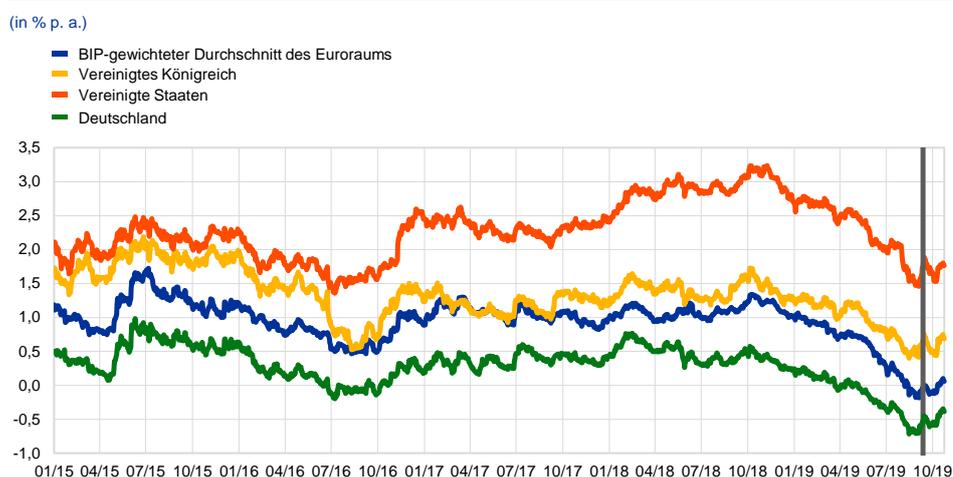
**Das BIP-Wachstum in China entwickelt sich weiter gedämpft, da die strukturell bedingte Verlangsamung durch den konjunkturellen Gegenwind verstärkt wird.** Im dritten Quartal verlangsamte sich der Anstieg des realen BIP aufgrund eines geringeren Außenbeitrags auf 6,0 % gegenüber dem Vorjahr. Die Industrieproduktion und die Investitionen schwächten sich im August erneut ab. Dies verdeutlicht, dass die chinesischen Hersteller dem Handelsdisput mit den Vereinigten Staaten einen immer höheren Tribut zu zollen haben. Positiv stimmt, dass der EMI für das verarbeitende Gewerbe die neutrale Schwelle im September wieder überschritt, was möglicherweise

darauf hindeutet, dass die Talsohle in diesem Sektor überwunden ist. Außerdem erholte sich der Pkw-Absatz im August gegenüber den zu Jahresbeginn verzeichneten Tiefständen etwas, wenngleich die jährliche Zuwachsrate nach wie vor im negativen Bereich liegt. Alles in allem ist das schwächere Wirtschaftswachstum in China sowohl durch konjunkturelle als auch durch strukturelle Faktoren bedingt. Die strukturelle Komponente ist auf eine weniger investitionsgetriebene Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft zurückzuführen. Damit geht eine Verringerung des Potenzialwachstums einher, die vornehmlich von einem langsameren Kapitalaufbau und einer nachteiligen demografischen Entwicklung herrührt. Gleichzeitig verstärken widrige konjunkturelle Bedingungen in Form einer Konjunkturschwäche im verarbeitenden Gewerbe vor dem Hintergrund der Unsicherheit in Bezug auf die Handelsspannungen den Abwärtsdruck auf das Wirtschaftswachstum. Von der Fiskal- und der Geldpolitik gehen indes nach wie vor stützende Impulse zur Stabilisierung des Wachstums aus.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

**Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet haben sich trotz gewisser Schwankungen leicht erhöht, sodass der seit Ende 2018 verzeichnete Abwärtstrend unterbrochen wurde.** Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsschuldentitel aus dem Eurogebiet stieg im Berichtszeitraum (12. September bis 23. Oktober 2019) um 11 Basispunkte auf 0,06 % (siehe Abbildung 3). Grund dafür war ein Anstieg der risikofreien Zinssätze angesichts der nachlassenden weltweiten politischen Spannungen. Im Vereinigten Königreich legten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Betrachtungszeitraum ebenfalls zu (auf rund 0,69 %), während sie in den Vereinigten Staaten geringfügig zurückgingen (auf 1,77 %).

**Abbildung 3**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Tageswerte. Die graue vertikale Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 23. Oktober 2019.

**Die Abstände zwischen den Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet und dem risikofreien Zinssatz für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) blieben im Berichtszeitraum weitgehend stabil.** Bei deutschen Staatsschuldentiteln mit zehnjähriger Laufzeit vergrößerte sich der Abstand um 3 Basispunkte auf -0,24 %, bei entsprechenden französischen Anleihen um 5 Basispunkte auf 0,07 % und bei italienischen Papieren um 7 Basispunkte auf 1,23 %. Im Gegensatz dazu gingen die Spreads spanischer, portugiesischer und griechischer Staatsanleihen um 9, 15 bzw. 34 Basispunkte auf 0,43 %, 0,35 % bzw. 1,47 % zurück. In der Folge blieb der BIP-gewichtete Spread für den Euroraum insgesamt mit 0,21 % unverändert.

**An den Aktienmärkten im Eurogebiet lagen die marktbreiten Indizes aufgrund rückläufiger Aktienrisikoprämien im Plus.** Die Börsennotierungen finanzieller und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet erhöhten sich im Berichtszeitraum um 5,2 % bzw. 0,2 %. Die Aktienkurse wurden zwar durch den Anstieg der risikofreien Zinssätze sowie einen leichten Rückgang der längerfristigen Gewinnerwartungen gedämpft, doch wurde dies durch eine Verringerung der

Aktienrisikoprämien, die zum Teil möglicherweise mit einem gewissen Nachlassen der weltweiten Handelsspannungen und der imminenten Brexit-Risiken zusammenhing, mehr als ausgeglichen.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum blieben im Berichtszeitraum stabil.** Das oben erwähnte Plus an den Aktienmärkten spiegelte sich nicht in den Spreads von Unternehmensanleihen wider. Die Renditeabstände gegenüber dem risikofreien Zinssatz beliefen sich sowohl im Fall von Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften als auch von Anleihen des Finanzsektors im Berichtszeitraum praktisch unverändert auf 67 bzw. 146 Basispunkte. Wenngleich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen derzeit über den Anfang 2018 verzeichneten Tiefständen liegen, bewegen sie sich nach wie vor etwa 25 Basispunkte unter dem Niveau, das im März 2016 vor der Ankündigung und anschließenden Einführung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) zu beobachten war.

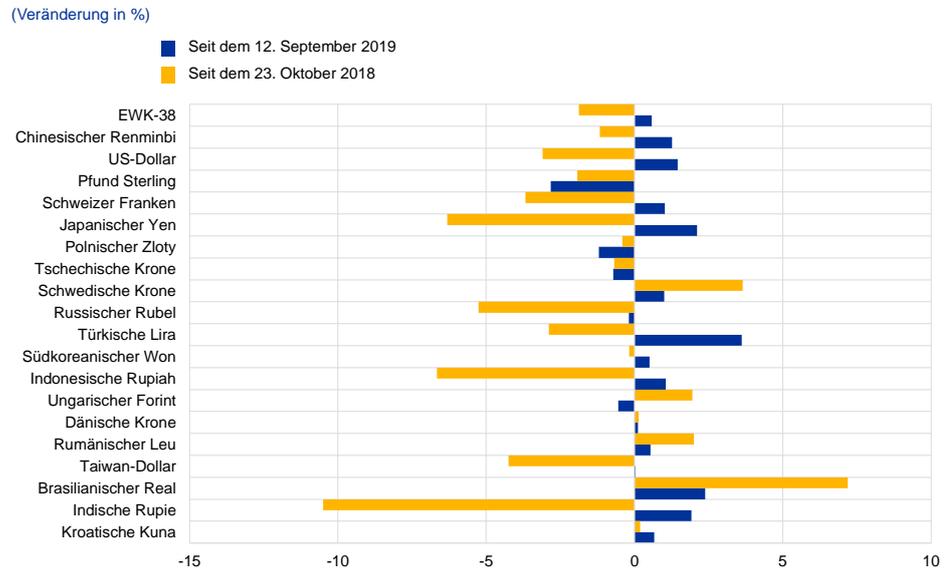
**Der EONIA (Euro Overnight Index Average) und der neue Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierten im Betrachtungszeitraum im Schnitt bei -45 bzw. -54 Basispunkten.** Beide Referenzwerte lagen damit rund 10 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Niveau vom August 2019 und bildeten so die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität am 18. September 2019 ab. Die Methodik für die Berechnung des EONIA wurde am 2. Oktober 2019 geändert. Er wird nun als €STR zuzüglich eines festen Zinsaufschlags in Höhe von 8,5 Basispunkten gebildet (siehe Kasten 1). Die Überschussliquidität verringerte sich um etwa 74 Mrd € auf rund 1 687 Mrd €. Dieser Rückgang 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.

**Die EONIA-Terminzinnskurve verlagerte sich im Berichtszeitraum nach oben und gab so zu erkennen, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer weiteren Herabsetzung des Einlagesatzes abnahmen.** Die Kurve weist Anfang 2021 einen Tiefpunkt von etwa -0,53 % auf, was bedeutet, dass eine weitere Senkung des Einlagesatzes um 10 Basispunkte nicht mehr vollständig eingepreist ist. Insgesamt betrachtet liegt die Kurve bei den Zeithorizonten bis 2026 nach wie vor unter null, da die Märkte weiterhin mit einer länger anhaltenden Negativzinsphase rechnen.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handlungsgewichteter Rechnung gestützt durch zunehmende Zinsabstände auf breiter Front auf** (siehe Abbildung 4). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 38 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Betrachtungszeitraum um 0,6 %. Grund dafür war eine stärkere Notierung des Euro gegenüber wichtigen Währungen wie dem US-Dollar (+1,5 %), dem chinesischen Renminbi (+1,3 %), dem japanischen Yen (+2,1 %) und dem Schweizer Franken (+1,0 %). Auch in Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer gewann die Gemeinschaftswährung an Wert. Gleichzeitig verlor der Euro aber vor dem Hintergrund von Meldungen über eine gestiegene Wahrscheinlichkeit eines geordneten Brexits zum Pfund Sterling an Boden (-2,8 %). Auch zum polnischen Zloty

(-1,2 %), zur tschechischen Krone (-0,7 %) und zum ungarischen Forint (-0,5 %) notierte er etwas schwächer.

**Abbildung 4**  
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



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 23. Oktober 2019.

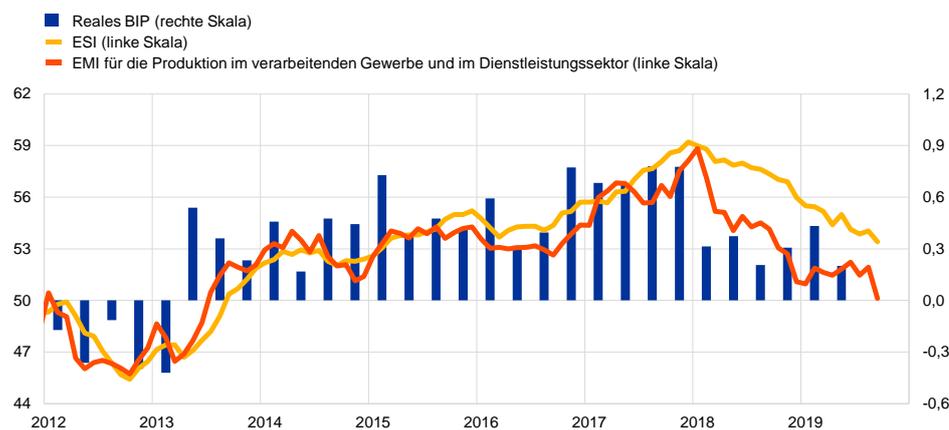
## Konjunkturentwicklung

**Das Wachstum des realen BIP hat sich im zweiten Vierteljahr 2019 aufgrund des schwachen Handels verlangsamt.** Im Quartalsvergleich erhöhte sich die Produktion im Euro-Währungsgebiet im zweiten Jahresviertel 2019 um 0,2 % nach einem Plus von 0,4 % im vorangegangenen Dreimonatszeitraum (siehe Abbildung 5). Während von der inländischen Nachfrage weiterhin positive Impulse auf das BIP-Wachstum ausgingen, fiel der Beitrag des Außenhandels negativ aus. Die Vorratsveränderungen leisteten mit nahezu null einen neutralen Beitrag. Für das zweite Halbjahr 2019 lassen die Konjunkturindikatoren auf ein anhaltendes, wenn auch langsames Wachstum schließen.

### Abbildung 5

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

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, Markit und EZB-Berechnungen.

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

### Die Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet entwickelten sich weiterhin robust.

Die Beschäftigung erhöhte sich im zweiten Jahresviertel 2019 um 0,2 % nach 0,4 % im ersten Vierteljahr, was mit der Abschwächung des Produktionswachstums im Einklang steht. Dieser Zuwachs war länder- und sektorenübergreifend zu beobachten. Somit hat die Beschäftigung seit Mitte 2013 nunmehr 24 Quartale in Folge zugenommen, und die Zahl der Beschäftigten ist um rund 11,2 Millionen gestiegen. Das vierteljährliche Wachstum der Stundenproduktivität belief sich im zweiten Quartal 2019 auf null, nachdem im ersten Jahresviertel ein leichtes Plus verzeichnet worden war.

### Mit Blick auf die Zukunft deuten die jüngsten Daten und Umfrageindikatoren nach wie vor auf ein positives, wenngleich moderates Beschäftigungswachstum hin.

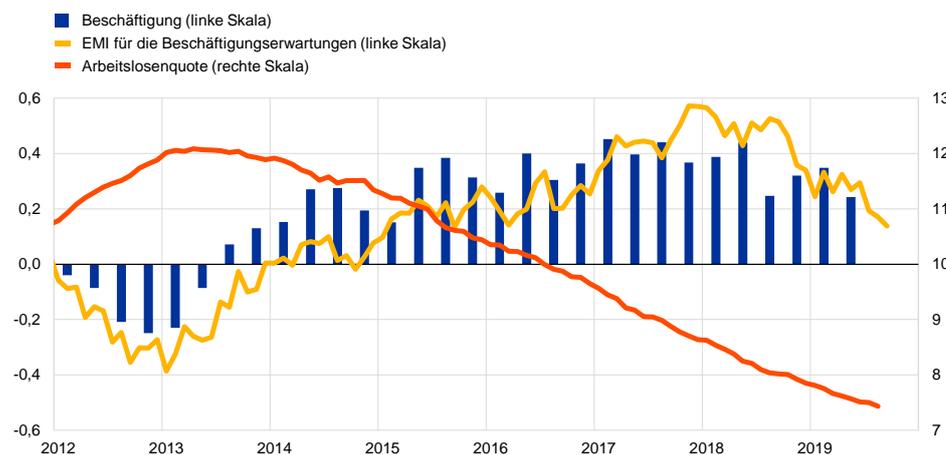
Die Arbeitslosenquote im Euroraum belief sich im August auf 7,4 % nach 7,5 % im Vormonat. Die Konjunkturindikatoren sind zwar gegenüber den im vergangenen Jahr verzeichneten Höchstständen gesunken, lassen aber darauf

schließen, dass das Beschäftigungswachstum auf kurze Sicht – getragen vom Dienstleistungssektor – weiterhin positiv ausfallen wird.

### Abbildung 6

#### Beschäftigung, EMI für die Beschäftigungserwartungen und Arbeitslosenquote im Euroraum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex; rechte Skala: 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 zweite Quartal 2019 (Beschäftigung), September 2019 (EMI) bzw. August 2019 (Arbeitslosenquote).

**Die zunehmende Beschäftigung stützt nach wie vor das Einkommen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte.** Im zweiten Vierteljahr 2019 erhöhte sich der private Verbrauch um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem die Zunahme im ersten Jahresviertel etwas höher ausgefallen war. Das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte blieb von der jüngsten konjunkturellen Abkühlung weitgehend unberührt. Die jährliche Wachstumsrate des real verfügbaren Bruttoeinkommens stieg von 2,1 % im ersten auf 2,2 % im zweiten Quartal. Insgesamt blieb die Beschäftigungsentwicklung während der konjunkturellen Schwächephase robust und stützte das Arbeitseinkommen. Darüber hinaus wirkten sich auch niedrigere direkte Steuern und Sozialversicherungsbeiträge, die finanzpolitische Maßnahmen in einer Reihe von Euro-Ländern widerspiegeln, positiv auf die Kaufkraft der Privathaushalte aus. Die Sparquote stieg im zweiten Quartal des laufenden Jahres weiter an, da sich das Einkommen stärker erhöhte als der Konsum.

**Mit Blick auf die Zukunft dürften die privaten Konsumausgaben weiterhin kontinuierlich zunehmen.** Aus den jüngsten Daten zu den Einzelhandelsumsätzen und Pkw-Neuzulassungen geht hervor, dass der private Verbrauch im dritten Quartal 2019 weniger stark gestiegen ist als im vorangegangenen Jahresviertel. Andere Indikatoren stützen jedoch das Bild einer stetigen Konsumdynamik. Das Verbrauchervertrauen hat sich im Jahresverlauf 2019 stabilisiert, nachdem es seit Ende 2017 abwärts tendiert hatte, und lag im Oktober in der Nähe des zu Jahresbeginn verzeichneten Niveaus. Auch die jüngsten Umfrageergebnisse lassen auf günstige Bedingungen am Arbeitsmarkt schließen, die sich weiterhin positiv auf das Einkommen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte auswirken sollten.

**Die Unternehmensinvestitionen dürften sich angesichts einer erhöhten Unsicherheit und niedriger Gewinnmargen weiterhin verhalten entwickeln, während sie zugleich von günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt werden.**

Die Investitionen (ohne Bauinvestitionen) stiegen im zweiten Vierteljahr 2019 um 11 % gegenüber dem Vorquartal an. Ausschlaggebend hierfür war größtenteils ein kräftiger Zuwachs in Irland, der den Offenheitsgrad und die volatilen Kapitalströme der irischen Wirtschaft widerspiegelte. Für die nahe Zukunft deuten aktuelle Daten auf ein anhaltendes, aber moderates Wachstum der Unternehmensinvestitionen im Euro-Raum hin. Die Investitionsgüterproduktion lag in den Monaten Juli und August im Schnitt 0,5 % über dem im zweiten Quartal 2019 verzeichneten Durchschnittswert. Vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Handelskonflikte und geopolitischen Risiken nahm die Zuversicht in der Investitionsgüterbranche im September jedoch ab. Auch die schwachen Gewinnmargen der Unternehmen, die seit Mitte 2017 einem Abwärtstrend folgen, dürften das Wachstum der Unternehmensinvestitionen belasten. Darüber hinaus sank die (seit dem ersten Vierteljahr 2018 rückläufige) Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal des laufenden Jahres fast wieder auf ihren historischen Durchschnitt, nachdem sie mehr als zwei Jahre lang darüber gelegen hatte. Positiv stimmt, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen, die sich im Zugang nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu Krediten widerspiegeln, die Unternehmensinvestitionen weiterhin stützen werden.

**Die Wohnungsbauinvestitionen dürften auf kurze Sicht weiterhin verhalten zunehmen.**

Der vierteljährliche Zuwachs der Wohnungsbauinvestitionen kam nach 1,4 % im ersten Vierteljahr 2019 im zweiten Quartal zum Stillstand; dies war der niedrigste Wert seit vier Jahren. Die jüngsten Konjunkturindikatoren und Umfrageergebnisse liegen zwar nach wie vor über ihrem historischen Durchschnitt, deuten aber für das dritte Quartal 2019 auf eine schwache Dynamik hin. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für das Baugewerbe signalisiert für das dritte Jahresviertel eine positive, wenngleich nachlassende Dynamik. Unterdessen lag der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im Baugewerbe unter seinem im zweiten Quartal verzeichneten Durchschnittswert und weist auf ein weitgehend flaches Wachstum in diesem Sektor hin.

**Im zweiten Quartal 2019 stagnierten die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen in Länder außerhalb des Euroraums und die Einfuhren nahmen zu, während sich der Handel innerhalb des Eurogebiets weiter abschwächte.**

Nach einer kurzen Erholung im ersten Vierteljahr 2019 gerieten die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen in Länder außerhalb des Euroraums im zweiten Jahresviertel 2019 ins Stocken, wobei sich der Lageraufbau im Vereinigten Königreich umkehrte. Wachstumshemmend wirkte sich insbesondere die Entwicklung der Vorleistungs- und Investitionsgüter aus. Unterdessen erhöhte sich die Einfuhr von Waren und Dienstleistungen aus Staaten außerhalb des Eurogebiets, was auf einen deutlichen Anstieg irischer Importe zurückzuführen war. Innerhalb des Euroraums kam es sowohl bei den Exporten als auch bei den Importen im zweiten Quartal nach einem leichten Wiederanstieg im ersten Vierteljahr zu einer Abschwächung. Im Vormonatsvergleich blieb der Warenhandel des Euro-Währungsgebiets im August in nominaler Rechnung weitgehend stabil auf einem schwachen Niveau. Dabei entwickelte sich der Handel mit Ländern außerhalb und innerhalb des Euroraums

unterschiedlich. Während sich die Warenausfuhr in Drittländer im August leicht erholte und nach einem Plus von 0,2 % im Juli im Vormonatsvergleich um 0,4 % anstieg, sank die Wareneinfuhr aus diesen Ländern um 1,2 %. Die Warenexporte innerhalb des Euroraums schwächten sich weiter ab, und zwar um 1,6 % gegenüber dem Vormonat. Auch die Einfuhren waren rückläufig, hier belief sich das Minus auf 0,4 %. Frühindikatoren weisen auf eine anhaltende kraftlose Exportentwicklung in Drittländer hin. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes und die von der Europäischen Kommission ermittelte Einschätzung der Auftragslage verringerten sich im September erneut. Zugleich gibt es bei den Seetransportindikatoren Anzeichen dafür, dass die Talsohle auf einem sehr niedrigen Niveau erreicht ist.

**Die aktuellen Daten und Umfrageergebnisse deuten auf ein moderates, aber positives Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte 2019 hin.** Diese Entwicklung lässt sich in erster Linie dem schwachen Welthandel und den länger anhaltenden Unsicherheiten zuschreiben. So lag etwa die Industrieproduktion im Juli und August im Schnitt unter dem Durchschnitt des zweiten Quartals 2019, was auf einen weiteren vierteljährlichen Rückgang im dritten Quartal schließen lässt. Aus aktuellen Umfrageergebnissen geht hervor, dass der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im dritten Vierteljahr unter ihrem jeweiligen Durchschnittswert vom zweiten Jahresviertel lagen. Dabei fiel der Rückgang beiden Umfragen zufolge im verarbeitenden Gewerbe größer aus als in der Dienstleistungsbranche. Eine eingehendere Untersuchung des Zusammenhangs zwischen den Entwicklungen im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe findet sich in Kasten 3.

**Das Wachstum im Eurogebiet wird auch in Zukunft von den günstigen Finanzierungsbedingungen getragen werden.** Zudem dürften weitere Beschäftigungszuwächse, steigende Löhne und die anhaltende – wenn auch etwas schwächere – Expansion der Weltwirtschaft das Wachstum stützen. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Oktober von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen des privaten Sektors für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Juli für die Jahre 2019, 2020 und 2021 nach unten korrigiert wurden.

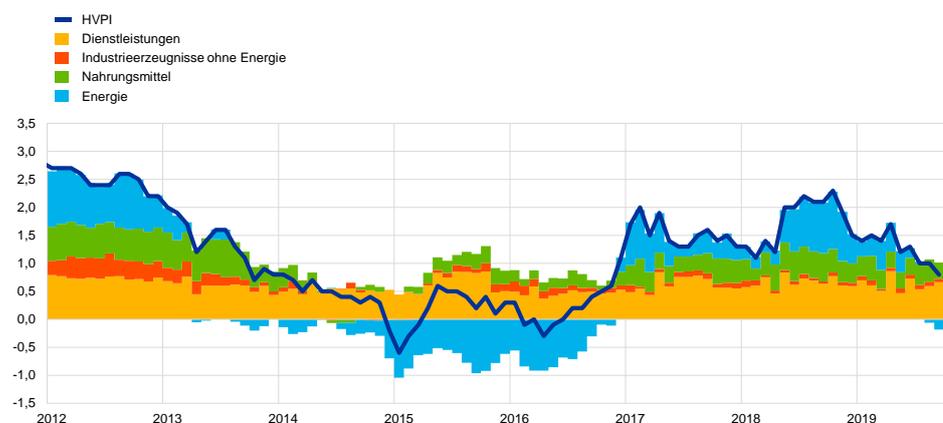
**Die Risiken für die Wachstumsaussichten des Eurogebiets sind nach wie vor abwärtsgerichtet.** Sie betreffen vor allem länger anhaltende Unsicherheiten im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren, einen zunehmenden Protektionismus und Anfälligkeiten in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

**Die am HVPI gemessene Inflationsrate sank im September 2019 auf 0,8 % nach 1,0 % im Vormonat.** Maßgeblich hierfür war eine geringere Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln. Die Inflationsrate für Energie hat sich gegenüber dem Ende 2018 verzeichneten hohen Niveau weiter verringert und wies im September ein negatives Vorzeichen auf.

### Abbildung 7

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2019. Die Steigerungsraten 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 und setzten ihre Seitwärtsbewegung fort.** Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel erhöhte sich im September auf 1,0 % nach 0,9 % im August und wird weiterhin von methodischen Veränderungen beeinflusst.<sup>1</sup> Ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr und Bekleidung gerechnet, lag die HVPI-Inflation im September bei 1,1 % und war damit seit Mai unverändert. Andere Maße der zugrunde liegenden Inflation, einschließlich der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (PCCI) und des Supercore-Indikators,<sup>2</sup> deuteten ebenfalls auf eine Fortsetzung der breit angelegten Seitwärtsbewegung hin, die seit mehreren Quartalen zu beobachten ist.

#### Der Preisdruck für im HVPI erfasste Industrieerzeugnisse ohne Energie

**schwächte sich leicht ab.** Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel betrug im August wie bereits im Vormonat 0,8 %. Die Vorjahresrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel verringerte sich leicht von 0,6 % im Juli auf 0,4 % im August. In den vorgelegten Stufen der Wertschöpfungskette schwächte sich der Anstieg der

<sup>1</sup> Änderungen bei der statistischen Erfassung von Pauschalreisen in Deutschland übten den Schätzungen zufolge einen Abwärtseffekt auf den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum aus. Siehe hierzu Deutsche Bundesbank, Zum dämpfenden Sondereffekt beim HVPI im Juli 2019, in: [Konjunktur in Deutschland](#), Monatsbericht August 2019, S. 59-61.

<sup>2</sup> Siehe auch EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 2 und Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018.

Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter geringfügig ab. Die entsprechende Rate ging von -0,3 % im Juli auf -0,4 % im August zurück. Auch die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter war rückläufig und sank im selben Zeitraum von 0,0 % auf -0,3 %. Die globale Teuerung auf der Erzeugerebene (ohne Energie) nahm ebenfalls weiter ab und betrug im August 2,0 % nach 2,5 % im Juli; damit lag sie unter ihrem langfristigen Durchschnitt von 2,3 %.

**Das Lohnwachstum entwickelte sich weiterhin robust.** Die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer betrug im ersten Quartal des laufenden Jahres 2,3 % und im zweiten Quartal 2,2 %. Die Daten für das erste und zweite Vierteljahr 2019 wurden durch eine signifikante Abnahme der Sozialbeiträge in Frankreich infolge gesetzlicher Änderungen beeinflusst.<sup>3</sup> Die Jahreswachstumsrate der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer, bei der die Sozialbeiträge nicht berücksichtigt werden und die daher von der Gesetzesänderung in Frankreich unberührt blieb, lag im zweiten Jahresviertel bei 2,5 % nach 2,6 % im Vorquartal und 2,3 % im Vorjahresdurchschnitt. Die Jahressteigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer hat sich seit Mitte 2018 auf einem knapp über dem historischen Durchschnitt von 2,1 % liegenden Niveau stabilisiert.<sup>4</sup>

**Die marktbasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen entwickelten sich weiterhin verhalten, während die umfragebasierten Erwartungen leicht rückläufig waren.** Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag am 23. Oktober 2019 bei 1,20 % und damit weitgehend auf dem Niveau von Anfang September sowie acht Basispunkte über dem neuen historischen Tiefstand von 1,12 % vom 3. Oktober 2019. Die marktbasierte Wahrscheinlichkeit einer Deflation hält sich trotz eines im Betrachtungszeitraum verzeichneten kontinuierlichen Aufwärtstrends nach wie vor in Grenzen. Zugleich deutet das zukunftsgerichtete Profil der marktbasierten Indikatoren der Inflationserwartungen weiterhin auf eine länger andauernde Phase niedriger Inflationsraten hin. Aus dem von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) (SPF) für das vierte Quartal 2019 ergeben sich für die jährliche HVPI-Inflationsrate in den Jahren 2019, 2020 und 2021 Punktprognosen von durchschnittlich 1,2 %, 1,2 % bzw. 1,4 %. Damit wurden diese Ergebnisse gegenüber der vorangegangenen Umfrage für 2019 und 2021 um jeweils 0,1 Prozentpunkte und für 2020 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Zurückzuführen sind diese Revisionen in erster Linie auf niedrigere Ölpreise, schwächere Wachstumsaussichten, das zuletzt unerwartet niedrige Inflationsniveau und erhöhte Unsicherheiten in Bezug auf den Handel und den Brexit. Die längerfristigen Inflationserwartungen lagen im Schnitt weiterhin bei 1,7 %.

---

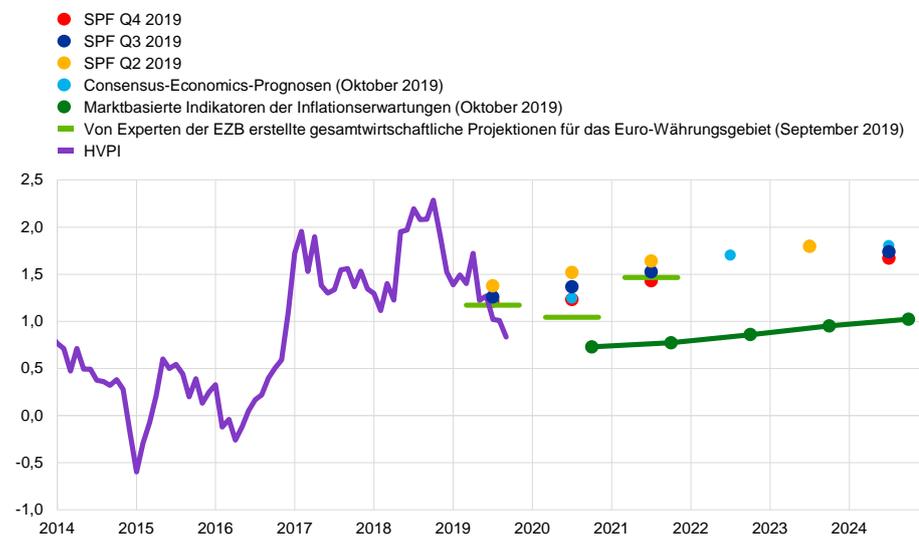
<sup>3</sup> Dies hing mit einer dauerhaften Senkung der arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge in Frankreich zusammen, die im ersten Quartal 2019 an die Stelle der Steuergutschrift für Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung („crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi“ – CICE) trat.

<sup>4</sup> Der historische Durchschnitt basiert auf Daten vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2019.

## Abbildung 8

### Marktbasierte und umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



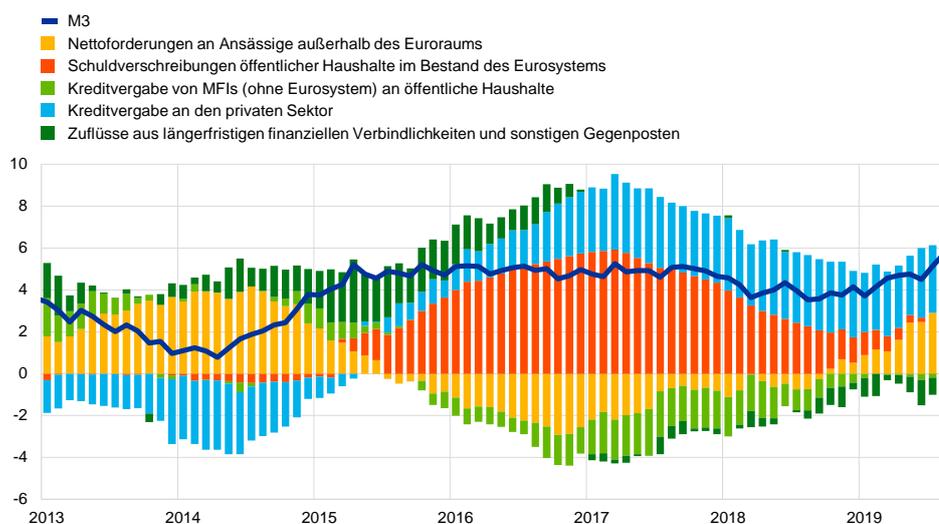
Quellen: Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet (September 2019) und Consensus Economics (17. Oktober 2019).

Anmerkung: Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2019 erstreckte sich auf den Zeitraum vom 1. bis zum 7. Oktober 2019. Die aus Marktpreisen abgeleitete Kurve basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen beziehen sich auf den 23. Oktober 2019.

**Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge blieb im August robust.** Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich aufgrund eines positiven Basiseffekts von 5,1 % im Juli auf 5,7 % im August (siehe Abbildung 9). Gestützt wurde das Wachstum dieses Geldmengenaggregats weiterhin von den niedrigen Opportunitätskosten für das Halten von M3-Beständen, während der positive Beitrag der Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zur Jahreswachstumsrate von M3 ausklang. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, trug nach wie vor am stärksten zum Wachstum der weit gefassten Geldmenge bei. Die Jahreswachstumsrate von M1 lag im August 2019 bei 8,4 %, verglichen mit 7,8 % im Juli, und damit etwa 2 Prozentpunkte über ihrer zeitweiligen Talsohle im Januar. Bei Betrachtung der Komponenten dieser Geldmenge ist festzustellen, dass die jährliche Zunahme des Bargeldumlaufs solide blieb, aber in historischer Betrachtung nicht besonders hoch ausfiel, was darauf hindeutet, dass keine umfassende Substitution durch Barmittel stattgefunden hat.

**Abbildung 9**  
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

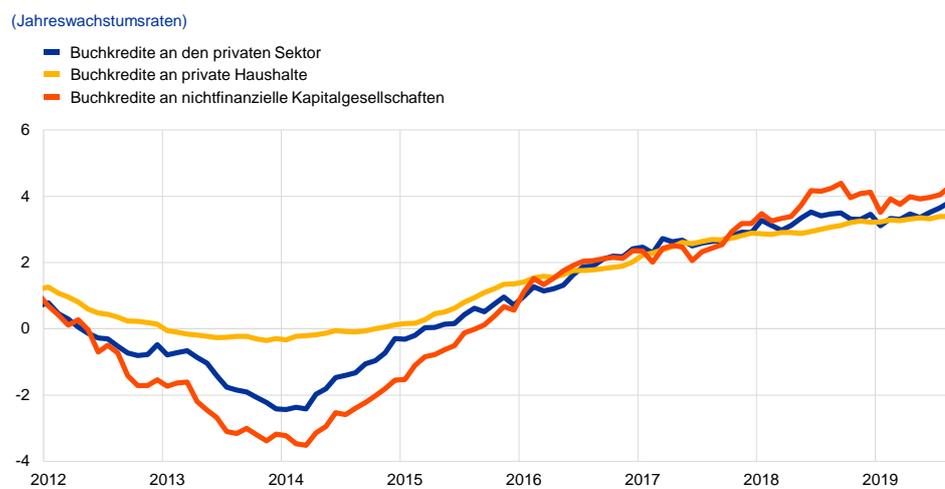
Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem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

**Die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums stabilisierten sich, und die Kreditvergabe an den privaten Sektor war weiterhin die wichtigste Quelle des Geldmengenwachstums.** Der schwindende Beitrag des APP zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 9) wurde großenteils durch den positiven Wachstumsimpuls der Kreditvergabe an den privaten Sektor kompensiert (siehe die blauen Balkenabschnitte in Abbildung 9). Darüber hinaus haben auch die monetären Zuflüsse von außerhalb des Euroraums (siehe die gelben Balkenabschnitte in Abbildung 9) seit Oktober 2018 das M3-Wachstum gestärkt. Diese Entwicklung spiegelt ein gesteigertes Interesse ausländischer Anleger an

Vermögenswerten des Eurogebiets wider. Die Kreditvergabe der MFIs im Euroraum (ohne Eurosystem) an öffentliche Haushalte leistete erneut einen geringfügig negativen Beitrag zum Wachstum von M3 (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 9). Auch der Bremseffekt der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten auf den jährlichen Zuwachs der weit gefassten Geldmenge fiel weiterhin nur gering aus (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte in Abbildung 9).

**Das jährliche Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor blieb weitgehend unverändert.** Die Jahreswachstumsrate der um Verkäufe, Verbriefungen und fiktive Cash-Pooling-Aktivitäten bereinigten MFI-Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im August auf 3,8 %, verglichen mit 3,7 % im Juli (siehe Abbildung 10). Ausschlaggebend hierfür war vor allem der Anstieg der jährlichen Zuwachsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 4,0 % im Juli auf 4,3 % im August, der teilweise auf einen Sonderfaktor zurückzuführen war. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an private Haushalte belief sich im August 2019 wie schon im Vormonat auf 3,4 %. Das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hatte im September 2018 mit einem Höchststand von 4,3 % einen Wendepunkt erreicht; diese Entwicklung steht im Einklang mit einer verzögerten zyklischen Reaktion dieser Kredite auf die realwirtschaftliche Aktivität und die im Jahr 2018 verzeichnete Verringerung der Gesamtnachfrage. Basierend auf dem gleichen Muster hatte die vergangene Verbesserung bei den Anlageinvestitionen, die für einen Großteil des Wachstums der Unternehmenskredite verantwortlich ist, einen stabilisierenden Effekt auf die Kreditentwicklung. Insgesamt wurde das Buchkreditwachstum weiterhin durch die historisch niedrigen Bankkreditzinsen und das insgesamt günstige Angebot an Bankdarlehen gestützt. Dies kommt auch in den Ergebnissen der jüngsten [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) zum Ausdruck. Darüber hinaus haben die Banken Fortschritte bei der Konsolidierung ihrer Bilanzen erzielt.

**Abbildung 10**  
Buchkredite an den privaten Sektor



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

**Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2019 wurden die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite und Wohnungsbaukredite an private Haushalte etwas gelockert.**

Die Risikoeinschätzung der Kreditinstitute hinsichtlich der Konjunkturaussichten wirkte allerdings erneut in Richtung einer Verschärfung der Kreditrichtlinien (d. h. der internen Richtlinien oder Kriterien von Banken für die Kreditgewährung), während die Banken in der vorangegangenen Erhebung insgesamt mit unveränderten Richtlinien gerechnet hatten. Die Bedingungen für die Kreditgewährung (d. h. die in den Kreditverträgen vereinbarten tatsächlichen Kreditbedingungen) für Unternehmens- und Wohnungsbaukredite wurden im dritten Quartal 2019 trotz des anhaltenden Wettbewerbsdrucks verschärft. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem höhere Margen für risikoreichere Kredite. Begünstigt durch das Niedrigzinsumfeld nahm die Nachfrage der privaten Haushalte sowohl nach Wohnungsbaukrediten als auch nach Konsumentenkrediten abermals zu. Die Nachfrage nach Ersteren wurde außerdem weiterhin durch die positiven Aussichten für den Wohnungsmarkt gestärkt. Bei den Unternehmenskrediten blieb die Nachfrage unterdessen weitgehend stabil, da sich die Lagerhaltung und der Rückgriff auf Betriebsmittel erstmals seit 2013 negativ in der Nachfrage nach Bankkrediten niederschlugen. Ferner gaben die Banken an, dass sich das APP nach wie vor positiv auf ihre Kreditvergabevolumina, Liquiditätsposition und Finanzierungsbedingungen am Markt, aber negativ auf ihre Ertragslage ausgewirkt habe. Zudem habe der negative Zinssatz für die Einlagefazilität zu einem Anstieg des Vergabevolumens und einem Rückgang der Kreditzinssätze in allen Darlehenskategorien beigetragen, aber zugleich die Nettozinserträge beeinträchtigt.

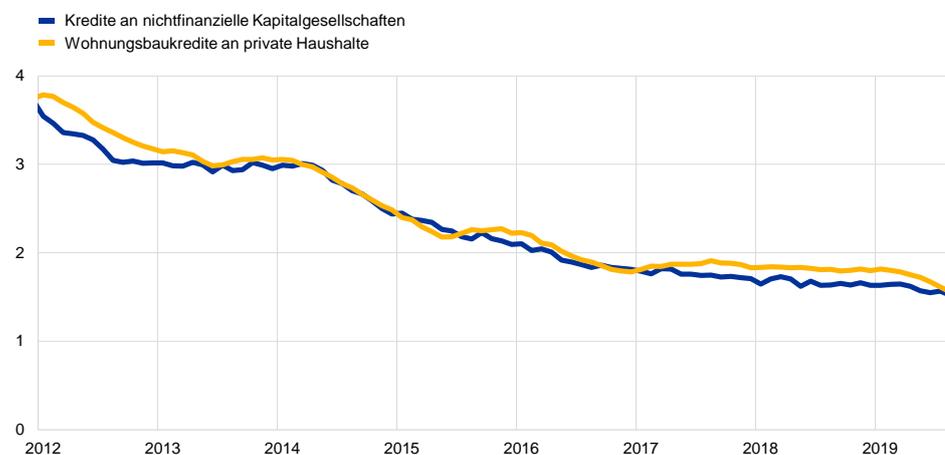
**Die Kreditzinsen sind im Einklang mit den Referenzzinssätzen am Markt weiter gesunken und haben somit das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet gestützt.**

Die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Wohnungsbaukredite an private Haushalte erreichten im August 2019 mit 1,52 % bzw. 1,56 % neue historische Tiefstände (siehe Abbildung 11). Der Wettbewerbsdruck und die günstigeren Refinanzierungskosten der Banken wirkten sich dabei dämpfend auf die Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Privathaushalte aus. Seit der Ankündigung der Kreditlockerungsmaßnahmen der EZB im Juni 2014 haben die gewichteten Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte allgemein deutlich nachgegeben. In der Zeit von Mai 2014 bis August 2019 sanken sie um rund 140 bzw. 135 Basispunkte. In den Euro-Ländern, die am meisten von der Finanzkrise betroffen waren, verbilligten sich Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften einschließlich jener an kleine Unternehmen (unter der Annahme, dass sehr kleine Kredite von bis zu 0,25 Mio € hauptsächlich an kleine Firmen ausgereicht werden) besonders deutlich. Dies ist insgesamt ein Anzeichen dafür, dass die Geldpolitik über Euro-Länder und Unternehmensgrößen hinweg einheitlicher auf die Bankkreditzinsen übertragen wird.

## Abbildung 11

### Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

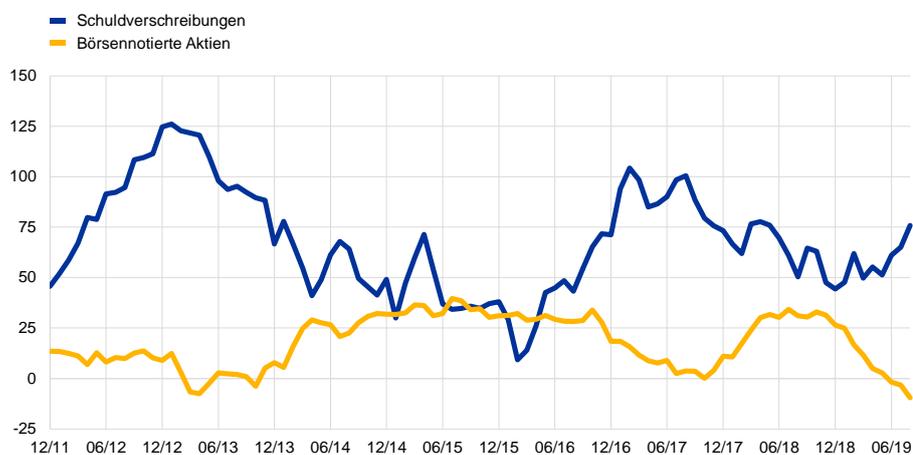
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2019.

**Wenngleich die Nettoemission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum im August 2019 leicht negativ war, setzte sich der seit Anfang 2019 zu beobachtende Aufwärtstrend der jährlichen Ströme fort.** Aus aktuellen Daten der EZB geht hervor, dass der Nettostrom an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen im August 2019 geringfügig negativ ausfiel. Dieses negative Monatsergebnis steht jedoch mit dem typischen Saisonmuster der Zeitreihe im Einklang und wurde zudem durch die Tilgung von Schuldverschreibungen eines einzelnen Unternehmens in einem Mitgliedstaat beeinflusst. Insgesamt nahmen die jährlichen Ströme an Schuldverschreibungen weiter zu und kehrten auf das Niveau von Ende 2017 zurück (siehe Abbildung 12). Die verfügbaren Marktdaten deuten darauf hin, dass die Nettoemission von Schuldverschreibungen sowohl im Investment-Grade-Bereich als auch im Hochzinssegment Ende des dritten Quartals 2019 relativ robust blieb. Die Nettoemission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften fiel im August 2019 negativ aus und setzte somit den Abwärtstrend fort, der Ende 2018 begonnen hatte und nur im April 2019 kurzzeitig unterbrochen worden war. Der negative Absatz börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften scheint sowohl mit der gedämpften Fusions- und Übernahmeaktivität zusammenzuhängen als auch damit, dass die Unternehmen im Rahmen ihres Bilanzmanagements verstärkt auf Aktienrückkäufe sowie Aktienezahlung zurückgreifen.

## Abbildung 12

### Nettoemission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum

(jährliche Ströme in Mrd €)



Quelle: EZB.

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

### Schätzungen zufolge sind die Finanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum seit August 2019 zurückgegangen.

Die nominalen Gesamtkosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Beteiligungsfinanzierungen) beliefen sich im August 2019 auf 4,7 %, dürften Projektionen zufolge aber zuletzt wieder in etwa auf das Niveau vom Frühling und Frühsommer 2019 gesunken sein. Infolgedessen lagen die Finanzierungskosten im Oktober 2019 zwar schätzungsweise 15 Basispunkte über ihrem historischen Tiefstand vom April 2019, aber erheblich unter dem Niveau vom Sommer 2014. Der geschätzte Rückgang der Finanzierungskosten seit August dieses Jahres ist gänzlich auf eine Abnahme der Eigenkapitalkosten zurückzuführen, die nur teilweise durch einen leichten Anstieg der Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung ausgeglichen wurde (diese hatten im August 2019 ein historisches Tief erreicht). Die Eigenkapitalkosten haben sich seit August aufgrund niedrigerer Risikoprämien verringert, was unter anderem mit der leichten Entschärfung der weltweiten Handelsspannungen und der Brexit-Risiken zusammenhing. Die geringfügige Verteuerung der marktbasierenden Fremdfinanzierung seit August ist Ausdruck eines Anstiegs der langfristigen risikofreien Zinssätze, der wiederum unter anderem darauf zurückzuführen sein könnte, dass die Marktteilnehmer nicht mehr so stark mit weiteren Zinssenkungen rechnen.

# Kästen

## 1 Der EONIA geht, der €STR kommt

Pascal Nicoloso und Vladimir Tsonchev

### **Am 2. Oktober 2019 veröffentlichte die EZB erstmals ihren neuen unbesicherten Tagesgeld-Referenzzinssatz für das Euro-Währungsgebiet, den Euro Short-Term Rate, kurz €STR.**

Der Zinssatz wird ausschließlich auf Basis von Transaktionen mit finanziellen Gegenparteien in Euro, die gemäß der Verordnung über Geldmarktstatistiken (Verordnung (EU) Nr. 1333/2014) gemeldet werden, berechnet und bildet die Kosten der Banken im Euroraum für die unbesicherte Aufnahme von Geldern in Euro im Großkundengeschäft ab<sup>1</sup>, wohingegen für den EONIA die Interbankausleihungen erhoben wurden. Der Satz wird an jedem TARGET2-Geschäftstag um 8.00 Uhr MEZ publiziert und beruht auf Transaktionen, die am vorangegangenen TARGET2-Geschäftstag durchgeführt und abgewickelt wurden. Regeln zur Sicherstellung einer ausreichenden Datenbasis gewährleisten, dass der Satz repräsentativ ist. Demnach a) müssen mindestens 20 Banken, die aktuell nach der Verordnung über Geldmarktstatistiken meldepflichtig sind, entsprechende Meldungen abgeben und b) dürfen die fünf größten meldepflichtigen Institute höchstens 75 % des gesamten Transaktionsvolumens am jeweiligen Tag melden.

Nach Empfehlungen einer Arbeitsgruppe des privaten Sektors<sup>2</sup> und im Nachgang zu einem öffentlichen Konsultationsverfahren hat das European Money Market Institute in seiner Funktion als Administrator des EONIA die EONIA-Methodik am 2. Oktober dahingehend geändert, dass der EONIA bis zu seiner Einstellung am 3. Januar 2022 auf Basis des €STR zuzüglich eines festen Spreads von 8,5 Basispunkten gebildet wird. Damit geht de facto eine zwanzigjährige Ära zu Ende, in der der EONIA den Referenzzinssatz für Kurzfristzinsen im Euroraum darstellte.

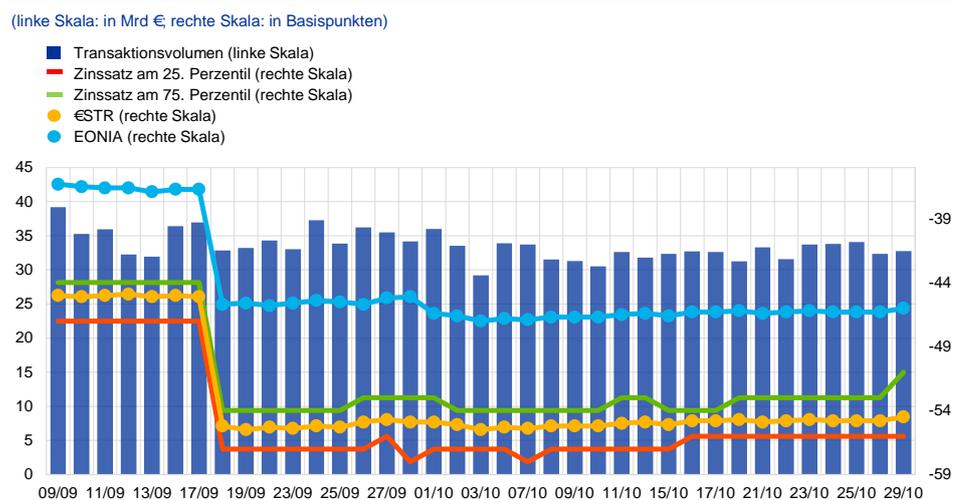
**Der Start des €STR war sowohl in technischer Hinsicht als auch aus Sicht der Märkte erfolgreich.** Die Einführung des neuen Referenzzinssatzes und die Änderung der EONIA-Methodik wurden dem Finanzsektor vorab gut vermittelt und sind von diesem rechtzeitig vorbereitet worden, sodass es zu keinen gravierenden Störungen kam. So wurden beispielsweise interne Systeme entsprechend angepasst, um der neuen Veröffentlichungszeit des Referenzzinssatzes (am Morgen des auf das Referenzdatum folgenden Tages) Rechnung zu tragen. Außerdem haben inzwischen die ersten auf den €STR indexierten Transaktionen am außerbörslichen Swapmarkt sowie entsprechende Wertpapieremissionen stattgefunden.

<sup>1</sup> Weitere Informationen über den €STR und eine Erläuterung der Methodik finden sich auf der [Website](#) der EZB.

<sup>2</sup> Informationen über die Arbeitsgruppe zu risikofreien Euro-Zinssätzen sind auf der [Website](#) der EZB verfügbar.

**Das Verfahren für die tägliche Berechnung des €STR hat dank der Bemühungen des gesamten Eurosystems und der Institute, die im Rahmen der Verordnung über Geldmarktstatistiken meldepflichtig sind, bislang reibungslos und zuverlässig funktioniert.** Überdies hat sich die €STR-Methodik bereits als verlässlich erwiesen, wie an zwei Beispielen deutlich wird: Zum einen wurde – wie aus den Pre-€STR-Daten hervorgeht – die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität der EZB am 18. September vollständig und unverzüglich weitergegeben; außerdem sind der Zinssatz und die Verteilung der zugrunde liegenden Transaktionen am 25. und 75. Perzentil seit dem 1. Oktober recht stabil geblieben, wobei sich die Volumina zwischen 29 Mrd € und 35 Mrd € bewegen (siehe Abbildung A). Zum anderen hatte der deutsche Feiertag am 3. Oktober 2019 kaum Einfluss auf den Zinssatz und seine verschiedenen Metriken. Zwar nahm das Volumen an diesem Tag um 4,3 Mrd € gegenüber dem Vortag ab, aber es verblieb dennoch ein hinreichender Abstand der Metriken für die Teilnahme und die Konzentration zu den entsprechenden für Eventualfälle definierten Robustheitsschwellen erhalten, durch die – wie im ersten Absatz erläutert – eine ausreichende Datenbasis definiert wird (siehe Abbildung B).

**Abbildung A**  
 €STR seit dem 9. September 2019

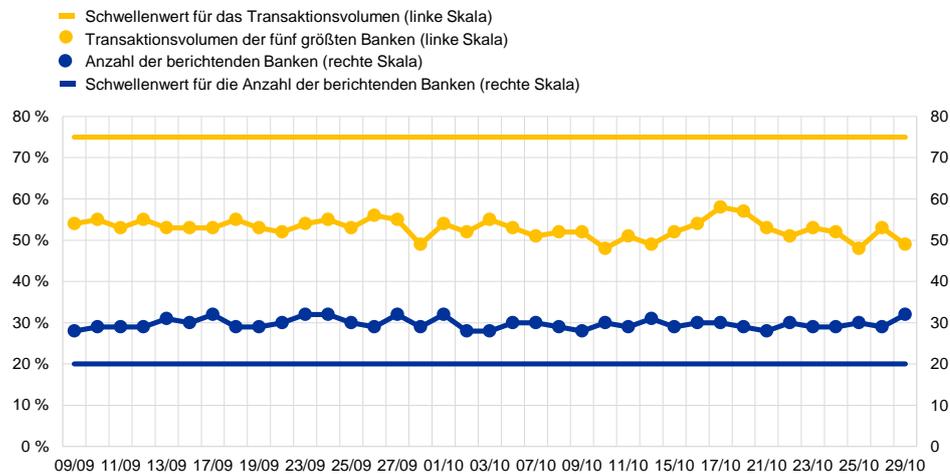


Quelle: EZB.  
 Anmerkung: Pre-€STR bis zum 30. September 2019, €STR seit dem 1. Oktober 2019.

## Abbildung B

### €STR-Robustheitsmetriken seit dem 9. September 2019

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Pre-€STR bis zum 30. September 2019, €STR seit dem 1. Oktober 2019.

## Entwicklungen im Dienstleistungssektor und Korrelation mit dem verarbeitenden Gewerbe

Magnus Forsells, Neale Kennedy und Lisa Marie Timm

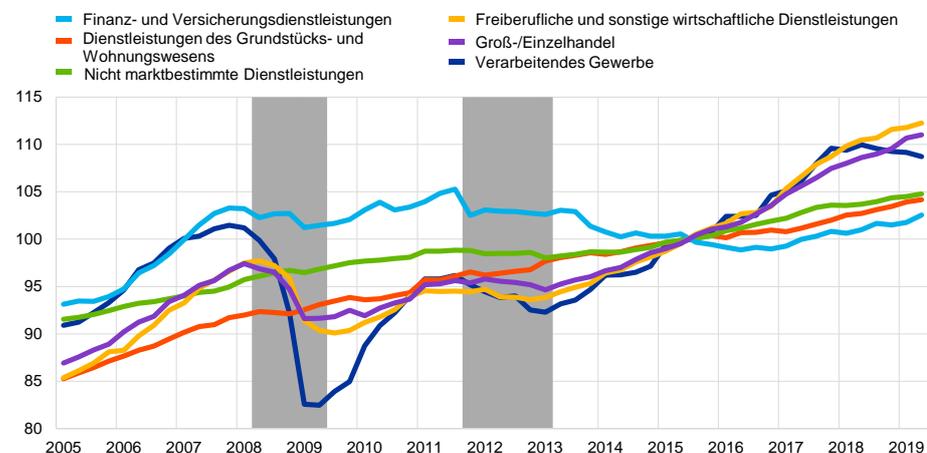
**Im vorliegenden Kasten geht es um den Dienstleistungssektor im Euro-Währungsgebiet und dessen Korrelation mit dem verarbeitenden Gewerbe. Dabei wird insbesondere der Frage nachgegangen, inwieweit dieser Sektor von der jüngsten Eintrübung im verarbeitenden Gewerbe beeinflusst werden könnte.** Das Wirtschaftswachstum im Euroraum hat sich in den vergangenen Quartalen verlangsamt. Zuzuschreiben ist dies hauptsächlich den Auswirkungen der fortdauernden Schwäche des Welthandels auf das verarbeitende Gewerbe in einem Umfeld anhaltender globaler Unsicherheit. Der Dienstleistungssektor hat sich angesichts des Abschwungs im verarbeitenden Gewerbe allerdings bislang recht gut behauptet. Grund hierfür dürfte die robuste Entwicklung der Binnennachfrage sein, die ihrerseits von dem sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs profitiert. Dieser wirkt sich nach wie vor positiv auf die Arbeitsmärkte aus und sorgt für günstige Finanzierungsbedingungen. Der Dienstleistungssektor, in dem mehr als 70 % der gesamten Wertschöpfung erzeugt werden, ist ein wichtiger Antriebsmotor der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Euroraum.

**Der Dienstleistungssektor ist sehr heterogen.** Betrachtet man den Sektor als Ganzes, so ist eine Unterscheidung in marktbestimmte und nicht marktbestimmte Dienstleistungen sinnvoll. Letztere umfassen Bereiche wie das Bildungs- und das Gesundheitswesen und machen rund ein Drittel aller Dienstleistungen aus. Ihr Wachstum ist in der Regel relativ stabil und nichtzyklisch (siehe Abbildung A), was auch in dem 2013 (nach der Staatsschuldenkrise) einsetzenden Konjunkturaufschwung und im Zuge der seit 2018 verzeichneten Eintrübung zu beobachten war. Demgegenüber ist der Wachstumsverlauf marktbestimmter Dienstleistungen zumeist eher konjunkturell geprägt. Zu diesem Teilsektor gehören verschiedene Branchen wie der Groß- und Einzelhandel oder das Grundstücks- und Wohnungswesen, auf die ungefähr 15 % bzw. 11 % der gesamten Wertschöpfung entfallen. Sie sind stärker auf die Konsumenten sowie auf Finanz- und Versicherungsdienstleistungen (5 % der Wertschöpfung) und andere eher unternehmensbezogene Dienstleistungen ausgerichtet. Anders als das verarbeitende Gewerbe konnten diese Wirtschaftsbereiche ihr relativ kräftiges Wachstum in den vergangenen Quartalen fortsetzen.

## Abbildung A

### Anstieg der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe

(Index: 2015 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

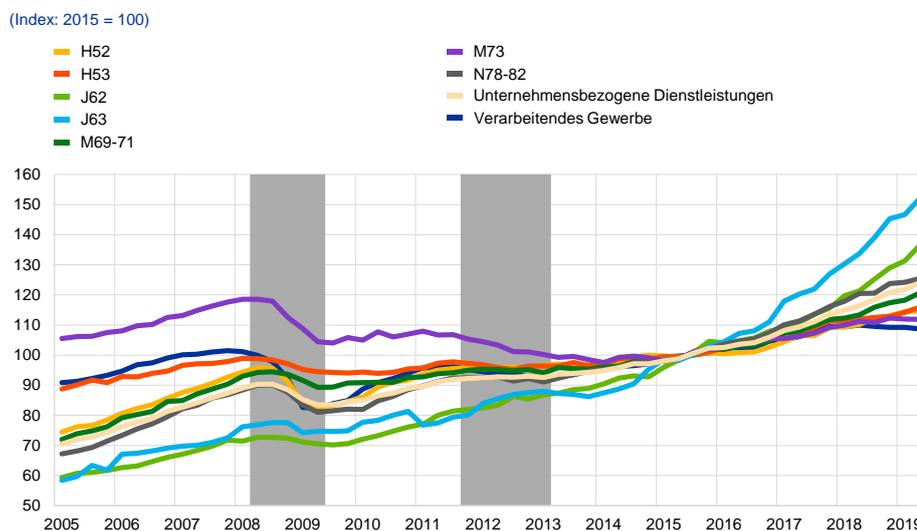
Anmerkung: Die grau schattierten Bereiche stehen für Rezessionsphasen in der Abgrenzung des Euro Area Business Cycle Dating Committee des CEPR.

### Das Risiko von Übertragungseffekten aus dem verarbeitenden Gewerbe ist im Bereich der unternehmensbezogenen Dienstleistungen besonders hoch.

Abbildung B veranschaulicht die Entwicklung in verschiedenen Sektoren, die zusammen als unternehmensbezogene Dienstleistungen bezeichnet werden können. Sie umfassen einen Teil der Transportdienstleistungen, Teile der Informationstechnologie- und der Informationsdienstleistungen, die freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen sowie einige der sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen. In der Summe machen sie einen Anteil von rund 14 % der gesamten Wertschöpfung aus. In diesen Sektoren kam es zwar während der Finanzkrise 2008-2009 zu einem Abschwung, doch zeigten sie sich in den Jahren 2011-2012 recht widerstandsfähig. Während der jüngsten Konjunkturverlangsamung im verarbeitenden Gewerbe setzten sie ihr kräftiges Wachstum zumeist fort. Zugleich wiesen die Zuwachsraten in den einzelnen Teilsektoren in den letzten Jahren große Unterschiede auf. Die wissensintensiveren Bereiche scheinen sehr rasch gewachsen zu sein, während einiges darauf hindeutet, dass sich die Aktivität in anderen Sektoren zum Jahreswechsel abgeflacht hat.

## Abbildung B

### Umsatz im Bereich der unternehmensbezogenen Dienstleistungen und im verarbeitenden Gewerbe



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

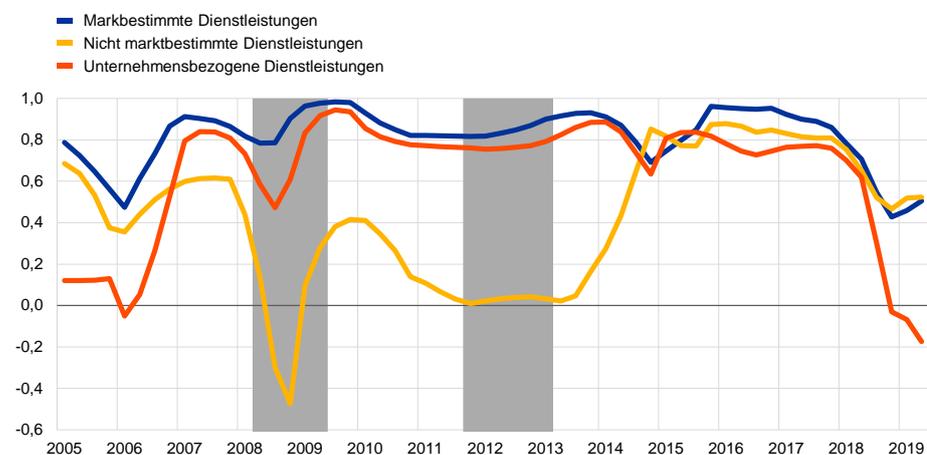
Anmerkung: Die Sektorenbezeichnung entspricht der Wirtschaftszweigsystematik gemäß NACE Rev. 2. H52: Lagerei sowie Erbringung von sonstigen Dienstleistungen für den Verkehr; H53: Post-, Kurier- und Expressdienste; J62: Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie; J63: Informationsdienstleistungen; M69-71: Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung; Verwaltung und Führung von Unternehmen und Betrieben, Unternehmensberatung; Architektur- und Ingenieurbüros; M73: Werbung und Marktforschung; N78-82: Vermittlung und Überlassung von Arbeitskräften; Reisebüros, Reiseveranstalter und Erbringung sonstiger Reservierungsdienstleistungen; Wach- und Sicherheitsdienste sowie Detekteien; Reinigung von Gebäuden, Straßen und Verkehrsmitteln; Erbringung von wirtschaftlichen Dienstleistungen für Unternehmen und Privatpersonen.

**Eine Analyse der Korrelation zwischen dem verarbeitenden Gewerbe und verschiedenen Bereichen des Dienstleistungssektors belegt, dass der konjunkturelle Gleichlauf vor allem in Abschwungphasen unterschiedlich stark ausgeprägt ist.** Der stärkste Gleichlauf mit dem verarbeitenden Gewerbe wurde für Teile der marktbestimmten Dienstleistungen, darunter auch die unternehmensbezogenen Dienstleistungen, ermittelt. In Abbildung C wird über einen rollierenden Fünfjahreszeitraum dargestellt, inwieweit die jährlichen Wachstumsraten der marktbestimmten, nicht marktbestimmten und unternehmensbezogenen Dienstleistungen mit dem verarbeitenden Gewerbe korrelieren. Dabei sind im Zeitverlauf Abweichungen zu beobachten. Sie beziehen sich insbesondere auf die Korrelation zwischen den nicht marktbestimmten Dienstleistungen und dem verarbeitenden Gewerbe, die in Rezessionsphasen abnimmt. In den letzten Jahren, als in beiden Sektoren ein stabiles positives Wachstum verzeichnet wurde, war der Gleichlauf indessen stärker. Dagegen weisen die marktbestimmten und unternehmensbezogenen Dienstleistungen im gesamten Betrachtungszeitraum generell eine deutlich höhere und stabilere Korrelation mit dem verarbeitenden Gewerbe auf. Diese hat sich allerdings in beiden Fällen zuletzt abgeschwächt, möglicherweise weil sich die Inlandsnachfrage robuster als in früheren Phasen entwickelte. Hierin kommt die sehr akkommodierende Geldpolitik zum Ausdruck, die nach wie vor die Arbeitsmärkte stützt und für günstige Finanzierungsbedingungen sorgt.

### Abbildung C

Korrelation zwischen verschiedenen Bereichen des Dienstleistungssektors und dem verarbeitenden Gewerbe über einen rollierenden Fünfjahreszeitraum

(Korrelationskoeffizienten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Korrelationen wurden für die Jahreswachstumsraten des jeweiligen Dienstleistungsbereichs und das Wachstum der Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe errechnet. Die unternehmensbezogenen Dienstleistungen wurden als gewichteter Durchschnitt der einzelnen Komponenten ermittelt.

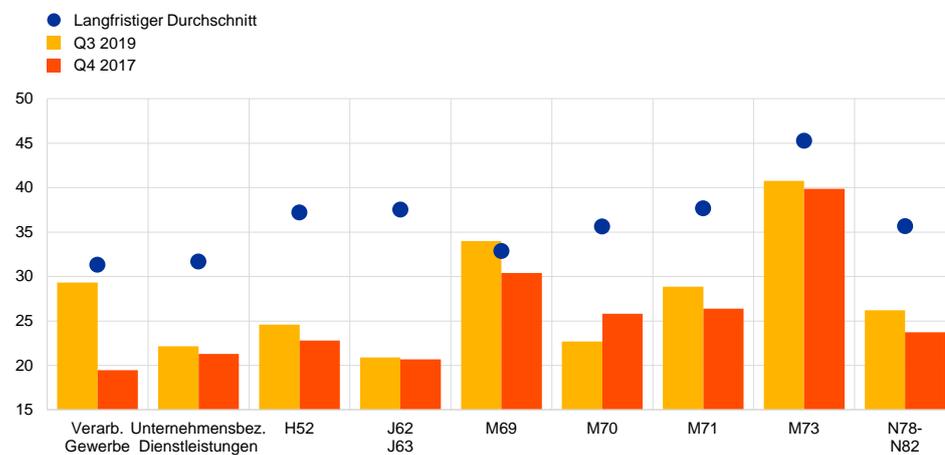
**Bislang gibt es kaum Anzeichen dafür, dass sich der Nachfragerückgang auf die unternehmensbezogenen Dienstleistungen ausgewirkt hat, wenngleich aktuelle Umfrageergebnisse auf eine Wachstumsverlangsamung schließen lassen.**

Die Branchenumfragen der Europäischen Kommission, die auch eine gesonderte Betrachtung der unternehmensbezogenen Dienstleistungen ermöglichen, legen den Schluss nahe, dass die Bedeutung einer unzureichenden Nachfrage als Faktor, der zu Einschränkungen bei der Bereitstellung unternehmensbezogener Dienstleistungen führt, nach wie vor geringer ist als im langjährigen Durchschnitt und sich in den vergangenen Quartalen kaum verändert hat (siehe Abbildung D). Dies bildet einen Gegensatz zum verarbeitenden Gewerbe, in dem sich die Nachfrage seit Ende 2017 spürbar abgeschwächt hat. Aus Umfragen der jüngeren Zeit ergaben sich indes rückläufige Werte, die auf ein langsames Wachstum hindeuteten. Die vorliegende Untersuchung hat gezeigt, dass die Entwicklung im Bereich der unternehmensbezogenen Dienstleistungen und anderer wichtiger Dienstleistungssektoren in den kommenden Monaten genau beobachtet werden muss, um mögliche aufkommende Übertragungseffekte aus dem verarbeitenden Gewerbe zeitnah erfassen zu können.

## Abbildung D

Einschätzung der Bedeutung einer unzureichenden Nachfrage als Faktor für Produktionsbeschränkungen im verarbeitenden Gewerbe und bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen

(Salden in %)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Nähere Angaben zu den Teilsektoren der unternehmensbezogenen Dienstleistungen finden sich in den Anmerkungen zu Abbildung B. Der langfristige Durchschnitt bezieht sich auf den Zeitraum 2003-2019.

## Ein stilisierter Indikator der Arbeitsmarktzyklen im Euro-Währungsgebiet auf Basis der Einschätzung von Führungskräften

Vasco Botelho

**Im vorliegenden Kasten wird die aktuelle Position des Euroraums im Arbeitsmarktzyklus anhand eines stilisierten Indikators der Beschäftigungs- und Produktionsschwankungen, welcher auf Daten aus der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex (EMI) beruht, beurteilt.** Der EMI besteht aus einer Reihe monatlicher Indikatoren, die sich aufgrund ihrer Aktualität und ihrer monatlichen Verfügbarkeit dazu eignen, Veränderungen der Wachstumsraten wichtiger gesamtwirtschaftlicher Variablen, z. B. der Beschäftigung und des realen BIP, zu prognostizieren. Die monatlichen EMI-Daten können jedoch im Laufe der Zeit stark schwanken, da sie nicht nur Informationen über strukturelle Faktoren und die konjunkturelle Lage der Wirtschaft, sondern auch Einschätzungen von Führungskräften bezüglich der unmittelbaren Reaktion ihrer Unternehmen auf idiosynkratische Ereignisse im Zeitverlauf enthalten. Da Letztere anfällig für Messfehler oder Informationsasymmetrien sein dürften, wird ein stilisierter Arbeitsmarktindikator<sup>3</sup> gebildet, indem ein sogenannter Tiefpassfilter auf die zugrunde liegenden monatlichen EMI-Daten zur Beschäftigung und zur Produktion angewendet wird, wodurch die EMI-Daten geglättet und die relevanten Informationen isoliert werden sollen, um so die aktuelle zyklische Lage des Arbeitsmarkts beurteilen zu können.

**Zur Erstellung des stilisierten Indikators der Arbeitsmarktzyklen im Euroraum wird die Entwicklung des EMI-Indikators für die Beschäftigung der Entwicklung des EMI-Indikators für die Produktion gegenübergestellt.** Weist der EMI-Indikator für die Beschäftigung ein Niveau von über (unter) 50 auf, so bedeutet dies, dass die Beschäftigung den Erwartungen zufolge in diesem Monat steigen (fallen) wird. Dasselbe gilt für den Zusammenhang zwischen dem Niveau des EMI-Indikators für die Produktion und der erwarteten Entwicklung des realen BIP im entsprechenden Monat. Da die EMI-Daten in Bezug auf die aggregierte Entwicklung von Beschäftigung und BIP interpretierbar sind, wird der stilisierte Indikator der Arbeitsmarktzyklen visualisiert, indem das Niveau der EMI-Indikatoren für die Beschäftigung und die Produktion gegen deren jeweilige Veränderungen im Vergleich zum Vormonat

<sup>3</sup> Der in diesem Kasten vorgestellte Ansatz ist mit dem von der Europäischen Kommission entwickelten Economic Climate Tracer (ECT) vergleichbar, der auf die Branchen- und Verbraucherumfragen der Kommission angewendet wird. Einzelheiten zur Erstellung des ECT finden sich in der entsprechenden [methodischen Dokumentation](#), Informationen zum aktuellen ECT in: Europäische Kommission, [European Business Cycle Indicators: 3rd Quarter 2019](#), Oktober 2019. Die in diesem Kasten verwendete Methode zur Datenvisualisierung entspricht weitgehend der von der Europäischen Kommission verwendeten Vorgehensweise. Der stilisierte Indikator im vorliegenden Kasten weicht insofern vom ECT ab, als er den von Christiano und Fitzgerald entwickelten approximativen Bandpassfilter verwendet (siehe L. J. Christiano und T. J. Fitzgerald, The Band Pass Filter, International Economic Review, Bd. 44, Nr. 2, 2003, S. 435-465), der eine Zerlegung jedes EMI-Indikators in eine Trendkomponente, eine zyklische Komponente und eine hochfrequente Komponente, die den Überfluss an Veränderungen in den EMI-Daten erfassen und mit kurzfristigen Wirtschaftsschwankungen (Zyklen von weniger als sechs Quartalen) in Verbindung bringen kann, ermöglicht. Der in diesem Kasten vorgestellte stilisierte Indikator wird dann als Summe der Trend- und der zyklischen Komponente des EMI für die Beschäftigung gebildet. Ein ähnlicher Ansatz findet auf den EMI für die Produktion Anwendung, sodass die aktuelle Position im Konjunkturzyklus in Bezug auf den Arbeitsmarkt mit derjenigen der Wirtschaft verglichen werden kann.

aufgetragen wird. Hierdurch können sich vier Positionen im Arbeitsmarktzyklus ergeben: a) Ein Niveau über 50, das sich gegenüber dem Vormonat erhöht hat, steht für eine Expansion, b) ein Niveau über 50, das gegenüber dem Vormonat zurückgegangen ist, signalisiert eine Abschwächung, c) ein Niveau unter 50, das sinkt, wird als Rezession betrachtet und d) ein Niveau unter 50, das sich gegenüber dem Vormonat verbessert hat, markiert eine Erholung. Darüber hinaus wird immer dann eine lokale Spitze (oder Talsohle) verzeichnet, wenn der Indikator im Vergleich zum Vormonat keinerlei Veränderung aufweist und sein Niveau über (unter) einem Wert von 50 liegt.

**Der stilisierte Arbeitsmarktindikator für das Eurogebiet deutet seit Februar 2018 auf eine Abschwächung am Arbeitsmarkt hin, wobei der Indikator für die Beschäftigung eine zeitliche Verzögerung gegenüber dem Indikator für die Produktion aufweist.**<sup>4</sup> Abbildung A zeigt die zyklische Lage des Arbeitsmarkts im Euroraum in den vergangenen sieben Jahren (von September 2012 bis September 2019). Die Einschätzung von Führungskräften zur Position ihres Unternehmens im Beschäftigungs- und Produktionszyklus stellt – insbesondere zu Beginn der aktuellen Erholung – einen Frühindikator für die aggregierte Entwicklung der harten Daten dar. Den auf dem EMI für die Beschäftigung und die Produktion beruhenden stilisierten Indikatoren zufolge ist am Arbeitsmarkt im Eurogebiet seit Dezember 2012 und bei der Produktion seit September 2012 eine Erholung zu beobachten. Der Beginn dieser Phase liegt damit einige Monate vor dem offiziellen Tiefstand, der vom Euro Area Business Cycle Dating Committee des Centre for Economic Policy Research (CEPR) verlautbart wurde. Im September 2019 befand sich der Arbeitsmarkt im Euroraum der Einschätzung zufolge immer noch in einer Abschwächungsphase, wobei der Indikator für die Beschäftigung seit Februar 2018 und der Indikator für die Produktion seit Oktober 2017 eine Abkühlung anzeigen. Die derzeitigen Beschäftigungs- und Produktionsschwankungen scheinen daher mit einer reiferen Phase des Zyklus im Einklang zu stehen, die sich üblicherweise durch Bewegungen im Bereich Expansion/Abschwächung auszeichnet.

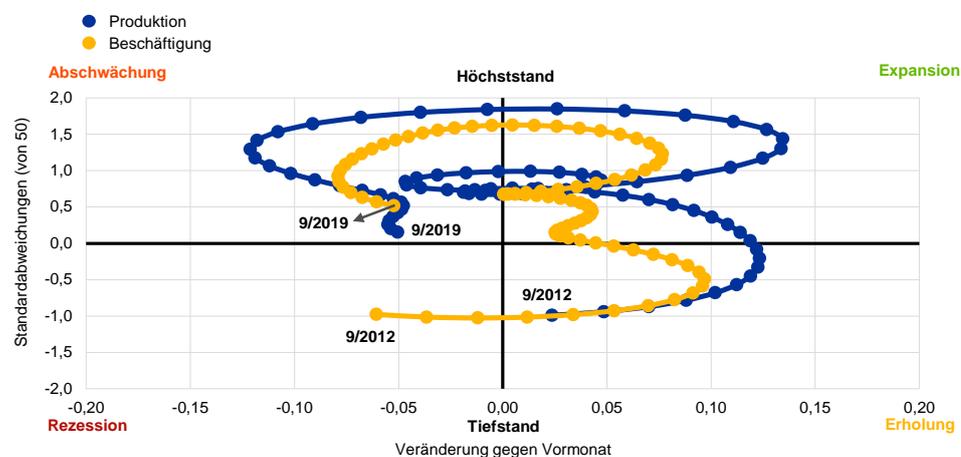
---

<sup>4</sup> Der zeitliche Nachlauf der Beschäftigung zur Produktion steht mit der Einschätzung im Einklang, dass Anpassungskosten beim Arbeitskräfteeinsatz oder Arbeitsmarktrigiditäten auf Unternehmensebene bestehen. Der stilisierte Arbeitsmarktindikator liefert nämlich Belege dafür, dass Unternehmen erwägen, in Reaktion auf Schwankungen ihres Produktionsniveaus zunächst andere Produktionsfaktoren (beispielsweise Änderungen am intensiven Rand des Arbeitskräfteeinsatzes) anzupassen, bevor sie ihr Beschäftigungsniveau über eine Änderung ihrer Einstellungs- und Entlassungspolitik optimieren. Die zeitlich verzögerte Reaktion der Beschäftigung auf das BIP zeigt sich auch in den Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen; siehe hierzu EZB, [Beschäftigungswachstum und BIP im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2019, März 2019.

## Abbildung A

### Stilisierter Indikator der zyklischen Position des Arbeitsmarkts im Euroraum

(y-Achse: Niveau; x-Achse: Veränderung gegenüber dem Vormonat; alle Werte ausgedrückt in Standardabweichungen vom Wert 50)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2019.

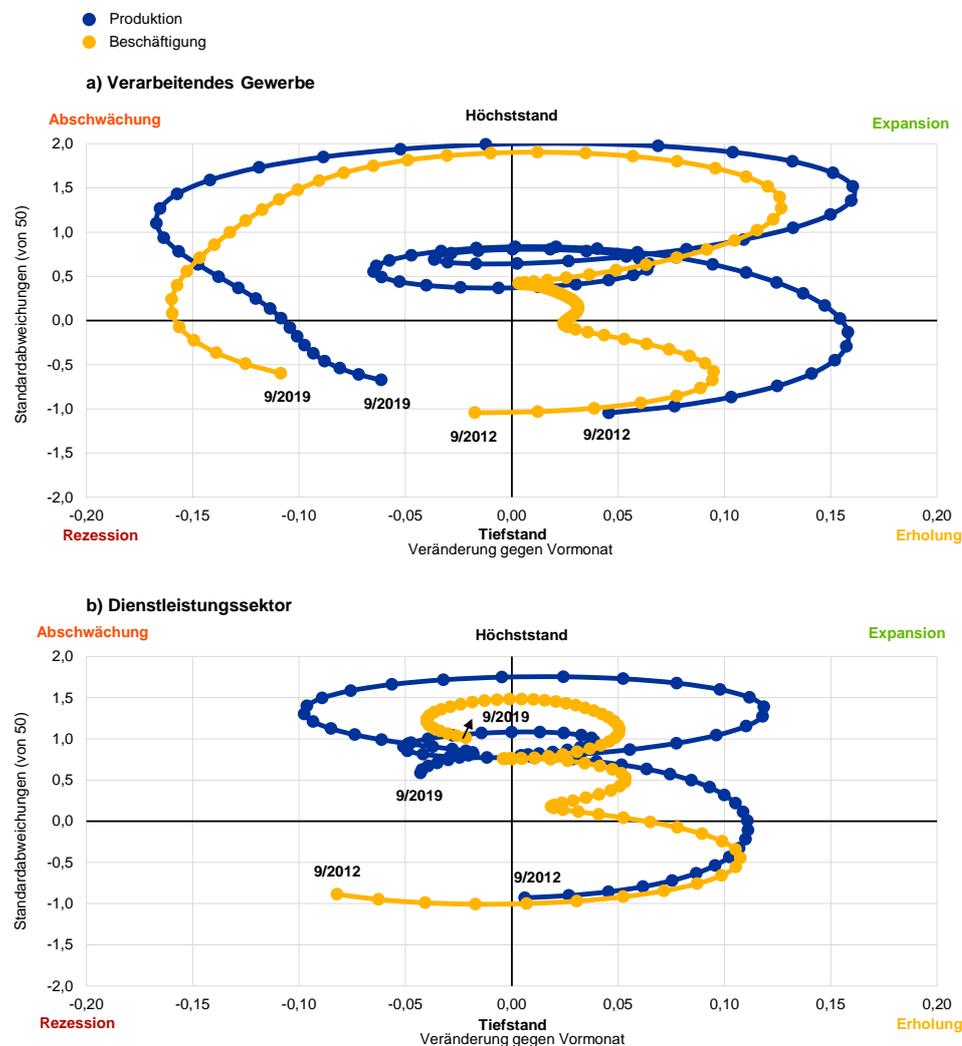
**Die Abschwächung am Arbeitsmarkt des Euroraums ist durch eine Schwäche im verarbeitenden Gewerbe bei gleichzeitiger Widerstandsfähigkeit des Dienstleistungssektors gekennzeichnet** (siehe Abbildung B).<sup>5</sup> Der Indikator für die Beschäftigung deutet darauf hin, dass das verarbeitende Gewerbe im Mai 2019 in eine Arbeitsmarktrezession geriet, also drei Monate später als die Produktion. Allerdings war schon seit Dezember 2017 eine Abschwächung zu beobachten. Indes bewegt sich die Beschäftigung im Dienstleistungssektor im Bereich Expansion/Abschwächung, und der entsprechende Indikator für diesen Sektor zeigt sich widerstandsfähiger als jener für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe. Die Robustheit der Beschäftigung im Dienstleistungssektor scheint sich weitgehend mit der wirtschaftlichen Entwicklung in diesem Sektor zu decken, wenngleich die monatlichen Veränderungen des Produktionsindikators zuletzt etwas negativer ausgefallen sind. Unterdessen hat sich der Indikator für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe in den Rezessionsbereich verlagert, was ein Indiz für potenzielle Risiken im Zusammenhang mit einem Überschwappen der Schwäche des verarbeitenden Gewerbes auf den Dienstleistungssektor sein könnte. Heuristisch ist es angesichts der Tatsache, dass die Beschäftigungsentwicklung der wirtschaftlichen Entwicklung in beiden Sektoren mit einer gewissen Verzögerung folgt, mit Blick auf das mögliche Übergreifen der Schwäche des verarbeitenden Gewerbes auf die Produktion im Dienstleistungssektor unabdingbar, den Arbeitsmarkt im Eurogebiet und die Kanäle, die diesen Effekt verursachen, künftig genau zu beobachten.

<sup>5</sup> Siehe Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung B

### Stilisierter Arbeitsmarktindikator für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor

(y-Achse: Niveau; x-Achse: Veränderung gegenüber dem Vormonat; alle Werte ausgedrückt in Standardabweichungen vom Wert 50)



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2019.

Bei Verwendung eines granulareren Ansatzes zur Beurteilung der aktuellen Position im Arbeitsmarktzyklus zeigt sich, dass die Beschäftigungsschwäche im verarbeitenden Gewerbe in der Investitionsgüter- und Kraftfahrzeugindustrie besonders ausgeprägt ist, während sich der Dienstleistungssektor branchenübergreifend als widerstandsfähig erweist. Im September 2019 wiesen im verarbeitenden Gewerbe vor allem der Investitions- und Vorleistungsgüterbereich, darunter besonders die Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren sowie der Maschinen- und Fahrzeugbau, eine schwache Beschäftigungsentwicklung auf. In der zyklischen Position der Konsumgüterindustrie, die trotz der gegenwärtigen Konjunkturschwächung von einer robusten Inlandsnachfrage gestützt wird, macht sich die

Beschäftigungsflaute indes nicht bemerkbar.<sup>6</sup> In den verschiedenen Branchen des Dienstleistungssektors bewegt sich die Arbeitsmarktentwicklung indes weiterhin auf breiter Front im Bereich Expansion/Abschwächung und erweist sich als einigermaßen widerstandsfähig gegenüber der derzeitigen Schwäche im verarbeitenden Gewerbe.

**Insgesamt deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass das Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet weiterhin durch den Dienstleistungssektor gestützt wird, wohingegen sich die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe seit Mai 2019 abgeschwächt hat.** Unklar ist, ob vom verarbeitenden Gewerbe negative Ansteckungseffekte auf den Dienstleistungssektor ausgehen werden, insbesondere aufgrund von Schwächen, die ihren Ursprung in der Transportbranche haben.<sup>7</sup> Dem Indikator für die Produktion zufolge hat sich die Situation im Transportgewerbe im Jahr 2019 parallel zur beobachteten Schwäche im verarbeitenden Gewerbe verschlechtert. Grundsätzlich besteht die Gefahr eines möglichen Übergreifens der Schwäche im Transportgewerbe auf andere Dienstleistungsbranchen, da das Transportwesen in der Beziehung zwischen verarbeitendem Gewerbe und Dienstleistungssektor eine zentrale Stellung einnimmt. Mit Blick auf die Zukunft und in Anbetracht der Tatsache, dass der Beschäftigungsindikator dem Produktionsindikator mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung zu folgen scheint, ist es angesichts der Gefahr von Ansteckungseffekten auf den Dienstleistungssektor umso notwendiger, den Arbeitsmarkt im Euroraum genau zu beobachten. Allerdings sollte der in diesem Kasten vorgestellte stilisierte Indikator mit Vorsicht interpretiert werden, wenn es um Phasen hoher Unsicherheit oder um konjunkturelle Wendepunkte geht, da der methodische Ansatz eine gewisse Anfälligkeit für große, durch neue Datenveröffentlichungen bedingte Veränderungen aufweist.

---

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Ursachen der Wachstumsverlangsamung im Jahr 2018](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2018, Dezember 2018.

<sup>7</sup> Hierbei kann es sich sowohl um inländische als auch um ausländische Übertragungskonzepte handeln; Einzelheiten dazu finden sich in: EZB, [Rolle inländischer und ausländischer Faktoren beim Rückgang der Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2019, September 2019. Externe Schocks auf das Transportgewerbe könnten beispielsweise in Gestalt einer geringeren Auslandsnachfrage oder veränderter Ölpreise auftreten, während negative inländische Schocks beispielsweise durch einen Nachfragerückgang im Transportwesen aufgrund einer binnenwirtschaftlichen Schwäche im verarbeitenden Gewerbe entstehen könnten. Einzelheiten zu den Verflechtungen zwischen der Produktion im Transportgewerbe und in anderen Branchen finden sich in: A. T. Burstein et al., Distribution costs and real exchange rate dynamics during exchange-rate-based stabilizations, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 50(6), 2003, S. 1189-1214. In dieser Veröffentlichung wird die zentrale Stellung der Transportbranche in der Beziehung zwischen verarbeitendem Gewerbe und Dienstleistungssektor belegt, indem gezeigt wird, dass die Vertriebskosten eine wichtige Komponente des Verkaufspreises (und der Kosten) von für den Endverbraucher bestimmten Einzelhandelsprodukten darstellen.

## Ergebnisse einer Umfrage zum Preissetzungsverhalten großer Unternehmen

Richard Morris und Rupert de Vincent-Humphreys

**Im Folgenden werden die Ergebnisse einer Ad-hoc-Umfrage der EZB unter führenden Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu ihrem Preissetzungsverhalten zusammengefasst.** Die Preissetzungsstrategien der Unternehmen liefern wichtige Hinweise darauf, wie Preise auf Schocks reagieren. Implizit bieten sie damit auch Anhaltspunkte für die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflation. Umfragen sind ein nützliches Instrument zur Erhebung der entsprechenden Evidenz, was insbesondere in der richtungweisenden Arbeit von Blinder<sup>8</sup> dargestellt wird. Umfragebasierte Belege für das Preissetzungsverhalten von Firmen im Euroraum wurden bereits vor einiger Zeit im Rahmen des Inflation Persistence Network (IPN) des Eurosystems zusammengetragen.<sup>9</sup> Die hier betrachtete Umfrage der EZB stützt sich auf Elemente dieser früheren Erhebungen und liefert zudem eher qualitative Evidenz für die verschiedenen Dimensionen der Preisgestaltung.

**Hauptziel der Umfrage war es, einen Überblick über das Preissetzungsverhalten von Unternehmen zu gewinnen, wobei auch die nachfolgenden Aspekte berücksichtigt wurden.** Differenzieren die Unternehmen zwischen einzelnen geografischen Märkten, Kundengruppen oder Vertriebsplattformen? Wie oft überprüfen und ändern sie üblicherweise ihre Preise? Welche Überlegungen spielen bei ihrer Preisgestaltung eine Rolle? Welche Aspekte des Preissetzungsverhaltens würden voraussichtlich zu einer verzögerten Preisanpassung führen? An der Umfrage nahmen 58 führende nichtfinanzielle Unternehmen aus dem gesamten Eurogebiet teil. Der weltweite Absatz dieser Firmen entspricht rund 2 % der gesamtwirtschaftlichen Produktionsleistung im Euroraum. Dabei handelte es sich in etwa zu gleichen Teilen um Unternehmen aus der Industrie und dem Dienstleistungssektor. In der Stichprobe war jeweils ein ungefähr gleich hoher Anteil von Firmen vertreten, die a) hauptsächlich Endkunden beliefern, b) Unternehmen beliefern, die hauptsächlich Endkunden beliefern, und c) Unternehmen beliefern, die hauptsächlich andere Unternehmen beliefern. Die Umfrageteilnehmer waren also unterschiedlichen Stufen der Lieferkette zuzuordnen.

**Die meisten Firmen variieren ihre Preise eigenen Angaben zufolge je nach geografischen Märkten und Kundengruppen** (siehe Abbildung A). Die Preisgestaltung vom geografischen Markt abhängig zu machen, hielten die Befragten mit Blick auf eine Anpassung an die lokalen Angebots- und Nachfragebedingungen für erforderlich. Viele Unternehmen erklärten, es an verschiedenen Standorten mit unterschiedlichen Produktionskosten zu tun zu haben; dies betreffe Arbeitskosten, Qualifizierungskosten, Steuern sowie regulatorische und logistische Kosten. Abweichungen bei lokal beschafften Vorleistungsgütern könnten sich auch auf die Produktqualität auswirken. Zudem seien die Präferenzen der Kunden von Region zu

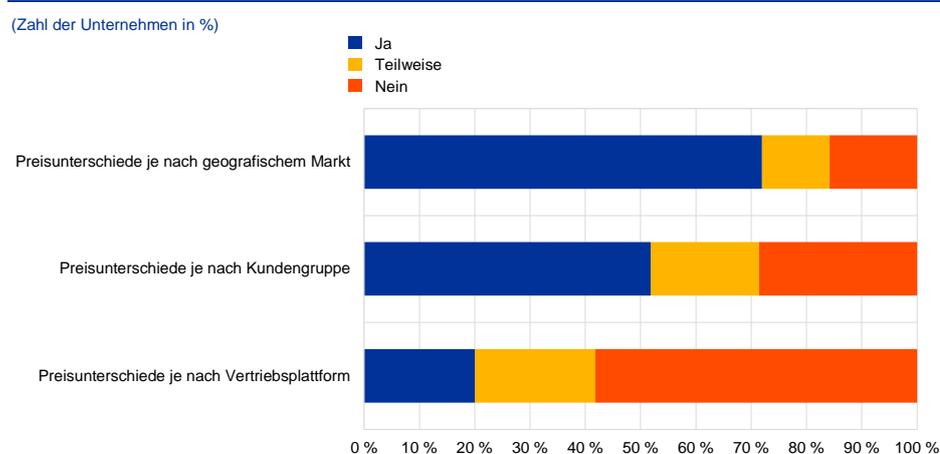
<sup>8</sup> Siehe A. S. Blinder, On sticky prices: academic theories meet the real world, in: Gregory Mankiw (Hrsg.), Monetary Policy, The University of Chicago Press, 1994.

<sup>9</sup> Siehe S. Fabiani et al., [The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 535, 2005.

Region verschieden und erforderten spezielle Markenstrategien bzw. Serviceangebote. Im Hinblick auf die Preisunterschiede bei den einzelnen Kundengruppen wurde angeführt, das hohe Auftragsvolumen im Business-to-Business-Bereich mache es erforderlich, strategische Kunden zu gewinnen und zu binden. Den Umfrageteilnehmern zufolge ist es zudem wichtig, zwischen Groß- und Einzelhandel bzw. zwischen Geschäfts- und Privatkunden zu unterscheiden. Außerdem würden bestimmten Kunden möglicherweise auch Preisnachlässe gewährt, je nachdem, wie hoch das Risiko eingeschätzt werde, diese Kunden zu verlieren.

**Die meisten Unternehmen gaben an, ihre Preise nicht von der Vertriebsplattform abhängig zu machen.** Die Mehrzahl der Firmen verlangt beispielsweise im Internet dieselben Preise wie beim Verkauf im Geschäft oder am Telefon. Die Preise mancher Produkte würden allerdings von jenen vergleichbarer, aber auf anderen Plattformen vertriebener Produkte abweichen, jedoch nur deshalb, weil diese ausschließlich online angeboten würden. Verglichen mit den Kosten ähnlicher Produkte auf anderen Plattformen seien die Kosten bei solchen Online-Produkten aufgrund des geringeren Serviceaufwands niedriger. Im Business-to-Business-Bereich würden bei großvolumigen Aufträgen für vergleichbare Produkte oftmals andere Preise angesetzt als bei Ausschreibungen oder marktbasieren Geschäften.

**Abbildung A**  
Preisunterschiede nach geografischem Markt, Kundengruppe und Vertriebsplattform



Quelle: EZB-Berechnungen.

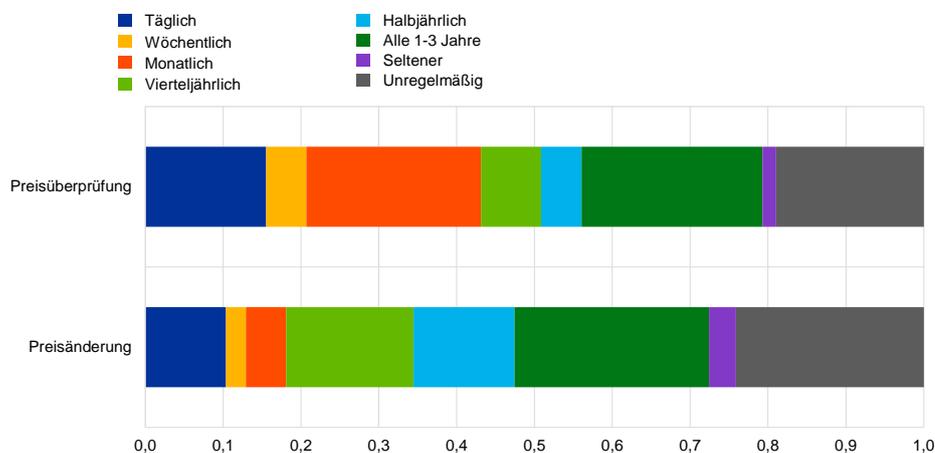
**Die typische Häufigkeit von Preisüberprüfungen und -änderungen variiert von Branche zu Branche** (siehe Abbildung B). Die Unternehmen wurden gebeten, anhand einer vorgegebenen Auswahl von Antworten für ihr Hauptprodukt (bzw. ein repräsentatives Produkt) anzugeben, wie oft sie ihre Preise überprüfen bzw. ändern.<sup>10</sup> Die Antwortmöglichkeiten reichten von „täglich“ bis „seltener als alle drei Jahre“, wobei die Firmen auch „unregelmäßig/nur bei bestimmten Ereignissen“ auswählen konnten. Einige Umfrageteilnehmer gaben an, dass sie ihre Preise sowohl regelmäßig als auch unregelmäßig, d. h. bei bestimmten Ereignissen, anpassen.

<sup>10</sup> Unter einer Preisüberprüfung ist eine Analyse der aktuellen Preise zu verstehen, die mit dem Ziel durchgeführt wird, eine Entscheidung über eine Änderung dieser Preise und ggf. die Höhe dieser Änderung zu treffen. Die Häufigkeit von Preisänderungen richtet sich daher nach jener der Preisüberprüfungen.

## Abbildung B

### Typische Häufigkeit von Preisüberprüfungen und -änderungen bezogen auf ein repräsentatives Produkt

(Zahl der Unternehmen in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Balken, die den prozentualen Anteil der Firmen darstellen, die ihre Preise „unregelmäßig/nur bei bestimmten Ereignissen“ überprüfen bzw. ändern, beziehen sich nur auf Unternehmen, die keine sonstigen Angaben zur typischen Häufigkeit von Preisüberprüfungen bzw. -änderungen gemacht haben.

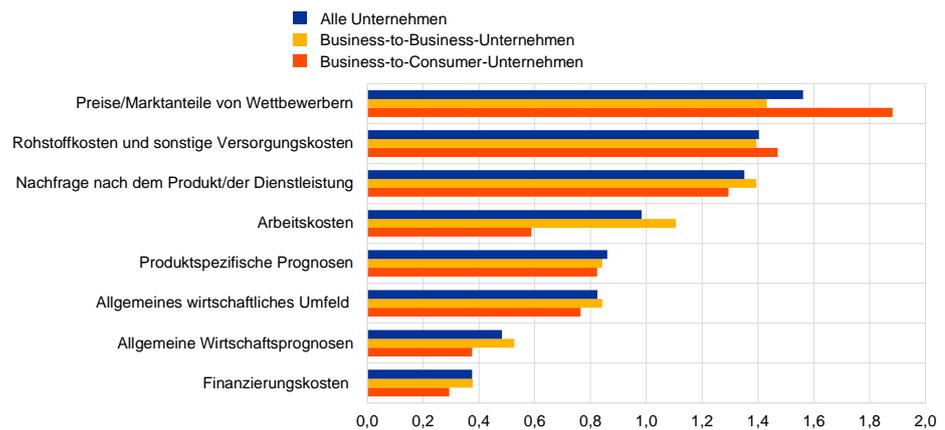
**Die Häufigkeit von Preisüberprüfungen und -änderungen ist tendenziell im Einzelhandel am höchsten und in den Bereichen verbrauchernahe Dienstleistungen bzw. unternehmensbezogene Dienstleistungen am niedrigsten; das verarbeitende Gewerbe liegt dementsprechend dazwischen.** Die meisten an der Umfrage teilnehmenden Einzelhändler gaben an, sie überprüften ihre Preise monatlich, wöchentlich oder sogar täglich, je nach Produktpalette. Sie neigten auch dazu, recht häufig Preisänderungen vorzunehmen. Im verarbeitenden Gewerbe seien monatliche Preisüberprüfungen üblich, aber die Preise würden für gewöhnlich nur quartalsweise, halbjährlich oder jährlich geändert. Lässt man indes den Einzelhandel und den Transportsektor außer Acht, wo die Preise zum Teil durch die Kraftstoffkosten beeinflusst werden, so gaben die meisten Umfrageteilnehmer in den anderen Dienstleistungssektoren an, dass sie ihre Preise in der Regel auf Jahresbasis überprüften und änderten. Für Unternehmen mit einer großen Produktpalette und unterschiedlichen Kundengruppen oder Vertragsarten ist allerdings schwer auszumachen, mit welcher „typischen“ Häufigkeit sie Preisüberprüfungen bzw. -änderungen vornehmen.

**Im Rahmen ihrer Preissetzung achten die Unternehmen vordringlich auf die Preise ihrer Wettbewerber, dicht gefolgt von den Versorgungskosten und der Produktnachfrage** (siehe Abbildung C). In der Befragung wurde den Teilnehmern eine Liste von Faktoren vorgelegt mit der Bitte um Beurteilung, ob diese für die Preissetzung „unwichtig“, „wichtig“ oder „sehr wichtig“ seien. Nachdem die Befragten die Faktoren mit „0“, „1“ oder „2“ bewertet hatten, wurde erkennbar, dass sie die Preise der Konkurrenz als den relevantesten Faktor für die Preissetzung erachteten. Nur knapp dahinter folgten die Rohstoffkosten und sonstige Versorgungskosten sowie die Nachfrage nach dem entsprechenden Produkt oder der entsprechenden

Dienstleistung. Auch den Arbeitskosten wurde eine hohe Bedeutung beigemessen.<sup>11</sup> Je näher sich das Unternehmen am Endkunden befindet, desto wichtiger sind anscheinend die Preise der Mitbewerber, während auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette Kosten- und Nachfrageüberlegungen von größerer Bedeutung sind.

**Abbildung C**  
Bei der Preissetzung berücksichtigte Informationen

(Durchschnittswert der Antworten: 0 = unwichtig; 1 = wichtig; 2 = sehr wichtig)



Quelle: EZB-Berechnungen.

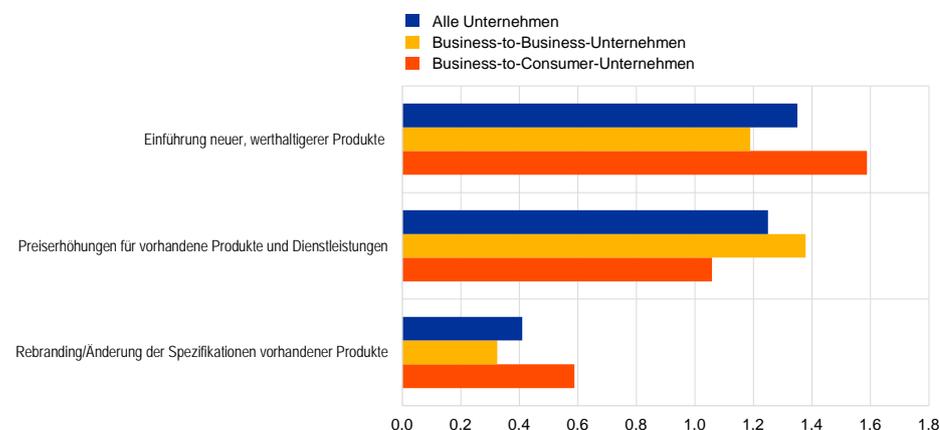
**Erhöhungen der durchschnittlichen Verkaufspreise werden größtenteils über die Einführung neuer, werthaltigerer Produkte realisiert** (siehe Abbildung D). Die Hälfte der Befragten gab an, die Einführung neuer, werthaltigerer Produkte sei für die Anhebung der durchschnittlichen Verkaufspreise „sehr wichtig“, ein weiteres Drittel schätzte dies als „wichtig“ ein. Insgesamt wurde der Einführung neuer Produkte eine (etwas) höhere Bedeutung beigemessen als der Verteuerung bereits vorhandener Produkte; dies galt vor allem für Unternehmen, die ihre Güter direkt an die Endkunden verkaufen. Das Rebranding oder eine Änderung der Spezifikationen vorhandener Produkte wurden vielfach als weniger wichtig, von rund einem Drittel der Unternehmen jedoch als wichtig angesehen. Ausgehend von den Angaben der Unternehmen zu Änderungen ihres Preissetzungsverhaltens in den letzten fünf bis zehn Jahren scheint der Trend zunehmend dahin zu gehen, dass infolge des steigenden globalen Wettbewerbs und der internetbedingt größeren Preistransparenz ein auf bestimmte Kunden ausgerichteter Mehrwert geschaffen wird.

<sup>11</sup> Ob „Arbeitskosten“ oder „Rohstoffkosten und sonstige Versorgungskosten“ als wichtig eingestuft wurden, hängt größtenteils von der Kostenbasis des jeweiligen Unternehmens ab. Werden diese beiden Faktoren zusammen betrachtet, würden diese Unternehmen bei ihrer Preissetzung vornehmlich die „Vorleistungskosten“ berücksichtigen.

## Abbildung D

### Bestimmungsfaktoren für Erhöhungen der durchschnittlichen Verkaufspreise

(Durchschnittswert der Antworten: 0 = unwichtig; 1 = wichtig; 2 = sehr wichtig)



Quelle: EZB-Berechnungen.

### Die Preissetzungsstrategien der Unternehmen stehen mit einer Reihe von Theorien zur Preisrigidität im Einklang.

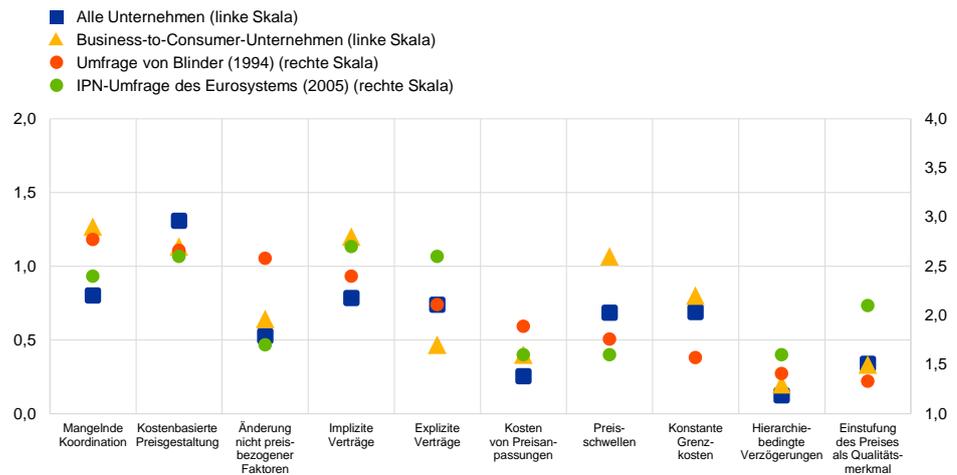
Den Firmen wurden verschiedene Aussagen vorgelegt, die jeweils mit einer anderen Theorie der Preisrigidität verbunden waren, wie ursprünglich von Blinder untersucht (siehe nachstehende Tabelle). Abbildung E bildet die Werte der Antworten gegenüber den Werten (und der Rangfolge) gemäß der Studie von Blinder ab sowie gegenüber den Ergebnissen, die im Rahmen der vom IPN des Eurosystems im Jahr 2005 durchgeführten Befragung gewonnen wurden. Preisrigidität scheint sich für die Unternehmen insgesamt hauptsächlich daraus zu ergeben, welche Rolle kostenbasierte Preisgestaltung, (explizite oder implizite) Verträge und mangelnde Koordination spielen. Für stärker am Endkunden orientierte Unternehmen dürften wichtige Gründe für verzögerte Preisanpassungen darin bestehen, dass die Verbraucher weitgehend stabile Preise erwarten (implizite Verträge) und dass psychologische Preisschwellen beachtet werden.

Theorie	Umfrageaussage
<b>Mangelnde Koordination</b>	Wir zögern, Preisänderungen vorzunehmen, weil wir befürchten, dass unsere Wettbewerber nicht nachziehen.
<b>Kostenbasierte Preisgestaltung</b>	Wir erhöhen unsere Preise, wenn wir Kostensteigerungen feststellen.
<b>Änderung nicht preisbezogener Faktoren</b>	Wir ändern lieber Produkt- oder Dienstleistungselemente (z. B. Garantien, Lieferfristen, Kundendienstleistungen) als unsere Preise.
<b>Implizite Verträge</b>	Wir wissen, dass unsere Kunden unabhängig vom wirtschaftlichen Umfeld weitgehend stabile Preise erwarten.
<b>Explizite Verträge</b>	Wir sind vertraglich eingeschränkt, bei Kostenänderungen die Preise zu ändern.
<b>Kosten von Preisanpassungen</b>	Eine Änderung unserer Preise ist mit hohen Kosten verbunden.
<b>Preisschwellen</b>	Wir zielen auf Preispunkte ab, die das Preissetzungsverhalten positiv beeinflussen.
<b>Konstante Grenzkosten</b>	Durch Produktionssteigerungen ändern sich unsere Kosten nur geringfügig, und wir sind bestrebt, einen normalen Gewinn zu erzielen.
<b>Hierarchiebedingte Verzögerungen</b>	Durch Verzögerungen innerhalb unserer Organisation werden Preisentscheidungen verlangsamt.
<b>Einstufung des Preises als Qualitätsmerkmal</b>	Wir nehmen keine Preissenkungen vor, denn unsere Kunden könnten dies als Verringerung der Qualität unseres Produkts oder unserer Dienstleistung werten.

## Abbildung E

### Preissetzungsverhalten und mögliche Gründe für verzögerte Preisanpassungen

(durchschnittlicher Wert der Antworten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für diese EZB-Befragung gilt: 0 = unwichtig; 1 = wichtig; 2 = sehr wichtig. Für die Befragung von Blinder (1994) und des IPN des Eurosystems (2005) gilt: 1 = komplett unwichtig; 2 = relativ unwichtig; 3 = relativ wichtig; 4 = sehr wichtig. Die Theorien sind entsprechend ihren in der Befragung von Blinder (1994) zugemessenen Werten (von hoch zu niedrig) angeordnet. Die Theorie „konstanter Grenzkosten“ wurde in der IPN-Umfrage des Eurosystems (2005) nicht geprüft.

# Aufsatz

## 1 Entwicklung der Währungsreserven von Zentralbanken und Betrachtung der Währungsreserven der EZB

Livia Chițu, Joaquim Gomes und Rolf Pauli

Der vorliegende Aufsatz beleuchtet die weltweite Entwicklung der Währungsreserven im Bestand von Zentralbanken mit Blick auf Umfang, Angemessenheit und Zusammensetzung. Im Anschluss daran werden die Währungsreserven der EZB untersucht. Dabei ist festzustellen, dass sich im Laufe der Zeit und in den einzelnen Ländern nicht nur die Gründe für das Halten von Reserven verändert haben, sondern auch deren Umfang und Zusammensetzung. Zudem hat es einen Wandel gegeben, was die Kennzahlen für die Angemessenheit der Währungsreserven betrifft. Nach der Finanzkrise in Asien Ende der 1990er-Jahre wurden die Währungsreserven weltweit spürbar ausgeweitet. Insbesondere die Schwellenländer bauten umfangreiche Reserven auf, um sich gegen potenzielle Schocks abzusichern. In einigen Fällen ergab sich der Anstieg im Zuge exportorientierter Wachstumsstrategien. Wurden die internationalen Devisenreserven für gewöhnlich in erster Linie in Finanzanlagen in US-Dollar investiert, ließ sich in den letzten Jahren eine zunehmende Diversifikation der Bestände im Hinblick auf Währung und Anlageklasse beobachten.

Im zweiten Abschnitt dieses Aufsatzes wird beschrieben, wie die Währungsreserven der EZB vor dem Hintergrund des vorrangigen Zwecks angelegt werden. Dieser besteht darin, sicherzustellen, dass das Eurosystem bei Bedarf jederzeit über genügend liquide Mittel für Devisengeschäfte mit Nicht-EU-Währungen verfügt. Die Anlagepolitik besteht aus drei Ebenen: a) die strategische Anlagepolitik, b) die mittelfristige taktische Positionierung und c) das tägliche Portfoliomanagement. Dabei werden die NZBen des Eurosystems auf besondere und komplexe Weise in die aktive Verwaltung der Währungsreserven der EZB einbezogen. Im vorliegenden Aufsatz werden dieser aktive Verwaltungsansatz, der interne Wettbewerb zwischen den Portfoliomanagern der NZBen und die von der Anlagepolitik geförderte Diversifikation des Anlagestils beschrieben.

### 1 Entwicklung der Währungsreserven der Zentralbanken

**Währungsreserven beziehen sich im Allgemeinen auf den unmittelbar verfügbaren Bestand an sicheren Auslandsaktiva der Währungsbehörden.** Zu den Währungsbehörden zählen in der Regel die Zentralbank, das Schatzamt oder das Finanzministerium des jeweiligen Landes. Währungsreserven sind internationale Reserven in ihrer weitesten Definition und umfassen sowohl Devisenreserven als auch andere Reserven. Bei den Devisenreserven handelt es sich um in der Regel von den nationalen Währungsbehörden verwaltete Auslandsforderungen bestehend aus Wertpapieren und Einlagen. Sie werden im Rahmen von Entscheidungen, z. B. im Hinblick auf Devisenmarktinterventionen oder die Verwaltung der Währungsreserven,

aufgebaut. Solche Interventionen können Verschiebungen bei der Währungszusammensetzung sowie den Anlageklassen und Fälligkeiten bewirken. Die andere Komponente der Währungsreserven, die in der Regel einen geringeren Anteil an den internationalen Reserven insgesamt ausmacht, umfasst Währungsgold und Forderungen an internationale Finanzinstitutionen, die sich rasch in Devisenreserven umwandeln lassen. Es handelt sich dabei um Sonderziehungsrechte (SZR), die Reserveposition beim IWF und sonstige Währungsreserven (Finanzderivate, Kredite an gebietsfremde Nichtbanken und andere). Der Fokus in diesem Aufsatz liegt auf der Hauptkomponente der Währungsreserven, nämlich den Devisenreserven; gleichwohl wird in einem Kasten auch auf die Goldentwicklung eingegangen.<sup>1</sup>

## 1.1 Zweck der Währungsreserven

### **Devisenreserven bilden ein wichtiges Element des makropolitischen**

**Instrumentariums.** Mitte des 19. Jahrhunderts entwickelte eine Reihe von Ländern die Praxis, neben Gold- und Silberreserven auch Devisenreserven zu halten, um ihre Verbindlichkeiten und die Landeswährung abzusichern.<sup>2</sup> Seither haben sich die Gründe für das Halten dieser Reserven im Zeitverlauf und in den einzelnen Ländern verändert. So werden Devisenreserven sowohl von Industrie- als auch von Schwellenländern unter anderem dazu genutzt, um im Bedarfsfall Devisenmarktinterventionen durchführen zu können. In den Schwellenländern dienen sie einer breiteren Palette von Zwecken.

### **Generell werden Devisenreserven für traditionelle operative Zwecke sowie aus Vorsichtsmotiven und nicht vorsichtsgeleiteten Gründen gehalten.**

Zu den traditionellen operativen Zwecken zählen regelmäßige internationale Zahlungen im Auftrag der Regierung zum Schuldendienst und im Zusammenhang mit Importen, die Glattstellung von Zahlungsplänen, die Verwendung als Sicherheiten, um Beschränkungen bei der Außenfinanzierung zu reduzieren, oder die Unterstützung der Geldpolitik bei Liquiditätsoperationen.<sup>3</sup> Aus Vorsichtsgründen halten Länder Reserven als Puffer zur Absorption von und Absicherung gegen Zahlungsbilanzschocks (wie etwa

<sup>1</sup> Im Laufe der Zeit hat sich die Auffassung, welche Aktiva als Währungsreserven zu erachten sind, verändert. Der IWF stellt einen harmonisierten Rahmen für die Meldung der Zentralbanken weltweit bereit. Seit 2001 veröffentlicht er Leitlinien zur Meldung von Daten zu internationalen Reserven und Liquidität in Fremdwährung. In der sechsten Auflage des Handbuchs zu Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus (BPM6) des IWF sind Währungsreserven definiert als die Auslandsaktiva, auf die die Währungsbehörden leicht zugreifen und die sie kontrollieren können, um einem aus der Zahlungsbilanz resultierenden Finanzierungsbedarf zu begegnen, Devisenmarktinterventionen zur Beeinflussung des Wechselkurses durchzuführen oder um sie aus anderen damit zusammenhängenden Gründen einzusetzen (etwa zur Wahrung des Vertrauens in die Währung und die Wirtschaft sowie als Grundlage für eine Kreditaufnahme im Ausland).

<sup>2</sup> Die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique war die erste Zentralbank, die Fremdwährungsaktiva aufbaute, um diese für Devisenmarktinterventionen und andere Geschäfte einzusetzen. Andere Notenbanken folgten ihrem Beispiel, da sichere und liquide Aktiva in Währungen, die sich leicht in Gold umwandeln ließen (wie das Pfund Sterling, der französische Franc oder die Deutsche Mark), Vorteile gegenüber Gold besaßen. So ermöglichten sie einen sparsamen Einsatz von Gold, waren nicht von der zufälligen Entdeckung von Goldvorkommen abhängig und wurden verzinst. Siehe L. Chițu, B. Eichengreen und A. Mehl, Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice, Economic Policy, Juli 2019, S. 1-44. Weitere Einzelheiten zum Ursprung und zur Geschichte von Währungsreserven finden sich in: L. Chițu, B. Eichengreen und A. Mehl, [How Global Currencies Work: Past, Present and Future](#), Princeton University Press, Princeton, 2017.

<sup>3</sup> Siehe auch B. Jones, Central Bank Reserve Management and International Financial Stability – Some Post-Crisis Reflections, Working Paper des IWF, Nr. 18/31, 2018.

das abrupte Versiegen von internationalen Kapitalflüssen), zur Bereitstellung von Liquidität in Fremdwährung für Banken in Stresssituationen und zur Begrenzung von Volatilität an den Devisenmärkten.<sup>4</sup> Während Währungsreserven in Ländern ohne flexible Wechselkurse als Puffer zur Deckung monetärer Verbindlichkeiten dienen, sind in Ländern mit Wechselkursflexibilität geringere Reserven nötig, da der Wechselkurs als Puffer fungieren und dazu beitragen kann, externe Schocks aufzufangen. Allerdings kann eine Wechselkursanpassung auch negative Folgen haben. Dies ist beispielsweise der Fall bei erheblichen Währungsinkongruenzen oder Fremdwährungspositionen in der Außenbilanz des Landes. Devisenreserven können in diesem Fall eine stabilisierende Rolle übernehmen, da sie einseitigen Spekulationen in Zeiten von Finanzmarktspannungen entgegenwirken könnten.<sup>5</sup> Andere Studien weisen auf nicht vorsichtsgelitete oder merkantilistische Motive hin, die nahelegen, dass Volkswirtschaften Währungsreserven aufbauen, um eine Aufwertung ihres Wechselkurses zu verhindern, mit dem Ziel, die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu sichern und das exportorientierte Wachstum zu fördern.<sup>6</sup>

**Für die EZB besteht der Zweck der Währungsreserven in erster Linie darin, sicherzustellen, dass das Eurosystem bei Bedarf jederzeit über genügend liquide Mittel für devisenpolitische Transaktionen mit Nicht-EU-Währungen verfügt.** Der Außenwert des Euro ist kein geldpolitisches Ziel der EZB.<sup>7</sup> Vor diesem Hintergrund hält die EZB Währungsreserven, um bei Bedarf jederzeit am Devisenmarkt intervenieren zu können. Damit möchte sie ungeordnete Marktbedingungen verhindern, die sich negativ auf die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet und weltweit auswirken könnten. Seit Einführung des Euro waren solche Marktbedingungen selten. Daher wurden Devisenreserven nur im September/November 2000 und im März 2011 für Interventionszwecke verwendet.<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> Wegbereiter im Hinblick auf das Vorsichtsmotiv, demzufolge Reserven als Puffer zur Absorption vorübergehender Zahlungsbilanzschocks wirken, war die Arbeit von H. Heller, *Optimal international reserves*, *Economic Journal*, Bd. 76, 1966, S. 296-311.

<sup>5</sup> Länder mit weniger flexiblen Wechselkursen verfügen daher (gemessen am BIP) tendenziell über einen größeren Bestand an Reserven, wenngleich auch der Bestand von Ländern mit flexiblen Wechselkurssystemen umfangreich ist und sich seit der weltweiten Finanzkrise ausgeweitet hat. Siehe etwa L. Cabezas und J. De Gregorio, *Accumulation of reserves in emerging and developing countries: mercantilism versus insurance*, *Review of World Economics*, Juni 2019, S. 1-39; J. De Gregorio, B. Eichengreen, I. Takatoshi und C. Wyplosz, *IMF Reform: The Unfinished Agenda*, *Geneva Reports on the World Economy*, 2018.

<sup>6</sup> Nähere Einzelheiten zum finanziellen und monetären Merkantilismus finden sich beispielsweise in: J. Aizenman und J. Lee, *Financial versus Monetary Mercantilism: Long-run View of Large International Reserves Hoarding*, *The World Economy*, Bd. 31, Ausgabe 5, 2008.

<sup>7</sup> Die EZB überwacht die Entwicklung und berichtet jährlich über die internationale Rolle des Euro. Siehe EZB, *The international role of the euro*, 2019.

<sup>8</sup> Nähere Informationen zu den Devisengeschäften des Eurosystems finden sich in den [EZB-Pressemitteilungen vom 22. September 2000](#), [3. November 2000](#) und [18. März 2011](#) (die Pressemitteilung vom 18. März 2011 liegt nur in englischer Sprache vor).

## 1.2 Umfang der weltweiten Währungsreserven

**Die weltweit gehaltenen Devisenreserven erhöhten sich zum Jahresende 2018 auf insgesamt über 11 Billionen USD und hatten sich damit gegenüber 30 Jahre zuvor verzehnfacht.** Rund zwei Drittel werden von Schwellen- und Entwicklungsländern gehalten. Mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems wurde der Bestand der weltweiten Fremdwährungsreserven deutlich ausgeweitet, vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, obgleich allgemein erwartet wurde, dass Währungsreserven durch einen Wechsel zu flexiblen Wechselkursen an Attraktivität verlieren würden.<sup>9</sup> Nach der Asienkrise begannen auch die Schwellenländer und die rohstoffexportierenden Staaten beträchtliche Devisenreserven aufzubauen, wobei der größte Anteil auf China entfiel. Bei den rohstoffexportierenden Ländern kam es nach 2005 sogar zu einem noch rascheren Aufbau, da der Preisschub bei den Rohstoffen in diesen Ländern zu hohen Zahlungsbilanzüberschüssen führte. Auch die Industrieländer erhöhten – wenn auch nur verhalten – ihre Bestände. Im Gefolge der weltweiten Finanzkrise wuchs der globale Bestand an Devisenreserven weiter an, da einige Länder zögerten, ihre Reserven einzusetzen, weil sie befürchteten, damit möglicherweise ein negatives Signal im Hinblick auf den potenziellen Druck auf den Wechselkurs auszusenden.<sup>10</sup> Die jüngste Entwicklung lässt darauf schließen, dass sich die Devisenreserven seit 2015 stabilisiert haben (siehe Abbildung 1).<sup>11</sup>

**Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass der signifikante Aufbau von Währungsreserven in den Schwellenländern seit dem Jahrtausendwechsel sowohl aus Vorsichtsgründen als auch aus nicht vorsichtsgeleiteten Motiven erfolgte.** Die meisten Studien liefern vor allem zwei Erklärungen. Vorsichtsmotive ermutigen Länder, Devisenreserven zu halten, um finanzielle Stresssituationen – in erster Linie das abrupte Versiegen von Kapitalflüssen – zu bewältigen (siehe Abschnitt 1.1). Infolge der aus den Finanzkrisen Ende der 1990er-Jahre gezogenen Lehren bauten viele Schwellenländer Devisenreserven auf, als sie ihre Volkswirtschaften für den Welthandel und das internationale Finanzwesen öffneten. Zudem wollten sich einige asiatische Volkswirtschaften absichern, um keine externen Finanzhilfen des IWF in Anspruch nehmen zu müssen. Andere Untersuchungen lassen den Schluss zu, dass auch potenzielle Anfälligkeiten und ein mögliches Marktversagen im internationalen Währungs- und Finanzsystem eine Akkumulation von Reserven bewirkte. Gemeint sind unter anderem die Unsicherheit im Hinblick auf

<sup>9</sup> Der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Währungssystems wird mitunter als Auslöser für eine Verschiebung der Nachfrage nach Reserven und deren Zusammensetzung erachtet. Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen sollte es den Ländern theoretisch ermöglichen, weniger Währungsreserven vorzuhalten, da externe Schocks zum Teil durch den Wechselkurs aufgefangen werden können. Siehe etwa J. Frenkel, *International Reserves: Pegged Exchange Rates and Managed Float*, in: K. Brunner und A. Meltzer (Hrsg.), *Public Policies in Open Economies*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Bd. 9, 1978, S. 111-140; L. Chițu, B. Eichengreen und A. Mehl, *Stability or upheaval? The currency composition of international reserves in the long run*, *IMF Economic Review*, 64(2), 2016, S. 354-380.

<sup>10</sup> Informationen zur Angst des Verlusts internationaler Reserven finden sich beispielsweise in: J. Aizenman und Y. Sun, *The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to the 'fear of losing international reserves'?*, *International Review of Economics and Finance*, Elsevier, Bd. 24(C), 2012, S. 250-269.

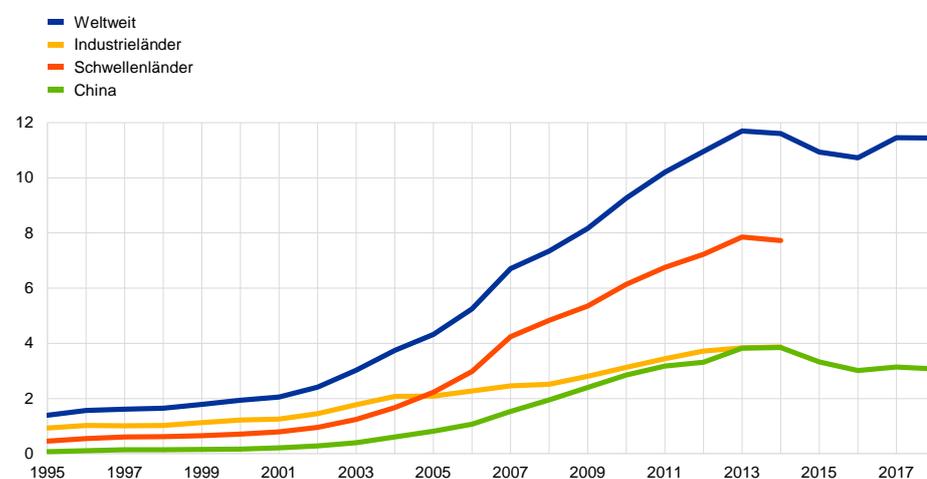
<sup>11</sup> Einige Studien deuten auf einen potenziellen strukturellen Bruch bei den Bestimmungsgrößen des Bestands an Währungsreserven in der Zeit nach der weltweiten Finanzkrise hin, der die Entwicklung erklären würde. Siehe etwa J. Aizenman, Y.-W. Cheung und H. Ito, *International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding?*, *Journal of International Money and Finance*, Bd. 52, April 2015, S. 102-126.

die internationale Verfügbarkeit von Liquidität während einer Finanzkrise, die Volatilität von Kapitalströmen oder globale Ungleichgewichte.<sup>12</sup> Allerdings haben mehrere Studien gezeigt, dass sich der Umfang des Aufbaus der Währungsreserven seit dem Jahr 2000 nicht allein durch Vorsichtsmotive erklären lässt. Auch nicht vorsichtsgelietete oder merkantilistische Motive, wonach Länder Reserven aufbauen, um international wettbewerbsfähig zu bleiben und ihre Exporte zu steigern, spielten eine große Rolle.<sup>13</sup> Die Akkumulation von Währungsreserven ist aber auch mit Kosten verbunden, vor allem wenn sie übermäßig stark ausfällt.<sup>14</sup>

### Abbildung 1 Internationale Devisenreserven

#### Entwicklung der internationalen Bestände an Devisenreserven und Aufschlüsselung nach Hauptländergruppen

(in Billionen USD)



Quellen: COFER-Datenbank des IWF, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Aufschlüsselung nach Industrie- und Schwellenländern ist nicht mehr verfügbar, seitdem China begann, Daten an die COFER-Datenbank zu melden.

#### Die Währungsreserven der EZB, d. h. sowohl die Devisenreserven als auch sonstige Reserven, beliefen sich Ende 2018 auf insgesamt rund 68,6 Mrd €<sup>15</sup>

Dabei entfielen etwa 49 Mrd € auf Fremdwährung (US-Dollar, japanischer Yen und chinesischer Renminbi), ungefähr 18,2 Mrd € auf Gold und der Rest auf SZR des IWF. Bei Gründung der EZB übertrugen die NZBen der Mitgliedstaaten, die den Euro

<sup>12</sup> Ein Überblick findet sich beispielsweise in: IWF, Reserve Accumulation and International Monetary Stability, Policy Paper des IWF, April 2010.

<sup>13</sup> Siehe etwa J. Aizenman und J. Lee, a. a. O.

<sup>14</sup> Nähere Einzelheiten zu den Kosten finden sich etwa in: L. Chițu, Reserve accumulation, inflation and moral hazard: evidence from a natural experiment, Working Paper Series der EZB, Nr. 1880, 2016.

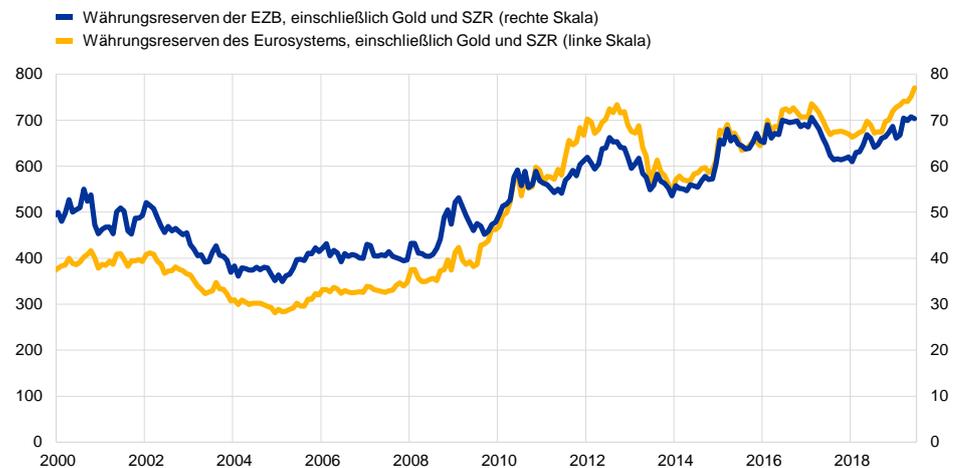
<sup>15</sup> Gemäß dem IWF-Offenlegungstableau für Währungsreserven, das monatlich auf der Website der EZB veröffentlicht wird (in englischer Sprache).

eingeführt hatten, der EZB ihre Währungsreserven<sup>16</sup> entsprechend ihrem jeweiligen Anteil am gezeichneten Kapital der EZB<sup>17</sup>.

**Am Jahresende 2018 beliefen sich die vom gesamten Eurosystem gehaltenen Währungsreserven (einschließlich der Währungsreserven der EZB) auf 719 Mrd €** Dieser Wert zeigt, dass die NZBen zusätzlich zu den von der EZB gehaltenen Währungsreserven selbst Reserven in erheblichem Umfang halten. Sie verwalten ihre Währungsreserven im Hinblick auf Portfoliostrukturierung, Rendite-Risiko-Profil und Anlagestil in Eigenverantwortung und verfolgen mehrere Anlageziele. Während die Währungsreserven der EZB als die liquideste Tranche des Eurosystems erachtet werden können, die als Erstes zur Durchführung von Devisenmarktinterventionen herangezogen wird, können die von den NZBen gehaltenen Reserven als separate und unabhängige Anlagetranchen angesehen werden. Dennoch sollte ein Teil dieser Reserven gemäß ESZB-Satzung<sup>18</sup> im Bedarfsfall für Interventionen kurzfristig unmittelbar verfügbar sein. In Abbildung 2 ist die Entwicklung dieser Währungsreserven dargestellt, deren Marktwert sich im Zeitverlauf verändert hat. Zurückzuführen ist dies auf Zu- und Abflüsse, das Vermögenseinkommen und Marktpreisschwankungen bei den Anlagen und Wechselkursen.

**Abbildung 2**  
Währungsreserven der EZB und des Eurosystems

(in Mrd €, Monatswerte)



Quelle: EZB.

<sup>16</sup> Gemäß Artikel 30.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, wonach „die EZB von den nationalen Zentralbanken mit Währungsreserven, die jedoch nicht aus Währungen der Mitgliedstaaten, Euro, IWF-Reservepositionen und SZR gebildet werden dürfen, [...] ausgestattet [wird].“ Der Gegenwert der Übertragungen wurde in der Satzung auf 50 Mrd € begrenzt, jedoch mit der Aufnahme neuer Mitglieder in das ESZB seither auf rund 58 Mrd € aufgestockt. Siehe [Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 3. November 1998 geändert durch die Leitlinie vom 16. November 2000 über die Zusammensetzung und Bewertung von Währungsreserven und die Modalitäten ihrer ersten Übertragung sowie die Denominierung und Verzinsung entsprechender Forderungen.](#)

<sup>17</sup> Weitere Informationen zur [Kapitalzeichnung](#) stehen auf der Website der EZB zur Verfügung.

<sup>18</sup> Siehe Artikel 30.4 des Protokolls über die [Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.](#)

### 1.3 Angemessenheit der Währungsreserven

**Ob der Bestand an Währungsreserven als angemessen gilt, hängt von mehreren Faktoren ab.** Hierzu zählen die Beweggründe und Kosten für die Reservehaltung, der Entwicklungsstand des inländischen Finanzsektors, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und des Wechselkurssystems, die Frage, ob eine (inoffizielle) Dollarisierung bzw. Euroisierung in der betreffenden Volkswirtschaft vorliegt, der Offenheitsgrad bei Handel und Finanzen sowie die Bandbreite der für inländische geldpolitische Geschäfte zur Verfügung stehenden Instrumente. Aufgrund dieser Vielzahl von Faktoren herrscht in der Fachliteratur wenig Konsens darüber, welche Messgröße die Angemessenheit der Reserven unter Berücksichtigung aller Kriterien am besten abbilden könnte.

**Im Laufe der Zeit sind mehrere Kennziffern entwickelt worden.** Ihr Schwerpunkt liegt darauf, die Widerstandsfähigkeit eines Landes insbesondere gegenüber einer plötzlichen Umkehr von Kapitalströmen zu erhöhen, weshalb sie bislang eher für Schwellen- und Entwicklungsländer verwendet wurden. Daher sind sie für fortgeschrittene Volkswirtschaften eher weniger relevant. Eine übliche Faustregel bezieht sich auf die Anzahl der Monate, in denen die Importe aufrechterhalten werden könnten, sollten jegliche – etwa aus Exporteinnahmen und Außenfinanzierung stammenden – Kapitalzuflüsse in Reservewährungen austrocknen. Generell herrscht die Meinung, dass die Importe über einen Zeitraum von mindestens drei Monaten durch die Reserven gedeckt sein sollten.

Im Zuge der internationalen Finanzintegration kommt inzwischen eine weitere Messgröße, die sogenannte Greenspan-Guidotti-Regel, verbreitet zum Einsatz, wonach die Währungsreserven die kurzfristige Auslandsverschuldung zu 100 % abdecken sollten, damit bei einem abrupten Versiegen ausländischer Mittelzuflüsse eine Absicherung gegen Anschlussrisiken besteht.<sup>19</sup> Zuletzt wurde argumentiert, dass die Angemessenheit der Währungsreserven im Verhältnis zu den aus zeitgleich auftretenden externen und internen Abflüssen (Twin Drains) erwachsenden Risiken beurteilt werden sollte, denn Kapitalabflüsse könnten nicht allein auf den Abzug von Kapital durch Gebietsfremde zurückzuführen sein, sondern auch darauf, dass Gebietsansässige Gelder ins Ausland verlagern möchten. Daher sollten Länder mit offenen Finanzmärkten ihren Bestand an Währungsreserven proportional zur Größe ihres Bankensystems ausrichten. In diesem Zusammenhang gilt allgemein, dass die Reserven mindestens 20 % der weit gefassten Geldmenge entsprechen sollten, um eine Kapitalflucht kompensieren zu können.<sup>20</sup> Neuere Ansätze verwenden stilisierte Modellierungsannahmen und Kalibrierungen. Der IWF hat zudem eine risikogewichtete Kennziffer für die Angemessenheit von Devisenreserven definiert, die unterschiedlichen Quellen potenzieller Reserveabflüsse Rechnung trägt, wie etwa einem Rückgang der Auslandsnachfrage, Terms-of-Trade-Schocks, Anschluss- oder

<sup>19</sup> Keynes wies bereits 1930 in seiner Veröffentlichung „Treatise on Money“ darauf hin, wie sinnvoll es sei, ein ausreichendes Maß an Reserven zu halten, um sich gegen ausländische Kapitalabflüsse abzusichern. Siehe J. M. Keynes, Vom Gelde (A Treatise on Money), 1931.

<sup>20</sup> Siehe M. Obstfeld, J. Shambaugh und A. Taylor, Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves, American Economic Journal: Macroeconomics, 2(2), 2010, S. 57-94. Das Vorhalten ausreichender Währungsreserven, um etwaige Twin Drains abzudecken, wurde schon im 19. Jahrhundert (1802) von Henry Thornton befürwortet.

Kapitalfluchtrisiken.<sup>21</sup> Trotz dieser Kennziffern und Modelle neigen Länder bei der Beurteilung der Angemessenheit der Reserven in der Praxis häufig dazu, sich hauptsächlich auf den Vergleich mit den Ländern zu stützen, die ihnen am nächsten stehen, was zu einem Wettbewerb beim Aufbau von Währungsreserven führt (sogenanntes Machlup-Problem bzw. Bestreben, es den Nachbarn gleichzutun, als Motiv für die Bildung von Währungsreserven). Dies kann wiederum den Aufbau von Reserven verstärken oder aber Volkswirtschaften davon abhalten, auf ihre Reserven zurückzugreifen, obwohl Bedarf besteht.<sup>22</sup>

**Industrieländer, insbesondere solche, deren Währungen wichtige Reservewährungen darstellen, sind nicht so stark auf Devisenreserven angewiesen.** Bei Systemen mit frei schwankenden Wechselkursen sind die oben genannten herkömmlichen Messgrößen, welche vorrangig für Schwellenländer konzipiert wurden, weniger geeignet, um die Angemessenheit der Devisenreserven in Industrieländern zu beurteilen. Es ist schwierig, den optimalen Bestand an Reserven zu ermitteln, der zur Durchführung wirksamer Devisenmarktinterventionen erforderlich ist. Jüngste Untersuchungen haben jedoch ergeben, dass sich das durchschnittliche tägliche Interventionsvolumen an den Devisenmärkten (bei Betrachtung von 33 Schwellen- und Industrieländern) auf rund 0,02 % bis 0,05 % des BIP des intervenierenden Landes beläuft. Dieser Wert ist vom geltenden Wechselkurssystem abhängig, denn bei einem System mit engen Schwankungsbreiten ist er höher als bei einem flexiblen Wechselkursregime. Bei Systemen mit flexiblen Wechselkursen liegt die Erfolgsquote von Devisenmarktinterventionen bei etwa 60 %, sofern das beabsichtigte Interventionsziel bekannt ist.<sup>23</sup>

**Bei der Erörterung, welches Reservevolumen fortgeschrittene Volkswirtschaften benötigen würden, um wirksame Devisenmarktinterventionen durchführen zu können, spielen auch die politische Signalwirkung und die Verfügbarkeit von Finanzierungsvereinbarungen eine wichtige Rolle.** In den meisten Industrieländern ist der Wechselkurs kein Ziel der Geldpolitik, sondern vielmehr eine endogene Variable, die auf die wichtigste(n) Zielgröße(n) der Geldpolitik (z. B. die Inflationserwartungen) Einfluss nimmt. Aus diesem Grund sollten Devisenmarktinterventionen und die damit zusammenhängende Kommunikation in der Regel mit den Hauptzielen der Geldpolitik im Einklang stehen. Kündigt eine Zentralbank ihre Interventionen öffentlich an, stärkt dies die von ihr beabsichtigte politische Botschaft, was ein tatsächliches Intervenieren am Markt weniger notwendig machen dürfte. Es

<sup>21</sup> Die vom IWF definierte risikogewichtete Kennzahl ist abhängig von den Exporten, der kurz- und langfristigen Verschuldung und der weit gefassten Geldmenge. Die relative Gewichtung dieser Variablen basiert auf den bei Spannungen an den Devisenmärkten beobachteten Kapitalabflüssen aus Schwellenländern. Die Kennzahl berücksichtigt auch das Wechselkurssystem und etwaige Kapitalverkehrskontrollen. Weitere Einzelheiten finden sich in: IWF, Assessing Reserve Adequacy, Policy Paper des IWF, Februar 2011.

<sup>22</sup> Siehe etwa Y. Cheung und X. Qian, Hoarding of International Reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses, *Review of International Economics*, Bd. 17 (4), 2009, S. 824-843; B. Eichengreen, Global Monetary Order, in: V. Constâncio und P. Hartmann (Hrsg.), *The Future of the International Monetary and Financial Architecture*, Zentralbankforum der EZB, Konferenzband, 2016.

<sup>23</sup> Siehe beispielsweise M. Fratzscher, O. Gloede, L. Menkhoff, L. Sarno und T. Stoehr, When is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 2019, S. 132-156. Die Autoren beurteilten den Erfolg von Devisenmarktinterventionen allgemein anhand dreier Kriterien: a) Richtungsänderung des Wechselkurses (Ereigniskriterium), b) Glättung des Wechselkurspfads (Glättungskriterium) und c) Stabilisierung des Wechselkurses innerhalb eines engen Bandes (Stabilisierungskriterium). Bei Systemen mit flexiblen Wechselkursen basiert die Erfolgsquote hauptsächlich auf dem Ereigniskriterium.

hat sich gezeigt, dass Devisenmarktinterventionen besonders in unruhigen Zeiten wirkungsvoller sind, wenn sie kommuniziert werden.<sup>24</sup> Zudem könnten fortgeschrittene Volkswirtschaften leichter Zugang zu Alternativen haben, um mögliche Deviseninterventionen finanzieren zu können. So können sie etwa Devisenswaps nutzen, ohne dass sich dadurch die Devisenreserven unmittelbar verringern. Im besonderen Fall des Eurosystems kann die EZB bei Bedarf die Einzahlung weiterer Währungsreserven von den NZBen fordern.<sup>25</sup>

#### 1.4 Entwicklung der Währungszusammensetzung der weltweiten Devisenreserven

**Der größte Anteil an den internationalen Devisenreserven entfällt auf in US-Dollar denominierte Finanzanlagen, während der Euro die zweitwichtigste Reservewährung ist.** Der US-Dollar ist nach wie vor die erste Wahl für eine sichere Geldanlage vor allem am großen und liquiden Markt für US-amerikanische Staatsanleihen. Gemäß der Datenbank „Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves“ des IWF (COFER-Datenbank)<sup>26</sup> belief sich der Anteil des US-Dollar an den weltweit offengelegten Devisenreservebeständen – bei konstanten Wechselkursen – Ende 2018 auf rund 62 %, verglichen mit 69 % im Jahr 2007 (unmittelbar vor Ausbruch der internationalen Finanzkrise) und 71 % im Jahr 1999 (zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion). Ende 2018 lauteten etwa 20 % der weltweiten Devisenreserven auf Euro gegenüber 22 % im Jahr 2007 und 19 % im Jahr 1999.<sup>27 28</sup>

**Verwalter von Devisenreserven haben in den vergangenen Jahren weltweit ihre Portfolios um nichttraditionelle Reservewährungen wie etwa den chinesischen Renminbi erweitert.** Vor Ausbruch der internationalen Finanzkrise entfielen auf den US-Dollar und den Euro zusammengenommen nahezu 90 % aller gehaltenen Devisenreserven. Seit der Krise hat sich der Anteil nichttraditioneller Reservewährungen – etwa des kanadischen Dollar, des australischen Dollar und des chinesischen Renminbi – jedoch sichtlich erhöht. Diese Gruppe macht nunmehr fast 8 % der weltweit offengelegten Bestände aus, verglichen mit weniger als 2 % vor dem Jahr 2007. Der Anteil des chinesischen Renminbi belief sich Ende 2018 auf knapp 2 % und hatte sich damit gegenüber Anfang 2017 verdoppelt (siehe Abbildung 3).

<sup>24</sup> Siehe etwa Fratzscher et al., a. a. O.

<sup>25</sup> Siehe Artikel 30.4 des Protokolls über die [Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank](#).

<sup>26</sup> China übermittelt seit 2015 die Zusammensetzung seiner Fremdwährungsreserven an die COFER-Datenbank des IWF. Da die von China gehaltenen Reserven sehr umfangreich sind, könnten sich die jeweiligen Anteile der Reservewährungen infolgedessen deutlich verändert haben.

<sup>27</sup> Nähere Einzelheiten zur internationalen Rolle des Euro finden sich in: EZB, [The international role of the euro](#), 2019. Weitere Informationen zur internationalen Bedeutung von Währungen und zum Aufstieg des US-Dollar finden sich beispielsweise in: L. Chițu, B. Eichengreen und A. Mehl, [How Global Currencies Work: Past, Present and Future](#), Princeton University Press, Princeton, 2017; L. Chițu, B. Eichengreen und A. Mehl, [When did the dollar overtake sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets](#), Journal of Development Economics, Bd. 111, November 2014, S. 225-245.

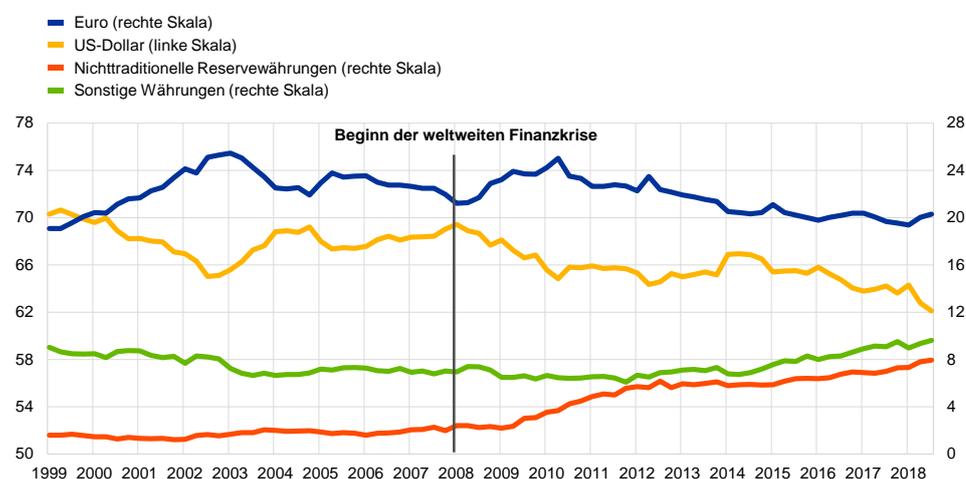
<sup>28</sup> Ein viel diskutierter Aspekt im Hinblick auf die internationale Rolle einer Währung als Reservewährung besteht darin, ob sich durch die Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen seitens öffentlicher ausländischer Anleger bessere Finanzierungsbedingungen für die die Währung ausgebende Regierung ergeben. Ein Überblick über wissenschaftliche Studien zu diesem Thema und eine empirische Analyse, die Belege für einen solchen Effekt liefert, findet sich in: J. Gräß, T. Kostka und D. Quint, [Quantifying the "exorbitant privilege" – potential benefits from a stronger international role of the euro](#), in: EZB, [The international role of the euro](#), 2019.

### Abbildung 3

#### Zusammensetzung der internationalen Devisenreserven nach Währungen

Entwicklung des Anteils des Euro, des US-Dollar, nichttraditioneller Reservewährungen und sonstiger Währungen an den Währungsreserven weltweit

(in %; bei Zugrundelegung konstanter Wechselkurse des vierten Quartals 2018)



Quellen: IWF, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zu den nichttraditionellen Reservewährungen zählen der australische Dollar, der kanadische Dollar, der chinesische Renminbi sowie andere Währungen, die nicht im SZR-Währungskorb enthalten sind. Als sonstige Währungen gelten hier insbesondere der japanische Yen, das Pfund Sterling und der Schweizer Franken.

**Die jüngsten anekdotischen und wissenschaftlichen Belege deuten darauf hin, dass auch geopolitische Überlegungen einen Einfluss auf die Entscheidungen bei der Verwaltung von Währungsreserven haben können.** Erste Anhaltspunkte sprechen dafür, dass die Bedenken im Zusammenhang mit den Handelsspannungen zwischen den USA und China, dem Brexit und der Verhängung einseitiger Sanktionen die Diversifikation von Reserven hin zu anderen Währungen und Anlageklassen begünstigen könnten.<sup>29</sup> <sup>30</sup> Es ist jedoch schwierig, Rückschlüsse darauf zu ziehen, welche Überlegungen die Halter von Währungsreserven zu ihren Entscheidungen bewegen, nicht zuletzt, weil nur wenige öffentliche Informationen zur Währungszusammensetzung der Reserveportfolios von Zentralbanken bekannt sind.<sup>31</sup> Neben der anekdotischen Evidenz haben auch jüngste Untersuchungen ergeben, dass sowohl

<sup>29</sup> Siehe HSBC, HSBC Reserve Management Trends 2019, Central Banking Publications, 29. April 2019. Von den befragten 80 Verwaltern von Zentralbank-Währungsreserven im Gesamtwert von 6,9 Billionen USD nannten nahezu drei Viertel die internationalen Handelsspannungen als wichtigstes bzw. zweitwichtigstes Thema im Jahr 2019. 80 % der Umfrageteilnehmer waren der Meinung, dass geopolitische Kräfte die Währungssteuerung der Währungsreserven beeinflussen.

<sup>30</sup> Russland etwa, dessen Bestand an Reserven zu einem der größten weltweit zählt, verkaufte im zweiten Quartal 2018 im Zuge neuer US-Sanktionsrunden US-Dollar-Reserven im Wert von rund 100 Mrd USD und erwarb auf Euro und auf Renminbi lautende Anlagen im Gesamtwert von nahezu 90 Mrd USD. Mit 32 % macht der Euro nunmehr den größten Anteil im Fremdwährungsbestand Russlands aus, gefolgt vom US-Dollar (22 %) und vom chinesischen Renminbi (15 %). Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, [The international role of the euro](#), 2019.

<sup>31</sup> In der genannten Umfrage war gut ein Drittel der Teilnehmer der Auffassung, dass geopolitische Kräfte ihre eigene Währungsverteilung direkt beeinflussen, und nahezu alle Befragten gaben an, dass der US-Dollar nach wie vor die Safe-Haven-Währung sei.

wirtschaftliche als auch geopolitische Überlegungen die Währungszusammensetzung von Devisenreserven beeinflussen.<sup>32</sup>

**Die Währungsreserven der EZB umfassen derzeit US-Dollar, japanische Yen, chinesische Renminbi, Gold und SZR.** Der Währungszusammensetzung liegen devisenpolitische Überlegungen zugrunde, mit anderen Worten die Fähigkeit, wirksame Interventionen in Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen durchführen und finanzieren zu können. So gesehen sind der US-Dollar und der japanische Yen die beiden wichtigsten Interventionswährungen (siehe Abbildung 4). Im Jahr 2017 kam der chinesische Renminbi hinzu, nachdem er 2016 in den SZR-Währungskorb aufgenommen worden war und eine immer größere internationale Rolle spielte; außerdem wurde damit der Bedeutung Chinas als einem der größten Handelspartner des Euroraums Rechnung getragen.<sup>33</sup> Die EZB nimmt Devisentransaktionen mit dem Ziel vor, die Zusammensetzung der Fremdwährungsreserven anzupassen, um die Einhaltung des Internationalen Verhaltenskodex für den Devisenhandel sicherzustellen.<sup>34</sup> Der Verhaltenskodex besteht aus einer Reihe globaler Grundsätze für empfehlenswerte Verhaltensweisen an den Devisenmärkten, mit denen die Integrität und das Funktionieren des institutionellen Devisenhandels gefördert werden sollen.<sup>35</sup>

Die Goldbestände der EZB belaufen sich aktuell auf rund 26 % der gesamten Währungsreserven der EZB (gegenüber 15 % im Jahr 1999). Dieser Anstieg hängt damit zusammen, dass sich der Goldpreis in den vergangenen zwei Jahrzehnten deutlich erhöht hat. Gemessen an den insgesamt gehaltenen Reserven entspricht der Goldbestand der EZB in etwa jenem vieler anderer Zentralbanken in Industrieländern. In Kasten 1 wird analysiert, wie sich der Goldmarkt in den 20 Jahren während der Goldabkommen entwickelte.

---

<sup>32</sup> Eine quantitative Analyse der Rolle wirtschaftlicher und geopolitischer Überlegungen bei der Zusammensetzung von Währungsreserven findet sich beispielsweise in: L. Chițu, B. Eichengreen und A. Mehl, Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice, Economic Policy, Juli 2019, S. 1-44.

<sup>33</sup> Siehe die zugehörige [Pressemitteilung vom 13. Juni 2017](#).

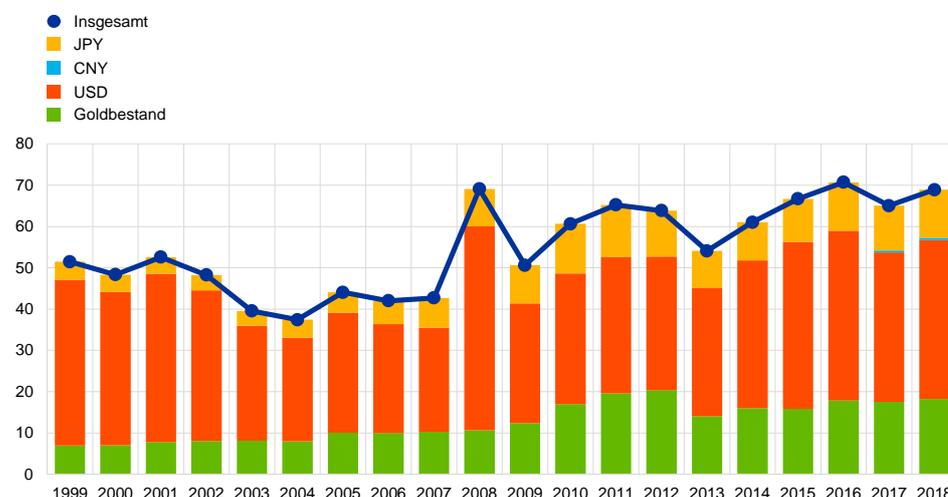
<sup>34</sup> Alle nationalen Zentralbanken des ESZB sind fest entschlossen, die Einhaltung des Verhaltenskodex zu unterstützen und zu fördern. Siehe die entsprechende [Pressemitteilung vom 29. November 2017](#).

<sup>35</sup> Mit Blick auf die Zentralbanken gilt der Verhaltenskodex für sämtliche Devisenmarktgeschäfte, es sei denn, dadurch würde die Erfüllung ihres organisationspolitischen Mandats behindert. Siehe den [Verhaltenskodex](#) (in englischer Sprache).

## Abbildung 4

### Zusammensetzung der Währungsreserven der EZB

(in Mrd € Jahreswerte)



Quelle: EZB.

## Kasten 1

### Entwicklung des Goldmarkts während der Goldabkommen der Zentralbanken seit 1999

Ludovit Kutnik und Etienne Port

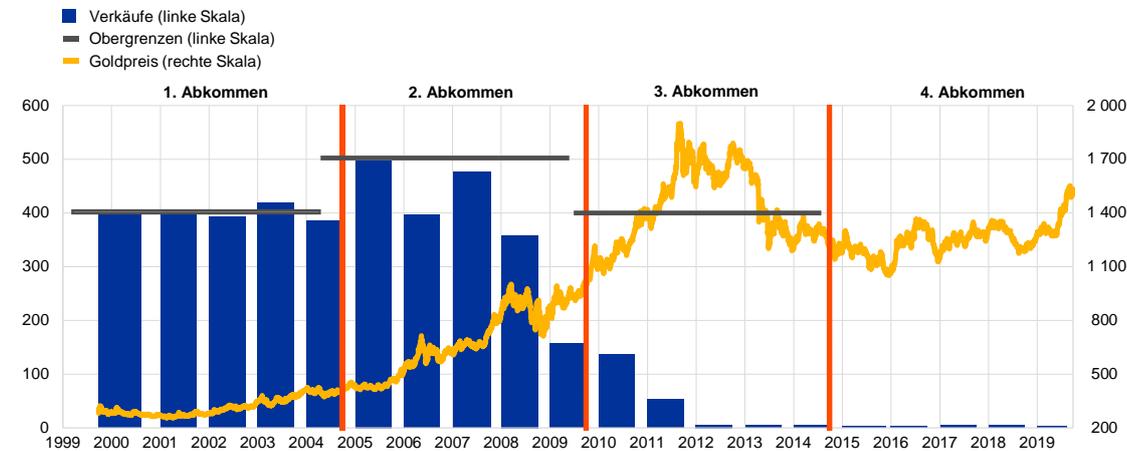
**Nach insgesamt 20 Jahren lief das letzte geschlossene Goldabkommen der Zentralbanken im September 2019 aus.** Zu den Unterzeichnern zählten das Eurosystem und die Notenbanken von Schweden, der Schweiz und – beim ursprünglichen Abkommen – des Vereinigten Königreichs. Das erste Goldabkommen der Zentralbanken<sup>36</sup> wurde 1999 für einen Zeitraum von fünf Jahren geschlossen, als vermehrt Bedenken am Goldmarkt aufkamen, dass sich unkoordinierte Goldverkäufe der Notenbanken negativ auf die Märkte auswirken könnten. Ziel des Abkommens war es, zu einer Stabilisierung des Goldmarkts beizutragen. Neben der Zerstreung von Bedenken und einer Verringerung des Abwärtsdrucks auf den Goldpreis sollte das jeweilige Abkommen mit den begrenzten und koordinierten Goldverkäufen der Zentralbanken auch zu ausgewogeneren Angebots- und Nachfragebedingungen führen. Das Abkommen wurde dreimal für jeweils fünf Jahre verlängert. Die Bestimmungen der letzten beiden Abkommen wurden dabei infolge der sich bessernden Lage am Goldmarkt nach und nach gelockert. Dabei handelte es sich in erster Linie um eine Anpassung der Verkaufsquoten und eine Lockerung der Beschränkungen zur Nutzung von Derivaten (siehe Abbildung A). Seit dem ersten Abkommen im Jahr 1999 ist der Goldpreis um etwa das Fünffache gestiegen. Die Bekanntmachung der jeweiligen Abkommen, darunter auch jene zum Auslaufen des letzten Abkommens, hatte nur geringe Auswirkungen auf den Goldpreis. Eine Ausnahme war die Ankündigung des ersten Goldabkommens, das ein Novum und eine Überraschung darstellte.

<sup>36</sup> Siehe [Pressemitteilung vom 26. September 1999](#).

## Abbildung A

### Goldverkäufe der Unterzeichner der Goldabkommen und Goldpreisentwicklung

(in Tonnen; in USD je Feinunze)



Quellen: International Financial Statistics des IWF, EZB, Bloomberg.  
Anmerkung: Die vertikalen Linien markieren das Datum, an dem das jeweilige Goldabkommen auslief.

### Seit 1999 ist der Goldmarkt im Hinblick auf seine Liquidität und Anlegerbasis gewachsen und hat sich weiterentwickelt.<sup>37</sup>

Die Struktur des Goldmarkts unterscheidet sich von jener anderer Finanzanlagen, da Gold nicht nur Anlagezwecken dient, sondern auch einen praktischen Nutzen hat. Zum Zeitpunkt des ersten Abkommens war die Nachfrage nach physischem Gold nur gering diversifiziert und konzentrierte sich in erster Linie auf Schmuck, während der öffentliche Sektor einen negativen Beitrag zur Nachfrage leistete. Im Zeitverlauf erleichterten Neuerungen im Bereich Financial Engineering die Verwendung von Gold als Finanzinstrument. Zurückzuführen ist dies auf die Entwicklung von börsengehandelten Produkten, die Goldpreise nachzeichnen und mit physischem Gold unterlegt sind. Diese flexiblen und liquiden Anlageformen trugen dazu bei, das Spektrum der Investoren zu erweitern, indem sie Publikums- und Pensionsfonds den Zugang zu Goldengagements ermöglichten.<sup>38</sup> Am deutlichsten erhöhte sich die Vielfalt der Goldnachfrage während und nach der weltweiten Finanzkrise, was ursprünglich einem Anstieg der Investitionen von Kleinanlegern in Goldbarren zuzuschreiben, später aber auch der Nachfrage des öffentlichen Sektors geschuldet war. Die Nachfragequellen sind in jüngerer Zeit vielfältig und weitgehend stabil geblieben (siehe Abbildung B). Dabei spiegelt sich die stärkere Anlegerbeteiligung am Goldmarkt seit dem ersten Abkommen im Handel mit Goldprodukten und -derivaten sowohl an der Börse als auch im außerbörslichen Handel (OTC-Markt) wider.<sup>39</sup> Die Marktliquidität und die Fähigkeit des Marktes, großvolumige Goldtransaktionen zu absorbieren, haben sich kontinuierlich verbessert, sodass ein Goldabkommen nicht mehr unbedingt erforderlich ist.

<sup>37</sup> Verglichen werden die aktuellen Bedingungen mit jenen im Jahr 1999, als das erste Goldabkommen geschlossen wurde.

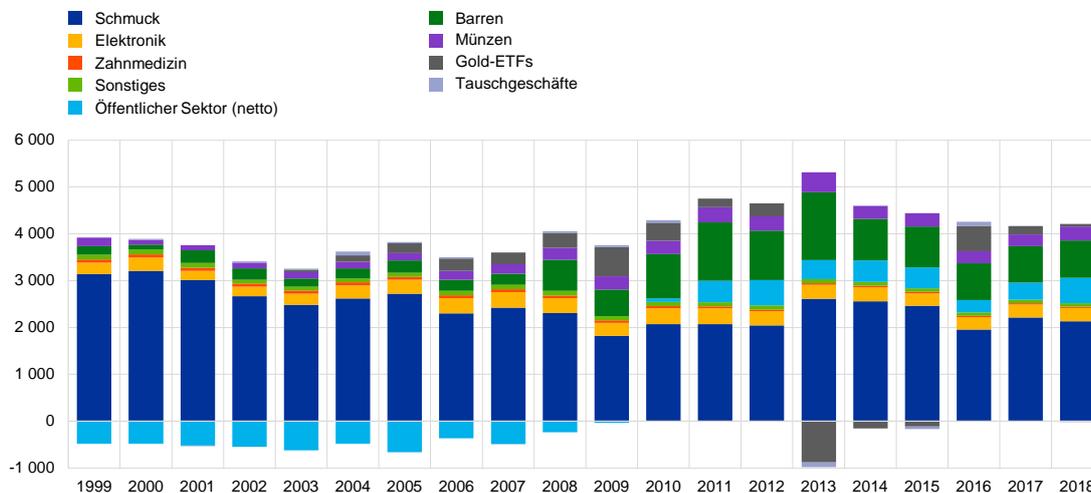
<sup>38</sup> Thomson-Reuters-GFMS-Daten zufolge beliefen sich die mit Gold unterlegten Anlagen in börsengehandelten Fonds (ETFs) Ende 2018 auf rund 2 300 Tonnen.

<sup>39</sup> So stieg etwa das durchschnittliche Handelsvolumen von an der COMEX gehandelten Gold-Terminkontrakten in den letzten 20 Jahren laut Bloomberg um das Mehrfache an, während sich das Nettovolumen von zwischen den fünf Clearing-Mitgliedern der London Precious Metals Clearing Limited abgewickelten Loco-London-Goldübertragungen (in USD gerechnet) der Clearing-Statistik der London Bullion Market Association (LBMA) zufolge im selben Zeitraum mehrmals erhöhte.

## Abbildung B

### Zusammensetzung der Goldnachfrage

(in Tonnen)



Quellen: Thomson Reuters (GFMS), EZB.

### Zentralbanken und andere öffentliche Institutionen wurden in den letzten zehn Jahren vor allem aufgrund der Nachfrage der Schwellenländer zu Nettokäufern von Gold. Der

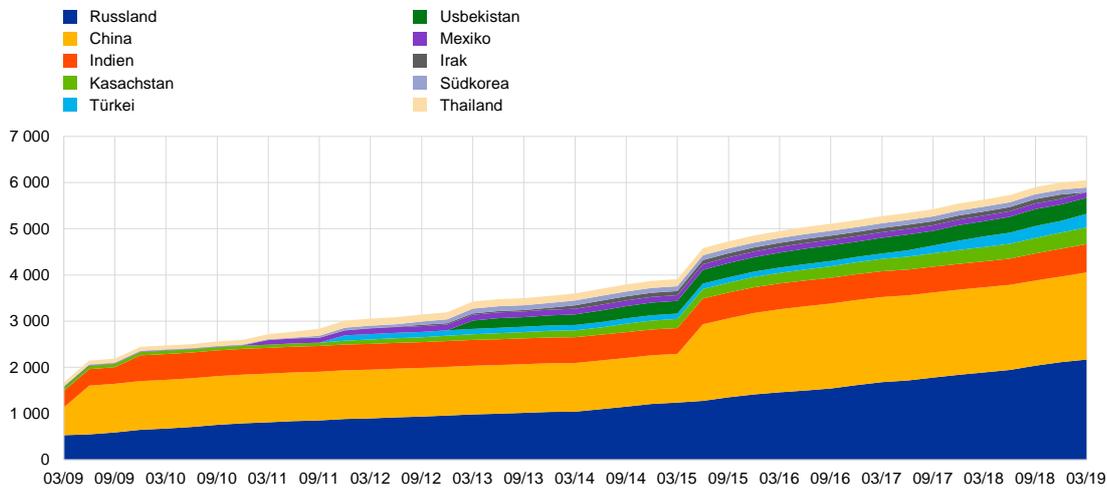
Wendepunkt war etwa zur Zeit der internationalen Finanzkrise, als sich der Beitrag des öffentlichen Sektors zur gesamten Goldnachfrage nach Jahren von Nettoverkäufen mit der Stabilisierung der Goldbestände der Unterzeichner des Abkommens und einer neuen Kaufaktivität anderer Notenbanken ins Positive kehrte. Mehrere Faktoren dürften zu diesem neuerlichen Interesse an Gold, vor allem aus den Entwicklungsländern<sup>40</sup>, beigetragen haben (siehe Abbildung C). Erstens profitiert Gold von seinem Status als sichere Anlage, die das Vermögen langfristig ohne Ausfallrisiko wahrt. Zweitens bietet Gold aus Sicht des Portfoliomanagements Diversifizierungsvorteile, da Gold im Allgemeinen zwar eine geringe Korrelation mit anderen Aktiva aufweist, aber eine positive mit der Inflation und eine negative mit realen Anleiherenditen und der Entwicklung des US-Dollar. Weitere Gründe sind das niedrige bzw. negative Zinsumfeld in wichtigen Reservewährungen, die Neuordnung des globalen geopolitischen Gefüges und die Bemühungen der Behörden in einigen Ländern, die Landeswährung mit physischen Aktiva zu unterlegen.

<sup>40</sup> Dem World Gold Council zufolge entfielen auf zwei Länder (China und Russland) mehr als zwei Drittel der gesamten Nettokäufe von Gold durch den öffentlichen Sektor seit 2009.

## Abbildung C

### Goldbestände ausgewählter Zentralbanken

(in Tonnen)



Quellen: World Gold Council, EZB.

**Im Hinblick auf die Funktionsfähigkeit der Märkte und die Goldmarktsteuerung wurden eine Reihe von Initiativen ergriffen, um einen robusten, fairen, wirksamen und angemessen transparenten Markt zu fördern.** Die London Bullion Market Association (LBMA)<sup>41</sup> veröffentlichte einen internationalen Kodex für Edelmetalle (Global Precious Metals Code), der von den wichtigen Marktteilnehmern im Bereich der Edelmetalle angenommen wurde.<sup>42</sup> Der Kodex legt die von den Marktteilnehmern erwarteten Best Practices am internationalen OTC-Markt für Edelmetalle fest. Seine Errungenschaft in dieser Hinsicht ähnelt jener des Verhaltenskodex für den Devisenhandel. Ferner begann die LBMA, neue Handelsdaten<sup>43</sup> und andere Statistiken für den Edelmetallmarkt zu veröffentlichen, um die Transparenz zu erhöhen.

<sup>41</sup> [www.lbma.org.uk/global-precious-metals-code](http://www.lbma.org.uk/global-precious-metals-code)

<sup>42</sup> Die LBMA veröffentlichte den Kodex im Mai 2017. Bis zum 1. Juni 2018 hatten alle LBMA-Mitglieder eine Verpflichtungserklärung unterzeichnet.

<sup>43</sup> Die neuen Handelsdaten sind granularer und werden mit höherer Frequenz gemeldet.

## 2 Verwaltung der Währungsreserven der EZB

Die Rahmenbedingungen für die Anlagepolitik zur Verwaltung der Währungsreserven der EZB sollen sicherstellen, dass die Reserven für geldpolitische Zwecke unmittelbar verfügbar sind.<sup>44</sup>

### 2.1 Übergeordnete Ziele und konkrete Anlagegrundsätze

**Die zentralen Anlagegrundsätze für das Portfoliomanagement der Währungsreserven der EZB sind – nach Priorität geordnet – Liquidität, Sicherheit und Rentabilität.** Die Liquidität der Anlagen nimmt bei der Erfüllung des Hauptzwecks der Währungsreserven – wonach sicherzustellen ist, dass die EZB bei Bedarf jederzeit Devisengeschäfte durchführen kann – einen hohen Stellenwert ein. Demnach muss es möglich sein, das Portfolio innerhalb eines kurzen Zeitraums und mit minimalem Kostenaufwand in Barguthaben umzuwandeln. Dafür wird ein großer Teil der Währungsreserven in US-amerikanische und japanische Staatsanleihen mit einer relativ kurzen Restlaufzeit angelegt, da diese als die liquidesten Instrumente gelten, die in der jeweiligen Währung verfügbar sind. Darüber hinaus dienen die hohe Kreditwürdigkeit der Emittenten und die vergleichsweise kurze Portfolioduration dem zweiten Anlagegrundsatz, nämlich der Wahrung des Kapitals der EZB-Währungsreserven. Unter Beachtung der Prinzipien Liquidität und Sicherheit zielt die Anlagepolitik darauf ab, die Reserven so ertragreich wie möglich anzulegen. Hierzu a) betreibt das Eurosystem ein aktives Portfoliomanagement, das Anreize schafft, ein zugeordnetes Risikobudget auszuschöpfen und b) ermöglicht das Eurosystem die Anlage in Finanzinstrumente mit höherem Renditeaufschlag als in Staatsanleihen bzw. zur leichteren Verdeutlichung von Investitionsabsichten. Dazu zählen Anleihen supranationaler Institutionen und staatsnaher Emittenten, Geldmarkt- und Anleihe-Futures, Einlagen bei Geschäftsbanken, Repos und Reverse-Repос, Devisenswaps und Zinsswaps. Die Anlagen in derartigen Instrumenten unterliegen Obergrenzen für das Risikomanagement.

### 2.2 Organisationsstruktur der Währungsreservenverwaltung

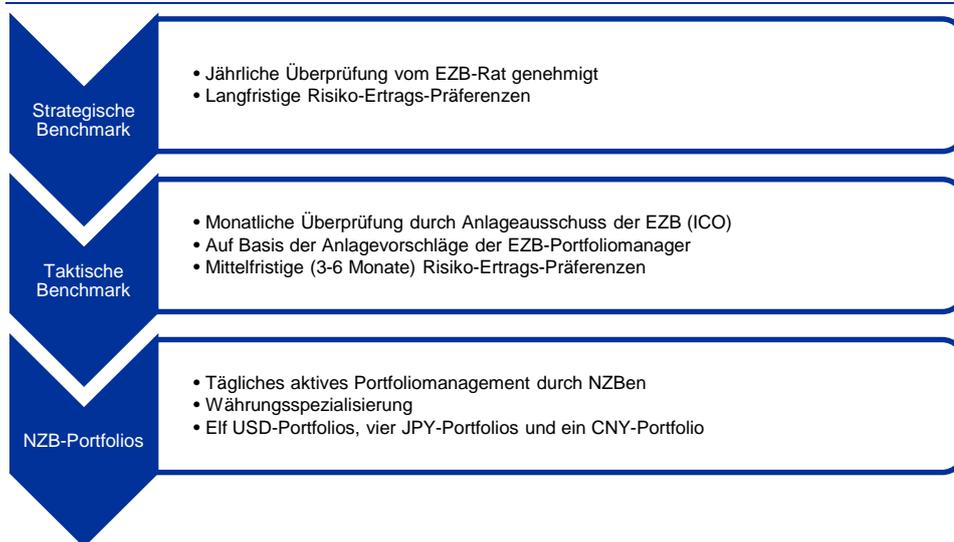
**Die Verwaltung der Währungsreserven der EZB ist in drei Ebenen gegliedert: a) eine strategische Benchmark, b) eine taktische Benchmark und c) das tägliche Portfoliomanagement durch die NZBen** (siehe Grafik 1). Durch diese dreischichtige Struktur wird sichergestellt, dass die Anlage im Einklang mit den langfristigen Risiko-Ertrags-Präferenzen des EZB-Rats erfolgt und gleichzeitig die nötige Flexibilität gewährleistet wird, über einen kürzeren Anlagehorizont aktiv von den Investitionsmöglichkeiten zu profitieren.

---

<sup>44</sup> Ein allgemeiner Überblick über die Rahmenwerke der Zentralbanken für die Verwaltung der Währungsreserven findet sich beispielsweise in: B. Jones, Central Bank Reserve Management and International Financial Stability – Some Post-Crisis Reflections, Working Paper des IWF, Nr. 18/31, 2018.

## Grafik 1

### Die drei Ebenen bei der Verwaltung der EZB-Währungsreserven



Quelle: EZB.

**Vor dem Hintergrund der Grundsätze Liquidität und Sicherheit bildet die strategische Benchmark die langfristigen Risiko-Ertrags-Präferenzen der EZB ab.** Die Allokation der strategischen Benchmark basiert auf einem intern entwickelten Modellierungsansatz, der die Risiko-Ertrags-Präferenzen der EZB in eine aus mehreren Zielvorgaben bestehende Funktion unter Berücksichtigung der in Abschnitt 2.1 vorgestellten Anlagegrundsätze überträgt. Das Portfolio-Optimierungsverfahren der EZB für die strategische Benchmark besteht aus zwei Komponenten. Eine den Konjunkturzyklus umspannende Komponente identifiziert effiziente Portfoliozuteilungen auf Grundlage langfristiger Erwartungen in Bezug auf Risiken und Erträge über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg. Eine stichtagsbezogene Komponente ergänzt die langfristige Perspektive. Hier wird der Nutzen der über den gesamten Konjunkturzyklus betrachteten effizienten Portfolios neu bewertet, wobei finanzielle Variablen sowie die aktuelle und die projizierte Wirtschaftslage berücksichtigt werden. Sobald der EZB-Rat die zentralen Merkmale der Portfolios der strategischen Benchmark für jede Währung genehmigt (d. h. etwa die modifizierte Duration, die Allokation nach Laufzeitkategorie und Anlageklasse), überführt die für das Risikomanagement zuständige Abteilung der EZB diese Merkmale in ein Anlageportfolio und stellt Informationen auf Einzelwertpapierbasis zur Verfügung.

**Die taktische Benchmark ist die erste aktive Ebene mit dem Ziel, bessere Ergebnisse zu erzielen als die strategische Benchmark.** Sie ermöglicht Anpassungen der Risiko-Ertrags-Merkmale der strategischen Benchmark basierend auf den mittelfristigen Investitionsabsichten (drei bis sechs Monate), wobei die vorherrschenden Bedingungen am Finanzmarkt und in der Gesamtwirtschaft Berücksichtigung finden. Der Spielraum für derartige Absichtsaussagen ist in den internen Anlagerichtlinien festgelegt, während die Verantwortlichkeit für die taktische Benchmark einem Anlageausschuss (Investment Committee – ICO) obliegt. Die Mitglieder dieses Ausschusses stammen aus den für Investitionen, Risikomanagement und Compliance zuständigen Abteilungen der EZB.

**Der ICO erörtert und beurteilt die Vorschläge der EZB-Portfoliomanager und übermittelt die endgültigen Empfehlungen monatlich zur Genehmigung an das Direktorium der EZB.** So könnten die Analyse der Wirtschaftsaussichten, die geldpolitische Entwicklung, die Bewertung der Anleihemärkte und andere maßgebliche Variablen die EZB-Portfoliomanager beispielsweise zu der Annahme veranlassen, dass die Renditen an einem der relevanten Anleihemärkte in den kommenden drei bis sechs Monaten steigen werden. Steigende Renditen implizieren sinkende Anleihewerte. Diese Erwartung könnte die Portfoliomanager dazu veranlassen, dem ICO den Vorschlag zu unterbreiten, die Benchmark dergestalt anzupassen, dass die taktische Benchmark einige der in der strategischen Benchmark enthaltenen Anleihen ausschließt. Stattdessen könnte die taktische Benchmark einen größeren Anteil der in kurzfristige Geldmarktanlagen investierten Mittel halten, wodurch die Zinssensitivität der taktischen Benchmark im Vergleich zur strategischen Benchmark reduziert wird. Nehmen der ICO und das Direktorium diesen Vorschlag an, wird die Anpassung vorgenommen. Die Änderung der taktischen Benchmark wird dann mit einem gewissen zeitlichen Vorlauf den Portfoliomanagern der NZBen mitgeteilt, damit sie die Umsetzung der Benchmark-Anpassung in den jeweiligen Portfolios vorbereiten können.

**Die Verwaltung des EZB-Portfolios durch die NZBen stellt die zweite aktive Ebene dar; die daraus generierten Investitionserträge werden an der taktischen Benchmark gemessen.** Anders als bei den intern geführten strategischen und taktischen Benchmarks wird die tatsächliche Verwaltung der Anlageportfolios dezentral innerhalb des Eurosystems organisiert. Unter Anwendung der durch eine Leitlinie festgelegten Regelungen zur Verwaltung der Währungsreserven der EZB durch die NZBen agieren die NZBen im Auftrag der EZB. Führen die NZBen im Auftrag der EZB diesbezügliche Transaktionen durch, legen sie dies ihren Geschäftspartnern vor Abschluss einer Transaktion offen, da die EZB gegenüber allen Geschäftspartnern als Auftraggeber fungiert. In einer eigens eingerichteten Arbeitsgruppe diskutiert das Eurosystem in regelmäßigen Abständen sämtliche Fragen im Zusammenhang mit dem Rahmenwerk zur Verwaltung der Währungsreserven und dem tatsächlichen Management der EZB-Währungsreserven.

**Alle NZBen, die ein Portfolio für die EZB betreuen, verfügen über dasselbe Mandat, die Reserven im Rahmen der vom EZB-Rat festgelegten internen Anlagepolitik so ertragreich wie möglich und umsichtig zu verwalten.** Die NZBen können täglich Anlageentscheidungen treffen und umsetzen und dabei den Anlagehorizont wählen, der am besten zu ihrem Anlagestil passt (siehe hierzu Abschnitt 2.3).

**Derzeit sind die Devisenreserven der EZB auf elf Portfolios in US-Dollar, vier Portfolios in japanischen Yen und ein Portfolio in chinesischen Renminbi verteilt.** Diese Verteilung spiegelt die Spezialisierung der einzelnen NZBen auf bestimmte Währungen wider. Zum Zeitpunkt der Euro-Einführung wurde noch davon ausgegangen, dass alle NZBen gemäß ihrem jeweiligen Anteil am Kapitalschlüssel der EZB Portfolios sowohl in US-Dollar als auch in japanischen Yen verwalten. Im Jahr 2006 wurde jedoch das Prinzip der Währungsspezialisierung eingeführt, wonach die NZBen üblicherweise ein Währungsportfolio nach ihren Präferenzen auswählen,

und zwar unter Einhaltung des Ziels der EZB, eine angemessene Anzahl an Portfolios pro Währung zu halten.<sup>45</sup> Die Zielsetzung war die Aufrechterhaltung eines effizienten Rahmenwerks, auch durch die Begrenzung der Anzahl von (kleinen) Portfolios, da davon ausgegangen wurde, dass weitere Länder dem Euro-Währungsgebiet beitreten werden, während zugleich gezieltere Anlagen erleichtert und die Unterschiede beim Know-how und bei den Anlagestilen der NZBen genutzt wurden. Seitdem haben die meisten der neu zum Euroraum hinzugekommenen NZBen beschlossen, „ihren“ Anteil der EZB-Reserven mit dem Anteil einer anderen NZB zusammenzulegen. Im Abstand von drei Jahren überprüft der EZB-Rat die Allokation der Portfolios und entscheidet gegebenenfalls über eine Änderung der Währungsstreuung.

### 2.3 Aktive Verwaltung der Währungsreserven der EZB: Anreize und Anlagestile

**Die aktive Verwaltung, der Wettbewerb zwischen den Portfoliomanagern der NZBen und die Diversifikation der Anlagestile sind die wesentlichen Merkmale des Rahmens für die Verwaltung der EZB-Währungsreserven, der darauf abzielt, im Vergleich zur strategischen Benchmark einen kontinuierlichen Strom an zusätzlichen Investitionserträgen zu generieren.** Im Laufe der Zeit haben alle aktiven Ebenen einen positiven Beitrag zu den Erträgen der strategischen Benchmark für sämtliche Reservewährungen geleistet. Wie aus Abbildung 5 für die Portfolios in US-Dollar hervorgeht, gingen von allen einzelnen NZB-Portfolios im Durchschnitt positive Impulse aus. Die Abbildung zeigt auch, dass sich die durchschnittlichen Tracking Errors<sup>46</sup> der jeweiligen Portfolios in einer Spanne von rund 0,05 % bis 0,4 % bewegen, was die Unterschiede beim aktiven Risikoverhalten der NZBen veranschaulicht.

---

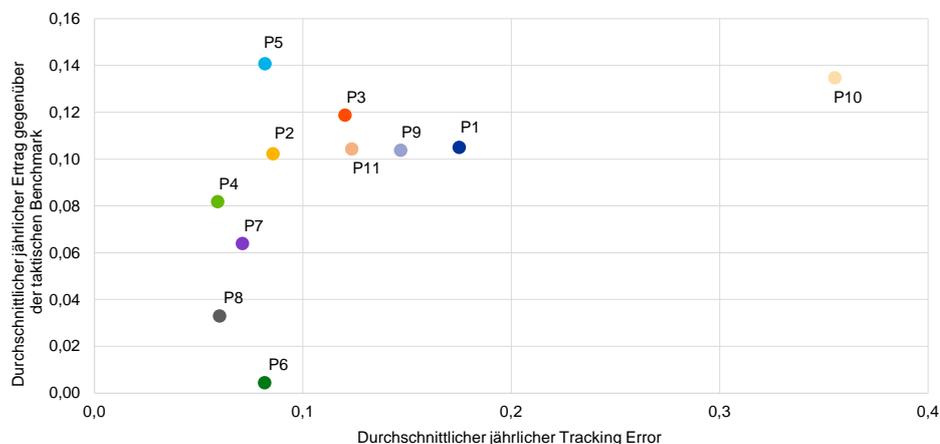
<sup>45</sup> Gemäß Artikel 12.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank „nimmt die EZB die nationalen Zentralbanken zur Durchführung von Geschäften, die zu den Aufgaben des ESZB gehören, in Anspruch [...]“. Dies bedeutete ursprünglich, dass sich alle NZBen am aktiven Management der Währungsreserven der EZB beteiligen. Seit dem 1. Januar 2006 steht es den NZBen jedoch frei, auf die Teilnahme an operativen Abläufen, die sich auf die Verwaltung der EZB-Währungsreserven beziehen, zu verzichten. Dies ermöglicht eine Spezialisierung und die Zusammenlegung von Portfolios.

<sup>46</sup> Tracking Error bezeichnet die annualisierte Standardabweichung der täglichen Differenzen zwischen dem Portfolioertrag und dem Ertrag der taktischen Benchmark.

## Abbildung 5

### Risiken und Erträge in den Portfolios der NZBen für das USD-Portfolio

(in Prozentpunkten; Jahresdurchschnitte 2006-2018)



Quelle: EZB.

**Sowohl für die taktische Benchmark als auch für die tatsächlichen Portfolios erfolgt das aktive Portfoliomanagement innerhalb eines spezifischen Risikobudgets.** Dieses Budget ist in Bezug auf den relativen Value-at-Risk (VaR)<sup>47</sup> definiert. Die unabhängige Risikomanagementfunktion der EZB ist dafür verantwortlich, die Parameter, in deren Rahmen die Portfoliomanager aktiv Risiken eingehen können, festzulegen und beizubehalten. Das der taktischen Benchmark zugewiesene Risikobudget ist in der Regel doppelt so groß wie das der NZB-Portfolios. Dies macht deutlich, dass das taktische Management die Möglichkeit bietet, die Risikomerkmale der Benchmark sinnvoll anzupassen, wenn der ICO beispielsweise der Meinung ist, dass aufgrund von Entwicklungen im Konjunkturzyklus eine Korrektur erforderlich ist. Die Portfoliomanager der NZBen, deren Rolle es ist, das Tagesgeschehen an den Märkten zu antizipieren, dürften im Rahmen dessen moderatere Risikoanpassungen vornehmen, wenngleich mit mehr Flexibilität.

**Darüber hinaus beinhaltet die Anlagepolitik Anreize für die aktiven Ebenen, das Risikobudget auszuschöpfen.** Auf der Stufe der taktischen Benchmark besteht der Anreiz aus einem internen, vom ICO gesetzten Ziel, die strategische Benchmark zu übertreffen. Der ICO legt dieses relative Ertragsziel für jedes einzelne Währungsportfolio in jedem Jahr neu fest. Die Zielvorgabe ist ein zentrales Element der jährlichen Gesamtertragsziele für die Portfoliomanager der EZB, die die ICO-Vorschläge vorbereiten. Dies entspricht den Best Practices im Bereich Vermögensverwaltung, die es den Portfoliomanagern ermöglichen, ihre Positionen zur Erreichung des Ziels besser auszurichten.

<sup>47</sup> Der VaR bildet den maximalen Verlust ab, der bei einem bestimmten Konfidenzniveau über einen gegebenen Zeithorizont nicht überschritten wird. Beträgt der VaR beispielsweise bei einem Konfidenzniveau von 99 % über einen Zeitraum von einem Jahr 1 Mio €, so besteht eine Wahrscheinlichkeit von 1 %, dass das Portfolio innerhalb eines Jahres mehr als 1 Mio € an Wert verliert. Der relative VaR ist eine Messgröße des Verlustrisikos im Hinblick auf das Benchmark-Ergebnis und wird definiert als der VaR des Differenzportfolios (also des tatsächlichen abzüglich des marktwertskalierten Benchmark-Portfolios).

**Im Hinblick auf das tatsächliche Portfoliomanagement fördert ein leistungsorientiertes internes Ranking der NZBen des Eurosystems den Wettbewerb und stellt ein wichtiges Instrument zur Unterstützung einer größeren Risikobereitschaft dar.** Jeden Monat erstellt die EZB ein aktualisiertes Ranking und leitet es den Portfoliomanagern der NZBen zu, sodass diese ihre Leistungen und die der anderen beobachten und vergleichen können. Das Ranking geht zum Jahresende an den EZB-Rat, der sicherstellt, dass starke Leistungen entsprechend gewürdigt werden. Internen Befragungen zufolge werden das Ranking und dessen Weiterleitung von den Portfoliomanagern als große Motivation zur Risikonahme erachtet.<sup>48</sup> In diesem Zusammenhang haben Scalia und Sahel (2011)<sup>49</sup> das Verhalten der in die Verwaltung der EZB-Währungsreserven involvierten Portfoliomanager der NZBen untersucht und festgestellt, dass sie je nach ihrer bis dato verzeichneten Rangstufe ihre Bereitschaft zur Risikonahme änderten. So schienen einige Portfoliomanager ihre relative Risikoneigung in der zweiten Jahreshälfte zu erhöhen, wenn sie im ersten Halbjahr ein niedrigeres Ranking erzielt hatten.

**Obwohl das Leistungsranking den Portfoliomanagern einen Anreiz bietet, mit ihren Kolleginnen und Kollegen Schritt zu halten, weist die relative Leistungsfähigkeit der NZBen im Zeitverlauf augenscheinlich Beständigkeit auf.** So zeigt die obere Grafik in Abbildung 6 das durchschnittliche Ranking aller NZB-Portfolios im Zeitraum von 2006 bis 2012 auf der x-Achse und für den Zeitraum von 2013 bis 2018 auf der y-Achse. Allgemein gesehen geht aus der Abbildung hervor, dass es zwei Gruppen von NZBen gibt, die in beiden Zeiträumen entweder vergleichsweise hoch oder relativ niedrig eingestuft waren. In der unteren Grafik ist die trendmäßige Entwicklung im jährlichen Leistungsranking dargestellt, wonach die kumulierte Differenz zwischen den obersten und untersten Positionen in der Rangfolge von 2006 bis 2018 kontinuierlich zugenommen hat. Diese Anzeichen für Beständigkeit können mit einer Reihe von Faktoren zusammenhängen wie z. B. mit den Fähigkeiten der Portfoliomanager sowie den Anlagestilen und der Risikoneigung der NZBen (siehe auch Abbildung 5). Tatsächlich übernehmen einige NZBen Positionen, die im Schnitt klein sind (in Bezug auf die gesamte Duration und die Zinsstrukturkurve), und ändern ihre Positionierung im Zeitverlauf vergleichsweise selten, während andere relativ große Positionen annehmen und sie häufiger ändern. Diese Unterschiede beim Anlagestil deuten auf den Diversifizierungseffekt mehrerer aktiver Portfolios hin.

**Obwohl das Leistungsranking den Portfoliomanagern einen Anreiz bietet, mit ihren Kolleginnen und Kollegen Schritt zu halten, weist die relative Leistungsfähigkeit der NZBen im Zeitverlauf augenscheinlich Beständigkeit auf.** So zeigt die obere Grafik in Abbildung 6 das durchschnittliche Ranking aller NZB-Portfolios im Zeitraum von 2006 bis 2012 auf der x-Achse und für den Zeitraum von 2013 bis 2018 auf der y-Achse. Allgemein gesehen geht aus der Abbildung hervor, dass es zwei Gruppen von NZBen gibt, die in beiden Zeiträumen entweder vergleichsweise hoch oder relativ niedrig eingestuft waren. In der unteren Grafik ist die trendmäßige Entwicklung im jährlichen Leistungsranking dargestellt, wonach die kumulierte Differenz zwischen den obersten und untersten Positionen in der Rangfolge von 2006 bis 2018 kontinuierlich zugenommen hat. Diese Anzeichen für Beständigkeit können mit einer Reihe von Faktoren zusammenhängen wie z. B. mit den Fähigkeiten der Portfoliomanager sowie den Anlagestilen und der Risikoneigung der NZBen (siehe auch Abbildung 5). Tatsächlich übernehmen einige NZBen Positionen, die im Schnitt klein sind (in Bezug auf die gesamte Duration und die Zinsstrukturkurve), und ändern ihre Positionierung im Zeitverlauf vergleichsweise selten, während andere relativ große Positionen annehmen und sie häufiger ändern. Diese Unterschiede beim Anlagestil deuten auf den Diversifizierungseffekt mehrerer aktiver Portfolios hin.

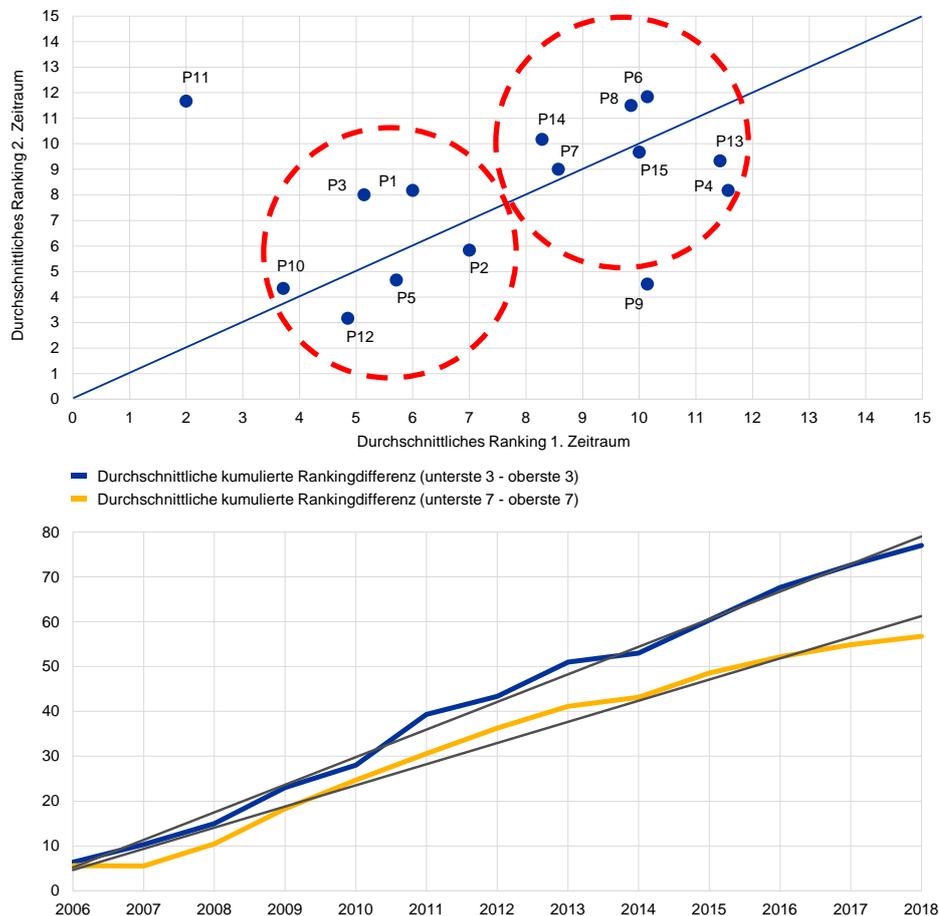
<sup>48</sup> Abgesehen vom Ranking sind die Portfoliomanager auch dazu verpflichtet, im Durchschnitt auf mittlere Sicht einen Mindestprozentsatz des täglichen relativen VaR-Limits zu nutzen. Die Risikobereitschaft wird überwacht und in regelmäßigen Abständen von den Portfoliomanagern gemeinsam diskutiert, um die Durchsetzung der eigenen Vorgaben zu fördern.

<sup>49</sup> Siehe B. Sahel und A. Scalia, [Ranking, risk-taking and effort: an analysis of the ECB's foreign reserves management](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1377, 2011.

## Abbildung 6

### Beständigkeit beim Leistungsranking für USD- und JPY-Portfolios

(1. Zeitraum: 2006-2012; 2. Zeitraum: 2013-2018)



Quelle: EZB.

## Schlussbemerkungen

**Im Laufe der Zeit und in den einzelnen Ländern haben sich nicht nur die Gründe für das Halten von Währungsreserven verändert, sondern auch deren Umfang und Zusammensetzung.** Vor allem seit der Krise in Asien Ende der 1990er-Jahre sind die Währungsreserven weltweit spürbar ausgeweitet worden. Insbesondere die Schwellenländer bauten umfangreiche Devisenreserven auf, um sich gegen potenzielle Schocks abzusichern. In einigen Fällen ergab sich der Anstieg jedoch auch im Zuge exportorientierter Wachstumsstrategien. Wurden die internationalen Währungsreserven für gewöhnlich in erster Linie in auf US-Dollar lautende Finanzanlagen investiert, lässt sich nun eine zunehmende Diversifikation der Bestände im Hinblick auf Währung und Anlageklasse beobachten.

**Für die EZB besteht der Zweck der Währungsreserven in erster Linie darin, sicherzustellen, dass das Eurosystem bei Bedarf jederzeit über genügend liquide Mittel für devisenpolitische Transaktionen verfügt.** Die Zusammensetzung der EZB-Währungsreserven hat sich im Laufe der Zeit kaum verändert, abgesehen davon, dass der chinesische Renminbi in jüngerer Zeit hinzugekommen ist.

**Die Anlagepolitik hinsichtlich der Währungsreserven der EZB hat sich im Zeitverlauf weiterentwickelt; im Fokus stehen dabei die Effizienzsteigerung und die Schaffung von Anreizen zur Ausschöpfung des verfügbaren Risikobudgets durch die aktiven Ebenen, während zugleich sicherzustellen ist, dass die Reserven zu geldpolitischen Zwecken unmittelbar zur Verfügung stehen.** Die dezentrale Reservenverwaltung durch die NZBen ist ein einzigartiges Merkmal der Anlagepolitik und bietet Vorteile, darunter den Informationsaustausch und die Förderung von Best Practices zwischen den Portfoliomanagern. Die aktive Verwaltung, begünstigt durch den Wettbewerb zwischen den Portfoliomanagern der NZBen, und die Diversifikation der Anlagestile sind die wesentlichen Merkmale der Anlagepolitik und haben dazu beigetragen, einen kontinuierlichen Strom an zusätzlichen Investitionserträgen zu generieren, die über dem Ertrag der strategischen Benchmark liegen.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

### 2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 März	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
April	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
Mai	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Juni	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Juli	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Aug.	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10
Sept.	-0,40	-0,45	-0,42	-0,39	-0,34	2,13	-0,09

Quelle: EZB.

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

### 2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 März	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
April	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
Mai	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
Juni	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Juli	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Aug.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12
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

Quelle: EZB.

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

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

### 2.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019 März	365,7	3 332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2 804,0	21 414,9
April	379,0	3 458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2 903,8	21 964,9
Mai	369,4	3 385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2 854,7	21 218,4
Juni	369,7	3 406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2 890,2	21 060,2
Juli	380,0	3 507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2 996,1	21 593,7
Aug.	363,6	3 355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2 897,5	20 629,7
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

Quelle: EZB.

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 Sept.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
Okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
Nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
Dez.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019 Jan.	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,82	6,33	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
Febr.	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,27	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
März	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
April	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
Mai	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
Juni	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
Juli	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61
Aug. <sup>(p)</sup>	0,03	0,43	0,28	0,78	5,74	16,60	6,15	5,75	6,34	2,25	1,51	1,68	1,53	1,50	1,84	1,56

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

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

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 2 Finanzielle Entwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2016	1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 221	504	174	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 März	1 330	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
April	1 320	561	170	.	109	418	61	423	195	70	.	53	58	47
Mai	1 343	573	174	.	115	422	59	446	196	74	.	56	83	37
Juni	1 319	556	179	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
Juli	1 344	576	177	.	110	424	57	457	204	75	.	56	76	45
Aug.	1 371	587	184	.	113	424	63	389	165	75	.	39	71	38
<b>Langfristig</b>														
2016	15 372	3 695	3 174	.	1 177	6 685	641	219	62	53	.	19	78	8
2017	15 353	3 560	3 049	.	1 236	6 865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15 746	3 688	3 151	.	1 261	7 021	626	229	64	68	.	16	75	6
2019 März	16 017	3 755	3 201	.	1 295	7 125	641	269	76	63	.	25	88	17
April	15 992	3 748	3 183	.	1 300	7 120	641	234	55	68	.	19	84	8
Mai	16 054	3 767	3 201	.	1 299	7 151	635	247	62	80	.	13	86	7
Juni	16 113	3 768	3 217	.	1 307	7 188	633	245	61	76	.	23	80	5
Juli	16 184	3 790	3 258	.	1 317	7 183	636	253	71	72	.	24	78	8
Aug.	16 192	3 785	3 255	.	1 314	7 199	638	123	25	43	.	8	41	6

Quelle: EZB.

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

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

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2016	16 613,5	4 213,2	3 309,7	.	1 236,0	7 150,9	703,7	7 089,5	537,6	1 084,2	5 467,7
2017	16 592,9	4 079,3	3 204,4	.	1 305,6	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018	16 966,9	4 191,6	3 324,8	.	1 333,0	7 444,8	672,7	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019 März	17 347,3	4 319,1	3 378,8	.	1 393,0	7 560,7	695,7	7 761,2	495,8	1 230,9	6 034,5
April	17 312,0	4 309,2	3 352,8	.	1 408,9	7 538,8	702,3	8 090,6	537,0	1 281,8	6 271,8
Mai	17 396,7	4 340,5	3 375,4	.	1 414,3	7 572,7	693,8	7 586,6	470,9	1 208,1	5 907,6
Juni	17 432,6	4 324,1	3 396,5	.	1 407,4	7 616,2	688,4	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
Juli	17 527,5	4 366,2	3 435,1	.	1 427,5	7 606,3	692,4	7 980,2	484,0	1 252,8	6 243,4
Aug.	17 563,4	4 372,3	3 439,1	.	1 427,5	7 623,1	701,4	7 839,7	462,4	1 183,0	6 194,3
<b>Wachstumsraten</b>											
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,2	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,4	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019 März	2,5	3,1	3,0	.	3,8	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
April	2,3	3,0	1,6	.	4,1	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
Mai	2,6	3,9	2,2	.	3,8	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Juni	2,9	4,5	2,2	.	4,6	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Juli	3,0	5,2	2,0	.	4,8	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Aug.	3,2	4,9	2,9	.	5,7	2,2	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2

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
2016	94,4	89,5	90,8	85,2	80,0	90,2	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,8	90,6	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,4	79,2	91,5	117,9	93,8
2018 Q4	98,5	93,0	92,9	86,9	79,1	91,0	118,4	93,8
2019 Q1	97,4	91,7	92,1	85,7	78,3	89,6	116,7	92,1
Q2	97,3	91,4	91,7	85,5	78,6	89,3	116,8	91,9
Q3	97,7	91,5	91,8	.	.	.	116,9	91,5
2019 April	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
Mai	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
Juni	97,9	91,9	92,1	-	-	-	117,4	92,2
Juli	97,5	91,3	91,5	-	-	-	116,5	91,3
Aug.	98,1	91,9	92,2	-	-	-	117,6	92,0
Sept.	97,4	91,2	91,6	-	-	-	116,7	91,2
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2019 Sept.	-0,7	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,8	-0,9
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2019 Sept.	-2,0	-2,9	-2,2	-	-	-	-3,1	-4,5

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	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 Q4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 Q1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
Q2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
Q3	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
2019 April	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
Mai	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
Juni	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Juli	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Aug.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
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
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2019 Sept.	-0,3	0,2	0,3	0,0	1,7	0,1	0,1	-2,7	0,2	-0,4	0,1	-1,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2019 Sept.	-2,0	-0,4	1,0	0,1	2,3	-9,4	1,2	-0,2	2,0	2,4	-3,4	-5,6

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-	Übriger Kapitalverkehr		Währungs-	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	derivate (netto)	Aktiva	Passiva	reserven	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2018 Q3	26 129,9	26 707,7	-577,8	11 198,5	9 161,6	8 890,1	11 147,7	-72,5	5 439,9	6 398,4	673,9	14 502,9
Q4	25 399,7	25 891,3	-491,6	10 895,1	9 041,6	8 475,2	10 508,5	-87,9	5 398,2	6 341,2	719,1	14 197,4
2019 Q1	26 652,9	26 908,5	-255,6	11 179,5	9 124,4	9 114,2	11 251,0	-91,4	5 709,4	6 533,1	741,1	14 629,3
Q2	26 837,0	27 084,1	-247,1	11 064,3	9 096,4	9 232,2	11 424,4	-78,2	5 847,8	6 563,3	770,8	14 695,5
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2019 Q2	229,0	231,1	-2,1	94,4	77,6	78,8	97,5	-0,7	49,9	56,0	6,6	125,4
<b>Transaktionen</b>												
2018 Q3	62,8	-31,3	94,1	-79,2	-81,9	40,5	6,1	35,0	65,3	44,6	1,2	-
Q4	-407,0	-470,9	63,8	-303,9	-195,0	-28,2	-158,2	29,6	-110,4	-117,6	5,8	-
2019 Q1	355,0	303,6	51,4	90,6	35,7	58,6	141,8	2,2	200,7	126,1	2,8	-
Q2	217,7	180,7	37,0	-47,3	12,0	49,5	91,3	30,2	182,6	77,4	2,6	-
2019 März	45,2	-1,0	46,1	3,1	-23,7	20,1	61,3	5,3	11,6	-38,5	5,0	-
April	157,3	173,7	-16,3	21,4	49,0	-7,6	-10,6	10,6	129,8	135,3	3,2	-
Mai	86,0	73,8	12,2	9,0	16,1	-0,5	60,3	12,6	63,2	-2,6	1,8	-
Juni	-25,6	-66,8	41,2	-77,7	-53,1	57,6	41,7	7,1	-10,3	-55,4	-2,3	-
Juli	191,7	176,2	15,5	-14,6	2,4	48,6	75,7	8,3	142,3	98,1	7,1	-
Aug.	35,2	11,4	23,9	-21,0	-30,6	28,7	16,6	6,1	20,7	25,4	0,8	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2019 Aug.	290,3	58,7	231,5	-398,2	-279,2	152,6	207,8	83,1	431,3	130,2	21,4	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2019 Aug.	2,5	0,5	2,0	-3,4	-2,4	1,3	1,8	0,7	3,7	1,1	0,2	-

Quelle: EZB.

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2016	10 817,0	10 339,5	5 858,7	2 235,3	2 193,0	1 038,2	675,1	473,5	52,5	477,5	4 928,9	4 451,4
2017	11 200,9	10 707,5	6 036,9	2 296,7	2 304,3	1 101,6	707,0	489,2	69,6	493,4	5 297,9	4 804,5
2018	11 561,2	11 060,8	6 207,5	2 363,9	2 405,9	1 175,2	742,2	481,7	83,5	500,4	5 547,4	5 047,0
2018 Q3	2 897,0	2 778,2	1 556,6	592,5	606,9	296,9	187,7	120,7	22,3	118,7	1 398,2	1 279,5
Q4	2 922,3	2 805,1	1 566,8	597,4	619,4	302,8	188,8	126,1	21,5	117,1	1 410,5	1 293,4
2019 Q1	2 945,4	2 814,2	1 575,2	602,2	626,2	310,9	190,5	123,2	10,5	131,2	1 425,7	1 294,5
Q2	2 965,9	2 864,5	1 587,9	607,6	660,8	311,0	192,6	155,5	8,0	101,4	1 430,8	1 329,4
<i>In % des BIP</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	20,8	10,2	6,4	4,2	0,7	4,3	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2018 Q3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,8	0,5	0,7	1,5	-	-	0,4	1,0
Q4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	0,4	4,4	-	-	0,9	1,1
2019 Q1	0,4	0,1	0,3	0,4	0,5	1,7	0,7	-2,7	-	-	1,1	0,4
Q2	0,2	1,4	0,2	0,4	5,6	-0,1	1,6	26,4	-	-	0,2	2,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,9	4,0	2,7	5,8	4,5	-	-	2,9	4,1
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,5	3,6	4,0	2,4	-	-	5,5	5,0
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,4	4,3	-2,8	-	-	3,3	2,7
2018 Q3	1,6	1,8	1,1	0,9	3,5	2,5	4,6	4,0	-	-	3,1	3,8
Q4	1,2	1,8	1,1	1,1	4,1	3,4	2,3	8,7	-	-	1,7	3,1
2019 Q1	1,3	1,4	1,1	1,3	4,2	5,0	3,3	3,4	-	-	3,4	3,8
Q2	1,2	2,4	1,1	1,3	8,7	3,2	3,4	30,4	-	-	2,5	5,3
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2018 Q3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	-	-
Q4	0,3	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-	-
2019 Q1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	-	-
Q2	0,2	1,3	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	1,1	0,0	-1,1	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-	-
2018 Q3	1,6	1,8	0,6	0,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	-	-
Q4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,1	-0,5	-	-
2019 Q1	1,3	1,4	0,6	0,3	0,9	0,5	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-
Q2	1,2	2,3	0,6	0,3	1,8	0,3	0,2	1,2	-0,4	-1,1	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2016	9 703,7	161,1	1 931,6	479,2	1 834,9	444,3	473,7	1 106,3	1 084,7	1 847,2	340,6	1 113,3
2017	10 040,0	176,2	1 991,7	502,2	1 909,8	468,8	465,8	1 133,7	1 143,7	1 897,4	350,6	1 160,9
2018	10 356,2	177,7	2 041,5	537,2	1 968,4	488,5	469,8	1 168,0	1 195,2	1 954,7	355,3	1 205,0
2018 Q3	2 594,1	44,6	511,9	135,4	492,6	122,0	117,4	292,3	299,5	489,6	88,7	302,9
Q4	2 618,3	45,0	512,2	138,8	497,3	124,5	118,7	295,0	303,6	494,1	89,3	303,9
2019 Q1	2 639,1	45,8	514,6	142,8	502,2	125,5	117,4	297,6	306,1	497,1	90,1	306,2
Q2	2 657,4	46,6	512,6	144,2	505,8	127,9	118,5	299,5	309,4	501,6	91,2	308,5
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2018	100,0	1,7	19,7	5,2	19,0	4,7	4,5	11,3	11,5	18,9	3,4	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2018 Q3	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,8	0,7	0,4	0,2	0,3	0,2	0,0
Q4	0,3	0,9	-0,4	1,3	0,5	0,5	-0,2	0,3	0,8	0,4	0,2	0,3
2019 Q1	0,5	0,4	0,0	1,6	0,9	1,4	0,3	0,5	0,2	0,0	0,7	0,2
Q2	0,1	-0,6	-0,5	-0,2	0,1	1,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,2	0,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2016	1,8	-2,0	2,9	1,9	1,9	4,2	-1,0	0,6	2,6	1,6	0,0	2,7
2017	2,6	0,7	3,4	2,4	3,0	5,8	1,0	0,8	4,3	1,6	1,5	2,1
2018	2,0	1,2	1,8	3,4	2,1	4,4	1,1	1,6	3,3	1,0	0,4	1,5
2018 Q3	1,6	0,4	1,2	3,3	1,8	4,7	1,3	1,5	2,6	0,7	0,0	1,6
Q4	1,2	0,0	-0,6	3,6	1,5	3,7	0,7	1,4	2,6	0,8	0,2	1,1
2019 Q1	1,4	0,3	-0,3	4,8	1,9	4,7	1,2	1,4	1,8	0,9	0,9	0,9
Q2	1,1	-0,1	-1,1	3,4	1,5	5,1	1,5	1,4	1,6	1,0	1,3	1,3
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2018 Q3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Q4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 Q1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,6	0,3	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 Q3	1,6	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,0	-
Q4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2019 Q1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
Q2	1,1	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 2010.

### 3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio. <sup>1)</sup>	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Arbeitslosigkeit											Vakanz- quote <sup>2)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>1)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2016)			100,0			81,7		18,3		52,2		47,8		
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,760	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,123	9,5	1,9
2018	163,305	3,8	13,394	8,2	3,8	10,965	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 Q3	163,735	3,6	13,150	8,0	3,6	10,748	7,2	2,402	16,7	6,796	7,7	6,354	8,4	2,1
Q4	163,707	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,374	16,5	6,650	7,6	6,320	8,3	2,3
2019 Q1	163,284	3,6	12,679	7,7	3,5	10,363	6,9	2,316	16,1	6,471	7,4	6,208	8,2	2,3
Q2	163,765	3,6	12,399	7,6	3,3	10,151	6,8	2,248	15,6	6,365	7,2	6,033	7,9	2,3
2019 März	-	-	12,552	7,7	-	10,256	6,9	2,296	15,9	6,410	7,3	6,142	8,1	-
April	-	-	12,488	7,6	-	10,229	6,8	2,258	15,6	6,404	7,3	6,083	8,0	-
Mai	-	-	12,401	7,6	-	10,143	6,8	2,258	15,7	6,378	7,3	6,023	7,9	-
Juni	-	-	12,308	7,5	-	10,080	6,7	2,228	15,5	6,314	7,2	5,994	7,9	-
Juli	-	-	12,284	7,5	-	10,040	6,7	2,244	15,6	6,295	7,2	5,989	7,9	-
Aug.	-	-	12,169	7,4	-	9,967	6,7	2,202	15,4	6,235	7,1	5,934	7,8	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Nicht saisonbereinigt.

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

#### 3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	EZB- Indikator für den Auftrags- einkauf in der Industrie	Einzelhandelsumsätze				Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Tank- stellen	
	1	2	3	4	5	6							
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,4	7,1
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,5	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,2	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9
2018 Q4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,7	1,9	-0,9	1,6	1,4	1,7	1,7	-9,0
2019 Q1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6	1,4	-2,7	4,6	-3,2	2,4	1,0	3,5	2,9	-3,1
Q2	-1,3	-1,4	-2,3	-2,7	2,1	-0,2	2,2	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,6	-0,7
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,6
2019 April	-0,7	-0,8	-1,1	-2,3	1,9	0,0	2,8	-1,9	2,2	2,3	1,9	1,5	-1,2
Mai	-0,8	-0,9	-2,4	-1,8	3,1	0,3	1,5	-5,2	1,3	-0,3	2,5	-0,9	-2,1
Juni	-2,4	-2,5	-3,4	-4,0	1,4	-0,9	1,5	-3,5	2,8	1,3	4,4	1,1	1,1
Juli	-2,1	-2,2	-2,9	-3,2	3,9	-1,3	1,8	-4,5	2,2	1,0	3,3	1,4	-3,8
Aug.	-2,8	-2,7	-3,1	-2,9	1,8	-3,3	1,2	-5,8	2,1	0,4	4,1	2,1	-6,1
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	14,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2019 April	-0,5	-0,8	-0,9	-2,0	0,3	1,8	-1,4	0,8	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,5
Mai	0,8	0,8	-0,2	1,0	2,2	0,4	-0,5	-1,9	-0,3	-0,9	0,0	-1,5	0,3
Juni	-1,5	-1,5	-1,3	-3,7	-1,5	-0,9	0,6	0,6	0,8	1,4	1,2	1,6	2,8
Juli	-0,4	-0,4	-0,2	2,1	2,0	0,0	-0,2	-1,8	-0,5	-0,7	-0,7	-0,1	-1,5
Aug.	0,4	0,4	0,3	1,2	0,0	-0,4	-0,5	0,5	0,3	0,0	0,4	0,1	10,7
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-18,7

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

## 3 Konjunktorentwicklung

### 3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 Q4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 Q1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
Q2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
Q3	102,5	-7,3	.	-6,7	4,2	0,0	9,8	.	46,4	47,0	52,8	51,2
2019 April	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
Mai	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
Juni	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
Juli	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Aug.	103,1	-5,8	-	-7,1	3,9	0,6	9,2	-	47,0	47,9	53,5	51,9
Sept.	101,7	-8,8	-	-6,5	3,8	0,1	9,5	-	45,7	46,1	51,6	50,1

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto) <sup>1)</sup>	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (netto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung		In % des BIP		Veränderung gegen Vorjahr in %	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,4	93,9	2,1	2,0	5,5	3,4	2,8	35,7	7,8	138,9	4,9	5,5	2,9
2017	12,1	93,8	1,4	2,1	5,4	4,4	4,4	34,4	7,0	137,4	3,9	7,8	2,4
2018	12,4	93,5	1,8	2,0	7,0	2,5	4,6	34,0	6,0	136,0	2,0	5,6	1,3
2018 Q3	12,3	93,5	1,3	2,0	7,5	3,7	4,8	34,1	6,4	137,4	2,8	7,3	1,7
Q4	12,4	93,5	1,5	2,0	8,6	2,5	4,6	34,0	6,0	136,0	2,0	20,8	1,3
2019 Q1	12,7	93,3	2,1	2,1	7,6	3,5	3,9	33,8	6,2	136,0	1,9	7,4	1,3
Q2	13,0	93,5	2,3	2,2	4,4	4,1	3,9	33,6	6,0	136,3	1,3	15,9	1,0

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

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

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

### 3 Konjunktorentwicklung

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

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 Q3	1 042,6	968,0	74,6	589,0	521,6	232,6	207,2	191,6	170,9	29,3	68,4	8,8	5,7
Q4	1 058,5	977,4	81,2	599,3	527,1	234,6	210,4	195,2	166,4	29,4	73,4	22,0	64,4
2019 Q1	1 065,8	974,4	91,4	604,7	520,5	235,6	210,0	196,7	175,5	28,8	68,3	10,7	14,9
Q2	1 061,1	990,5	70,7	600,2	519,3	241,1	233,2	193,2	175,0	26,6	63,0	8,7	24,0
2019 März	352,6	325,1	27,5	203,5	176,1	78,8	70,0	60,5	56,6	9,8	22,3	3,0	6,2
April	352,9	330,8	22,1	199,3	173,5	80,1	77,8	64,6	58,9	8,9	20,6	2,4	7,8
Mai	355,2	329,1	26,1	200,6	172,8	80,1	76,9	65,4	59,5	9,1	20,0	3,0	8,0
Juni	353,0	330,6	22,5	200,3	173,1	80,8	78,5	63,2	56,6	8,7	22,4	3,4	8,2
Juli	353,4	331,8	21,6	200,4	172,5	79,5	77,5	64,4	59,2	9,0	22,6	3,6	2,4
Aug.	352,1	325,4	26,6	201,6	173,9	80,1	74,6	62,1	54,9	8,3	22,1	3,0	1,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2019 Aug.	4 239,5	3 927,1	312,4	2 403,0	2 089,2	948,5	875,1	776,6	690,5	111,5	272,4	50,6	109,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2019 Aug.	36,1	33,5	2,7	20,5	17,8	8,1	7,5	6,6	5,9	1,0	2,3	0,4	0,9

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2018 Q3	4,8	10,2	572,4	277,6	118,0	166,9	479,4	531,0	310,9	85,6	126,7	373,9	68,6
Q4	3,8	7,9	579,2	278,8	122,7	168,0	485,0	536,6	310,1	88,9	130,1	380,6	66,0
2019 Q1	4,1	5,2	586,7	283,5	120,8	172,4	492,6	532,2	307,0	85,2	133,1	381,8	64,1
Q2	2,3	2,5	581,6	275,7	119,2	175,7	485,8	530,2	302,6	84,4	133,9	379,9	65,5
2019 März	3,5	6,4	196,3	94,6	40,0	58,6	164,4	179,1	102,8	28,3	45,3	128,4	22,2
April	5,3	6,6	192,6	92,3	39,2	58,0	159,7	177,3	101,4	28,1	44,9	126,7	21,8
Mai	7,2	5,2	195,2	91,7	40,7	59,0	163,1	176,9	101,9	28,8	44,0	125,0	22,5
Juni	-5,1	-4,0	193,8	91,7	39,3	58,6	162,9	176,0	99,3	27,5	45,0	128,2	21,2
Juli	6,4	2,7	194,1	92,6	38,9	58,3	162,2	176,6	100,8	29,1	44,6	128,5	20,3
Aug.	-2,2	-4,0	194,8	.	.	.	162,1	174,5	.	.	.	126,3	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2018 Q3	1,2	2,0	107,1	110,6	106,3	103,9	107,5	108,8	108,9	110,1	108,2	110,7	97,0
Q4	0,2	1,8	107,5	110,4	109,6	103,7	107,6	109,6	109,0	112,0	110,0	111,3	98,0
2019 Q1	0,1	1,5	108,1	111,6	107,1	105,0	107,9	109,9	110,3	107,5	112,0	111,2	105,1
Q2	-1,3	-0,2	106,4	108,3	104,8	105,4	106,0	109,0	107,6	107,6	112,6	110,9	97,1
2019 Febr.	2,0	1,7	107,7	111,3	107,1	104,1	107,7	108,8	109,0	105,0	111,4	110,9	103,1
März	-0,7	1,0	108,2	111,9	105,8	106,6	108,1	110,1	109,8	105,9	114,4	111,8	103,7
April	0,8	2,2	105,6	108,4	102,9	105,1	104,5	109,1	108,1	106,1	113,4	110,9	96,4
Mai	3,4	1,6	106,9	107,7	107,6	105,8	106,7	108,9	108,0	110,8	111,4	109,9	97,1
Juni	-7,6	-4,3	106,6	108,7	103,9	105,3	106,8	109,0	106,8	105,8	113,0	112,0	97,8
Juli	4,0	3,3	106,6	109,1	103,2	105,3	106,3	109,5	109,2	111,0	111,5	112,1	95,2

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 4 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	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												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2019)	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3	
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3	
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2	
2018 Q4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,2	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8	
2019 Q1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4	
Q2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,6	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1	
Q3	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,1	0,5	1,4	0,1	-1,5	0,4	0,9	1,4	
2019 April	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,4	1,7	2,1	
Mai	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,1	
Juni	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2	
Juli	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,5	0,1	-0,6	0,0	1,0	1,3	
Aug.	105,1	1,0	0,9	0,8	1,3	0,1	0,1	0,9	0,0	-0,6	0,2	0,9	1,5	
Sept.	105,3	0,8	1,0	0,3	1,5	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,7	1,4	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen		Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2019)	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2018 Q4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7
2019 Q1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5
Q2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5
Q3	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5
2019 April	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6
Mai	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4
Juni	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4
Juli	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4
Aug.	2,1	1,9	2,5	0,1	0,3	-0,6	1,5	1,5	2,3	-0,8	0,9	1,7
Sept.	1,6	1,8	0,7	-0,3	0,2	-1,8	1,5	1,5	2,1	-0,6	1,5	1,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 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)	Insge- samt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,2
2018 Q3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3
Q4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,4	4,7	3,0
2019 Q1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,1	.
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	.
2019 März	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	-	-	-
April	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	-	-	-
Mai	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,0	-	-	-
Juni	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	-	-	-
Juli	104,5	0,1	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,0	1,1	0,8	-2,0	-	-	-
Aug.	104,0	-0,8	-0,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,3	0,8	-4,9	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

### 4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2010 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	100,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	101,8	1,0	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 Q4	103,8	1,5	2,0	1,7	1,8	2,3	1,8	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 Q1	104,2	1,5	1,7	1,3	1,7	2,6	1,2	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
Q2	104,7	1,7	1,7	1,6	1,7	2,0	1,0	1,0	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	55,7	1,9	3,9	0,2	1,7	6,6	-3,1
2019 April	.	.	.	.	.	.	.	.	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
Mai	.	.	.	.	.	.	.	.	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,2	2,6	-7,1
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	56,0	-3,0	0,4	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	57,1	2,7	3,8	1,8	2,9	7,5	-1,6
Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,3	-1,0	0,9	-2,7	-1,2	3,3	-5,7
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	56,6	4,2	7,1	1,7	3,5	9,1	-2,0

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

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

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 Q4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 Q1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
Q2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
Q3	1,8	6,6	8,3	4,4	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0
2019 April	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
Mai	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
Juni	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Juli	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Aug.	2,3	6,1	8,8	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1
Sept.	1,6	6,8	7,7	4,9	17,0	46,3	55,9	48,6	51,7

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

### 4.5 Arbeitskostenindizes

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 4 Preise und Kosten

### 4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

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

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									
<b>Bestände</b>													
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	87,7	680,4	11 390,0	
2017	1 111,6	6 637,3	7 748,9	1 197,0	2 260,9	3 457,9	11 206,8	74,7	512,0	72,6	659,4	11 866,2	
2018	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,1	2 298,0	3 426,1	11 703,5	74,6	523,3	72,9	670,7	12 374,2	
2018 Q3	1 150,6	7 009,8	8 160,3	1 126,6	2 284,6	3 411,2	11 571,5	71,4	495,4	61,1	627,9	12 199,4	
Q4	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,1	2 298,0	3 426,1	11 703,5	74,6	523,3	72,9	670,7	12 374,2	
2019 Q1	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	31,7	615,6	12 513,1	
Q2	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,2	12 056,3	74,9	509,6	38,3	622,8	12 679,2	
2019 März	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	31,7	615,6	12 513,1	
April	1 182,2	7 307,3	8 489,5	1 126,3	2 327,2	3 453,5	11 943,0	73,9	514,0	40,1	628,0	12 571,0	
Mai	1 185,4	7 365,5	8 550,9	1 124,6	2 335,2	3 459,8	12 010,7	70,7	511,9	46,7	629,3	12 640,0	
Juni	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,2	12 056,3	74,9	509,6	38,3	622,8	12 679,2	
Juli	1 193,1	7 492,3	8 685,4	1 099,5	2 345,0	3 444,5	12 129,9	76,4	523,4	37,2	637,0	12 766,8	
Aug. <sup>(p)</sup>	1 198,0	7 584,7	8 782,7	1 116,8	2 345,7	3 462,5	12 245,1	72,1	531,8	23,5	627,5	12 872,6	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	19,4	49,4	539,1	
2017	36,4	591,7	628,0	-110,6	34,3	-76,3	551,7	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,0	
2018	50,0	461,9	512,0	-71,5	45,0	-26,5	485,5	-0,8	11,3	-3,5	7,0	492,5	
2018 Q3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,9	-19,9	74,6	
Q4	12,1	105,3	117,4	0,2	13,4	13,7	131,0	2,9	27,7	8,5	39,0	170,0	
2019 Q1	18,1	167,8	185,9	-17,4	21,0	3,6	189,4	-0,5	-20,5	-37,7	-58,7	130,8	
Q2	7,3	138,7	146,0	-3,7	20,3	16,6	162,6	0,8	0,3	7,0	8,1	170,7	
2019 März	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,9	-18,9	75,9	
April	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,1	12,3	57,9	
Mai	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3	
Juni	2,6	57,9	60,6	-13,7	3,8	-9,9	50,7	4,5	-2,2	-6,4	-4,1	46,5	
Juli	5,0	69,9	75,0	-12,1	6,0	-6,1	68,9	1,3	13,8	-2,4	12,8	81,6	
Aug. <sup>(p)</sup>	5,0	89,6	94,5	16,1	0,7	16,8	111,4	-4,5	8,5	-13,1	-9,2	102,2	
<b>Wachstumsraten</b>													
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	27,4	7,8	5,0	
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,2	5,2	9,5	-2,1	-21,0	-3,3	4,7	
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-1,1	2,2	-5,0	1,0	4,1	
2018 Q3	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	5,8	-6,7	-26,2	-7,8	3,6	
Q4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-1,1	2,2	-5,0	1,0	4,1	
2019 Q1	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	2,5	-1,7	-49,2	-5,9	4,6	
Q2	4,7	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,9	-4,8	4,5	
2019 März	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	2,5	-1,7	-49,2	-5,9	4,6	
April	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-43,3	-5,9	4,7	
Mai	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-30,0	-3,7	4,8	
Juni	4,7	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,9	-4,8	4,5	
Juli	4,9	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,6	1,6	-40,5	-1,6	5,1	
Aug. <sup>(p)</sup>	4,7	9,0	8,4	-2,7	2,9	1,0	6,2	-0,7	4,6	-63,2	-2,9	5,7	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
2016	2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2 239,0	1 795,5	285,7	148,8	9,1	6 315,2	3 700,7	562,0	2 051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2 336,5	1 900,4	280,8	147,5	7,8	6 642,8	4 034,6	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2018 Q3	2 309,7	1 886,3	267,9	148,7	6,8	6 545,8	3 946,3	524,6	2 073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
Q4	2 336,5	1 900,4	280,8	147,5	7,8	6 642,8	4 034,6	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2019 Q1	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Q2	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,2
2019 März	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
April	2 390,9	1 963,1	271,7	148,8	7,2	6 789,7	4 156,2	513,5	2 118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
Mai	2 401,7	1 977,0	268,5	149,2	7,0	6 828,6	4 188,3	512,7	2 126,1	1,6	990,2	216,8	458,7
Juni	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,2
Juli	2 436,3	2 016,4	263,2	150,4	6,4	6 898,0	4 253,6	508,8	2 133,5	2,1	1 003,1	220,9	454,9
Aug. <sup>(p)</sup>	2 469,8	2 046,4	264,9	152,0	6,5	6 924,4	4 281,6	507,7	2 132,8	2,3	1 029,7	235,2	460,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2016	131,8	156,7	-25,2	0,2	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	23,9	-28,1	19,0
2017	180,0	182,8	-3,0	-0,8	1,0	254,1	303,5	-81,6	33,5	-1,3	54,7	6,3	26,9
2018	93,9	103,2	-6,9	-1,1	-1,4	326,9	325,6	-45,1	45,9	0,5	0,9	-4,8	17,8
2018 Q3	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
Q4	27,4	14,3	12,9	-0,7	0,9	96,4	88,2	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 Q1	50,0	61,8	-11,3	0,8	-1,2	109,8	91,0	-2,6	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
Q2	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,4
2019 März	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
April	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
Mai	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
Juni	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
Juli	28,4	29,2	0,1	0,0	-1,0	53,5	49,6	-1,8	5,5	0,3	-12,7	3,3	-7,4
Aug. <sup>(p)</sup>	31,6	28,6	1,3	1,7	0,1	26,1	27,9	-1,3	-0,7	0,2	24,7	14,1	5,3
<b>Wachstumsraten</b>													
2016	6,8	10,4	-7,8	0,2	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,4	-12,4	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,7	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	0,1	-2,3	4,3
2018 Q3	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,6	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,3	5,2	4,8
Q4	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	0,1	-2,3	4,3
2019 Q1	5,9	7,7	-2,6	0,2	-17,4	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,1	0,4	10,8
Q2	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,6	8,1
2019 März	5,9	7,7	-2,6	0,2	-17,4	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,1	0,4	10,8
April	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,2	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
Mai	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	5,9	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
Juni	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,6	8,1
Juli	6,9	8,7	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,1	1,6	6,5
Aug. <sup>(p)</sup>	7,9	9,6	-1,3	2,9	2,7	6,1	9,2	-4,1	3,0	28,2	4,0	9,0	5,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen			
												Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2016	4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,3	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9
2017	4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 167,4	4 325,4	5 600,0	839,1	109,6	1 442,4	799,8
2018	4 685,8	1 007,4	3 666,9	13 417,9	11 127,0	11 484,9	4 408,9	5 741,4	848,7	127,9	1 519,7	771,2
2018 Q3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,3	11 064,5	11 394,1	4 396,2	5 702,0	841,9	124,4	1 513,8	785,0
Q4	4 685,8	1 007,4	3 666,9	13 417,9	11 127,0	11 484,9	4 408,9	5 741,4	848,7	127,9	1 519,7	771,2
2019 Q1	4 662,0	1 001,3	3 649,2	13 526,6	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 526,9	803,4
Q2	4 632,6	1 000,7	3 620,2	13 642,3	11 294,1	11 668,7	4 461,7	5 826,1	874,9	131,4	1 546,2	802,0
2019 März	4 662,0	1 001,3	3 649,2	13 526,6	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 526,9	803,4
April	4 638,8	998,2	3 629,2	13 570,0	11 234,0	11 591,2	4 443,8	5 800,5	864,1	125,7	1 522,9	813,1
Mai	4 631,6	1 004,3	3 615,6	13 592,4	11 257,4	11 623,7	4 463,9	5 807,5	862,8	123,2	1 533,5	801,6
Juni	4 632,6	1 000,7	3 620,2	13 642,3	11 294,1	11 668,7	4 461,7	5 826,1	874,9	131,4	1 546,2	802,0
Juli	4 671,5	1 000,6	3 659,3	13 683,6	11 339,0	11 711,1	4 486,1	5 843,0	876,2	133,7	1 537,5	807,1
Aug. <sup>(p)</sup>	4 709,3	1 005,5	3 692,1	13 741,8	11 398,9	11 760,5	4 509,9	5 865,3	883,0	140,7	1 540,7	802,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2016	486,2	-34,2	520,3	319,4	235,6	259,2	82,6	121,0	43,0	-11,0	80,3	3,6
2017	289,3	-43,7	332,3	363,7	275,2	316,9	85,5	173,4	19,8	-3,5	64,3	24,2
2018	91,3	-28,3	119,6	376,2	308,5	384,4	124,2	165,9	0,2	18,1	89,0	-21,3
2018 Q3	48,0	-16,2	64,5	105,1	90,7	88,9	48,7	49,8	-12,4	4,5	18,6	-4,2
Q4	39,7	4,0	35,7	65,5	60,1	93,1	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,2	-7,8
2019 Q1	-40,6	-6,8	-33,8	107,2	83,1	79,5	25,1	50,2	6,0	1,8	-1,8	25,9
Q2	-56,8	-1,4	-55,7	126,4	113,8	135,7	53,8	38,6	24,1	-2,8	17,5	-4,9
2019 März	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,9	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8
April	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,6	47,1	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2
Mai	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	34,2	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
Juni	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,5	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6
Juli	13,7	-0,2	13,9	38,5	45,1	44,2	25,7	17,1	0,1	2,2	-10,5	3,9
Aug. <sup>(p)</sup>	8,3	4,9	3,4	55,3	58,1	51,3	23,5	21,9	5,7	7,0	1,3	-4,1
<b>Wachstumsraten</b>												
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,1	4,6	3,1
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,5	2,9	3,0	0,0	16,5	6,2	-2,7
2018 Q3	3,1	-4,5	5,3	3,1	3,0	3,5	3,3	3,1	0,1	11,7	5,9	-1,1
Q4	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,5	2,9	3,0	0,0	16,5	6,2	-2,7
2019 Q1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-0,9	14,8	4,1	1,8
Q2	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,1
2019 März	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,3	2,5	3,1	-0,9	14,8	4,1	1,8
April	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,5	2,8	3,2	0,6	5,4	2,5	1,2
Mai	0,6	-2,2	1,4	2,6	2,7	3,4	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,0	0,5
Juni	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,1
Juli	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,7	3,3	3,2	2,6	7,1	1,4	1,8
Aug. <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,3	-0,7	3,1	3,5	3,8	3,5	3,2	3,3	13,0	1,2	2,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3
<b>Bestände</b>										
2016	4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3
2017	4 325,4	4 360,1	987,3	820,2	2 517,9	5 600,0	5 866,6	654,4	4 217,0	728,6
2018	4 408,9	4 494,4	995,4	844,6	2 568,9	5 741,4	6 023,3	683,6	4 353,9	703,9
2018 Q3	4 396,2	4 459,8	999,7	836,2	2 560,4	5 702,0	5 979,1	678,6	4 311,8	711,5
Q4	4 408,9	4 494,4	995,4	844,6	2 568,9	5 741,4	6 023,3	683,6	4 353,9	703,9
2019 Q1	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
Q2	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 826,1	6 112,5	707,9	4 421,3	696,9
2019 März	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
April	4 443,8	4 528,0	984,9	858,9	2 600,0	5 800,5	6 083,2	695,7	4 405,3	699,5
Mai	4 463,9	4 546,6	982,4	865,7	2 615,9	5 807,5	6 098,7	701,0	4 409,5	697,0
Juni	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 826,1	6 112,5	707,9	4 421,3	696,9
Juli	4 486,1	4 576,1	985,5	874,8	2 625,8	5 843,0	6 133,1	711,1	4 437,0	694,9
Aug. <sup>(p)</sup>	4 509,9	4 597,1	999,9	878,9	2 631,2	5 865,3	6 150,8	714,3	4 456,0	694,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2016	82,6	100,1	-14,6	43,3	53,9	121,0	113,7	24,1	105,4	-8,5
2017	85,5	135,5	0,6	38,9	46,0	173,4	165,1	45,2	134,2	-6,0
2018	124,2	178,7	19,2	33,8	71,3	165,9	188,0	39,7	136,3	-10,1
2018 Q3	48,7	49,0	16,4	9,7	22,6	49,8	48,5	10,3	40,6	-1,1
Q4	16,5	41,6	-2,6	7,7	11,5	42,0	50,6	7,8	39,1	-5,0
2019 Q1	25,1	24,4	-14,0	10,1	29,0	50,2	49,0	11,6	38,8	-0,2
Q2	53,8	59,8	2,6	18,6	32,7	38,6	48,5	13,2	27,4	-1,9
2019 März	3,2	8,5	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
April	26,1	24,2	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
Mai	21,9	19,3	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,8	5,6	4,2	-2,2
Juni	5,8	16,3	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,9	12,9	0,6
Juli	25,7	22,5	6,5	7,4	11,8	17,1	21,0	3,3	15,5	-1,7
Aug. <sup>(p)</sup>	23,5	24,0	13,8	4,1	5,7	21,9	17,8	3,4	18,2	0,3
<b>Wachstumsraten</b>										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	2,0	3,2	0,1	4,9	1,8	3,2	2,9	7,4	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 Q3	3,3	4,4	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
Q4	2,9	4,1	1,9	4,2	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 Q1	2,5	3,8	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
Q2	3,3	4,0	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 März	2,5	3,8	-1,3	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
April	2,8	4,0	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,4
Mai	2,7	3,9	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
Juni	3,3	4,0	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
Juli	3,3	4,0	-0,4	5,8	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,3
Aug. <sup>(p)</sup>	3,5	4,3	0,6	6,0	3,8	3,2	3,4	6,1	3,5	-1,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2016	307,7	6 955,5	2 089,5	70,9	2 145,5	2 649,6	1 125,9	256,6	205,9	121,6
2017	343,9	6 768,5	1 968,3	59,7	2 014,2	2 726,2	936,5	299,8	143,5	92,5
2018	379,0	6 815,8	1 941,5	56,0	2 095,3	2 723,1	1 027,6	437,8	187,0	194,9
2018 Q3	403,7	6 696,4	1 934,8	56,9	2 048,6	2 656,2	881,8	427,1	177,3	183,0
Q4	379,0	6 815,8	1 941,5	56,0	2 095,3	2 723,1	1 027,6	437,8	187,0	194,9
2019 Q1	367,4	6 909,3	1 937,7	55,6	2 151,1	2 764,9	1 181,5	419,7	199,0	212,3
Q2	366,6	6 987,8	1 955,8	57,6	2 139,6	2 834,8	1 322,3	436,3	191,5	207,8
2019 März	367,4	6 909,3	1 937,7	55,6	2 151,1	2 764,9	1 181,5	419,7	199,0	212,3
April	362,2	6 898,8	1 934,7	56,0	2 136,6	2 771,5	1 203,7	419,6	216,8	232,2
Mai	361,8	6 913,1	1 932,2	56,5	2 137,5	2 786,8	1 278,1	412,8	212,8	229,2
Juni	366,6	6 987,8	1 955,8	57,6	2 139,6	2 834,8	1 322,3	436,3	191,5	207,8
Juli	370,5	7 025,0	1 929,5	58,1	2 156,3	2 881,1	1 402,2	405,0	206,5	224,1
Aug. <sup>(p)</sup>	410,4	7 058,0	1 915,5	57,6	2 145,5	2 939,3	1 453,0	436,9	212,6	231,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2016	22,0	-123,4	-71,3	-8,6	-119,2	75,7	-277,2	-90,6	12,8	-12,0
2017	39,0	-73,9	-83,5	-6,6	-71,4	87,5	-92,8	-66,0	-61,2	-28,5
2018	39,0	50,3	-37,6	-4,9	21,7	71,1	62,8	51,6	16,2	23,6
2018 Q3	76,4	30,4	-16,2	-1,5	19,2	28,9	39,0	-10,8	3,2	-0,8
Q4	-24,1	20,8	-0,4	-0,9	8,1	14,0	33,1	28,4	9,7	11,9
2019 Q1	-11,5	50,0	-10,8	-0,3	46,2	14,8	118,0	-15,3	2,7	5,5
Q2	-0,7	47,8	20,4	2,0	-0,7	26,1	108,9	39,3	-7,1	-4,5
2019 März	-41,4	9,6	-1,5	0,0	-0,3	11,3	55,4	1,2	-8,4	-10,2
April	-5,2	-4,8	-2,6	0,3	-13,4	10,9	26,5	3,2	17,8	19,8
Mai	-0,4	5,6	-1,8	0,6	-0,4	7,2	58,8	-12,9	-4,1	-2,9
Juni	4,8	47,0	24,8	1,1	13,1	8,0	23,7	49,1	-20,8	-21,4
Juli	3,9	-1,8	-27,6	0,4	10,3	15,1	54,4	-22,8	14,9	16,3
Aug. <sup>(p)</sup>	40,0	-29,4	-16,5	-0,4	-16,5	4,1	2,0	47,0	6,1	7,4
<b>Wachstumsraten</b>										
2016	7,8	-1,8	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,5	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2018 Q3	14,3	0,1	-2,7	-9,3	0,1	2,4	-	-	4,6	9,5
Q4	11,3	0,7	-1,9	-8,1	1,1	2,7	-	-	8,1	7,7
2019 Q1	8,8	1,4	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
Q2	12,0	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
2019 März	8,8	1,4	-1,6	-6,4	2,8	2,6	-	-	17,8	21,2
April	4,6	1,2	-1,9	-5,4	2,5	2,6	-	-	40,6	44,3
Mai	8,7	1,4	-1,6	-3,8	2,7	2,7	-	-	14,4	15,9
Juni	12,0	2,2	-0,4	-1,3	3,5	3,1	-	-	5,1	6,7
Juli	5,5	2,0	-1,8	0,5	4,2	3,3	-	-	7,1	9,9
Aug. <sup>(p)</sup>	5,9	1,7	-2,2	0,5	3,7	3,1	-	-	11,9	15,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,4	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 Q3	-0,4	.	.	.	.	1,5
Q4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 Q1	-0,6	.	.	.	.	1,2
Q2	-0,7	.	.	.	.	1,0

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

### 6.3 Verschuldung

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

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

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und 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	0,0	-0,3	1,6
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,4	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,9	0,8
2018 Q3	-2,2	-1,5	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,2	0,9
Q4	-1,9	-1,3	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8
2019 Q1	-1,3	-1,2	0,7	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,2
Q2	-0,9	-1,0	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,6	1,4

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

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

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

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

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

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

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

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

Quelle: Eurostat.

**© Europäische Zentralbank, 2019**

Postanschrift            60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon                    +49 69 1344 0  
Internet                    [www.ecb.europa.eu](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 23. Oktober 2019.

ISSN                        2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer    QB-BP-19-007-DE-N (Online-Version)