



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 2 / 2022



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	2
Überblick	2
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Finanzielle Entwicklungen	23
3 Konjunkturerholung	29
4 Preise und Kosten	36
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	43
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	52
Kästen	56
1 Aktueller Stand der Lieferkettenengpässe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten	56
2 Welche Rolle spielt das Kreditrisiko bei den jüngsten Bewertungen von Unternehmensanleihen weltweit?	61
3 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 3. November 2021 bis zum 8. Februar 2022	69
4 Sparquoten der Unternehmen während der Pandemie	76
5 Die Rolle des Lagerzyklus in der aktuellen Konjunkturerholung	82
6 Arbeitsmarkterholung im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen	88
7 Welche Teilkomponenten beeinflussen die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum?	93
Aufsätze	97
1 Chinas Unternehmenssektor: Finanzielle Risiken innerhalb und außerhalb der Immobilienbranche	97
2 Beurteilung der Verwundbarkeit der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet	117
Statistik	146

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Überblick

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine wird wesentliche Auswirkungen auf Konjunktur und Inflation haben: Er wird zu einer Verteuerung von Energie und Rohstoffen führen, den Welthandel stören und das Vertrauen schwächen. Das Ausmaß dieser Effekte wird von der weiteren Entwicklung des Konflikts, der Wirkung der verhängten Sanktionen sowie von etwaigen weiteren Maßnahmen abhängen.

Die Auswirkungen des Krieges sind vor dem Hintergrund solider Rahmenbedingungen für die Wirtschaft des Euroraums zu beurteilen, zu denen umfangreiche Stützungsmaßnahmen beitragen. Die nachlassenden Beeinträchtigungen durch die Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) verleihen der wirtschaftlichen Erholung starken Auftrieb. Bei den Angebotsengpässen sind nun gewisse Anzeichen einer Entspannung zu erkennen, und die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich zunehmend. Das Basisszenario der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022 enthält eine erste Einschätzung der Auswirkungen des Krieges in der Ukraine. Aufgrund dessen wurde das BIP-Wachstum für die kurze Frist nach unten korrigiert.

Die Inflation liegt weiterhin über den Erwartungen, was auf unerwartet hohe Energiekosten zurückzuführen ist. Zudem steigen die Preise nun auf breiterer Front. Das Basisszenario für die Teuerung wurde in den neuen Projektionen der EZB-Experten deutlich nach oben korrigiert. Eine Reihe von Messgrößen zeigt, dass die längerfristigen Inflationserwartungen wieder beim Inflationsziel der EZB verankert sind. Gleichzeitig vermittelt das in den letzten Monaten zu verzeichnende starke Wachstum beim Warenhandel und in der Automobilproduktion den Anschein, dass die Lieferengpässe in einigen Sektoren möglicherweise ihren Höhepunkt überschritten haben. Der EZB-Rat hält es für immer wahrscheinlicher, dass sich die Teuerung auf mittlere Sicht bei seinem Zielwert von 2 % stabilisieren wird.

In Alternativszenarien für die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen des Krieges könnte die Wirtschaftstätigkeit erheblich gedämpft werden, wenn die Energie- und Rohstoffpreise steiler ansteigen und der Handel sowie das Wirtschaftsklima stärker belastet werden. Die Inflation könnte kurzfristig deutlich höher ausfallen. In allen Szenarien wird jedoch erwartet, dass die Teuerung schrittweise zurückgeht und sich 2024 ungefähr beim Inflationsziel von 2 % einpendelt.

Auf der Grundlage seiner aktualisierten Beurteilung der Inflationsaussichten und unter Berücksichtigung des unsicheren Umfelds hat der EZB-Rat die Planung für die Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) für die kommenden Monate geändert. Die monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des

APP werden sich im April auf 40 Mrd €, im Mai auf 30 Mrd € und im Juni auf 20 Mrd € belaufen. Die Kalibrierung der Nettoankäufe für das dritte Quartal wird von den Daten abhängen und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks durch den EZB-Rat Rechnung tragen. Sollten die neu verfügbaren Daten die Erwartung stützen, dass sich die mittelfristigen Inflationsaussichten auch nach dem Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten nicht verschlechtern werden, wird der EZB-Rat die Nettoankäufe im Rahmen des APP im dritten Quartal einstellen. Falls sich die mittelfristigen Aussichten ändern und die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einer weiteren Entwicklung in Richtung des 2 %-Ziels im Einklang stehen, ist der EZB-Rat bereit, seine Planung für die Nettoankäufe von Vermögenswerten hinsichtlich Umfang und/oder Dauer zu ändern. Etwaige Änderungen der EZB-Leitzinsen werden einige Zeit nach dem Ende der Nettoankäufe im Rahmen des APP vorgenommen. Dabei wird die EZB graduell vorgehen. Die Entwicklung der EZB-Leitzinsen richtet sich weiterhin nach der Forward Guidance des EZB-Rats und seiner strategischen Verpflichtung, die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % zu stabilisieren. Dementsprechend geht der EZB-Rat davon aus, dass die Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass die Inflationsrate deutlich vor dem Ende seines Projektionszeitraums 2 % erreicht und sie diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft hält, und er der Auffassung ist, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten ist, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein. Der EZB-Rat bestätigte auch seine anderen geldpolitischen Maßnahmen.

Wirtschaftstätigkeit

Die Weltwirtschaft verzeichnete im Jahr 2021 trotz des Gegenwinds, der vom Wiederanstieg des Infektionsgeschehens und den Lieferengpässen ausging, ein robustes Expansionstempo. Die Umfrageindikatoren deuten auf eine anhaltende Belebung der Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2022 hin. Aufgrund des Krieges zwischen Russland und der Ukraine ist der ansonsten robuste globale Ausblick jedoch mit hoher Unsicherheit behaftet. Aus den aktuellen Konjunkturumfragen geht hervor, dass sich die wirtschaftliche Dynamik angesichts eines nachlassenden Pandemiegeschehens und Angebotsdrucks in der Zeit von Januar bis Februar belebt hat. Doch aufgrund der wirtschaftlichen Folgen des Krieges und des allmählichen Zurückfahrens der Stützungsmaßnahmen wurden die Projektionen zum Wachstum der Weltwirtschaft insbesondere für 2022 und 2023 gegenüber den Dezember-Projektionen nach unten revidiert. Schätzungen zufolge ist das globale reale BIP (ohne Euroraum) 2021 um 6,3 % gewachsen, wobei sich das Expansionstempo 2022 auf 4,1 % und 2023 sowie 2024 auf jeweils 3,6 % verlangsamen dürfte. Für die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums wird projiziert, dass sich deren Wachstum von 9,9 % im Jahr 2021 auf 4 % im Jahr 2022, 3,2 % im Jahr 2023 und 3,6 % im Jahr 2024 abschwächen wird. Verglichen mit den weltweiten Importen wird die Nachfrage nach Importen aus dem Euroraum stärker durch den Ukraine-Konflikt belastet. Dies hängt damit zusammen, dass der Handel des Euroraums zu einem relativ großen Anteil mit Russland sowie den mittel- und osteuropäischen Ländern

erfolgt, die von den negativen Auswirkungen des Konflikts in besonderem Maße betroffen sind. Gegenüber den vorherigen Projektionen wurde die Wachstumsrate der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums für 2022 unverändert belassen, da der positive statistische Überhang aus dem Jahr 2021 vollständig durch die Folgen der russischen Invasion aufgezehrt wird; für die Jahre 2023 und 2024 wurde die Rate indes nach unten revidiert. Es wird erwartet, dass sich die Angebotsengpässe 2022 allmählich zurückbilden und bis 2023 vollständig auflösen. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts des Zusammenwirkens von steigenden Rohstoffpreisen, Lieferengpässen und einer sich erholenden Nachfrage für die Jahre 2022 und 2023 nach oben korrigiert. Während der künftige Pandemieverlauf nach wie vor einen bedeutenden Risikofaktor darstellt, der das in den Projektionen aufgezeigte Basisszenario für die Weltwirtschaft beeinflusst, verstärkt der Krieg zwischen Russland und der Ukraine die Unsicherheit erheblich. Im Falle einer weiteren Eskalation wären abwärtsgerichtete Extremrisiken erheblichen Ausmaßes denkbar. Sie könnten die globale Konjunkturerholung ausbremsen und zugleich dem Inflationsdruck Vorschub leisten.

Der Krieg zwischen Russland und der Ukraine wird wesentliche Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum haben, indem er Energie und Rohstoffe verteuert, den Welthandel beeinträchtigt und das Vertrauen schwächt. Die Rahmenbedingungen sind jedoch – auch dank der umfangreichen Unterstützungsmaßnahmen – solide. Die Wirtschaft wuchs 2021 um 5,3 %, wobei das BIP bis zum Jahresende wieder auf sein Vorpandemieniveau zurückkehrte. Allerdings verlangsamte sich das Wachstum im Schlussquartal 2021 auf 0,3 % und dürfte auch im ersten Quartal des laufenden Jahres schwach bleiben. Die Wirtschaftsaussichten hängen vom Verlauf des Krieges zwischen Russland und der Ukraine und den Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzsanktionen sowie anderer Maßnahmen ab. Zugleich lassen andere wachstumshemmende Faktoren nun allmählich nach. Im Basisszenario der von EZB-Experten erstellten Projektionen dürfte die Wirtschaft des Euroraums 2022 weiterhin kräftig wachsen, allerdings langsamer als vor Ausbruch des Krieges erwartet. Die Maßnahmen zur Eindämmung der Omikron-Variante wirkten sich weniger belastend aus als die in den vorangegangenen Pandemiewellen ergriffenen Maßnahmen und werden jetzt nach und nach aufgehoben. Auch bei den pandemiebedingten Lieferstörungen sind gewisse Anzeichen einer Entspannung zu erkennen. Zudem hat sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessert. Die Auswirkungen des massiven Energiepreisschocks auf die Bevölkerung und die Unternehmen könnten teilweise durch Rückgriffe auf während der Pandemie aufgebaute Ersparnisse sowie durch finanzpolitische Ausgleichsmaßnahmen abgefedert werden.

Gemäß den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022 setzt sich die Verbesserung des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos im Euroraum, die sich nach den außerordentlich hohen Defiziten infolge der Coronakrise abzeichnet, fort. Das Basisszenario ist allerdings mit erheblichen Risiken behaftet und steht, vor allem im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine, zunehmend im Zeichen höherer Haushaltsdefizite. Für die Defizitquote des Jahres 2021 wird im Basisszenario ein Rückgang auf 5,5 % geschätzt nach einem Höchstwert von 7,2 % im Jahr 2020. Im

Jahr 2022 soll sie sich weiter auf 3,1 % und bis zum Ende des Prognosezeitraums auf 2 % verringern. Der fiskalische Kurs im Euroraum wurde 2021 – nach der starken Lockerung im Vorjahr und bereinigt um Transfers aus dem Hilfsprogramm Next Generation EU (NGEU) – etwas gestrafft. Im Jahr 2022 dürfte er, vor allem wegen des Auslaufens eines bedeutenden Teils der Corona-Notfallmaßnahmen, nochmals restriktiver ausfallen. In den Projektionen wird für die letzten beiden Jahre des Prognosezeitraums mit einer nur geringfügigen Straffung des Fiskalkurses und einer anhaltenden Stützung der Wirtschaft durch umfassende staatliche Maßnahmen gerechnet. Angesichts der hohen Risiken, die sich derzeit aus mehreren Quellen ergeben und die teilweise bereits zum Tragen kommen, würden auf nationaler wie auf EU-Ebene ergriffene finanzpolitische Maßnahmen dazu beitragen, die Wirtschaft zu schützen. Das finanzpolitische Handeln muss im Einklang mit der sich verändernden Situation agil bleiben. Dabei steht die Bereitschaft, finanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen, nicht im Gegensatz zu der Notwendigkeit, die Lage der öffentlichen Finanzen mittelfristig glaubwürdig zu normalisieren.

Gemäß dem Basisszenario der von EZB-Experten erstellten Projektionen wird das Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht durch eine robuste Binnennachfrage Auftrieb erhalten, die ihrerseits von einer solideren Arbeitsmarktlage gestützt wird. Höhere Erwerbstätigenzahlen dürften die Einkommen der privaten Haushalte und ihre Konsumausgaben steigen lassen. Die weltweite Erholung und die anhaltenden finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen tragen ebenfalls zu diesem Wachstumsausblick bei. Finanz- und geldpolitische Unterstützung ist weiterhin von entscheidender Bedeutung, vor allem angesichts der schwierigen geopolitischen Lage. Für 2022 wird nach wie vor mit einem robusten Wachstum im Euroraum gerechnet, das aber geringer ausfallen dürfte als vor Ausbruch des Krieges erwartet. In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März gehen die Expertinnen und Experten der EZB davon aus, dass sich das reale BIP 2021 um 5,4 % erhöht hat und 2022 um 3,7 %, 2023 um 2,8 % und 2024 um 1,6 % zunehmen wird. Gegenüber den Dezember-Projektionen wurde der Ausblick für 2022 und 2023 somit nach unten revidiert. Diese Zahlen basieren auf der Annahme, dass sich die gegenwärtigen Störungen der Energieversorgung und der mit dem Konflikt verbundene Vertrauensverlust als vorübergehend erweisen und die globalen Lieferketten nicht wesentlich beeinträchtigt werden. In einem adversen Szenario, bei dem es durch eine Verschärfung der Sanktionen gegen Russland zu gewissen Störungen in den globalen Wertschöpfungsketten, höheren Energiekosten und einigen vorübergehenden Produktionsdrosselungen im Euroraum sowie zu zusätzlichen Verwerfungen im Finanzsystem und länger anhaltender Unsicherheit kommt, wäre das Wachstum des Euroraums 2022 1,2 Prozentpunkte niedriger als im Basisszenario. Für 2023 wäre der Unterschied zwischen den beiden Szenarien geringer, und 2024 würde das Wachstum aufgrund von Nachholeffekten etwas kräftiger ausfallen. Im Fall eines schwerwiegenden Szenarios, bei dem zusätzlich zu den Merkmalen des adversen Szenarios eine deutlichere Reaktion der Energiepreise infolge stärkerer Kürzungen der Liefermengen sowie umfassendere Neubewertungen an den Finanzmärkten unterstellt werden, könnte das BIP-Wachstum 2022 und 2023 1,4 Prozentpunkte bzw. 0,5 Prozentpunkte unter den jeweiligen Werten des Basisszenarios liegen, und für 2024 wären relativ mäßige Aufholeffekte zu erwarten.

Inflation

Die Inflation erhöhte sich im Februar auf 5,8 % nach 5,1 % im Januar und dürfte kurzfristig weiter steigen. Die hohe Gesamtinflationsrate ist nach wie vor maßgeblich auf den Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen, der im Februar bei 31,7 % lag und die Preise in vielen anderen Sektoren nach oben treibt. Auch die Preise für Nahrungsmittel zogen an, was saisonalen Faktoren sowie höheren Transportkosten und Düngemittelpreisen geschuldet ist. Energie hat sich in den letzten Wochen weiter verteuert; zudem dürfte der Krieg in der Ukraine bei einigen Nahrungsmitteln und Rohstoffen für weiteren Preisdruck sorgen. Die Preise ziehen nun auf breiterer Front an. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind in den letzten Monaten auf Werte über 2 % gestiegen. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise ist jedoch ungewiss, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten wird. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Energiepreise länger hoch bleiben als zuvor erwartet, im Laufe des Projektionszeitraums aber etwas zurückgehen werden. Auch der von weltweiten Angebotsengpässen ausgehende Preisdruck dürfte nachlassen. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich weiter verbessert. So ist die Arbeitslosenquote im Januar auf 6,8 % gesunken. Obgleich der Arbeitskräftemangel immer mehr Branchen erfasst, bleibt das Lohnwachstum insgesamt verhalten. Die Rückkehr der Wirtschaft zur vollen Kapazitätsauslastung dürfte mit der Zeit zu einem etwas schnelleren Anstieg der Löhne beitragen. Verschiedene Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen, die von den Finanzmärkten und aus Umfragen abgeleitet werden, liegen bei rund 2 %. Diese Faktoren werden sich ebenfalls weiter auf die zugrunde liegende Inflation auswirken und dazu beitragen, dass sich die Gesamtinflation dauerhaft beim Zielwert von 2 % einpendelt.

Gemäß den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2022 dürfte die Jahresteuersatzrate 2022 bei 5,1 %, 2023 bei 2,1 % und 2024 bei 1,9 % liegen und damit vor allem 2022 deutlich höher sein als in den Projektionen vom Dezember 2021 angenommen. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird sich den Projektionen zufolge 2022 im Schnitt auf 2,6 %, 2023 auf 1,8 % und 2024 auf 1,9 % belaufen. Auch dies stellt eine Aufwärtskorrektur im Vergleich zu den Dezember-Projektionen dar. Sollte das oben beschriebene adverse Szenario eintreten, könnte die Teuerung 2022 um 0,8 Prozentpunkte höher ausfallen. Wenn die Öl- und Gasmärkte zu einem Gleichgewicht zurückfinden, sollten sich die starken Energiepreisausschläge allmählich zurückbilden und dafür sorgen, dass die Inflation insbesondere 2024 auf Werte unter dem Basisszenario sinkt. Im schwerwiegenderen Szenario wäre die Inflation 2022 um 2 Prozentpunkte höher und fiel auch 2023 deutlich höher aus. Im Jahr 2024 würden stärkere Zweitrundeneffekte die preisdämpfenden Effekte der rückläufigen Energiepreise ausgleichen, sodass die Inflationsrate jener des Basisszenarios entspräche.

Risikobewertung

Nach Einschätzung des EZB-Rats haben sich die Risiken für die Konjunkturaussichten deutlich erhöht, wobei die Abwärtsrisiken überwiegen. Die pandemiebedingten Risiken sind zwar zurückgegangen, doch könnte sich der Krieg in der Ukraine stärker auf das Wirtschaftsklima auswirken und die angebotsseitigen Engpässe wieder verschärfen. Anhaltend hohe Energiekosten in Verbindung mit einem Vertrauensverlust könnten die Nachfrage mehr belasten als erwartet und die Konsum- und Investitionsausgaben dämpfen. Diese Faktoren stellen auch Risiken für die Inflationsaussichten dar, die auf kurze Sicht aufwärtsgerichtet sind. Der Krieg in der Ukraine stellt ein erhebliches Aufwärtsrisiko dar, insbesondere für die Energiepreise. Wenn der Preisdruck dazu führt, dass die Löhne stärker steigen als erwartet, oder wenn es zu anhaltenden angebotsseitigen Beeinträchtigungen kommt, könnte die Inflation auch auf mittlere Sicht höher ausfallen. Sollte die Nachfrage jedoch mittelfristig zurückgehen, könnte dies den Preisauftrieb auch verringern.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat zu erheblicher Volatilität an den Finanzmärkten geführt. Nach dem Ausbruch des Krieges haben die risikofreien Marktzinsen ihren seit der EZB-Ratssitzung im Februar beobachteten Anstieg teilweise wieder eingebüßt, und die Aktienkurse sind gefallen. Die Finanzsanktionen gegen Russland, einschließlich des SWIFT-Ausschlusses einiger russischer Banken, haben bislang nicht zu einer starken Belastung der Geldmärkte oder zu Liquiditätsengpässen im Bankensystem des Euroraums geführt. Insgesamt sind die Bilanzen der Banken nach wie vor solide, was robusten Eigenkapitalpositionen und einem geringeren Bestand an notleidenden Krediten zu verdanken ist. Banken sind derzeit so profitabel wie vor der Pandemie. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen sind etwas gestiegen, während die Zinsen für Immobiliendarlehen an private Haushalte unverändert auf historisch niedrigem Niveau liegen. Die Kreditvergabe an Unternehmen ist zurückgegangen, nachdem sie im Schlussquartal 2021 stark zugenommen hatte. Die Vergabe von Krediten an private Haushalte, insbesondere von Wohnungsbaukrediten, zeigt sich indes stabil.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf der Grundlage seiner aktualisierten Beurteilung und unter Berücksichtigung des unsicheren Umfelds hat der EZB-Rat die Planung für die Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) für die kommenden Monate geändert. Die monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des APP werden sich im April auf 40 Mrd €, im Mai auf 30 Mrd € und im Juni auf 20 Mrd € belaufen. Die Kalibrierung der Nettoankäufe für das dritte Quartal wird von den Daten abhängen und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks durch den EZB-Rat Rechnung tragen. Sollten die neu verfügbaren Daten die Erwartung stützen, dass sich die mittelfristigen Inflationsaussichten auch nach dem Ende der Nettoankäufe von Vermögenswerten nicht verschlechtern, wird der EZB-Rat die Nettoankäufe im

Rahmen des APP im dritten Quartal einstellen. Falls sich die mittelfristigen Aussichten ändern und die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einer weiteren Entwicklung in Richtung des 2 %-Ziels im Einklang stehen, ist der EZB-Rat bereit, seine Planung für die Nettoankäufe von Vermögenswerten hinsichtlich Umfang und/oder Dauer zu ändern.

Der EZB-Rat beabsichtigt zudem, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität werden unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % belassen.

Etwaige Änderungen der EZB-Leitzinsen werden einige Zeit nach dem Ende der Nettoankäufe im Rahmen des APP vorgenommen. Dabei wird die EZB graduell vorgehen. Die Entwicklung der EZB-Leitzinsen richtet sich weiterhin nach der Forward Guidance des EZB-Rats und seiner strategischen Verpflichtung, die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % zu stabilisieren. Dementsprechend geht der EZB-Rat davon aus, dass die Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass die Inflationsrate deutlich vor dem Ende seines Projektionszeitraums 2 % erreicht und sie diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft hält, und er der Auffassung ist, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten ist, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein.

Der EZB-Rat führt im ersten Quartal 2022 geringere Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) durch als im Vorquartal. Er wird die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP Ende März 2022 einstellen.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 weiterhin bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

Die Pandemie hat gezeigt, dass – unter Stressbedingungen – Flexibilität bei der Gestaltung und Durchführung der Ankäufe von Vermögenswerten dazu beigetragen hat, der Beeinträchtigung der Transmission der Geldpolitik entgegenzuwirken. Zudem hat sie die Effektivität der Bemühungen des EZB-Rats beim Erreichen seines Ziels erhöht. Unter Stressbedingungen wird Flexibilität innerhalb des Mandats des EZB-Rats auch in Zukunft ein Bestandteil der Geldpolitik bleiben, wann immer das Erreichen von Preisstabilität durch eine Gefährdung der geldpolitischen Transmission bedroht ist. Insbesondere können die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP jederzeit flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder

hinweg angepasst werden, wenn es im Zusammenhang mit der Pandemie zu einer neuerlichen Marktfragmentierung kommt. Dies könnte auch einen Ankauf von durch die Hellenische Republik begebenen Anleihen umfassen, der über die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen hinausgeht, um eine Unterbrechung von Ankäufen in diesem Land zu vermeiden. Eine solche Unterbrechung könnte die Transmission der Geldpolitik auf die griechische Wirtschaft beeinträchtigen, während diese sich noch von den Folgen der Pandemie erholt. Nettoankäufe im Rahmen des PEPP könnten erforderlichenfalls wieder aufgenommen werden, um negativen Schocks im Zusammenhang mit der Pandemie entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat wird die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiterhin beobachten und dafür sorgen, dass die Fälligkeit von Geschäften im Rahmen der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) die reibungslose Transmission der Geldpolitik nicht behindert. Zugleich wird der EZB-Rat in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen. Wie angekündigt geht der EZB-Rat davon aus, dass die im Rahmen der GLRG III geltenden Sonderkonditionen im Juni 2022 auslaufen. Er wird darüber hinaus die angemessene Kalibrierung seines zweistufigen Systems für die Verzinsung von Reserveguthaben prüfen, damit die Intermediationsfunktion der Banken in einem von hoher Überschussliquidität geprägten Umfeld durch die Negativzinspolitik nicht eingeschränkt wird.

Der EZB-Rat hat beschlossen, die Repo-Fazilität des Eurosystems für Zentralbanken (EUREP) bis zum 15. Januar 2023 zu verlängern. Hintergrund ist das von hoher Unsicherheit geprägte Umfeld, das auf den Einmarsch Russlands in die Ukraine zurückzuführen ist, sowie das Risiko regionaler Übertragungseffekte, die sich negativ auf die Finanzmärkte des Euroraums auswirken könnten. EUREP wird somit die regulären Vereinbarungen über die Bereitstellung von Euro-Liquidität für nicht zum Euro-Währungsgebiet gehörende Zentralbanken weiterhin ergänzen. Zusammen bilden sie ein umfassendes Paket an vorsorglichen Liquiditätslinien (Backstop-Fazilitäten), um einem etwaigen Euro-Liquiditätsbedarf zu begegnen, falls es zu Marktstörungen außerhalb des Euroraums kommt, die sich negativ auf die reibungslose Transmission der Geldpolitik der EZB auswirken könnten. Über Anträge von Zentralbanken außerhalb des Eurogebiets auf Gewährung individueller Euro-Liquiditätslinien wird der EZB-Rat auf Einzelfallbasis entscheiden.

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert.

Die von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022 deuten auf eine verhaltene weltwirtschaftliche Aktivität zum Jahreswechsel hin. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) rasch auszubreiten begann, die Lieferengpässe andauerten und die Rohstoffpreise weiterhin auf hohem Niveau lagen. Der Krieg zwischen Russland und der Ukraine bringt erhebliche Unsicherheit über die globalen Konjunkturaussichten mit sich, insbesondere was die kurze Frist anbelangt. Schätzungen zufolge ist das globale reale BIP (ohne Euroraum) 2021 um 6,3 % gewachsen, wobei sich das Expansionstempo 2022 auf 4,1 % sowie 2023 und 2024 auf jeweils 3,6 % abschwächen dürfte. Gegenüber der vorherigen Projektionsrunde wurde das Weltwirtschaftswachstum für 2021, als umfangreiche politische Hilfsmaßnahmen die globale Nachfrage nach Waren stützten, nach oben korrigiert. Dagegen wurde es besonders für die Jahre 2022 und 2023 nach unten revidiert, was auf die ökonomischen Auswirkungen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine sowie das allmähliche Auslaufen der Stützungsmaßnahmen zurückzuführen war. Das Wachstum der weltweiten Importe dürfte sich nach einer kräftigen Erholung 2021 (mit einem Plus von 12,1 %) im Jahr 2022 verlangsamen. Grund hierfür dürften die geringere Wirtschaftstätigkeit und die negativen Folgen des Krieges in der Ukraine auf den Handel sein. Den Projektionen zufolge werden die globalen Einfuhren 2023 und 2024 bedingt durch die Auswirkungen des aktuellen Konflikts, eine breit angelegte Abschwächung über Regionen hinweg und die Annahme einer allmählichen Normalisierung der Nachfrage nach Konsumgütern langsamer steigen. Für die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums wird projiziert, dass sich deren Wachstum ausgehend von 9,9 % im Jahr 2021 auf 4 % im Jahr 2022, 3,2 % im Jahr 2023 und 3,6 % im Jahr 2024 belaufen wird. Im Vergleich zu den weltweiten Einfuhren wird die Nachfrage nach Importen aus dem Euroraum stärker durch den Ukraine-Konflikt belastet. Dies hängt damit zusammen, dass der Handel des Euroraums mit Russland sowie mittel- und osteuropäischen Ländern, die massiver von den negativen Folgen des Krieges betroffen sind als andere Länder außerhalb des Eurogebiets, ein höheres Gewicht hat. Gegenüber den vorangegangenen Projektionen wurde die Wachstumsrate für die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums für 2022 unverändert belassen, da die Beeinträchtigungen durch die russische Invasion den statistischen Überhang aus dem Jahr 2021 vollständig aufheben; für die Jahre 2023 und 2024 wurde sie indessen um 1,1 Prozentpunkte bzw. 0,3 Prozentpunkte nach unten revidiert. Es wird erwartet, dass sich die Angebotsengpässe 2022 allmählich zurückbilden und 2023 vollständig auflösen. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts des Zusammenwirkens von steigenden Rohstoffpreisen, Lieferengpässen und der Erholung der Nachfrage für 2022 und 2023 nach oben korrigiert. Während der künftige Verlauf der Pandemie nach wie vor ein bedeutender Risikofaktor ist, der das Basisszenario der Projektionen für die Weltwirtschaft beeinflusst, verstärkt der Krieg zwischen Russland und der Ukraine die Unsicherheit erheblich. Mit Blick auf die Zukunft könnten die mit einer weiteren Eskalation des Konflikts verbundenen abwärtsgerichteten Extremrisiken gravierend sein und die

globale Konjunkturerholung ausbremsen sowie dem Inflationsdruck Vorschub leisten.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

Trotz des Wiederanstiegs des Infektionsgeschehens und der Lieferengpässe verzeichnete die Weltwirtschaft im Jahr 2021 ein robustes Expansionstempo.

Die Covid-19-Infektionen schnellten 2021 in den verschiedenen Regionen der Welt zu unterschiedlichen Zeiten in die Höhe und belasteten die Wirtschaftsentwicklung selbst dort, wo keine strengen Eindämmungsmaßnahmen erlassen wurden. Dennoch erholte sich das reale BIP getragen von den umfangreichen Stützungsmaßnahmen weiter. Daneben spielte auch die kräftige Zunahme der globalen Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen eine wichtige Rolle. Sie war darauf zurückzuführen, dass sich die Konsumnachfrage als Reaktion auf die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen von Dienstleistungen hin zu Waren verlagerte. Unterdessen hatten die Erzeuger Probleme, die gestiegene Nachfrage durch eine entsprechende Ausweitung ihres Warenangebots zu decken. Zugleich behinderten Störungen in der Logistikbranche die rechtzeitige Bereitstellung von Vorleistungsgütern. In der Folge belasteten gravierende Spannungen in den internationalen Produktionsnetzwerken bereits ab Ende 2020 den globalen Konjunkturzyklus und behinderten die wirtschaftliche Erholung im Jahr 2021.¹ Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 wurde das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) für 2021 um 0,3 Prozentpunkte auf 6,3 % nach oben korrigiert.

Umfrageindikatoren lassen darauf schließen, dass die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 2022 weiter zugenommen hat und die angebotsseitigen Störungen seit Ende 2021 ihren Höhepunkt erreicht haben.

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) erhöhte sich von 51 Punkten im Januar auf 53,1 Punkte im Februar. Ausschlaggebend hierfür war vor allem eine Erholung im Dienstleistungssektor, nachdem dieser zum Jahreswechsel wegen der Ausbreitung der Omikron-Variante einen Rückgang verzeichnet hatte. Der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe stieg in geringerem Umfang ebenfalls an und lässt ein positives, wenn auch moderates Wachstum erkennen. Insgesamt wird erwartet, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen der Omikron-Variante mäßig ausfallen werden und auf das erste Quartal 2022 beschränkt bleiben. Gleichwohl kann das Auftreten neuer und aggressiverer Virusvarianten nicht ausgeschlossen werden, sodass Covid-19 trotz der hohen Schutzwirkung der Impfstoffe nach wie vor ein Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft darstellt. Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 wurde das globale reale BIP-Wachstum (ohne Eurogebiet) für das erste Vierteljahr 2022 um 0,7 Prozentpunkte auf 0,5 % zum Vorquartal nach unten revidiert. Dies ist im Wesentlichen den Folgen der Omikron-Variante zuzuschreiben. Der globale EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer (ohne Euroraum) hat sich zuletzt

¹ Siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

geringfügig verbessert. Der Index bleibt dennoch angespannt und deutet immer noch auf lange Lieferzeiten hin, während beim Seetransport nach wie vor erhebliche Rückstaus zu beobachten sind. Angesichts der kräftigen Ausweitung des Warenhandels und der Automobilproduktion in den vergangenen Monaten hat es indes den Anschein, dass die Angebotsengpässe in einigen Sektoren ihren Höhepunkt überschritten haben könnten. Die von der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom März 2022 basieren weiterhin auf der Annahme, dass sich die Angebotsengpässe im Lauf des Jahres allmählich zurückbilden und bis 2023 vollständig auflösen werden. Dies geschieht, wenn sich die Konsumnachfrage von Waren zurück zu Dienstleistungen verlagert und dank geplanter Investitionen mehr Schiffskapazitäten und Halbleiter verfügbar sind.

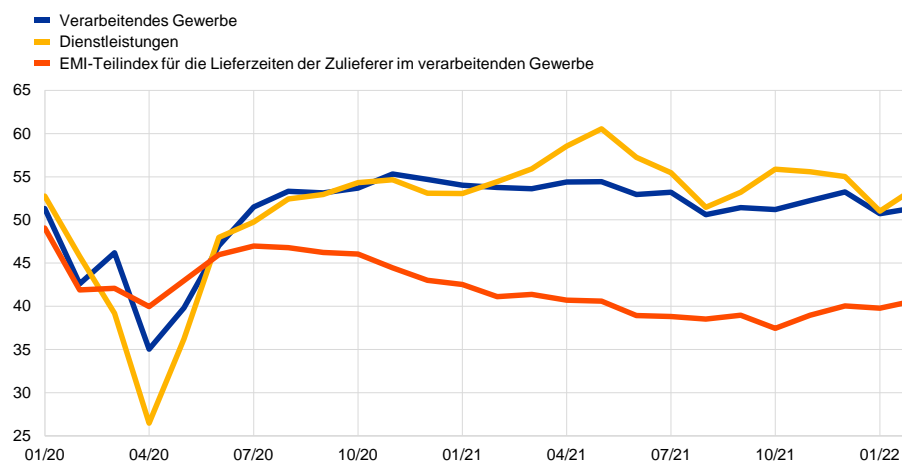
Aufgrund des Krieges zwischen Russland und der Ukraine ist der ansonsten robuste Weltwirtschaftsausblick mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat die Weltwirtschaft erschüttert und dürfte die globalen Aussichten vor allem über drei Kanäle belasten. Erstens werden die umfassenden Finanz- und Handelssanktionen (ohne den Energiesektor) gegen Russland die wirtschaftliche Aktivität und den Handel des Landes im Projektionszeitraum stark in Mitleidenschaft ziehen. Der Ausschluss einiger russischer Banken aus SWIFT führt zu einer Ausweitung der Störungen, die auch den Welthandel erfassen, da die Finanzierung von Handelsgeschäften für russische Unternehmen erheblich eingeschränkt wird. Zweitens hat der Konflikt die Rohstoffpreise unter enormen Aufwärtsdruck gesetzt. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass Russland eine entscheidende Rolle an den Energiemärkten der EU spielt und die Ukraine ein wichtiger Lieferant der EU für Nahrungsmittelrohstoffe – vor allem Getreide – ist. Die Rohstoffnotierungen standen schon das gesamte Jahr 2021 über im Zeichen zunehmender geopolitischer Spannungen. Durch den Einmarsch in die Ukraine schossen sie noch weiter in die Höhe.² Drittens führt der Krieg zwischen Russland und der Ukraine in der ganzen Welt zu einem Vertrauensverlust. Dies ruft negative Effekte sowohl auf der finanz- als auch auf der realwirtschaftlichen Seite hervor. Die daraus resultierende Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen in Verbindung mit den anhaltenden geopolitischen Spannungen und der Unsicherheit dürfte wiederum die Investitionstätigkeit beeinträchtigen.

² Wengleich die Sanktionen bislang nicht direkt auf den Energiesektor zielen, ist es hier wahrscheinlich schon zu einigen Lieferunterbrechungen gekommen. Dies liegt daran, dass Firmen zunehmend den Kauf russischen Öls scheuen, große Unternehmen ihr Engagement in russischen Vermögenswerten im Öl-Bereich beenden und Banken und Versicherungsgesellschaften immer weniger bereit sind, den russischen Rohstoffhandel zu finanzieren und zu versichern.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion (ohne Euroraum) nach Sektoren

(Diffusionsindizes)



Quellen: IHS Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022.

Die wachstumsfördernden Maßnahmen der Politik werden über den Projektionszeitraum hinweg nachlassen.

Da die Inflationsentwicklung im Jahresverlauf 2021 immer wieder von den Erwartungen abwich, haben verschiedene Zentralbanken einen rascheren Ausstieg aus den pandemiebedingten Stützungsmaßnahmen angekündigt. Einige Schwellenländer haben den geldpolitischen Straffungskurs bereits 2021 eingeschlagen. Infolgedessen haben sich die Finanzierungsbedingungen verschärft und belasten in Brasilien und anderen Ländern das Wirtschaftswachstum. Auch in einigen großen Industrieländern ist die Geldpolitik inzwischen weniger akkommodierend. So schwenkte die Bank of England im Dezember 2021 auf einen restriktiveren Kurs ein und erhöhte die Leitzinsen seitdem dreimal. In den Vereinigten Staaten hat das Federal Reserve System begonnen, die geldpolitischen Impulse zurückzunehmen, und den Zielzinssatz für Tagesgeld im März 2022 angehoben. Es wird nun damit gerechnet, dass die geldpolitische Straffung schneller erfolgt, als vor einigen Monaten erwartet. Dies schließt auch ein geringeres Tempo des monatlichen Nettoankaufs von Vermögenswerten mit ein, das in einer der nächsten Sitzungen beschlossen werden könnte. In China ist der geldpolitische Kurs nach wie vor akkommodierend. Dort hat die Zentralbank kürzlich den Mindestreservesatz für Banken gesenkt und einige Schlüsselzinssätze als Reaktion auf Wachstumshemmnisse herabgesetzt. Auch in Japan ist die Geldpolitik weiterhin akkommodierend, da die Inflationsrate unter dem Zielwert der Zentralbank liegt.

Die Finanzierungsbedingungen wurden auf globaler Ebene sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern verschärft.

Seit der Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 sind die Finanzierungsbedingungen in den Industrieländern weniger akkommodierend geworden. In den Vereinigten Staaten sind sie allerdings gemessen an der Position der US-Wirtschaft im Konjunkturzyklus immer noch locker. Anfangs wurde die

Entwicklung von einer nachlassenden Besorgnis über die Abwärtsrisiken der Omikron-Variante und von zunehmenden Erwartungen einer geldpolitischen Straffung durch das Federal Reserve System bestimmt. In jüngerer Zeit hat sich der russische Einmarsch in die Ukraine angesichts einer Eintrübung der Risikostimmung (vor allem an den europäischen Märkten) verschärfend auf die Finanzierungsbedingungen ausgewirkt. In den Schwellenländern entwickelten sich die Finanzierungsbedingungen weiterhin restriktiv. Vor dem Hintergrund einer hohen Inflation (außer in China) kam neben der Straffung der Geldpolitik, die im Vorjahr insbesondere in großen Schwellenländern eingeleitet worden war, auch vermehrte Risikoscheu zum Tragen.

Das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) wird sich den Annahmen zufolge über den Projektionszeitraum hinweg allmählich abschwächen. Die Projektionen zeigen, dass das globale reale BIP (ohne Eurogebiet) vom Jahr 2022 an moderatere Wachstumsraten aufweisen dürfte. Darin spiegeln sich die kurzzeitigen Auswirkungen der Omikron-Variante und – auf längere Sicht – die Folgen des Krieges in der Ukraine wider. Den Erwartungen nach wird die anziehende Inflation dafür sorgen, dass sich die privaten Konsumausgaben weiter gedämpft entwickeln. Zugleich dürften die angespanntere Arbeitsmarktlage und die nachlassende politische Unterstützung – beides wird durch den Abbau der Lieferengpässe nur teilweise ausgeglichen – das Wirtschaftswachstum anhaltend belasten. Dies gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten, für die ein allmählicher Ausstieg aus den geldpolitischen Stützungsmaßnahmen ab 2022 unterstellt wird. Darüber hinaus ist im aktuellen Basisszenario ein geringerer Fiskalimpuls enthalten, als es in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen bis Dezember 2021 der Fall war. Da der Kongress den „Build Back Better Act“ wohl nicht verabschiedet wird, umfassen die Basisprojektionen lediglich die über den Sommer beschlossenen Maßnahmen. Das Wirtschaftswachstum in Russland dürfte wegen der Folgen des Krieges in der Ukraine und der verhängten Sanktionen einen schweren Rückschlag erleiden. Was die anderen Schwellenländer betrifft, so zeigen die Projektionen, dass sich das Wachstum in Brasilien und der Türkei verlangsamen wird. In Brasilien ist dies hauptsächlich der aggressiven geldpolitischen Straffung als Reaktion auf den steigenden Inflationsdruck zuzuschreiben. Im Fall der Türkei sind hierfür Markturbulenzen maßgeblich, die sich aus der hohen politischen Unsicherheit und der sehr hohen Inflation ergeben und den Konsum wie auch die Investitionen beeinträchtigen. Verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 wurde das Wachstum des globalen realen BIP im Projektionszeitraum nach unten korrigiert, und zwar um 0,4 Prozentpunkte im Jahr 2022, um 0,3 Prozentpunkte 2023 und um 0,1 Prozentpunkte 2024. Im Jahr 2022 dürften die negativen Auswirkungen der obigen Faktoren durch einen statistischen Überhang von Ende 2021 teilweise kompensiert werden. Die Abwärtskorrekturen für die Folgejahre resultieren aus einem geringeren Weltwirtschaftswachstum infolge des Krieges in der Ukraine und auch aus einer schwächeren Wirtschaftsleistung in den Vereinigten Staaten und einigen großen Schwellenländern. Das reale BIP-Wachstum wird sich den Projektionen zufolge im Jahr 2022 auf insgesamt 4,1 % und in den Jahren 2023 und 2024 auf jeweils 3,6 % belaufen.

In den Vereinigten Staaten dürfte sich die Konjunktur zum Jahreswechsel aufgrund der Auswirkungen der Omikron-Variante und der geringeren staatlichen Unterstützung verlangsamt haben.

Getragen vor allem von einer umfangreichen Aufstockung der Lagerbestände expandierte die US-Wirtschaft im Schlussquartal 2021 noch kräftig. Das Wachstum dürfte sich den Projektionen zufolge um die Jahreswende herum abgeschwächt haben. Verantwortlich hierfür waren wohl der Einfluss der Omikron-Variante und niedrigere private Konsumausgaben, die wiederum durch eine Verringerung der staatlichen Transferleistungen bedingt waren. In der Folgezeit sollte die Konjunktur wieder anziehen. Allerdings dürfte diese Erholung nur schrittweise erfolgen, da der Krieg Russlands gegen die Ukraine die Wirtschaftsleistung der Einschätzung nach besonders im zweiten Quartal belasten wird. Auf der Verbraucherstufe wiesen die Gesamtteuerungsrate und die Kerninflation in den vergangenen Monaten wiederholt unerwartet hohe Werte auf. Daher sah sich die US-Notenbank veranlasst, ihre geldpolitischen Stimulierungsmaßnahmen zurückzunehmen und die Leitzinsen im März 2022 anzuheben. In den kürzlich veröffentlichten Projektionen des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom März 2022 wurde die Gesamtzahl der für das laufende Jahr voraussichtlich erfolgenden Zinserhöhungen auf sieben erhöht; zudem wird damit gerechnet, dass der neutrale langfristige Zinssatz in den Jahren 2023-2024 übertroffen wird. Das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten dürfte sich vor dem Hintergrund eines niedrigeren Fiskalimpulses und der geldpolitischen Straffung über den Prognosehorizont hinweg abschwächen. Die Gesamtinflation sollte den Vorhersagen nach im ersten Quartal 2022 mit einer Rate von über 7 % ihren Höchststand erreichen. Danach dürfte sie sinken, aber weiterhin oberhalb des Zielwerts der Federal Reserve von 2 % liegen, was auch im Einklang mit einer positiven Produktionslücke stünde.

In China wurde die konjunkturelle Aktivität durch anhaltende widrige Faktoren gebremst und blieb daher auch zum Jahreswechsel verhalten.

Das Wachstum des realen BIP war in der zweiten Jahreshälfte 2021 auf Jahresrate hochgerechnet rückläufig. Darin spiegelten sich die Turbulenzen im Wohnimmobiliensektor und neue Corona-Ausbrüche wider. Dieser konjunkturelle Gegenwind beeinträchtigte rund um den Jahreswechsel weiterhin die Investitionen und die Konsumausgaben. Daher wird damit gerechnet, dass sich das Wachstum des BIP und des Handels im ersten Quartal 2022 abschwächt. Im zweiten Jahresviertel dürften die Auswirkungen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine die erwartete Erholung etwas verlangsamen. Die am Verbraucherpreisindex gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate sank von 1,5 % im Dezember 2021 auf 0,9 % im Januar 2022. Maßgeblich hierfür war vor allem der Preisrückgang bei Nahrungsmitteln, da sich die Preise für Schweinefleisch normalisierten und sich das Nahrungsmittelangebot von den witterungsbedingten Störungen erholte. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete jährliche VPI-Kerninflation lag unverändert bei 1,2 %. Die höheren Rohstoffpreise haben zu einer Aufwärtskorrektur der prognostizierten Teuerungsrate für den Jahresanfang 2022 geführt, allerdings dürften sich dadurch die Inflationsaussichten für 2022 bis 2024 nicht wesentlich ändern. Die Politik ergreift nun stärker akkommodierende Maßnahmen, um den wachstumshemmenden Faktoren entgegenzuwirken.

Nachdem sich in Japan das Wirtschaftswachstum zu Jahresbeginn 2022 vorübergehend verlangsamt hat, wird für den weiteren Verlauf eine kräftigere Erholung erwartet. Gegen Ende 2021 nahm die wirtschaftliche Belebung wieder

Fahrt auf, da im Spätsommer die Eindämmungsmaßnahmen gelockert worden waren und sich einige Angebotsbeschränkungen allmählich zurückbildeten. Die Konjunktur dürfte sich zwar – bedingt durch den Effekt der Omikron-Variante und die anhaltenden Lieferengpässe – zu Jahresbeginn 2022 erneut abgeschwächt haben, doch wird für den weiteren Verlauf mit einer sich festigenden Erholung gerechnet. Diese wird auch durch die jüngsten Ankündigungen zusätzlicher fiskalischer Stützungsmaßnahmen getragen. Die Folgen des russischen Krieges gegen die Ukraine werden zum jetzigen Zeitpunkt als eher begrenzt eingeschätzt und dürften hauptsächlich auf kurze Sicht zum Tragen kommen. Das Wirtschaftswachstum sollte sich anschließend verlangsamen und schrittweise zu seinem trendmäßigen Niveau zurückkehren. Die jährliche VPI-Inflationsrate wird den Projektionen zufolge in naher Zukunft anziehen, was zum Teil dem Abklingen einiger temporärer Faktoren (etwa niedrigeren Mobilfunkgebühren) geschuldet ist; zugleich wird sie aber im Projektionshorizont unter der Zielmarke der Zentralbank bleiben.

Die Aussichten für das Vereinigte Königreich dürften angesichts des starken Preisdrucks und hartnäckiger Lieferengpässe recht verhalten bleiben. Das

Tempo der Konjunkturerholung war im Schlussquartal 2021 nach wie vor gering. Dies lag vor allem an der raschen Ausbreitung der Omikron-Variante des Coronavirus im Dezember, wodurch die Spannungen aufgrund der Lieferengpässe und des Arbeitskräftemangels in einigen Branchen noch verschärft wurden. Während die von der Omikron-Variante ausgehende Bremswirkung nur kurzlebig zu sein scheint, dürften die Folgen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine das Wachstum auf kurze Sicht in Mitleidenschaft ziehen. Auf längere Sicht dürften andere, eher strukturelle Hemmnisse, die zum Teil mit dem Brexit zusammenhängen, die Konjunktur im Vereinigten Königreich im Verlauf des Projektionszeitraums weiter dämpfen. Der Anstieg der Verbraucherpreise fiel im Januar überraschend kräftig aus und war auf die hohen Nahrungsmittelpreise und die steigenden Kosten im Dienstleistungsbereich zurückzuführen. Die Gesamtinflation wird den Projektionen zufolge im zweiten Quartal 2022 mit knapp 7 % einen Höchststand erreichen und dürfte die Bank of England zu weiteren Zinserhöhungen veranlassen. Anschließend sollte sich das Inflationsgeschehen verlangsamen.

In den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten werden den Erwartungen zufolge negative Einflüsse, die nicht zuletzt mit dem Krieg in der Ukraine in Zusammenhang stehen, das Wachstumstempo bremsen. Die

Wirtschaftstätigkeit in Mittel- und Osteuropa nahm im zweiten Halbjahr 2021 weiterhin in solidem Tempo zu, wofür kräftige Konsumausgaben der privaten Haushalte verantwortlich zeichneten. Im weiteren Verlauf sollte sich das Wachstum des realen BIP jedoch abschwächen. Dies ist vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges in der Ukraine, der anhaltenden Lieferengpässe, des Preisdrucks und eines temporären Anstiegs bei den Corona-Neuinfektionen zu sehen. Die Konjunktur wird auf mittlere Sicht wohl robust bleiben und sich auf die anziehende Inlandsnachfrage stützen. Die Entwicklungen an den Energiemärkten und die jüngsten Daten lassen darauf schließen, dass der

Inflationsdruck in den Jahren 2022 und 2023 anhalten wird. Eine Normalisierung hin zu moderateren Inflationsraten wird für das Ende des Prognosezeitraums vorhergesagt.

Die russische Wirtschaft dürfte 2022 aufgrund der Invasion in der Ukraine und der daraus folgenden, von den westlichen Ländern verhängten Sanktionen in eine Rezession abgleiten. Gegen Ende des vergangenen Jahres war noch eine kräftige Wachstumsdynamik zu verzeichnen, doch die strikten Sanktionen und die negative Stimmung werden den Erwartungen nach die Innen- und die Außenfinanzierung deutlich sinken lassen, den Konsum und die Investitionen verringern sowie den internationalen Handel Russlands beeinträchtigen. Infolge der signifikanten Abwertung des Rubel erhöhte die Zentralbank den Leitzins von 9,5 % auf 20 % und erließ Kapitalverkehrskontrollen, um die Märkte zu stabilisieren. Angesichts der Kursverluste des Rubel und der durch die Sanktionen verursachten Importpreisschocks wird die Teuerung in der Zukunft wahrscheinlich hoch bleiben. Sie dürfte sich erst mittelfristig dem Zielwert der russischen Notenbank von 4 % sukzessive wieder annähern. Die Aussichten werden nach wie vor durch erhebliche geopolitische Risiken getrübt.

In Brasilien dürften eine rasche Straffung der Geldpolitik und ein weniger günstiges außenwirtschaftliches Umfeld das Wachstum im laufenden Jahr drosseln. Da der Außenbeitrag das Wirtschaftswachstum weniger stark belastete, wurden im Schlussquartal 2021 wieder positive Zuwachsraten verzeichnet. Zugleich blieb die Erholung der inländischen Nachfrage gedämpft, was der hohen Inflation, steigenden Zinsen, einer sich verschlechternden Stimmung an den Märkten und anhaltenden Lieferengpässen zuzuschreiben war. Die rasche Straffung der Geldpolitik und das weniger günstige außenwirtschaftliche Umfeld dürften das Wachstum 2022 hemmen. Die Auswirkungen der Omikron-Variante werden den Erwartungen nach hingegen nur kurzfristig zu spüren sein. Das Wirtschaftswachstum dürfte sich in der Zeit nach 2022 wieder leicht erhöhen, wenn sich die Stimmung der Marktteilnehmer verbessert und sich die Lieferengpässe allmählich auflösen. Allerdings wird der mittelfristige Wachstumsausblick weiterhin durch den eingeschränkten finanzpolitischen Spielraum und die unzureichenden Fortschritte bei den Strukturreformen getrübt. Angesichts des jüngsten Preissprungs bei Rohstoffen dürfte die Teuerung auf der Verbraucherstufe erst im Jahr 2023 auf ihren Zielwert zurückkehren.

In der Türkei wird sich die konjunkturelle Aktivität voraussichtlich erheblich abschwächen, nachdem sie sich 2021 kräftig ausgeweitet hatte, da die politische Unsicherheit und die makroökonomischen Ungleichgewichte noch dadurch verstärkt werden, dass das Land in hohem Maße von den Folgen des Krieges zwischen Russland und der Ukraine betroffen ist. Im vergangenen Jahr erholte sich die Wirtschaft in der Türkei deutlich und wurde dabei von akkommodierenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen, einer aufgestauten Nachfrage und einer kräftigen Auslandsnachfrage beflügelt. Trotz eines steigenden Inflations- und Abwertungsdrucks senkte die Zentralbank im Dezember den Leitzins zum vierten Mal in Folge auf dann 14 %. Infolgedessen kam es an den Devisen- und Aktienmärkten zu einer im historischen Vergleich hohen Volatilität, die anschließend

durch umfangreiche Devisenmarktinterventionen und die Einführung eines neuen Programms geschützter Lira-Termineinlagen begrenzt wurde. Die Inflation erreichte im Dezember 2021 einen Wert von 36,1 % und kletterte im Februar 2022 auf fast 55 %. Den Erwartungen zufolge werden die Wachstumsaussichten durch einen Rückgang der privaten Konsumausgaben infolge steigender Lebenshaltungskosten sowie durch sinkende Investitionen beeinträchtigt. Die wirtschaftlichen Folgen des Krieges gegen die Ukraine dürften für die Türkei von erheblicher Bedeutung sein, da sehr viele Touristen aus Russland und der Ukraine in das Land kommen und die Türkei von (Energie-)Importen aus Russland abhängig ist. Der Konflikt könnte daher das Wachstum und die gesamtwirtschaftliche Stabilität ernstlich in Mitleidenschaft ziehen, indem er den Inflationsdruck verschärft, die Ausfuhren bremst und das Leistungsbilanzdefizit steigen lässt; dies wiederum könnte die bereits jetzt umfangreichen Kursverluste der Lira noch verstärken.

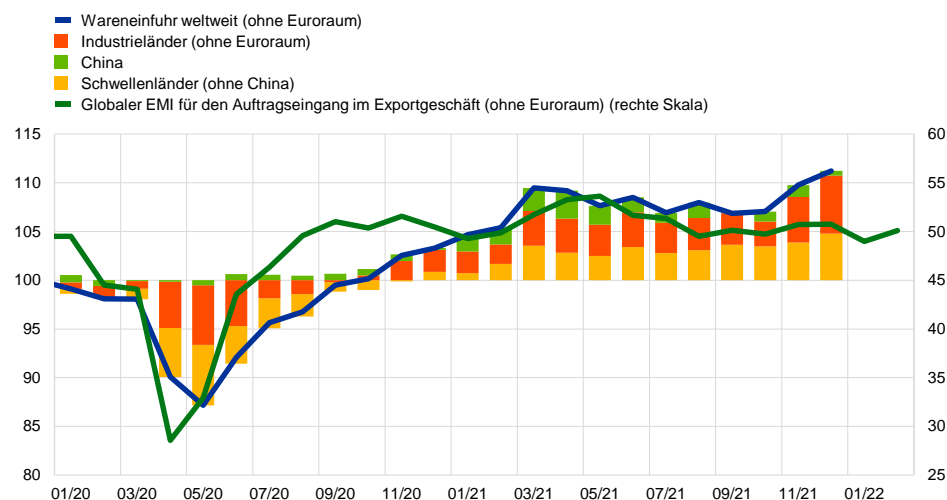
Das Wachstum des Welthandels (ohne Euroraum) fiel 2021 robust aus und wurde ungeachtet der Lieferkettenstörungen von einer starken Nachfrage nach Waren gestützt. Der Welthandel zeigte sich in der zweiten Jahreshälfte 2021 stabiler als erwartet. Triebfeder war dabei eine solide Wirtschaftsleistung in den Schwellenländern Asiens und im vierten Quartal auch in den USA. Die Störungen in den internationalen Produktionsnetzwerken sind nach wie vor insbesondere im Schiffsverkehr spürbar, wo die Preise weiterhin auf einem erhöhten Niveau liegen. Demgegenüber deutet die Erholung der weltweiten Automobilproduktion darauf hin, dass sich der Mangel an Halbleitern in den letzten Monaten etwas verringert hat. Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 wurde das globale Importwachstum (ohne Euroraum) für 2021 um 1 Prozentpunkt auf 12,1 % nach oben korrigiert.

Aktuelle hochfrequente Indikatoren lassen auf ein verhaltenes Wachstum des Handels zum Jahreswechsel schließen, wenngleich dies nur vorübergehend der Fall sein sollte. Von Dezember bis Januar war der Dienstleistungshandel (gemessen an den wöchentlichen Indikatoren für Hotelbuchungen und die Anzahl der Flüge) im Zuge des sich intensivierenden Pandemiegeschehens rückläufig. Diese volatile Entwicklung erwies sich als vorübergehend, denn die Sorgen hinsichtlich der Frage, wie stark die Auswirkungen der Omikron-Variante sein würden, ließen allmählich nach. Für das erste Quartal 2022 signalisieren die Hochfrequenzdaten ein anhaltendes Handelswachstum, das von der kräftigen Nachfrage, insbesondere nach Stahl und technologischen Produkten, getragen wird; auch dürften sich die Engpässe zurückbilden und den Handel etwas weniger stark beeinträchtigen. Die taiwanesischen Bestellungen aus dem Ausland – ein weltweit richtungsweisender Indikator der globalen Technologienachfrage – sind seit Mitte 2021 sprunghaft angestiegen und haben im November Rekordstände erreicht. Die Stahlproduktion erholte sich gegen Ende des Jahres 2021 deutlich, nachdem im dritten Quartal vor dem Hintergrund einer Abschwächung im Immobiliensektor Chinas und neuer Corona-Infektionswellen ein starker Rückgang zu beobachten war. Diese positive Entwicklung dürfte sich auch Anfang 2022 fortgesetzt haben.

Abbildung 2

Wareneinfuhr weltweit und globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für den Auftragseingang im Exportgeschäft (ohne Euroraum)

(linke Skala: Index: Dezember 2019 = 100; rechte Skala: Diffusionsindex)



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

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022 (EMI-Daten) bzw. Dezember 2021 (Wareneinfuhr weltweit).

Für den Projektionszeitraum wird eine allmähliche Normalisierung des weltweiten Importwachstums (ohne Euroraum) erwartet.

Die überraschend gute Entwicklung während der zweiten Jahreshälfte 2021 sorgt für einen substantiellen Überhangeffekt im laufenden Jahr. Dieser gleicht die schwächere Dynamik, die sich aus Abwärtskorrekturen der weltweiten wirtschaftlichen Aktivität und negativen Handelseffekten des Krieges zwischen Russland und der Ukraine ergibt, mehr als aus. Den Projektionen zufolge werden die Einfuhren 2023 weltweit in moderaterem Tempo steigen. Grund hierfür sind die Auswirkungen des anhaltenden Konflikts, eine regionenübergreifend breit angelegte Abschwächung und die Annahme einer allmählichen Normalisierung der Nachfrage nach Konsumgütern. Wegen des positiven Überhangeffekts wurde das globale Importwachstum für 2022 im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 um 0,7 Prozentpunkte nach oben korrigiert, während für 2023 und 2024 eine Abwärtskorrektur um 0,7 Prozentpunkte bzw. 0,2 Prozentpunkte erfolgte.

Auch die Auslandsnachfrage des Euroraums dürfte sich aufgrund der Auswirkungen des Krieges in der Ukraine im Verlauf des Projektionszeitraums schrittweise abschwächen.

Ihre Wachstumsrate wird für 2021 auf insgesamt 9,9 % geschätzt und laut den Projektionen in den Jahren 2022, 2023 und 2024 bei 4,0 %, 3,2 % bzw. 3,6 % liegen. Im Vergleich zu den weltweiten Einfuhren ist die Auslandsnachfrage nach Produkten aus dem Eurogebiet massiver durch den Konflikt belastet; dies hängt damit zusammen, dass Russland sowie mittel- und osteuropäische Länder, die von den negativen Kriegsfolgen stärker betroffen sind als andere Länder außerhalb des Eurogebiets, ein hohes Gewicht im Handel des Euroraums haben. Die Wachstumsrate für die Auslandsnachfrage des Eurogebiets wurde für 2022 gegenüber den Projektionen vom Dezember 2021 nicht korrigiert, da der positive Überhangeffekt aus dem Jahr 2021 vollständig durch die Folgen der

russischen Invasion ausgeglichen wird. Für die Jahre 2023 und 2024 wurde die Rate indes um 1,1 Prozentpunkte bzw. 0,3 Prozentpunkte nach unten revidiert.

Aufgrund der sehr hohen Prognoseunsicherheit stellt sich die Risikoeinschätzung zu den Aussichten für die Weltwirtschaft so dar, dass mit Blick auf die Konjunktur die Abwärtsrisiken und mit Blick auf die Inflation die Aufwärtsrisiken überwiegen. Mit der Pandemie besteht zwar weiterhin ein erhebliches Abwärtsrisiko für den weltweiten Wirtschaftsausblick, doch der russische Angriff auf die Ukraine hat die globale Unsicherheit drastisch erhöht und bremst das Wachstum weltweit. Im Falle einer weiteren Eskalation des Konflikts wären abwärtsgerichtete Extremrisiken erheblichen Ausmaßes denkbar. Sie könnten die globale Konjunkturerholung zum Stocken bringen und zugleich den Inflationsdruck verstärken. Die Unternehmen werden möglicherweise die höheren Rohstoffpreise, die zu einem Anstieg der Produktionskosten führen, über teurere Endprodukte an die Verbraucher weitergeben. Im Ergebnis könnten Lohnerhöhungen gefordert werden, und die Inflation würde über Lohn-Preis-Spiralen angeheizt werden. Der Russland-Ukraine-Konflikt könnte zudem zu einer Verschärfung der Lieferengpässe führen. Die Folge wäre insbesondere ein Mangel an – auch kritischen – Rohstoffen sowie eine Einschränkung des Handels in dieser Region aufgrund von Logistik- und Transportproblemen, die sich aus den Flug- und Frachtverkehrsverböten ergeben.

Internationale Preisentwicklung

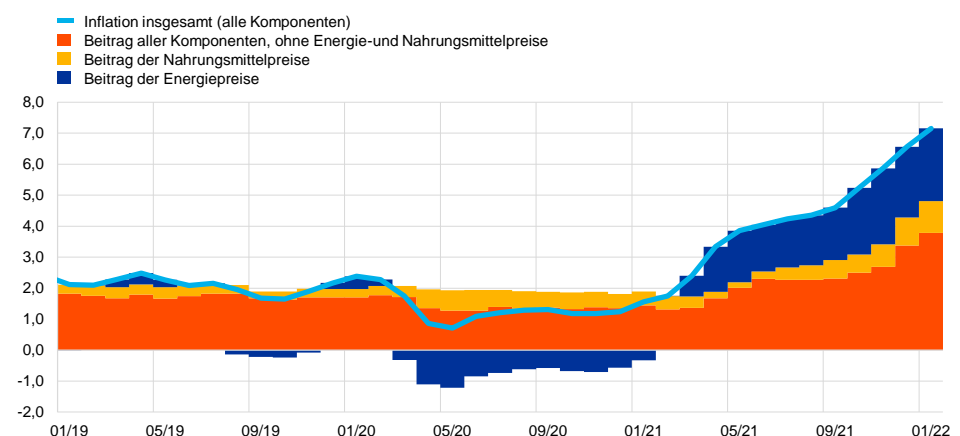
Die hohen und weiter steigenden Energiepreise bleiben ein signifikanter Belastungsfaktor für die Weltwirtschaft. Die Kassapreise für Öl sind seit dem Stichtag für die Projektionen vom Dezember 2021 rasant gestiegen (bis zum 9. März 2022 um 57 %) und stehen nach wie vor im Zeichen der wieder anziehenden Nachfrage und des eingeschränkten Angebots. Auf der Nachfrageseite scheint an den Ölmärkten die optimistische Erwartung zu herrschen, dass die Omikron-Variante die weltweite Ölnachfrage nicht so stark beeinträchtigen wird wie zuvor befürchtet. Zuletzt war die Ölpreisentwicklung vor allem von Risiken auf der Angebotsseite geprägt. Erstens hat der russische Einmarsch in die Ukraine unmittelbar zu Befürchtungen geführt, das Ölangebot könnte kurzfristig bedroht sein, da Russland für rund 10 % der weltweiten Öllieferungen verantwortlich zeichnet. Zweitens haben die OPEC+-Staaten die geplanten Förderziele kontinuierlich unterschritten. Dies traf insbesondere auf Nigeria und Angola zu, wo die Infrastruktur veraltet ist und politische Instabilität herrscht. Die U.S. Energy Information Administration (EIA) kommt in ihrem jüngsten Bericht zu dem Schluss, dass auch die Ziele für 2022 nicht erreicht werden dürften, da einige Länder Schwierigkeiten haben, brachliegende Kapazitäten zu reaktivieren. Die Preiskurve für Öl-Terminkontrakte verläuft weiterhin abwärtsgerichtet, was auf eine derzeitige Angebotsverknappung am Markt und eine hohe Verfügbarkeitsprämie hinweist. Allerdings haben sich die aufwärtsgerichteten Extremrisiken vergrößert, da die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine zu einem Krieg eskaliert sind. Die Kassakurse für Gas sind in Europa weiterhin sehr volatil. Sie spiegeln die Befürchtung wider, Russland könnte die Lieferungen nach Europa rationieren, sollte der Konflikt länger andauern. Am 9. März (Stichtag) waren die Gaspreise 62 % höher

als in den Projektionen vom Dezember 2021 angenommen. Auch Rohstoffe ohne Energie verteuerten sich, da die Notierungen für Metalle und Nahrungsmittel stiegen. Dies hing unter anderem mit den höheren Energiepreisen zusammen, die für einen Preisauftrieb bei Metallen und Düngemitteln sorgten. Die Weizenpreise zogen im Gefolge des Angriffs Russlands auf die Ukraine besonders deutlich an, da beide Länder zu den größten Weizenexporteuren der Welt zählen und zusammen einen Anteil von 25 % am globalen Angebot haben.

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich 2021 sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern sprunghaft beschleunigt. Mehrere wichtige Volkswirtschaften wiesen im Jahresverlauf 2021 eine unerwartet hohe Teuerung auf der Verbraucherstufe auf. Hierfür waren mehrere Faktoren verantwortlich (z. B. hohe Energiepreise, Störungen in den internationalen Produktionsnetzwerken und der Mangel an Arbeitskräften), die sich offenbar als dauerhafter erwiesen als ursprünglich angenommen. In den OECD-Staaten kletterte der Verbraucherpreisindex im Januar auf 7,2 % und bewegte sich damit den vierten Monat in Folge nach oben, während sich die Kerninflation auf 5,1 % belief. Ausschlaggebend für diese im Vergleich zum Dezember 2021 sehr starke Zunahme (um 0,6 Prozentpunkte bzw. 0,5 Prozentpunkte) war die außergewöhnliche Preisentwicklung in der Türkei, wo sich die Gesamtinflation im Januar auf 48,7 % erhöhte. Ohne Berücksichtigung der Türkei war die Erhöhung der Kerninflation mit 5,8 % (nach 5,5 % im Dezember) eher moderat, aber nach wie vor beträchtlich und geografisch breit angelegt. Während der Inflationsanstieg in den Schwellenländern dazu führte, dass ein weitgehend den historischen Regelmäßigkeiten folgendes Preisniveau verbucht wurde, erreichte die Teuerung in den Industriestaaten Höchststände, die seit vielen Jahren nicht mehr verzeichnet worden waren.

Abbildung 3
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

Bei den wichtigsten Handelspartnern des Euroraums dürfte der Inflationsdruck im laufenden Jahr zwar teilweise nachlassen, jedoch weiter anhalten und somit nach wie vor für stark steigende Exportpreise von Wettbewerbern des Eurogebiets sorgen. Getragen vom Preisauftrieb bei Energie und anderen Rohstoffen, aber insbesondere auch Nahrungsmitteln, haben die Erzeugerpreise weltweit deutlich angezogen. Zugleich bestanden weiterhin Inkongruenzen zwischen Angebot und Nachfrage, die auch auf konjunkturstimulierenden Maßnahmen aus der Vergangenheit beruhten. Vor diesem Hintergrund wird nun für 2022 eine deutlich höhere Jahreswachstumsrate der Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums projiziert als zuvor. Für den verbleibenden Projektionszeitraum wird indes mit einer moderateren Zuwachsrate gerechnet.

2 Finanzielle Entwicklungen

Die Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets wurden über weite Teile des Berichtszeitraums (dieser erstreckte sich vom 16. Dezember 2021 bis zum 9. März 2022) hauptsächlich von einer Verschiebung der Inflationsaussichten und der zunehmenden geopolitischen Unsicherheit im Zusammenhang mit einer möglichen russischen Militärintervention in der Ukraine geprägt. Nach dem 24. Februar 2022 änderte sich dies: Fortan bestimmte vor allem der groß angelegte Einmarsch Russlands in die Ukraine die Finanzmärkte. Aufgrund der zunehmenden Erwartung einer geldpolitischen Normalisierung in einem Umfeld steigender kurzfristiger Inflationserwartungen nahm das kurze Ende der Terminzinskurve des €STR (Euro Short-Term Rate) einen merklich steileren Verlauf an. Diese Entwicklung setzte sich bis Ende Februar fort. Anschließend gaben die Terminzinsen bis zu einem gewissen Grad nach, da die Märkte ihre geldpolitischen Erwartungen in Anbetracht der russischen Invasion anpassten. Ähnlich wie die kurzfristigen Zinssätze stiegen auch die risikofreien langfristigen Zinssätze für Tagesgeld-Swaps (OIS-Sätze) zunächst stark an, bevor sie sich gegen Ende des Berichtszeitraums wieder in die Gegenrichtung bewegten. Die Renditeabstände von Staatsanleihen blieben insgesamt weitgehend unverändert. Die seit Ende Februar erhöhte geopolitische Unsicherheit löste an allen Märkten eine erhebliche Volatilität aus, und an den weltweiten Aktienmärkten kam es zu deutlichen Verlusten. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Eurogebiet vergrößerten sich im Berichtszeitraum. Dieser Trend beschleunigte sich nach dem russischen Angriff auf die Ukraine. Der Euro wertete gegenüber den meisten wichtigen Währungen ab.

Der Referenzzinssatz €STR notierte im Berichtszeitraum im Schnitt

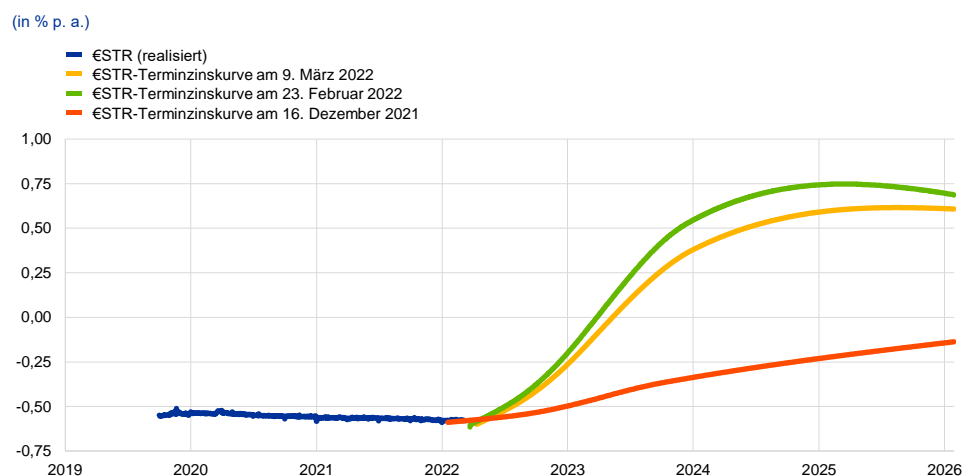
bei -58 Basispunkten. Die Überschussliquidität stieg um etwa 105 Mrd € auf 4 483 Mrd €. Dies war im Wesentlichen auf eine Zunahme der für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapiere um rund 140 Mrd €³ im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen, aber auch auf das zehnte Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), über das am 22. Dezember 51,97 Mrd € aufgenommen wurden. Deutlich begrenzt wurde der Anstieg der geldpolitischen Aktiva durch vorzeitige Rückzahlungen von Mitteln, die im Rahmen vorheriger GLRG-III-Geschäfte aufgenommen worden waren und sich auf 60,21 Mrd € beliefen.

Nach der EZB-Ratssitzung vom Dezember 2021 kam es am kurzen Ende der €STR-Terminzinskurve zu einer ausgeprägten Aufwärtsbewegung, die sich im Anschluss an die Februar-Sitzung beschleunigte. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer ihre Zinserhöhungserwartungen erheblich korrigiert haben. Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar 2022 flachte sich die Kurve hingegen leicht ab (siehe Abbildung 4). Im ersten Teil des Berichtszeitraums (bis Ende Februar) verlagerte sich das kurze Ende der €STR-Terminzinskurve nach oben. Hintergrund dessen waren eine überraschend hohe Gesamtinflation und steigende kurzfristige Inflationserwartungen. Nach der Sitzung

³ Von der am 17. Dezember 2021 bis zu der am 4. März 2022 endenden Woche.

des EZB-Rats im Februar wurde die Kurve besonders steil, da sich die Erwartungen einer Normalisierung der Geldpolitik festigten. Im weiteren Verlauf des Berichtszeitraums kehrte sich der Anstieg der Kurve als Reaktion auf den Einmarsch Russlands in die Ukraine jedoch bis zu einem gewissen Grad um. Grund hierfür war die erhöhte Unsicherheit über die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges, der zu diesem Zeitpunkt noch am Anfang stand. Insgesamt betrachtet waren der erwartete Zinspfad und der Zeitpunkt der ersten Leitzinsanhebung mit einer hohen Unsicherheit behaftet, wie an der erhöhten Geldmarktvolatilität zum Ausdruck kam.

Abbildung 4
€STR-Terminzinssätze

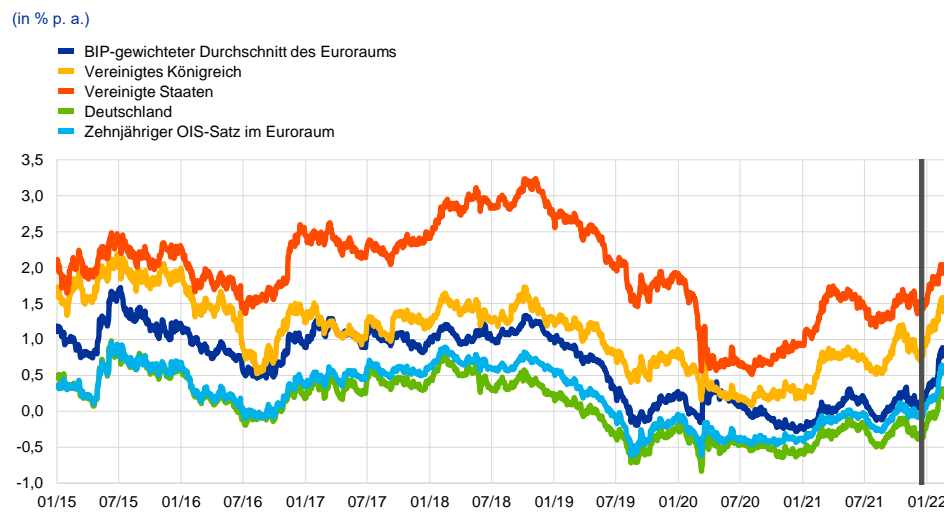


Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Analog zu den risikofreien Zinssätzen erhöhten sich auch die durchschnittlichen Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet. Sie kletterten – trotz eines vorübergehenden Rückgangs nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar – auf ein Niveau, das deutlich über den zu Beginn des Berichtszeitraums verzeichneten Werten lag. Die Entwicklung in den einzelnen Euro-Ländern war zum Teil jedoch unterschiedlich (siehe Abbildung 5). Von Mitte Dezember 2021 bis Mitte Februar 2022 stiegen die Staatsanleiherenditen im Einklang mit dem starken Aufwärtstrend der längerfristigen risikofreien Zinssätze an, was auch zu einem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve von Staatsanleihen führte. Diese Entwicklung spiegelte die Tatsache wider, dass angesichts nachlassender Bedenken hinsichtlich der Omikron-Variante des Coronavirus und gefestigter Erwartungen einer geldpolitischen Normalisierung ein höherer Inflationsausgleich verlangt wurde. Im Gefolge des Angriffs Russlands auf die Ukraine gaben die Staatsanleiherenditen jedoch nach, weil die realen Zinssätze sanken. Zwar kam es in geringerem Umfang zu einer Flucht in sichere Anlagen, doch stand insgesamt ein über alle Euro-Länder hinweg breit angelegter Rückgang zu Buche, da die Marktteilnehmer in Anbetracht der unsicheren wirtschaftlichen Aussichten nunmehr mit einer langsameren Normalisierung der Geldpolitik rechneten. Sowohl die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet als auch der €STR-basierte zehnjährige risikofreie OIS-Satz nahm im Berichtszeitraum um etwa 70 Basispunkte

auf 0,74 % bzw. 0,64 % zu. In den Vereinigten Staaten war eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Dort stieg die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen um rund 50 Basispunkte und lag am Ende des Berichtszeitraums bei 1,95 %.

Abbildung 5
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und €STR-basierter zehnjähriger OIS-Satz



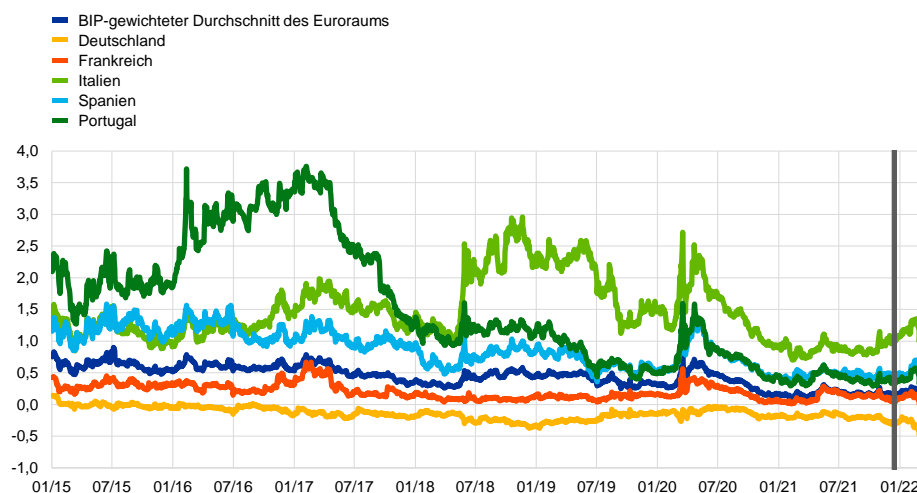
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. Dezember 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2022.

Die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem entsprechenden €STR-basierten OIS-Satz weiteten sich – vor allem nach der Sitzung des EZB-Rats im Februar – in einigen Ländern aus, schrumpften dann aber aufgrund des eskalierenden Ukraine-Kriegs wieder (siehe Abbildung 6). Rund um die Februar-Sitzung des EZB-Rats war an einigen Staatsanleihemärkten eine Ausweitung der Spreads zu beobachten (z. B. in Italien um 19, in Portugal um 12 und in Spanien um 11 Basispunkte, jeweils im Zeitraum vom 2. bis zum 4. Februar 2022). Hintergrund dessen war die Erwartung einer möglichen Normalisierung der Geldpolitik im Kontext zunehmender Inflationsorgen. Allerdings wurde diese Ausweitung im Zuge der späteren Eskalation des Russland-Ukraine-Konflikts mehr als umgekehrt, da sich die Erwartungen einer Zinsanhebung abschwächten. Der BIP-gewichtete durchschnittliche Renditeabstand zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet war am Ende des Berichtszeitraums um 7 Basispunkte geringer als im Dezember. Diese Veränderung wurde vom Rückgang des Renditeabstands langfristiger deutscher Bundesanleihen beeinflusst, der sich in der zweiten Hälfte des Berichtszeitraums um fast 20 Basispunkte verringerte und damit weiter in den negativen Bereich sank. Grund dafür war vermutlich eine Flucht in Anlagen sicherer Länder vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen.

Abbildung 6

Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum zum €STR-basierten zehnjährigen OIS-Satz

(in Prozentpunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

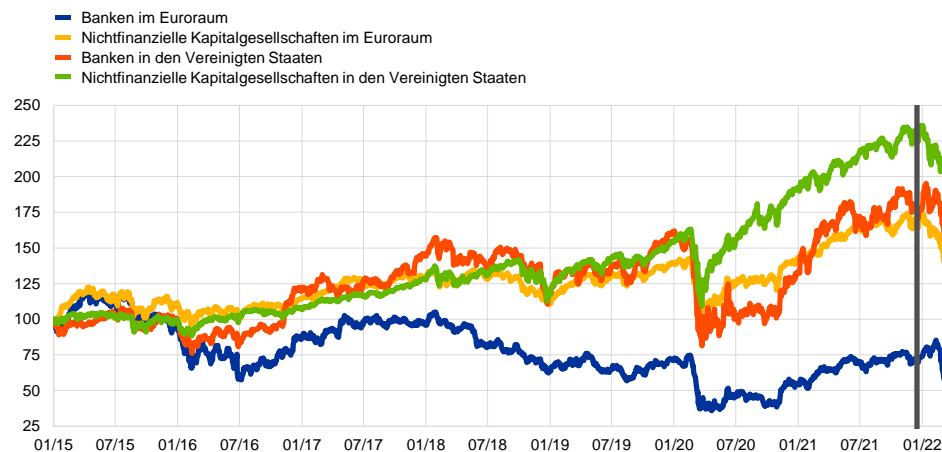
Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich durch Subtraktion des €STR-basierten zehnjährigen OIS-Satzes von der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. Dezember 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2022.

Ausgehend von den anfänglich erreichten historischen Höchstständen kam es an den Aktienmärkten weltweit zu einer Verkaufswelle. Grund hierfür waren zunächst die steigenden risikofreien Zinsen und später vor allem die zunehmende geopolitische Unsicherheit (siehe Abbildung 7). Während die Aktienkurse zu Beginn des Berichtszeitraums insgesamt von soliden Gewinnerwartungen getragen wurden, gaben sie im Euro-Währungsgebiet wie auch in den Vereinigten Staaten anschließend infolge eines Anstiegs der risikofreien Diskontierungssätze nach. Ende Februar, als die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine zum Ausbruch kamen und westliche Länder Finanzsanktionen gegen Russland verhängten, gerieten die Aktienkurse zusätzlich unter Druck, und es kam beiderseits des Atlantiks zu einer erheblichen Marktvolatilität. So gaben die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften über den gesamten Berichtszeitraum hinweg betrachtet im Eurogebiet um 12 % und in den Vereinigten Staaten um 9 % nach. Die Kurse von Bankaktien fielen im selben Zeitraum um 10 % bzw. um 8 %. Die im Vergleich zu den USA schwächere Aktienmarktentwicklung im Euroraum war darauf zurückzuführen, dass Europa in stärkerem Maße den wirtschaftlichen und finanziellen Folgen des Konflikts und der damit verbundenen Sanktionen ausgesetzt ist.

Abbildung 7

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2018 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. Dezember 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2022.

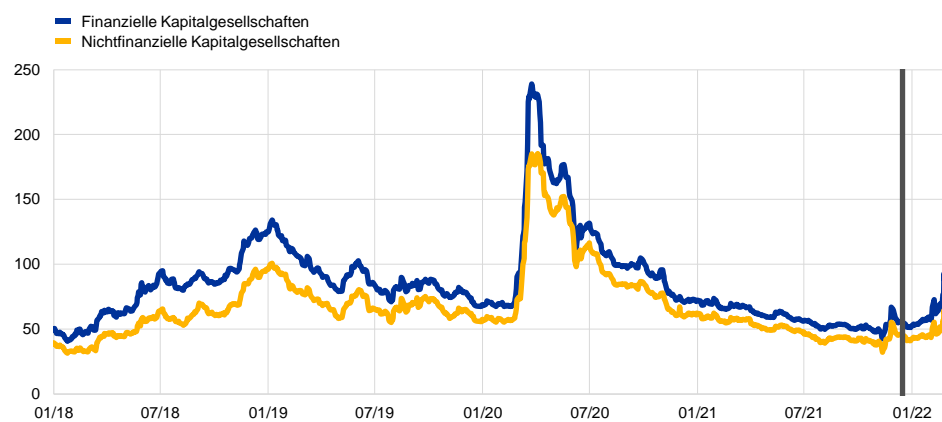
Die Entwicklung der Aktienkurse schlug sich auch in den Renditeabständen von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum nieder. Diese weiteten sich vor allem nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine aus (siehe Abbildung 8).

Am Anfang des Berichtszeitraums begann sich bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und bei entsprechenden Anleihen des Finanzsektors der Renditeabstand gegenüber dem risikofreien Zinssatz angesichts der Erwartungen einer geldpolitischen Normalisierung leicht zu vergrößern. Deutlich stärker weitete er sich dann als Reaktion auf den Konflikt zwischen Russland und der Ukraine aus, der Ende Februar zum Ausbruch kam.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)

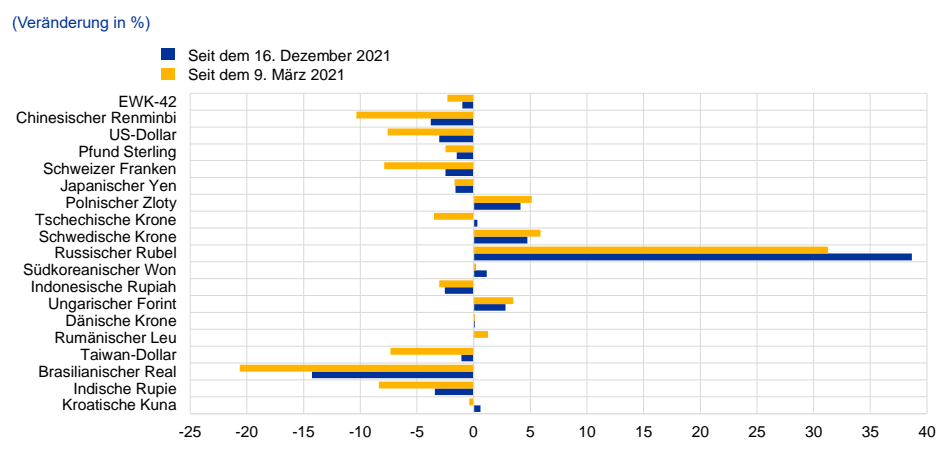


Quellen: Markt-iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich als Differenz zwischen den Asset-Swapsätzen und dem risikofreien Zinssatz. Die Indizes umfassen Investment-Grade-Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten (wobei die Restlaufzeit mindestens ein Jahr beträgt). Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. Dezember 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2022.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf breiter Front ab (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um insgesamt 1,0 % nach. Was die bilateralen Wechselkurse betrifft, so verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert (-3,0 %). Grund hierfür war, dass sich der Abstand zwischen den kurzfristigen Zinssätzen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten weiter vergrößerte. Dies war wiederum auf die raschere konjunkturelle Erholung und die höhere Inflation in den USA zurückzuführen, die den erwarteten Pfad der US-Geldpolitik beeinflussten. Auch in Relation zu anderen wichtigen Währungen wertete der Euro ab, beispielsweise zum Schweizer Franken (-2,5 %), zum japanischen Yen (-1,6 %) und zum Pfund Sterling (-1,5 %). Zudem notierte er schwächer gegenüber den Währungen der meisten großen Schwellenländer, etwa dem chinesischen Renminbi (-3,8 %). Zum russischen Rubel legte die Gemeinschaftswährung indes deutlich zu, denn infolge der beispiellosen Wirtschafts- und Finanzsanktionen, die als Reaktion auf den Einmarsch Russlands in die Ukraine und die damit begangene Verletzung internationalen Rechts gegen die Russische Föderation verhängt wurden, verlor der Rubel an einem einzigen Tag mehr als 30 % an Wert. Vor dem Hintergrund der Handelsaktivitäten am Rubel-Markt hat die EZB die Veröffentlichung des Euro-Referenzkurses zum Rubel mit Wirkung vom 2. März 2022 bis auf Weiteres ausgesetzt. Gegenüber den Währungen der meisten nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten lag der Euro im betrachteten Zeitraum weitgehend im Plus.

Abbildung 9
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



Quelle: EZB.
Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 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 9. März 2022. Für den russischen Rubel hingegen galt der 1. März 2022 als Stichtag, da die Veröffentlichung des Euro-Referenzkurses zum Rubel mit Wirkung vom 2. März bis auf Weiteres ausgesetzt wurde.

3 Konjunktorentwicklung

Das reale BIP im Euro-Währungsgebiet stieg im Jahr 2021 um 5,3 % und lag am Jahresende leicht über seinem Vorpandemieniveau. Im Schlussquartal 2021 verlangsamte sich das Wachstumstempo. Ausschlaggebend hierfür war der schwache private Konsum, der sich infolge steigender Corona-Infektionen (Covid-19) sowie höherer Energiepreise, die die Kaufkraft der privaten Haushalte schmälerten, um 0,6 % verringerte. Der Außenhandel leistete im vierten Quartal 2021 ebenfalls einen negativen Wachstumsbeitrag. Von den Investitionen und den Konsumausgaben des Staates gingen indessen positive Impulse aus. Auf der Produktionsseite lässt die anhaltende Erholung in der Industrie darauf schließen, dass die Lieferengpässe zwar immer noch gravierend sind, aber allmählich nachlassen. Insgesamt deuten die aktuellen Daten, Umfrageergebnisse und hochfrequenten Indikatoren für das erste Quartal 2022 auf eine weiterhin gedämpfte Konjunktorentwicklung hin. Grund hierfür sind der aus der schwachen Wirtschaftstätigkeit Ende 2021 resultierende statistische Unterhang, anhaltende Lieferstörungen, hohe Energiepreise sowie der Krieg in der Ukraine, der seine Wirkung entfaltet.

Im Verlauf des Jahres 2022 dürfte das Wachstum wieder anziehen, da sich eine Reihe konjunkturdämpfender Faktoren allmählich zurückbilden sollten. Die erwartete Besserung stützt sich auf die nachlassenden wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie, die nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen und die Aufhellung der Lage am Arbeitsmarkt. Indessen dürfte der Krieg in der Ukraine – vor allem über dessen Einfluss auf die Energiekosten und das Vertrauen – die Ausgabenpläne auf kurze Sicht beschnitten haben, sodass für das zweite Quartal mit einem geringeren Wachstum gerechnet wird.

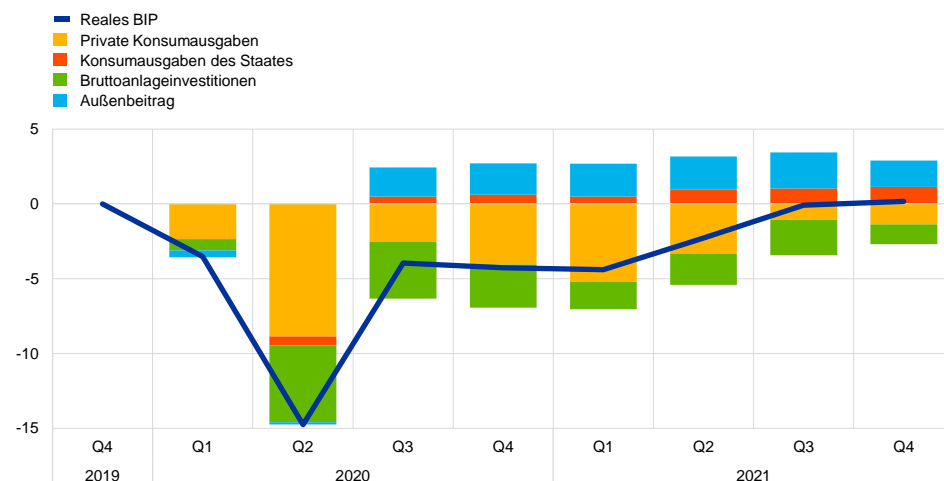
Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022. Den Projektionen zufolge wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr bei 3,7 %, 2023 bei 2,8 % und 2024 bei 1,6 % liegen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems vom Dezember 2021 wurden die Konjunkturaussichten für 2022 um 0,5 Prozentpunkte nach unten revidiert. Für 2023 wurden sie um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert und für 2024 unverändert belassen. Die Revisionen für das laufende Jahr spiegeln weitgehend die Folgen der Ukraine-Krise für die Energiepreise, das Vertrauen und den Handel wider. Die Risiken für die Konjunkturaussichten haben sich mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine deutlich erhöht, und die Abwärtsrisiken überwiegen. Die pandemiebedingten Risiken haben sich zwar verringert, doch könnte sich der Krieg in der Ukraine stärker als erwartet auf das Wirtschaftsklima auswirken und angebotsseitige Engpässe wieder verschärfen. Vor Ausbruch des Krieges zwischen Russland und der Ukraine war eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung im Euroraum zu verzeichnen. Dabei hatte das Wachstum trotz des durch die Pandemie, Lieferstörungen und hohe Energiepreise bedingten konjunkturellen Gegenwinds wieder sein Vorkrisenniveau erreicht. Wenngleich sich die Wirtschaftstätigkeit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB zufolge über den mittelfristigen Projektionszeitraum hinweg in einem robusten Tempo

ausweiten dürfte, wird der Krieg zwischen Russland und der Ukraine beträchtliche Auswirkungen auf die Konjunktur haben. Gemäß alternativen Szenarien, in denen die wirtschaftlichen Folgen des Krieges berücksichtigt sind, könnte das Wachstum durch einen stärkeren Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise sowie durch gravierendere Beeinträchtigungen von Handel und Stimmung erheblich gedämpft werden.

Nach zwei Quartalen dynamischer Expansion war das Wachstum des realen BIP im vierten Jahresviertel 2021 rückläufig. Der nur geringe Anstieg von 0,3 % im Schlussquartal 2021 war vor allem auf die schwache Entwicklung der privaten Konsumausgaben und des Außenhandels zurückzuführen. Von den Investitionen, den Konsumausgaben des Staates und den Vorratsveränderungen gingen indessen positive Wachstumsimpulse aus (siehe Abbildung 10). Ende 2021 übertraf die Wirtschaftsleistung ihr Vorpandemieniveau leicht, und die Zuwachsrate für das Gesamtjahr betrug 5,3 %. Auf der Produktionsseite war die Entwicklung der einzelnen Sektoren im vierten Quartal 2021 uneinheitlich. Während sich die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor im Gefolge der Einführung neuerlicher Maßnahmen zur Eindämmung der wieder steigenden Infektionszahlen (siehe Abbildung 11, linke Grafik) verringerte, wies die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Schlussquartal 2021 eine positive Dynamik auf und nahm weiter zu.

Abbildung 10
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung seit dem vierten Quartal 2019 in %; Beiträge in Prozentpunkten)

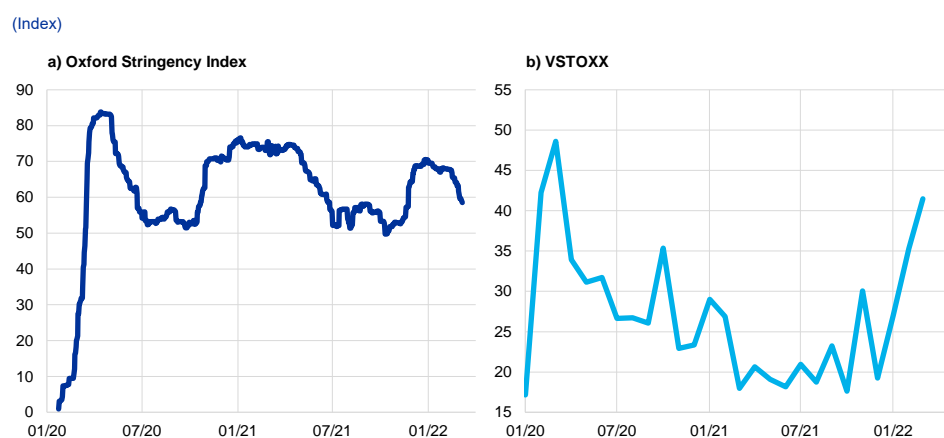


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021.

Für das erste Quartal 2022 wird mit einem weiterhin gedämpften BIP-Wachstum im Eurogebiet gerechnet. Grund hierfür sind der aus der schwachen Wirtschaftstätigkeit Ende 2021 resultierende statistische Unterhang, hohe Energiepreise sowie der Krieg in der Ukraine, der seine Wirkung entfaltet. Nachdem sich eine allmähliche Entspannung bei den Lieferengpässen (siehe Kasten 1) sowie hinsichtlich der durch die Omikron-Variante ausgelösten Pandemiewelle abgezeichnet hatte, war eine Normalisierung der Wachstumsraten erwartet worden. Die gegenwärtige Wachstumsabschwächung

dürfte sich nun jedoch durch den drastischen Anstieg der Energiepreise im Zusammenwirken mit der hohen Unsicherheit angesichts des Krieges in der Ukraine (siehe Abbildung 11, rechte Grafik) noch verstärkt haben. Aktuelle Daten für die ersten Monate des laufenden Jahres deuten für die nahe Zukunft auf ähnlich moderate Zuwachsraten hin. Vor dem Hintergrund der anhaltenden pandemiebedingten Unsicherheit und des erhöhten Inflationsdrucks haben sich das Verbrauchervertrauen und die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer künftigen finanziellen Situation insgesamt weiter eingetrübt, wie den Ergebnissen der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission vom Februar zu entnehmen ist.

Abbildung 11
Oxford Stringency Index und Messgröße der Unsicherheit im Euroraum



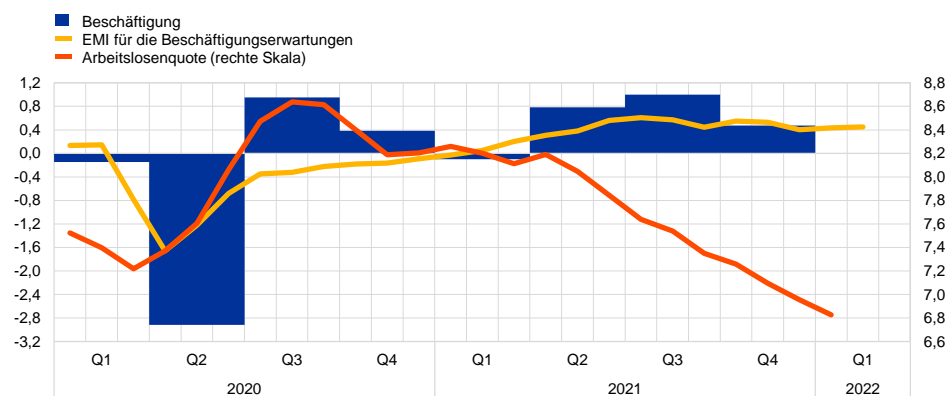
Quellen: Bloomberg, Universität Oxford und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der Oxford Stringency Index setzt sich aus neun Indikatoren staatlicher Corona-Maßnahmen (u. a. Schulschließungen, Betriebsschließungen und Reiseverbote) zusammen, die auf einen Wert von 0 bis 100 reskaliert wurden, wobei 100 für die strengsten Maßnahmen steht. Der VSTOXX ist eine Messgröße der Volatilität des Euro-STOXX-50-Index. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2022.

Die Lage am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets verbesserte sich im vierten Quartal 2021 weiter. Die Beschäftigung nahm im Schlussquartal 2021 um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal zu und übertraf damit ihr Vorpandemieniveau (siehe Abbildung 12). Die Belebung der Arbeitsnachfrage spiegelte sich auch in einem erneuten Anstieg der aggregierten Vakanzquote wider, die im letzten Jahresviertel 2021 einen neuen Höchststand von 2,7 % erreichte. Dieser Anstieg war zudem breiter über die einzelnen Wirtschaftssektoren gestreut. Die Zahl der Erwerbspersonen und die Erwerbsbeteiligung kehrten im vierten bzw. dritten Quartal 2021 annähernd wieder auf ihren Stand vor der Pandemie zurück. Nach durchschnittlich 7,1 % im Schlussquartal 2021 sank die Arbeitslosenquote im Januar 2022 weiter auf 6,8 %. Die Unterstützung in Form von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung war jedoch nach wie vor beträchtlich. Die Zahl der an diesen Programmen teilnehmenden Erwerbspersonen erhöhte sich im Januar im Zuge neuerlicher Eindämmungsmaßnahmen leicht auf 1,5 %.

Abbildung 12

Beschäftigung, Einkaufsmanagerindex (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 für die Beschäftigungserwartungen und die Arbeitslosenquote werden monatlich, die Angaben zur Beschäftigung vierteljährlich ausgewiesen. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (Beschäftigung), Februar 2022 (EMI) bzw. Januar 2022 (Arbeitslosenquote).

Umfrageergebnisse deuten auf einen anhaltend robusten Beschäftigungszuwachs in den ersten Monaten 2022 hin.

Der monatliche Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im Februar bei 54,5 Punkten. Er blieb damit weitgehend unverändert gegenüber Januar und deutlich oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Dieser Wert wurde ungeachtet der Zuspitzung der Pandemie in den ersten Wochen des laufenden Jahres und der gemeldeten Probleme bei der Besetzung offener Stellen verzeichnet. Der leichte Abwärtsdruck auf die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden dürfte hingegen auf Abwesenheiten aufgrund der Omikron-Variante zurückzuführen sein, wenngleich diese Ausfälle möglicherweise dadurch abgemildert wurden, dass Arbeitskolleginnen und -kollegen ihre Arbeitsstunden erhöhten.

Die privaten Konsumausgaben verringerten sich Ende 2021 und dürften auch im ersten Quartal 2022 schwach ausfallen.

Angesichts eines sprunghaften Anstiegs der Infektionszahlen und einer Verschärfung der Restriktionen in den kontaktintensiven Branchen gingen die privaten Konsumausgaben Ende 2021 um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zurück und lagen damit 2,5 % unter ihrem Vorpandemieniveau. Aktuelle Daten lassen darauf schließen, dass dieses auch im ersten Quartal 2022 noch nicht wieder erreicht wird. Die Einzelhandelsumsätze stiegen im Januar 2022 leicht um 0,2 % gegenüber dem Vormonat an, nachdem sie im Dezember 2021 im Vormonatsvergleich um 3 % gesunken waren. Auch die Pkw-Neuzulassungen verbuchten im Dezember einen Rückgang (um 5,4 %). Das Verbrauchervertrauen war im Februar weiter rückläufig, was offenbar nach wie vor auf die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit der Pandemie und den erhöhten Inflationsdruck zurückzuführen ist. Insgesamt implizieren die pandemiebedingten Auswirkungen auf die kontaktintensiven Dienstleistungen im Verbund mit den höheren Energiepreisen, die die Kaufkraft der privaten Haushalte erheblich schmälern, dass sich der Konsum im ersten Quartal 2022 verhalten

entwickeln wird. Im weiteren Verlauf dürften die privaten Konsumausgaben die Haupttriebfeder des Wirtschaftswachstums bleiben. Gestützt werden sie dabei von einer anhaltenden Normalisierung des Sparverhaltens und dem Umstand, dass die privaten Haushalte auf ihre während der Pandemie gebildeten Ersparnisüberschüsse zurückgreifen. Obwohl angesichts des Krieges in der Ukraine Vorsichtsmotive an Bedeutung gewinnen, dürften die hohen Ersparnisse den Energiepreisschock bis zu einem gewissen Grad abfedern.

Die Unternehmensinvestitionen (ohne Bauten) verzeichneten im Schlussquartal 2021 einen kräftigen Anstieg, da sich eine Entspannung bei den Lieferengpässen abzeichnete und die Nachfrage nach Investitionsgütern weiterhin hoch war. Die Investitionen im Euro-Währungsgebiet (ohne Bauten) erhöhten sich im vierten Quartal um 6,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im dritten Jahresviertel zurückgegangen waren. Ungeachtet der Erholung liegen sie jedoch immer noch rund 13 % unter ihrem Vorpandemieniveau. Mit Blick auf die größten Länder des Euroraums registrierten Spanien und die Niederlande einen Anstieg um fast 7 % gegenüber dem Vorquartal. In Deutschland und Frankreich wurden die Investitionen außerhalb des Baugewerbes um rund 1 % und in Italien um knapp 2 % ausgeweitet. Nach Komponenten aufgeschlüsselt nahmen die Investitionen in geistiges Eigentum um 13 % zu. Auch die Investitionen in Fahrzeuge stiegen – nach einem Rückgang in den vorangegangenen drei Quartalen – im Euroraum insgesamt wieder kräftig an, wobei einige Länder zweistellige Wachstumsraten verbuchten. Einige umfragebasierte Indikatoren für die Lieferzeiten und den Lageraufbau haben sich leicht verbessert, was auf erste Anzeichen einer allmählichen Entspannung bei den Lieferengpässen schließen lässt. Das höhere Unternehmensvertrauen im Februar und eine optimistischere Einschätzung der Auftragslage seitens der Investitionsgüterproduzenten wiesen – vor Ausbruch des Krieges in der Ukraine – auf positive Bedingungen für Unternehmensinvestitionen im ersten Halbjahr 2022 hin. Sobald die bestehenden Lieferengpässe nachlassen, könnte die Investitionstätigkeit der Unternehmen zudem durch ein robustes Umsatzwachstum und hohe Ersparnisse der Unternehmen gestützt werden (siehe Kasten 4). Allerdings dürften der Krieg in der Ukraine sowie die damit verbundenen Einschränkungen und Unsicherheiten die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Euroraum vor allem auf kurze Sicht dämpfen. Ferner könnten sich die Energiepreissteigerungen in erheblichem Maße auf die Erzeugung energieintensiver Investitionsgüter auswirken.

Die Wohnungsbauinvestitionen erhöhten sich im vierten Quartal 2021 und dürften auf kurze Sicht weiter zunehmen. Im Schlussquartal 2021 erhöhten sich die Wohnungsbauinvestitionen um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im dritten Vierteljahr um 1,4 % gegenüber dem Vorquartal gesunken waren. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der aktuellen Entwicklung der Bautätigkeit war in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres im Schnitt merklich gestiegen und lag weit über seinem langfristigen Durchschnitt. Der EMI für den Wohnungsbau stieg ebenfalls deutlich an und machte oberhalb der Wachstumsschwelle weiter Boden gut. Mit Blick auf die privaten Haushalte lässt sich aus den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission eine lebhaftere Nachfrage ablesen. So war bei den kurzfristigen Renovierungsvorhaben der privaten

Haushalte auch im ersten Quartal 2022 trotz eines leichten Rückgangs ein sehr hohes Niveau zu verzeichnen, und immer mehr Haushalte planen, in den nächsten zwei Jahren eine Immobilie zu erwerben oder zu bauen. Die günstige Nachfrageentwicklung zeigt sich auch bei den Unternehmen. So schätzten diese ihre Auftragslage besser ein, und eine unzureichende Nachfrage wurde erneut etwas weniger häufig als Hemmnis für die Bautätigkeit genannt. Zugleich scheinen nach wie vor erhebliche Lieferengpässe zu bestehen. Angesichts der Verlängerung der Lieferzeiten und höherer Inputpreise im Februar meldeten die Unternehmen, dass sich der sehr hohe Material- und Arbeitskräftemangel nur leicht abgeschwächt hat. Weitere Risiken für die kurzfristigen Aussichten ergeben sich zudem aus dem Ausbruch des Krieges zwischen Russland und der Ukraine und den damit verbundenen Unsicherheiten.

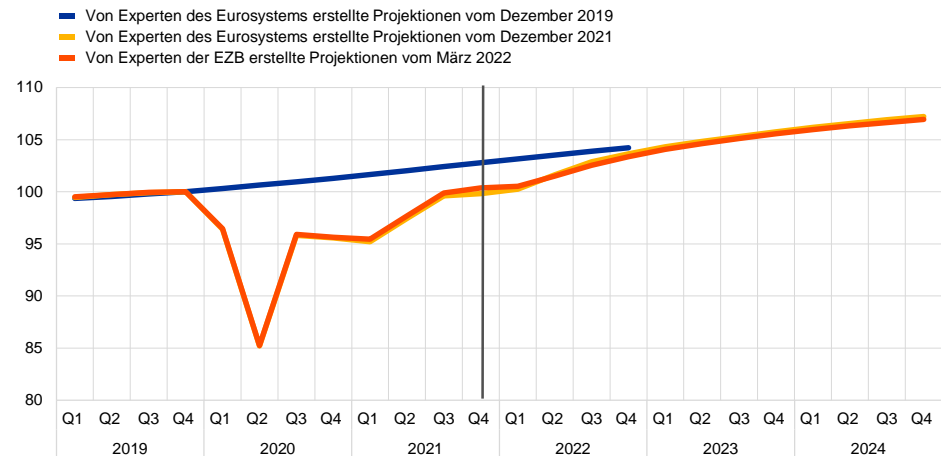
Während sich die Warenausfuhr im vierten Quartal 2021 moderat erhöhte, wurde die Entwicklung der Dienstleistungsexporte durch die Omikron-Variante gedämpft. Die Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen in Länder außerhalb des Euroraums nahm im vierten Quartal 2021 um 2,9 % zu. Eine Aufschlüsselung der Warenexporte zeigt, dass die Dynamik von den Ausfuhren in die Vereinigten Staaten getragen wurde, während die Exporte in das Vereinigte Königreich stabil blieben und jene nach China zurückgingen. Die Einfuhr von Waren und Dienstleistungen aus Staaten außerhalb des Eurogebiets erhöhte sich im vierten Quartal 2021 um 4,6 %, nachdem sie im Vorquartal zurückgegangen war. Der neuerliche Anstieg der Wareneinfuhren spiegelt die aufgestaute Nachfrage in der Industrie wider. Aufgrund des weltweiten Energiepreisanstiegs fiel der wertmäßige Zuwachs bei den Importen besonders hoch aus. Zukunftsgerichtete Indikatoren deuten auf erste Anzeichen einer Entspannung bei den Lieferengpässen hin. Diese positive Entwicklung könnte jedoch durch Handelsstörungen aufgrund des Krieges zwischen Russland und der Ukraine aufgezehrt werden. Mit Blick auf die Dienstleistungen weisen die zukunftsgerichteten Indikatoren – nach einer Abschwächung im Bereich Reiseverkehr infolge der neuen Corona-Welle – auf eine Verbesserung beim Export von Reisedienstleistungen hin. Grund hierfür ist die Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen. Der Ausbruch des Krieges zwischen Russland und der Ukraine sorgt jedoch für eine neue Dimension der Unsicherheit im Ausblick für den internationalen Handel.

Ungeachtet der erhöhten Unsicherheit dürfte die Konjunktur im Euroraum im Verlauf des Jahres anziehen. Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022 zufolge wird das jährliche reale BIP 2022 um 3,7 %, 2023 um 2,8 % und 2024 um 1,6 % steigen (siehe Abbildung 13). Im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 wurde das Wachstumsprofil für 2022 nach unten revidiert und für die Jahre 2023 und 2024 weitgehend beibehalten. In der Abwärtskorrektur der kurzfristigen Aussichten spiegeln sich vor allem der unerwartet starke Energiepreisschock – obschon dieser durch die während der Pandemie aufgebauten hohen Ersparnisse zum Teil abgefedert wird – sowie die negativen Vertrauensschocks infolge des Krieges in der Ukraine wider. Trotz der konjunkturdämpfenden Faktoren wird das Wachstum auf mittlere Sicht nach wie vor von einer weiteren Belebung der Binnennachfrage, einer Aufhellung am Arbeitsmarkt, einer Stärkung der

weltwirtschaftlichen Dynamik sowie fortdauernden politischen Stützungsmaßnahmen getragen. Gestützt werden dürfte die Erholung darüber hinaus durch den voranschreitenden Einsatz von Mitteln aus dem Aufbaupaket „Next Generation EU“.⁴

Abbildung 13
Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

(Index: viertes Quartal 2019 = 100; saison- und arbeitstäglich bereinigte Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2022](#).

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn der Projektionen vom März 2022 und schließt an die jüngsten Angaben für das reale BIP des Euroraums an, die sich auf das vierte Quartal 2021 beziehen.

Die Risiken für die Konjunkturaussichten haben sich mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine deutlich erhöht, und die Abwärtsrisiken überwiegen.

Die pandemiebedingten Risiken sind zwar zurückgegangen, doch könnte sich der Krieg in der Ukraine stärker als erwartet auf das Wirtschaftsklima auswirken und angebotsseitige Engpässe wieder verschärfen. Anhaltend hohe Energiekosten in Verbindung mit einem Vertrauensverlust könnten die Nachfrage stärker belasten als erwartet und die Konsumausgaben sowie die Investitionen dämpfen.

⁴ Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2022](#).

4 Preise und Kosten

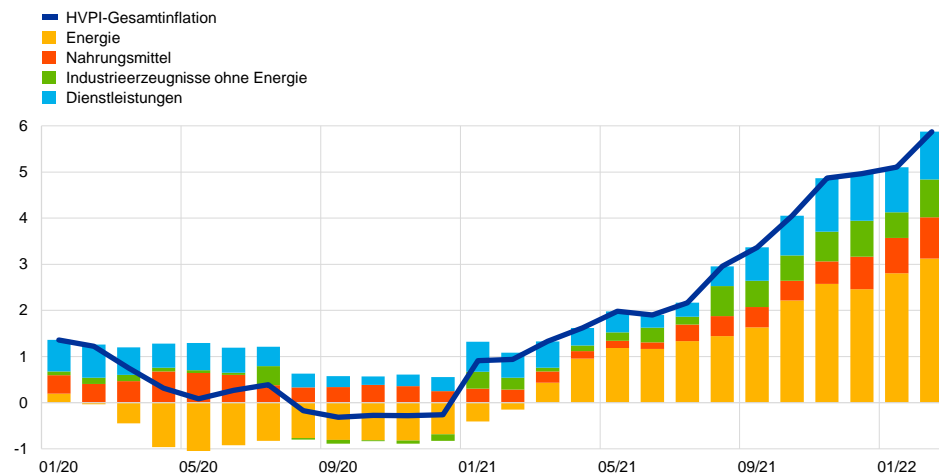
Die am HVPI gemessene Inflation im Euro-Währungsgebiet stieg von 5,1 % im Januar auf 5,8 % im Februar und dürfte auf kurze Sicht hoch bleiben. Hauptgrund für die erhöhte Teuerungsrate sind weiterhin die Energiepreise. Sie waren im Februar für mehr als die Hälfte der Gesamtinflation direkt verantwortlich und treiben auch die Preise in zahlreichen anderen Sektoren nach oben. Die Preise für Nahrungsmittel haben ebenfalls angezogen, was saisonalen Faktoren, erhöhten Transportkosten und den höheren Preisen für Düngemittel geschuldet ist. Mit Blick auf die Zukunft dürften einige Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise infolge des Krieges in der Ukraine zusätzlich unter Druck geraten. Die Preise steigen nun auf breiterer Basis, und zahlreiche Waren und Dienstleistungen haben sich deutlich verteuert. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben in den letzten Monaten einen Anstieg verzeichnet. Doch ist es aufgrund des Einflusses temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Effekte höherer Energiepreise weiterhin unsicher, wie lange die Zunahme dieser Indikatoren anhält. Marktbasierte Indikatoren lassen darauf schließen, dass sich die Energiepreisdynamik im Jahresverlauf 2022 abschwächt. Der von weltweiten Lieferengpässen ausgehende Preisdruck dürfte ebenfalls nachlassen. Sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %. Der Krieg in der Ukraine stellt für die kurzfristigen Inflationaussichten ein beträchtliches Aufwärtsrisiko dar; dies gilt vor allem für die Energiepreise.

Laut der Schnellschätzung von Eurostat hat sich die am HVPI gemessene Inflation im Februar 2022 weiter auf 5,8 % erhöht (siehe Abbildung 14). Damit erreichte sie erneut einen historischen Höchststand, nachdem sie im Januar bei 5,1 % und im Dezember 2021 bei 5,0 % gelegen hatte. Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine spiegelten sich darin jedoch nur zum Teil wider. Alle Hauptkomponenten – also Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie – trugen zum Anstieg der Gesamtinflation bei. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) kletterte im Februar auf 2,7 %, nachdem sie sich im Januar mit 2,3 % vorübergehend abgeschwächt hatte. Diese Steigerung war auf die Preisentwicklung sowohl bei den Dienstleistungen als auch bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie zurückzuführen.

Abbildung 14

Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



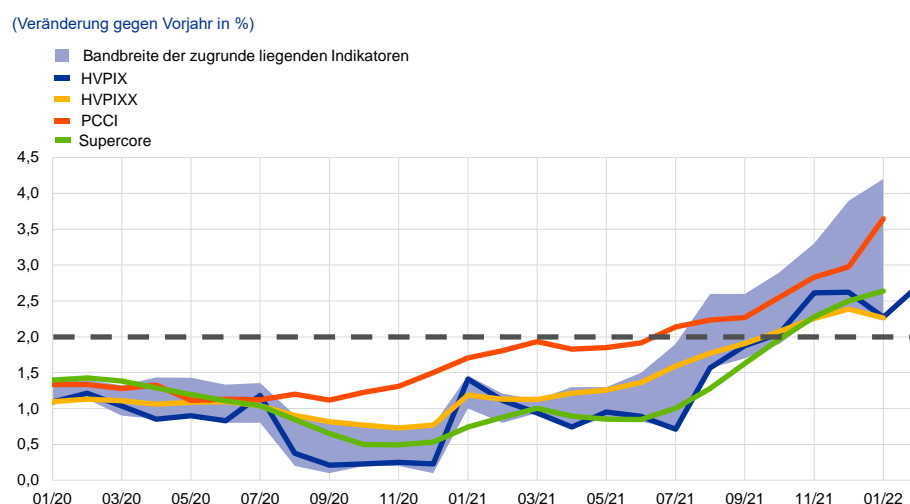
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022.

Die Entwicklung der HVPI-Inflation wurde weiterhin maßgeblich durch die Energiepreise bestimmt. Der Preisaufrieb bei Energie erreichte mit 31,7 % im Februar ein neues historisches Hoch nach 28,8 % im Januar. Die Angaben für Januar lassen darauf schließen, dass der Anstieg im ersten Monat des laufenden Jahres vor allem eine Folge der Tarifierhebungen für Gas und Strom war, da die Preise in vielen Ländern zu Jahresbeginn neu festgelegt wurden. Die Gas- und Strompreise sind zum großen Teil auch für die jüngste uneinheitliche Entwicklung des Energiepreisaufriebs verantwortlich. Hier gingen kräftige und anhaltende Inflationsbeiträge von Strom und Gas (beispielsweise in Italien und den Niederlanden) bzw. von Strom (Spanien) aus. Diese wachsenden Energiekosten dürften auch zum Anstieg der anderen im HVPI erfassten Komponenten beigetragen haben, einschließlich der Nahrungsmittel und der Industrierzeugnisse ohne Energie (die entsprechenden Raten lagen im Februar bei 4,1 % bzw. 3,0 %), da Energie sowohl für die Produktion als auch den Vertrieb ein Vorleistungsgut darstellt.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben ihre jüngste Aufwärtsbewegung fortgesetzt, wobei diese wahrscheinlich zu einem gewissen Teil auf die indirekten Effekte der Energiepreisentwicklung und auf pandemiebedingte Faktoren zurückzuführen ist. Die Inflationsindikatoren, bei denen der Einfluss temporärer Faktoren unberücksichtigt bleiben soll, tendierten in den letzten Monaten nach oben (siehe Abbildung 15). So stieg die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) gemessene Teuerung von 2,3 % im Januar auf 2,7 % im Februar. Angaben zu anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind nur bis Januar verfügbar. Im genannten Monat schwächte sich die HVPIXX-Inflation (die neben Energie und Nahrungsmitteln auch Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe außer Acht lässt) auf 2,3 % ab nach 2,4 % im Vormonat. Im selben Zeitraum stieg die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 3,0 % auf 3,6 %, und die PCCI ohne Energie legte von 2,1 % auf 2,3 % zu. Der Supercore-Indikator, der konjunkturrempfindliche

HVPI-Komponenten umfasst, erhöhte sich indes leicht von 2,5 % auf 2,6 %. Zwar liegen alle Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation nun bei über 2 %, aber angesichts der Bedeutung vorübergehender pandemiebedingter Faktoren (wie Lieferengpässe und das Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Aufhebung coronabedingter Beschränkungen) und der indirekten Effekte höherer Energiepreise ist es unsicher, wie lange die Zunahme dieser Indikatoren anhält.

Abbildung 15
Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPIX (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel), HVPIXX (HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe), getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022, mit Ausnahme der Angaben zum HVPIX, die auf Basis der Schnellschätzung von Eurostat vom Februar 2022 ermittelt wurden.

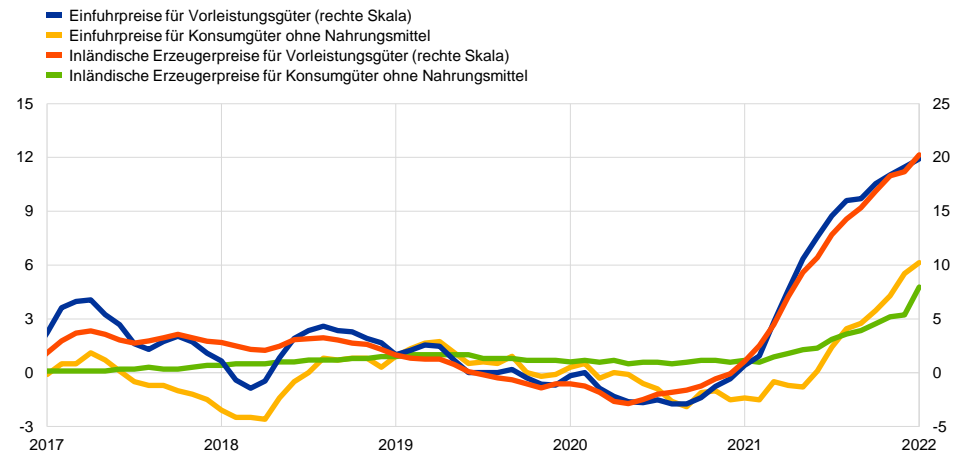
Der Druck auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie hat sich weiter erhöht, und die entsprechenden Messgrößen haben

Rekordstände erreicht (siehe Abbildung 16). Im Vergleich zum Vorjahr hat der Kostendruck vor dem Hintergrund weltweit gestiegener Rohstoff- und vor allem Energiepreise deutlich zugenommen. Auch Störungen der Lieferketten und die weltweite Erholung der Nachfrage zeichneten für den Druck auf die Vorleistungskosten verantwortlich. Auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette erhöhte sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter weiter, und zwar von 18,7 % im Dezember 2021 auf 20,2 % im Januar 2022. Auch die Vorjahresrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter nahm zu, nämlich von 19,1 % im Dezember auf 19,9 % im Januar. Der Druck, der sich auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette aufgebaut hat, tritt nun auch deutlicher auf den nachgelagerten Stufen zutage. So kletterte die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 3,2 % im Dezember 2021 auf 4,8 % im Januar 2022 und erreichte damit ein neues Rekordhoch. Die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel lag im Januar bei 6,1 %. Die Differenz zur Entwicklung der Erzeugerpreise im Inland dürfte eine Folge der im letzten Jahr verzeichneten Euro-Abwertung sein. Die Einfuhr- und die Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel sind wichtige Frühindikatoren, die die Entwicklung des Preisauftriebs

bei den im HVPI erfassten Industrierzeugnissen ohne Energie anzeigen. Diese deutet darauf hin, dass der Druck auf die Verbraucherpreise in naher Zukunft eher nicht nachlassen dürfte.

Abbildung 16
Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



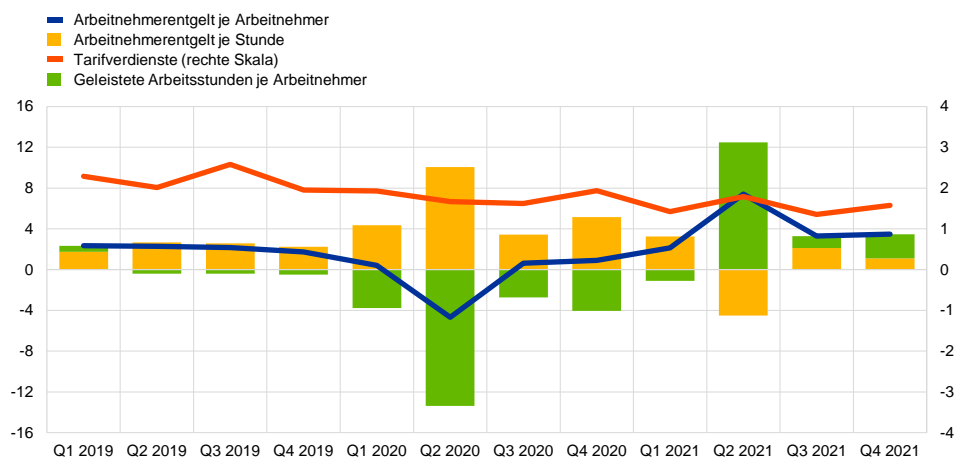
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

Das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet blieb bislang moderat (siehe Abbildung 17). Die Steigerungsrate beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer stieg im vierten Quartal 2021 leicht auf 3,5 %. Maßgeblich hierfür waren Zunahmen der Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer sowie des Arbeitnehmerentgelts je Stunde, auch wenn die Jahreswachstumsrate des letztgenannten Faktors im genannten Quartal auf 1,1 % zurückging. Dieser Anstieg der geleisteten Arbeitsstunden ist ein Anzeichen für eine fortgesetzte Normalisierung nach dem Wiederhochfahren der Volkswirtschaften. Zugleich spiegelt das Wachstumsprofil des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer auch den sich verändernden Einfluss der staatlichen Stützungsmaßnahmen im Rahmen der Regelungen zur Kurzarbeit wider. Die Tarifverdienste hingegen waren von der Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden und den als Reaktion auf die Pandemie eingeführten Kurzarbeitsregelungen nicht direkt betroffen, weswegen sie ein wichtiger weiterer Indikator des Lohnendrucks sind. Die Zunahme der Tarifverdienste blieb im vierten Quartal 2021 moderat; die entsprechende Rate betrug 1,5 % nach 1,4 % im Vorquartal und lag im Schnitt des Jahres 2021 bei 1,5 % (verglichen mit 1,8 % im Jahr 2020). Allerdings dürfte dieser Indikator den Einfluss der derzeitigen hohen Inflationszahlen wohl nicht anzeigen, da er vergangenheitsorientiert ist und auf zurückliegenden Tarifabschlüssen basiert. Laut einer von der EZB durchgeführten Umfrage unter großen europäischen Unternehmen könnte der Lohnzuwachs 2022 etwas kräftiger ausfallen, da einige Umfrageteilnehmer das aktuell hohe Inflationsniveau als relevanten Faktor anführen.

Abbildung 17

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer: Aufgliederung in Arbeitnehmerentgelt je Stunde und geleistete Arbeitsstunden

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021.

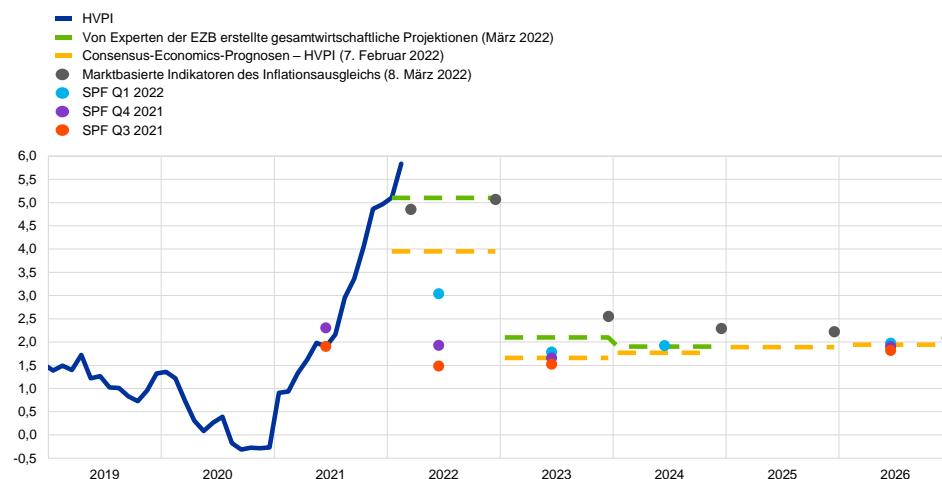
Die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs haben sich vor dem Hintergrund außerordentlich starker Schwankungen innerhalb des Betrachtungszeitraums deutlich erhöht, und auch die umfragebasierten Messgrößen der Inflationserwartungen bewegen sich seit Jahresbeginn 2022 leicht nach oben.

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat zu signifikanten Preisanpassungen bei Öl und Erdgas geführt, da eine drastische Angebotsverknappung erwartet wird. Bereits vor diesem Ereignis war der kurzfristige Inflationsdruck hoch. Demzufolge hat sich der Ausgleich für kurzfristige Termininflationen im Euroraum merklich erhöht. Verglichen mit Mitte Dezember preisen die Märkte jetzt einen kräftigeren und dauerhafteren Anstieg der Inflation im Euroraum auf kurze Sicht ein. So liegt der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr derzeit bei rund 2,5 % und damit 78 Basispunkte über dem Stand vom 16. Dezember 2021, dem Beginn des Betrachtungszeitraums. Unterdessen gingen die längerfristigen inflationsindexierten Termin-Swapsätze in Erwartung einer geldpolitischen Straffung zunächst zurück, stiegen mit den sich intensivierenden geopolitischen Spannungen und dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine jedoch wieder an. So verringerte sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren leicht und lag Ende Januar bei 1,85 %, bevor er sich Anfang März auf 2,16 % erhöhte. Laut dem von der EZB in der zweiten Januar-Woche 2022 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das erste Quartal 2022 und den Prognosen von Consensus Economics vom Januar 2022 betragen die längerfristigen Inflationserwartungen 2,0 % nach 1,9 % in den entsprechenden vorherigen Umfragen (siehe Abbildung 18).

Abbildung 18

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters sowie EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2022, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs 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 des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 8. März 2022. Die SPF-Umfrage der EZB für das erste Quartal 2022 wurde vom 7. bis zum 13. Januar 2022 durchgeführt. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der 10. Januar 2022 für die Jahre 2024, 2025 und 2026 sowie der 7. Februar 2022 für die Jahre 2022 und 2023. Für die in den Projektionen der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 2. März 2022.

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022 zufolge wird die Inflation in den nächsten Monaten weiterhin hoch sein, in der zweiten Jahreshälfte jedoch wieder zurückgehen. Am Ende des Projektionszeitraums dürfte sich die Gesamtinflationsrate bei 1,9 % einpendeln. Die HVPI-Gesamtinflation, die im

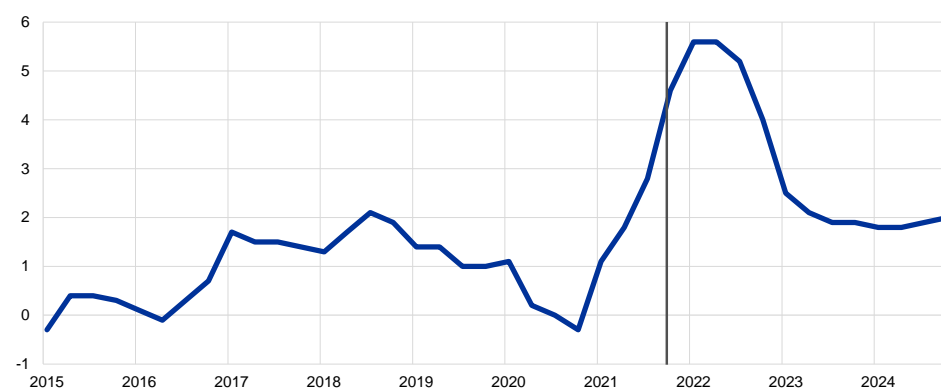
Februar 2022 bei 5,8 % lag, dürfte in den nächsten Monaten weiterhin hoch sein, in der zweiten Jahreshälfte jedoch langsam sinken. Den Basisprojektionen zufolge dürfte sich die durchschnittliche HVPI-Gesamtinflation 2022 auf 5,1 %, 2023 auf 2,1 % und 2024 auf 1,9 % belaufen (siehe Abbildung 19). Der Anstieg der Gesamtinflation 2022 ist auf kräftige Erhöhungen der Energiepreise (infolge der Preisentwicklung bei Strom und Gas) sowie der Nahrungsmittelpreise, auf den Einfluss der Wiedereröffnung kontaktintensiver Bereiche des Dienstleistungssektors und auf den Preisdruck entlang der Preissetzungskette (einschließlich der Vorleistungskosten für Energie) zurückzuführen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 wurde die HVPI-Inflation für den gesamten Projektionszeitraum nach oben korrigiert, und zwar am stärksten für 2022 (um insgesamt 1,9 Prozentpunkte). Diese Aufwärtskorrektur lässt sich zum Teil auf zuletzt überraschend hoch ausgefallene Inflationzahlen und die unerwartet kräftige Dynamik der aktuellen und künftigen Energiepreise zurückführen, die durch die geopolitischen Spannungen im Zusammenhang mit dem Überfall auf die Ukraine noch verstärkt werden. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) dürfte in den kommenden zwei Quartalen um einen Wert von 2,6 % schwanken, bevor sie im Schlussquartal 2022 auf 2,3 % zurückgeht (und 2022 insgesamt ein durchschnittliches jährliches Wachstum von

2,6 % erreichen wird). Von der starken Nachfrage, den indirekten Auswirkungen der höheren Energiepreise und auch dem Preisdruck entlang der Preissetzungskette aufgrund von Lieferengpässen dürfte ein Aufwärtsdruck ausgehen. Der Einfluss dieser Faktoren dürfte auf mittlere Sicht nachlassen, sodass die Teuerung nach dem HVPIX im Schnitt 2023 bei 1,8 % und 2024 bei 1,9 % liegen dürfte. Beim Lohnwachstum gehen die Projektionen für 2022 von einer Rate von 3,6 % aus, die 2024 auf 2,9 % zurückgehen dürfte. Damit liegt der Zuwachs über dem seit 1999 verzeichneten historischen Durchschnitt von 2,2 % und übersteigt auch den vor der globalen Finanzkrise verzeichneten Wert von 2,6 %. Diese Entwicklung ist auf eine zunehmende Anspannung am Arbeitsmarkt und einige begrenzte Zweitundeneffekte aufgrund der höheren Teuerungsraten zurückzuführen.

Abbildung 19

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2022.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2024 (Projektionen). Für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der Stichtag der 2. März 2022.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

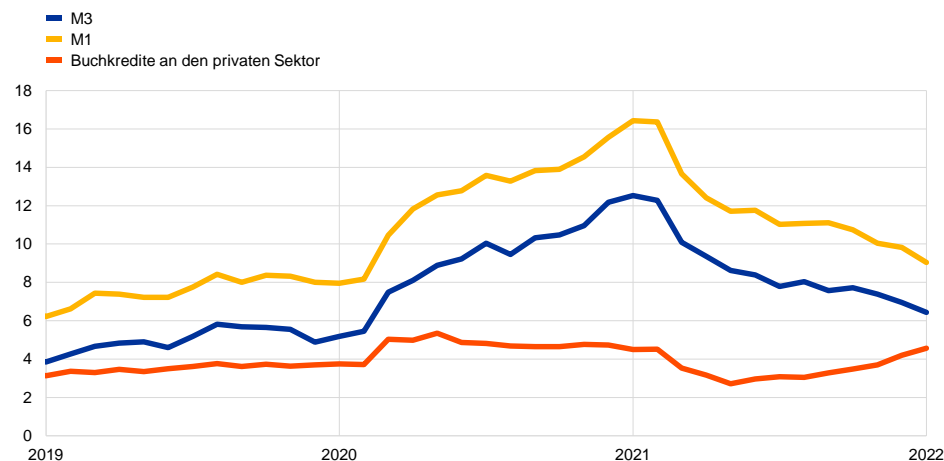
Trotz erhöhter geopolitischer Risiken normalisierte sich die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet in einem Umfeld gesteigener Volatilität im Januar 2022 weiter. Der Erwerb von Vermögenswerten durch das Eurosystem war dabei nach wie vor die wichtigste Bestimmungsgröße. Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor nahm aufgrund günstiger Finanzierungsbedingungen und der sich aufhellenden Wirtschaftslage zu. Die Kreditzinsen der Banken blieben im Januar 2022 ungeachtet eines geringfügigen Anstiegs der Zinssätze für Unternehmenskredite in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Das Gesamtvolumen der Außenfinanzierung der Unternehmen erhöhte sich im vierten Quartal 2021 abermals, und zwar hauptsächlich aufgrund einer deutlichen Zunahme der Bankkredite. Die Gesamtkosten der Außenfinanzierung der Unternehmen stiegen von Oktober 2021 bis Januar 2022 an und erreichten das höchste Niveau seit März 2020. Ursächlich hierfür waren die höheren Kosten für eine Fremdfinanzierung am Markt. Daneben spielten auch statistische Faktoren eine Rolle. Die jüngst durch die russische Invasion in der Ukraine ausgelösten Marktschwankungen trugen zu einem weiteren Anstieg der Kosten der marktbasieren Fremdfinanzierung sowie zu einer Verteuerung der Eigenkapitalfinanzierung im Gefolge eines Einbruchs am Aktienmarkt bei.

Im Januar 2022 stabilisierte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 in der Nähe des vor der Pandemie verzeichneten Niveaus. Die Jahreswachstumsrate von M3 verringerte sich von 6,9 % im Dezember 2021 auf 6,4 % im Januar 2022 (siehe Abbildung 20). Dieser Rückgang erfolgte in einem Umfeld größerer Volatilität und trotz gesteigener geopolitischer Risiken, die die Nachfrage nach liquiden Vermögenswerten in die Höhe treiben. In der Quartalsbetrachtung sank das Geldmengenwachstum wieder annähernd auf seinen längerfristigen Durchschnitt. Dabei profitierte die kürzerfristige Dynamik von M3 nach wie vor von den umfangreichen pandemiebezogenen Stützungsmaßnahmen. Was die Komponenten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so wurde das M3-Wachstum im Wesentlichen vom eng gefassten Geldmengenaggregat M1 bestimmt, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst. In der Anfangsphase der Pandemie im Jahr 2020 hatte der geldhaltende Sektor aus Vorsichtsgründen liquide Aktiva bevorzugt. Als die Maßnahmen zur Pandemieeindämmung gelockert wurden und sich die Konjunktur erholte, schwächte sich das M1-Wachstum dann 2021 gegenüber den hohen Zuwachsraten ab, die 2020 verzeichnet worden waren. Im Januar 2022 sank die jährliche Wachstumsrate der Geldmenge M1 weiter von 9,8 % auf 9,0 %, worin im Wesentlichen eine Normalisierung des Wachstums bei den täglich fälligen Einlagen zum Ausdruck kam. Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs, die seit dem ersten Quartal 2021 rückläufig gewesen war, belief sich indessen im Januar 2022 auf 7,7 %. Der Beitrag der sonstigen kurzfristigen Einlagen und der marktfähigen Finanzinstrumente war im Berichtsmonat neutral, was mit der niedrigen Verzinsung dieser Instrumente zusammenhing.

Abbildung 20

M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

Das Wachstum der täglich fälligen Einlagen verlangsamte sich weiter, blieb aber auf einem hohen Niveau.

Die jährliche Zuwachsrate sank von 10,2 % im Dezember 2021 auf 9,2 % im Januar 2022. Verantwortlich für den Rückgang waren die Einlagen sowohl von Unternehmen als auch von privaten Haushalten, die in sektoraler Betrachtung die größten Beiträge leisteten. Seit Beginn der Pandemie war es bei den täglich fälligen Einlagen zu beträchtlichen Zuflüssen gekommen, die mit der gestiegenen wirtschaftlichen Unsicherheit zusammenhingen.⁵ Allerdings entwickelten sich die Einlagenbestände der Unternehmen und der privaten Haushalte von Land zu Land unterschiedlich und spiegelten damit den heterogenen Liquiditätsbedarf sowie die Unterschiede zwischen den nationalen (finanzpolitischen) Stützungsmaßnahmen wider. Im vierten Quartal 2021 schwächte sich die Einlagenbildung der privaten Haushalte vorübergehend auf Werte unterhalb des Vorpandemiedurchschnitts ab. Zurückzuführen war dies auf eine Zunahme des Verbrauchervertrauens und gestiegene Konsumausgaben, aber auch auf höhere Energiepreise, die das verfügbare Einkommen schmälerten. Im Januar 2022 erholten sich die Einlagenströme jedoch auf breiter Front, was darauf hindeutet, dass die Privathaushalte ihre Ersparnisse aufstockten und ihren Konsum einschränkten. Auch die Einlagen der Unternehmen legten weiter zu, wenngleich das Tempo gemäßiger war als bei den Einlagen der privaten Haushalte.

Die Geldschöpfung wurde im Januar 2022 weiterhin maßgeblich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems bestimmt.

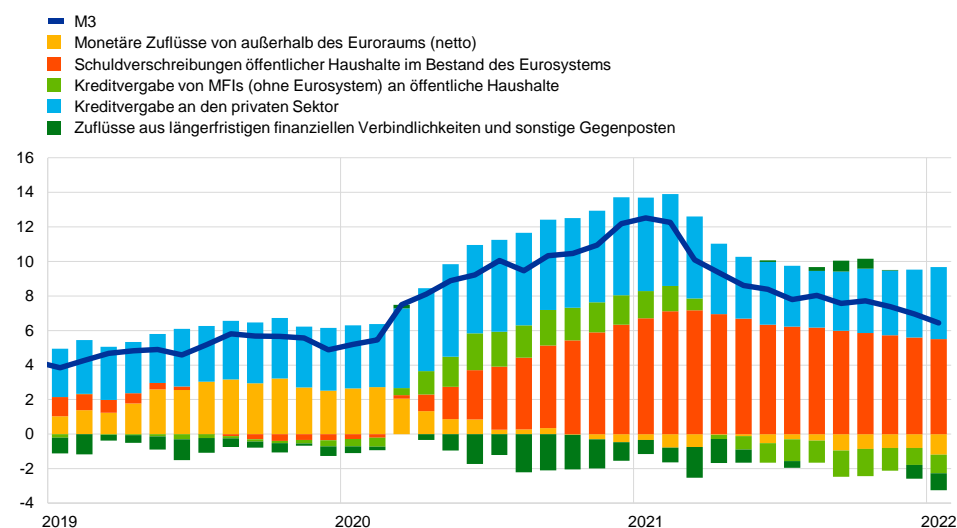
Der Nettoerwerb von Staatsanleihen durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) leistete den größten, wenn auch leicht rückläufigen Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 21). Auch von der gestiegenen

⁵ Siehe EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Kreditvergabe an den privaten Sektor gingen positive Impulse für das M3-Wachstum aus (siehe die blauen Balkenabschnitte). Drei Faktoren bremsten die Geldschöpfung hingegen: Erstens leistete die Kreditvergabe der Banken an öffentliche Haushalte einen negativen Wachstumsbeitrag, da die Banken per saldo Staatsanleihen veräußerten (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte). Zweitens verstärkten sich per saldo die monetären Abflüsse aus dem Euroraum (siehe die gelben Balkenabschnitte), was mit einer Abschwächung des effektiven Euro-Wechselkurses einherging. Und drittens zehrten die Abflüsse bei den sonstigen Gegenposten die geringen Zuflüsse aus den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte) auf.

Abbildung 21
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) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) nieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

Das jährliche Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor beschleunigte sich im Januar 2022.

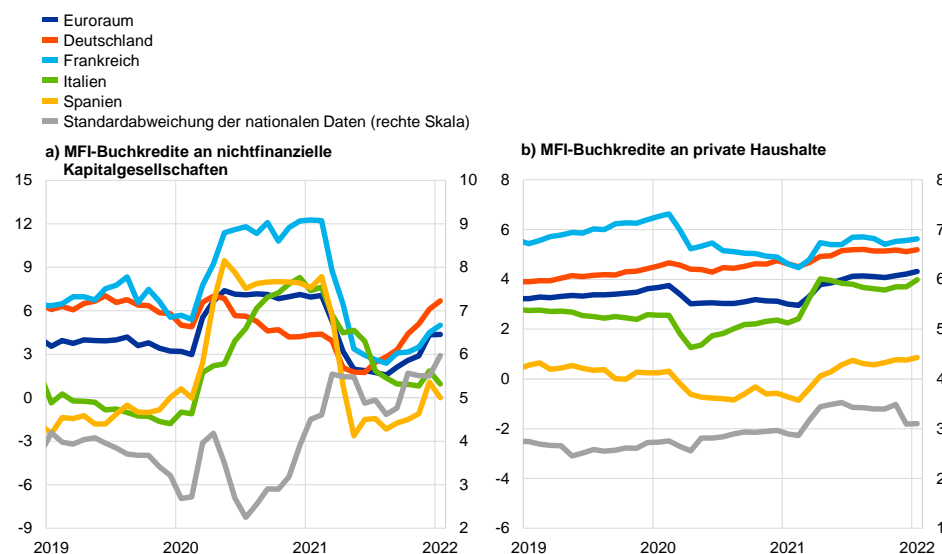
Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im Berichtsmonat weiter auf 4,6 % nach 4,2 % im Dezember 2021 (siehe Abbildung 20). Hierzu trugen sowohl die Ausleihungen an Unternehmen als auch die Kredite an private Haushalte bei, die beide weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen und der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung profitierten. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhte sich leicht von 4,3 % im Dezember auf 4,4 % im Januar (siehe Abbildung 22, Grafik a). Dies war auf die Dynamik der langfristigen Kredite zurückzuführen und ist vermutlich dem Bedarf für Anlageinvestitionen geschuldet. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an private Haushalte stieg im Januar ebenfalls geringfügig auf 4,3 %, verglichen mit 4,2 % im Dezember (siehe Abbildung 22, Grafik b). Ausschlaggebend dafür war vor allem die robuste Vergabe von Hypothekarkrediten. Das Wachstum der Konsumentenkredite blieb hingegen

schwach. Hinter der allgemeinen Entwicklung der Buchkreditvergabe verbergen sich Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern, die unter anderem durch die ungleichen Auswirkungen der Pandemie und die uneinheitliche konjunkturelle Erholung bedingt sind.⁶

Abbildung 22

MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

Die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum steigen wieder und liegen inzwischen auf einem ähnlichen Niveau wie vor der Pandemie.

Der jüngste Anstieg des Indikators der Fremdfinanzierungskosten (siehe Abbildung 23, Grafik a) war durch höhere Bankanleiherenditen bedingt (siehe Abbildung 23 Grafik b). Darin spiegelt sich eine Zunahme der risikofreien Zinssätze wider, während die Einlagenzinsen unverändert auf ihren historischen Tiefständen verharren. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB haben bislang dazu beigetragen, den Aufwärtsdruck auf die Renditen von Bankanleihen zu begrenzen und die Divergenzen zwischen den Finanzierungsbedingungen in den einzelnen Ländern, Risikoklassen und Laufzeitbereichen zu verringern. Bis zum Schlussquartal 2021 blieben die Finanzierungskosten der Banken aus drei Gründen von Aufwärtsdruck unberührt: Erstens wurden immer mehr Einlagen neu bepreist und negativ verzinst. Zweitens verringerten die Banken ihren Fremdfinanzierungsanteil, und drittens konnten sie sich zu günstigen Konditionen über die Zentralbanken refinanzieren, insbesondere über die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sowie die längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs). Sollten die Marktzinsen jedoch weiter steigen, könnte der Aufwärtsdruck auf die Finanzierungskosten der Banken

⁶ Siehe EZB, [Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie in den Ländern des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

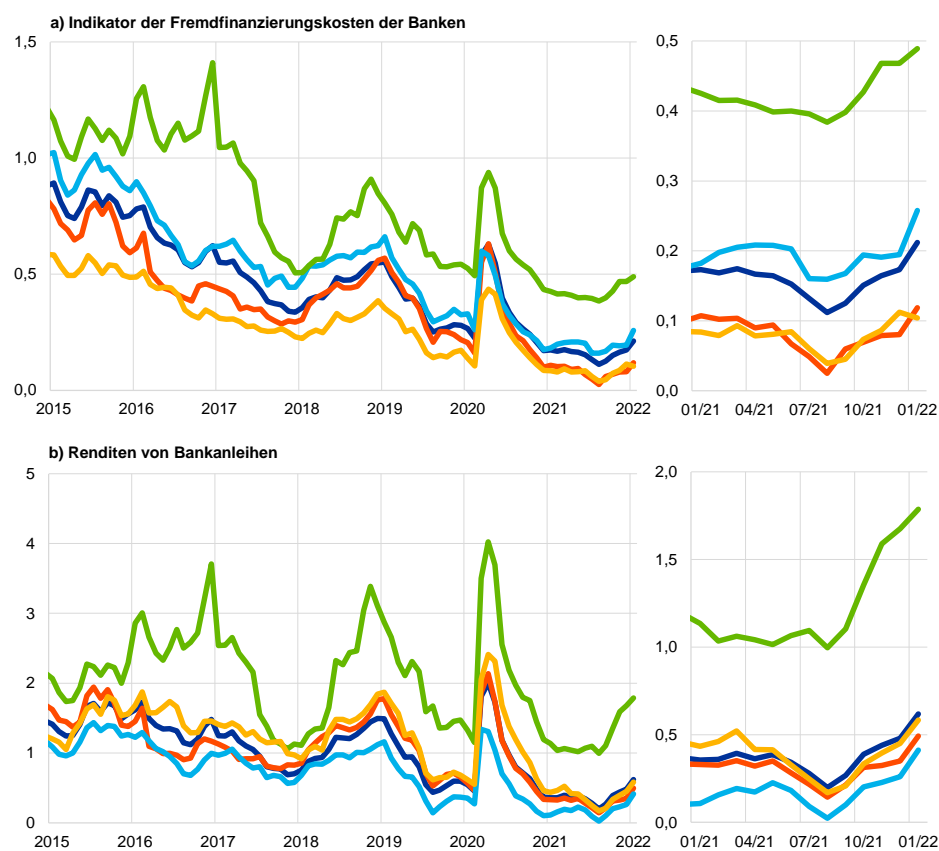
zunehmen, vor allem angesichts der noch bevorstehenden Tilgungen von GLRG-Mitteln. Dies könnte nach und nach zu höheren Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte führen.

Abbildung 23

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken gibt die gewichteten Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt an. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Bei den Bankanleihenrenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

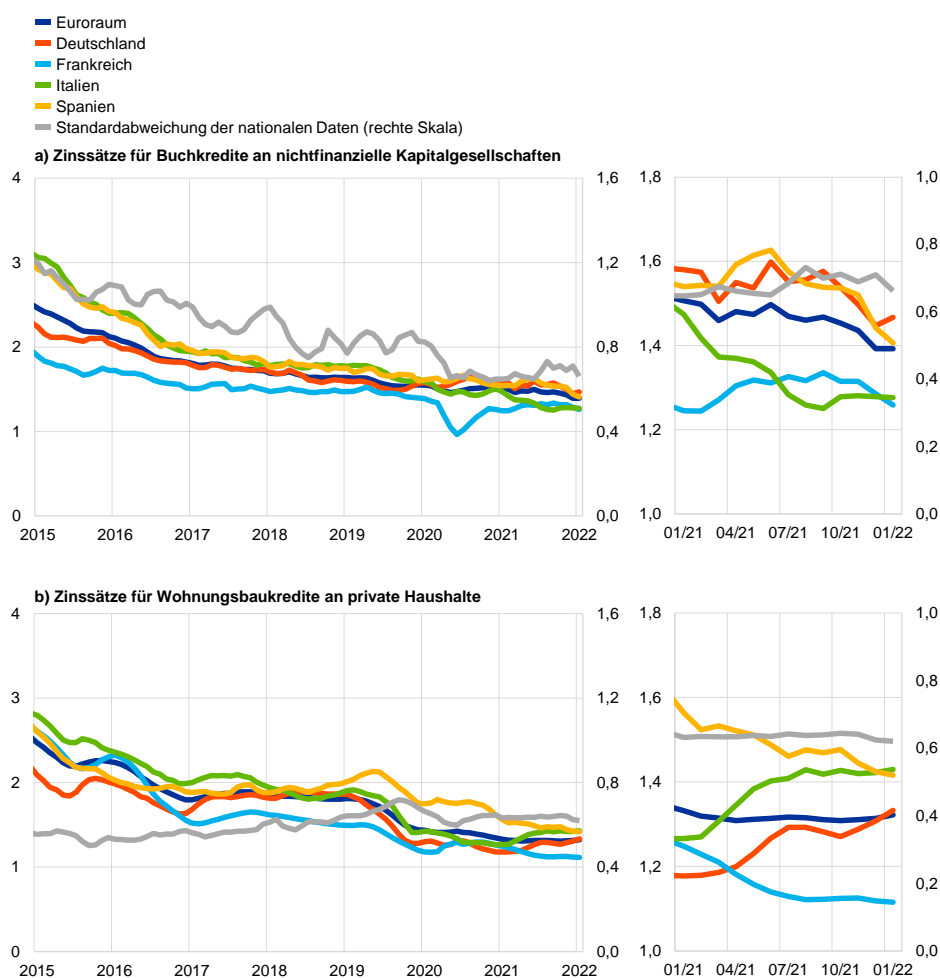
Die Kreditzinsen der Banken blieben im Januar 2022 in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, obwohl die Zinsen für Unternehmenskredite etwas anstiegen (siehe Abbildung 24). Die gewichteten Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich auf 1,43 % und machten dadurch den Rückgang im Schlussquartal 2021 wieder wett. Dagegen blieben die gewichteten Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 1,33 % weitgehend unverändert. Die Zinsen für Unternehmenskrediten zogen insbesondere in den mittleren Laufzeitbereichen an. Zurückzuführen war ihre Zunahme auf die Marktzinsen, die trotz unterschiedlicher nationaler Entwicklungen auf breiter Front

anstiegen. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und für große Kredite blieb im Wesentlichen unverändert und war nach wie vor geringer als vor der Pandemie. Durch den Renditeanstieg, der in den letzten Monaten im Euroraum zu beobachten war, könnte sich ein Aufwärtsdruck auf die hiesigen Kreditzinsen ergeben. Bislang ist es mithilfe der geldpolitischen Maßnahmen der EZB gelungen, eine breit angelegte Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, die die negativen Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft im Eurogebiet zusätzlich verstärkt hätte, zu verhindern.

Abbildung 24

Gewichtete Kreditzinsen der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a. (gleitender Dreimonatsdurchschnitt); Standardabweichung)



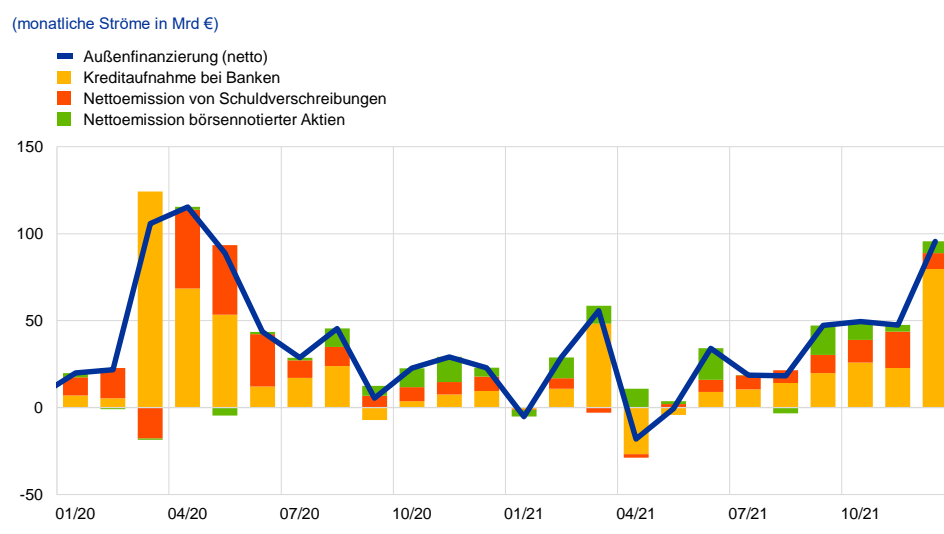
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Kreditzinsen errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

Das Gesamtaußenfinanzierungsvolumen der Unternehmen nahm im vierten Quartal 2021 zu. Das jährliche Wachstum der Außenfinanzierung wurde durch den gestiegenen Mittelbedarf der Unternehmen sowie die niedrigen Fremdfinanzierungskosten angetrieben und beschleunigte sich deutlich von 2,3 % im Oktober auf 2,8 % im Dezember. Die höheren Außenfinanzierungsströme waren hauptsächlich auf eine

regere Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen zurückzuführen. Die höhere Emission von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien leistete indessen einen kleineren Beitrag (siehe Abbildung 25). Die Kreditnachfrage wurde durch Unternehmensinvestitionen und gestiegene Ausgaben für Betriebskapital angekurbelt, die teilweise mit den anhaltenden Lieferengpässen zusammenhingen.⁷ In den besonders stark von Lieferengpässen betroffenen Ländern und Sektoren hat der höhere Bedarf an Betriebskapital aufgrund von Produktionsverzögerungen und der Wiederaufstockung der Lagerbestände zu einem Anstieg der kurzfristigen Kreditaufnahme geführt.

Abbildung 25
Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum (netto)



Quellen: EZB und EZB-Schätzungen, Eurostat und Dealogic.
Anmerkung: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus Bankkrediten (d. h. MFI-Buchkrediten), der Nettoemission von Schuldverschreibungen und der Nettoemission börsennotierter Aktien. Die MFI-Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Eigenkapitalfinanzierung) nahmen im Zeitraum von Oktober 2021 bis Januar 2022 zu, wofür vor allem die höheren Kosten der marktbasierter Finanzierung verantwortlich waren. Im Januar 2022 stiegen die Kosten der Außenfinanzierung auf 5,2 % (siehe Abbildung 26). Damit erreichten sie wieder den Spitzenwert vom März 2020 und lagen 110 Basispunkte über dem historischen Tiefstand vom März 2021. Im Wesentlichen war diese Zunahme zum einen auf gestiegene Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung, zum anderen aber auch auf eine höhere Gewichtung der Eigenkapitalkosten bei der Berechnung der

⁷ Siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

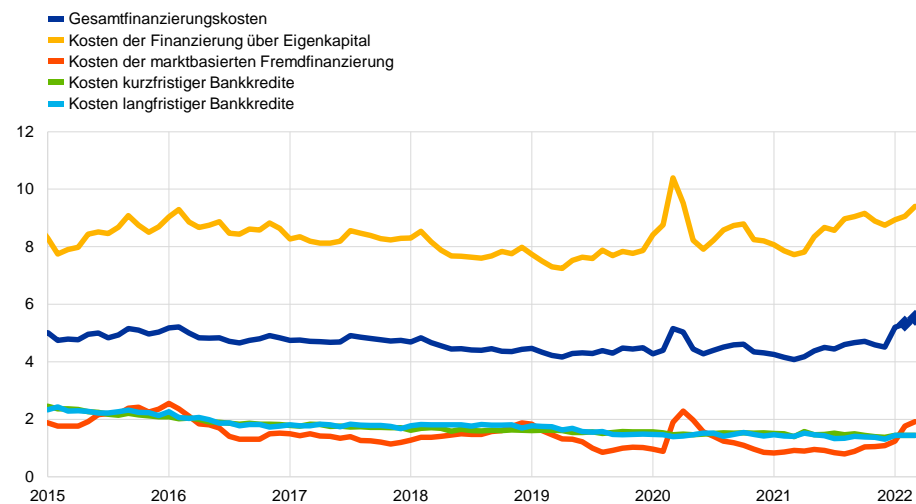
Gesamtaußenfinanzierungskosten zurückzuführen.⁸ Durch die geänderte Gewichtung wurde der gegenüber Oktober verzeichnete leichte Rückgang der Eigenkapitalkosten im Januar, welcher sich aus einer niedrigeren Aktienrisikoprämie ergab, mehr als wettgemacht. Zudem wurde dadurch der Effekt höherer risikofreier Zinssätze mehr als ausgeglichen. Die Kosten für Bankkredite veränderten sich von Oktober bis Januar kaum. Indessen stiegen die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung auf den höchsten Wert seit August 2020. Ausschlaggebend hierfür waren die höheren risikofreien Zinssätze sowie größere Spreads von Unternehmensanleihen sowohl im Investment-Grade-Bereich als auch in den Hochzinssegmenten. Die Gesamtfinanzierungskosten dürften sich zuletzt weiter erhöht haben. Schätzungen zufolge nahmen sie von Ende Januar bis zum 9. März aufgrund gestiegener Eigenkapitalkosten vor dem Hintergrund der starken Kurseinbrüche an den Aktienmärkten seit Ende Februar im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine erneut zu. Auch die Ausweitung der Unternehmensanleihspreeds und die erneut gestiegenen risikofreien Zinssätze trugen zur Zunahme der Finanzierungskosten bei.

⁸ Die Finanzierungskosten werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Eigenkapitalkosten, der Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Kosten kurz- und langfristiger Bankkredite. Die Gewichte stellen den Anteil des jeweiligen Finanzierungsinstruments an den gesamten ausstehenden Außenfinanzierungsmitteln der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dar. Die Beiträge der einzelnen Komponenten zur Höhe der Gesamtfinanzierungskosten werden also jeweils durch Multiplikation ihrer Kosten (in %) mit ihrem Gewicht berechnet. Um Veränderungen in der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften Rechnung zu tragen, werden die Gewichte regelmäßig aktualisiert. Somit entspricht die Veränderung der Beiträge, die die einzelnen Komponenten zur Entwicklung der Gesamtfinanzierungskosten leisten, dem Nettoergebnis aus der Kostenänderung und der angepassten Gewichtung.

Abbildung 26

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die dunkelblauen Rauten markieren die Nowcasts der Gesamtfinanzierungskosten für Februar und März 2022 (mit Daten bis zum 9. März). Diese beruhen auf der Annahme, dass die Kosten von Bankkrediten unverändert auf ihrem Niveau von Januar 2022 verbleiben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. März 2022 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 4. März 2022 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. Februar 2022 (Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

Den von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022 zufolge hält die Verbesserung des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos im Euroraum nach den außerordentlich hohen Defiziten infolge der Coronakrise (Covid-19) weiter an. Dieses Basisszenario ist allerdings mit erheblichen Risiken behaftet und steht vor allem angesichts des russischen Krieges gegen die Ukraine zunehmend im Zeichen höherer Haushaltsdefizite. Gemäß Basisszenario ist die Defizitquote 2021 auf 5,5 % zurückgegangen, nachdem sie 2020 einen Höchstwert von 7,2 % erreicht hatte. Im Jahr 2022 soll sie sich weiter auf 3,1 % und bis zum Ende des Prognosezeitraums auf 2 % verringern. Von dem fiskalischen Kurs im Euroraum ging 2021 – nach der starken Lockerung im Vorjahr und bereinigt um Transfers aus dem Hilfsprogramm Next Generation EU (NGEU) – eine weniger stützende Wirkung aus. Im laufenden Jahr dürfte der Fiskalkurs nochmals restriktiver ausfallen, was in erster Linie auf das Auslaufen eines bedeutenden Teils der pandemiebedingten Krisenunterstützung zurückzuführen ist. Für die letzten beiden Jahre des Projektionszeitraums wird mit einer nur geringfügigen Straffung des Fiskalkurses und einer anhaltenden Stützung der Wirtschaft durch umfassende staatliche Maßnahmen gerechnet. Angesichts der hohen Risiken, die sich derzeit aus mehreren Quellen ergeben und teilweise bereits eintreten, würden auf nationaler wie auf EU-Ebene ergriffene finanzpolitische Maßnahmen dazu beitragen, die Wirtschaft zu schützen. Das finanzpolitische Handeln muss im Einklang mit der Entwicklung der Situation agil bleiben. Dabei steht die Bereitschaft, finanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen, nicht im Gegensatz zu der Notwendigkeit, einen glaubwürdigen Kurs zur Verringerung der Haushaltsungleichgewichte auf mittlere Sicht einzuschlagen.

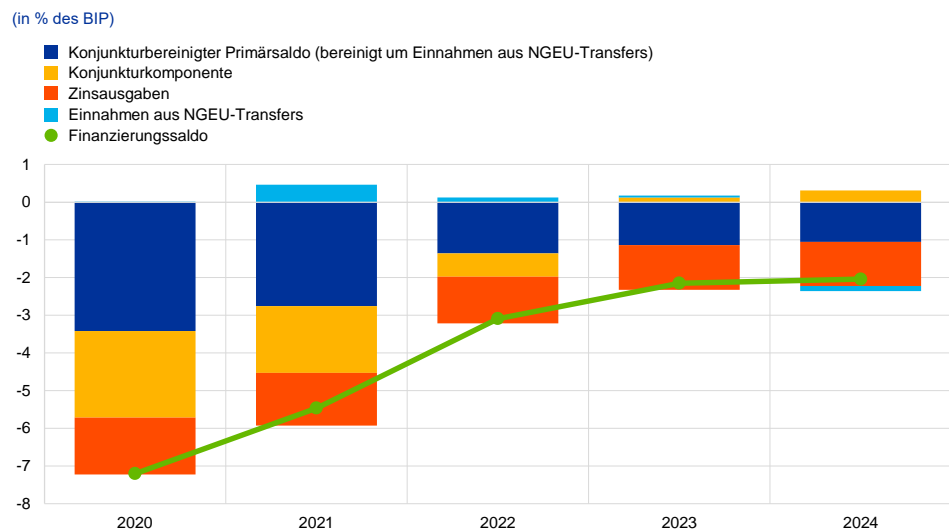
In ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2022 stellen die Fachleute der EZB fest, dass die Verbesserung des gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos, die 2021 begann, weiter anhält.⁹ So dürfte die öffentliche Defizitquote 2021 auf 5,5 % zurückgegangen sein, nachdem sie 2020 mit 7,2 % einen historischen Höchststand erreicht hatte. Den Projektionen zufolge wird sie noch weiter sinken – auf 3,1 % im laufenden Jahr und auf 2,1 % bzw. 2,0 % in den beiden Folgejahren (siehe Abbildung 27). Die pandemiebedingte Unterstützung für die Wirtschaft belief sich 2020 auf rund 4,0 % des BIP. Im Jahr 2021 dürften die Krisen- und Konjunkturmaßnahmen eine Größenordnung von rund 4,3 % des BIP erreicht haben. Hierin spiegeln sich die Verlängerung und allmähliche Ausweitung staatlicher Krisenmaßnahmen bzw. die Einführung zusätzlicher Konjunkturmaßnahmen wider, wie sie etwa in den nationalen Aufbau- und Resilienzplänen im Zusammenhang mit NGEU vorgesehen sind.¹⁰ Die Konjunkturkomponente, die 2020 stark negativ und daher mit ursächlich für den erheblichen Anstieg des öffentlichen Defizits war, dürfte 2021 (freilich nur etwas)

⁹ Siehe EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2022.

¹⁰ Die NGEU-Transfers belaufen sich während des Projektionszeitraums im Durchschnitt auf jährlich rund 0,5 % des BIP; ab 2022 werden sie allmählich sinken. Im Verbund mit einem begrenzten Umfang an Krediten sollen sie in Relation zum BIP rund 2,5 % der Staatsausgaben gegenfinanzieren. Die sich mit den NGEU-Transfers auf supranationaler europäischer Ebene ergebenden Defizite und Schulden werden in diesem Abschnitt zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen nicht berücksichtigt.

weniger zum Tragen gekommen sein. Die ab 2022 deutlichere Verbesserung des Finanzierungssaldos ist gemäß Projektionen auf einen höheren konjunkturberinigten Primärsaldo zurückzuführen. Dieser ergibt sich aus dem Auslaufen eines Großteils der nicht mit NGEU-Mitteln finanzierten Krisenmaßnahmen. Darüber hinaus dürfte der negative Einfluss der Konjunkturkomponente ab 2022 rasch nachlassen, und ab 2023 wird ein leicht positiver Beitrag erwartet. In geringerem Umfang werden auch die gegenüber den letzten Jahren etwas niedrigeren Zinsausgaben defizitsenkend wirken. In den aktuellen Projektionen kommt dieser Effekt vor allem im laufenden Jahr zum Tragen und klingt im Zeitraum 2023-2024 ab.

Abbildung 27
Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2022.
 Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Nach der sehr expansiven Ausrichtung im Jahr 2020 dürfte der fiskalische Kurs im Euroraum 2021 etwas gestrafft worden sein.¹¹ Ausgehend von den nach Bereinigung um Einnahmen aus NGEU-Transfers immer noch umfangreichen Stützungsmaßnahmen ist für 2022 mit einer stärker restriktiven fiskalischen Ausrichtung zu rechnen, da sich die staatliche Unterstützung mit dem Auslaufen der befristeten Krisenmaßnahmen nach und nach verringert. In den Jahren 2023 und 2024 dürfte der Fiskalkurs nur geringfügig gestrafft werden.¹² Dessen ungeachtet wird die wirtschaftliche Erholung während des gesamten Projektionszeitraums nach

¹¹ Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Impulses der diskretionären Fiskalpolitik auf die Volkswirtschaft – ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus – wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturberinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die Einnahmen aus den NGEU-Transfers aus dem EU-Haushalt keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturberinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

¹² Der fiskalische Kurs im Eurogebiet belief sich im Jahr 2020 auf -4,2 Prozentpunkte des BIP; 2021 betrug er schätzungsweise +0,5 Prozentpunkte des BIP. Bereinigt um Einnahmen aus NGEU-Transfers dürfte er in den Jahren 2022, 2023 und 2024 (in Relation zum BIP) bei +0,9 Prozentpunkten, +0,2 Prozentpunkten bzw. +0,1 Prozentpunkten liegen.

wie vor in hohem Maße durch Fiskalmaßnahmen gestützt. Dies zeigt sich in einem weiterhin deutlich negativen Primärsaldo.

Gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 wurde der für das Ende des Projektionszeitraums erwartete Finanzierungssaldo nunmehr leicht nach unten korrigiert. Am stärksten wurde die Zahl für das Jahr 2021 revidiert; hier wird nun mit einem günstigeren Haushaltssaldo gerechnet. Die Aufwärtskorrektur um 0,5 Prozentpunkte auf -5,5 % des BIP war in erster Linie auf einen unerwartet hohen konjunkturbereinigten Primärsaldo zurückzuführen. Trotz dieser Verbesserung wurde der Finanzierungssaldo für 2022 nur geringfügig um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert, für 2023 unverändert belassen und für 2024 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Die Abwärtskorrektur für das Ende des Projektionszeitraums im Basisszenario ergibt sich aus der Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten infolge der Ukraine-Krise und den Aufwärtskorrekturen der Zinsausgaben in Relation zum BIP.

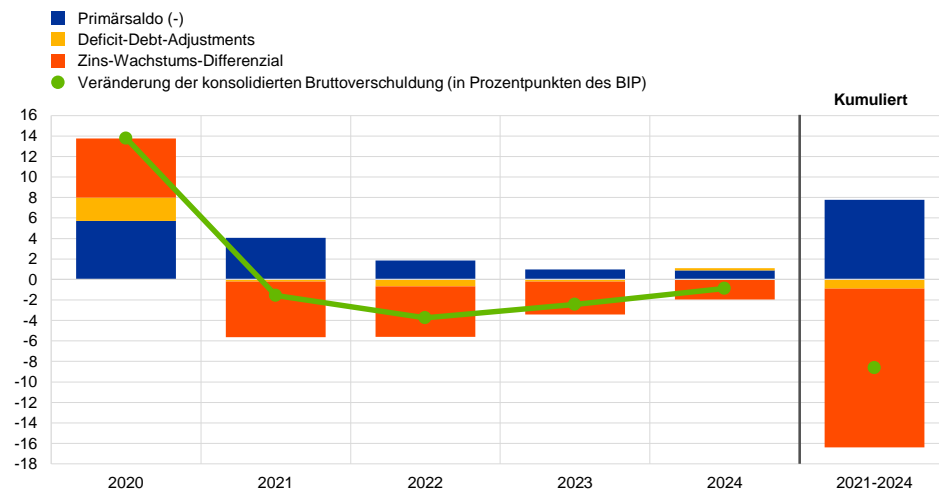
Nach einem starken Anstieg 2020 dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet im Jahr 2021 leicht auf rund 96 % zurückgegangen sein und bis 2024 weiter auf 89 % sinken. Die Schuldenquote erhöhte sich 2020 um knapp 14 Prozentpunkte. Im Jahr 2021 dürfte der sich verbessernde, aber noch immer stark defizitäre Primärsaldo durch einen deutlich schuldenstandssenkenden Beitrag des Zins-Wachstums-Differenzials mehr als ausgeglichen worden sein. In den Jahren 2022 und 2023 wird die Schuldenquote voraussichtlich stärker sinken, da die zwar weiterhin schuldenstandserhöhenden, aber rückläufigen Primärdefizite durch günstige Beiträge des Zins-Wachstums-Differenzials und in geringerem Umfang durch negative Deficit-Debt-Adjustments überwogen werden (siehe Abbildung 28). Am Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2024 dürfte die öffentliche Schuldenquote auf knapp 89 % zurückgehen und damit 5 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisenstand 2019 liegen. Insgesamt hat die Coronakrise die Entwicklung des öffentlichen Schuldenstands im Euroraum deutlich weniger belastet, als in ihrer Anfangsphase allgemein erwartet worden war.¹³

¹³ So gingen die Expertinnen und Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 noch von einer rund 8 Prozentpunkte höheren Schuldenquote zum Jahresende 2022 aus, als derzeit projiziert wird.

Abbildung 28

Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB und EZB, Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2022.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Dieses Basisszenario zu den öffentlichen Finanzen ist allerdings mit erheblichen Risiken behaftet und steht zunehmend im Zeichen höherer Haushaltsdefizite. Die größte Unsicherheit besteht hinsichtlich der makroökonomischen Effekte des Krieges in der Ukraine und einer möglichen zusätzlichen Stimulierung seitens der Finanzpolitik im Eurogebiet. Letztere ergäbe sich primär aus drei Quellen: a) zusätzliche Unterstützungen aufgrund der hohen Energiepreise, b) höhere Verteidigungsausgaben und c) höhere Ausgaben für Flüchtlinge. Auch lassen sich Haushaltsrisiken aufgrund weiterer Wellen der Covid-19-Pandemie nicht ausschließen.

Die Staaten sollten in ihrem finanzpolitischen Handeln entsprechend der Lageentwicklung agil bleiben und dabei weiterhin auf die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen achten. Angesichts der hohen Risiken, die sich derzeit aus mehreren Quellen ergeben und teilweise bereits eintreten, würden auch auf EU-Ebene ergriffene finanzpolitische Maßnahmen dazu beitragen, die Wirtschaft zu schützen. Das finanzpolitische Handeln muss im Einklang mit der Entwicklung der Situation agil bleiben. Eine entschieden wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen würde im Verbund mit Strukturreformen, die das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaften im Euroraum erhöhen, den gegebenenfalls erforderlichen finanzpolitischen Handlungsspielraum schaffen und einen Beitrag zur Verringerung der Haushaltsungleichgewichte leisten. Die Bereitschaft, finanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen, steht nicht im Gegensatz zu der Notwendigkeit, einen glaubwürdigen Kurs zur Verringerung der Haushaltsungleichgewichte auf mittlere Sicht einzuschlagen.

Kästen

1 Aktueller Stand der Lieferkettenengpässe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

Maria Grazia Attinasi, Roberto A. De Santis, Claudia Di Stefano, Rinalds Gerinovics und Máté Barnabás Tóth

Seit Ende 2020 belasten Spannungen in den internationalen Lieferketten des Warenhandels den globalen Konjunkturzyklus. Engpässe im Bereich der Lieferketten sind auf das Zusammenspiel verschiedener Faktoren zurückzuführen. Erstens stand der kräftigen Erholung der weltweiten Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen keine entsprechende Ausweitung des Warenangebots gegenüber. Zu dem Anstieg der Nachfrage war es unter anderem deshalb gekommen, weil sich der Konsum im Kontext der pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen von Dienstleistungen hin zu Waren entwickelte. Zweitens waren einige Sektoren von erheblichen Angebotsengpässen, insbesondere bei Halbleitern, betroffen. In der Folge konnte die stark anziehende Nachfrage nach elektronischen Erzeugnissen und Ausrüstungen kaum befriedigt werden. Darunter hatte auch die Automobilbranche zu leiden, die sich inzwischen allmählich von ihrem deutlichen Produktionsrückgang im Jahr 2020 erholt. Drittens wurden die Angebotsengpässe durch Störungen in der Logistikbranche noch weiter verschärft. Diese resultierten in erster Linie aus den Entwicklungen in der Containerschifffahrt, Rückstaus in Containerhäfen und strengen Lockdown-Maßnahmen in einigen wichtigen, Vorleistungsgüter produzierenden Ländern Asiens.¹

Angesichts der Vielschichtigkeit der Lieferengpässe ist es sinnvoll, zur Ergründung der Ursachen eine relativ große Anzahl an Indikatoren zu beobachten. Hierdurch lassen sich erste Anzeichen einer Verbesserung oder Verschlechterung in bestimmten Wirtschaftssektoren frühzeitig erkennen. Vor diesem Hintergrund wird das Ausmaß der Lieferengpässe im vorliegenden Kasten anhand einer breiten Palette von Indikatoren untersucht, die das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor sowie die Transport- und Rohstoffpreise umfasst.²

¹ Eine eingehende Analyse dieser Faktoren und ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen findet sich in: P. R. Lane, [Bottlenecks and monetary policy](#), The ECB Blog, EZB, 10. Februar 2022; EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021; EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021; EZB, [Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021; EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022.

² Ein vergleichbarer Ansatz findet sich in: B. Van Roye, B. Murray und T. Orlik, [Supply chain crisis risks taking the global economy down with it](#), *Bloomberg*, November 2021; G. Benigno, J. di Giovanni, J. J. J. Groen und A. I. Noble, [A new barometer of global supply chain pressures](#), New Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, Januar 2022.

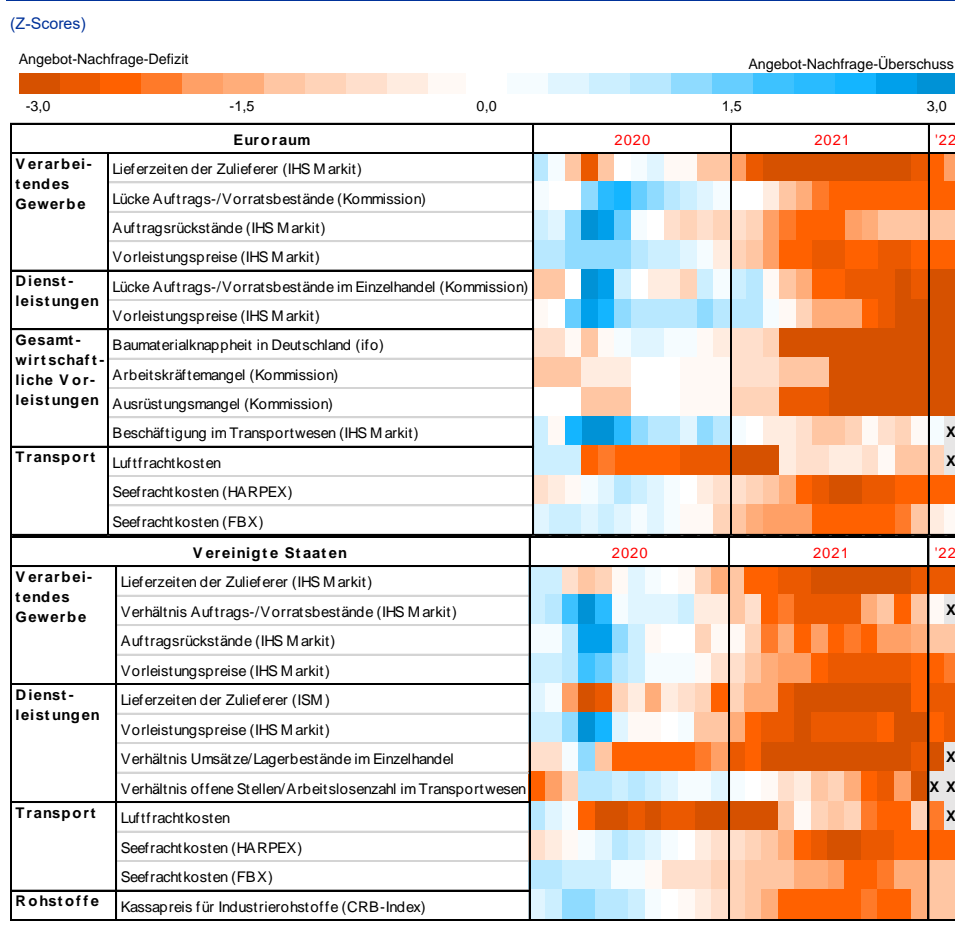
Im Folgenden werden die sektoralen Indikatoren der Lieferengpässe in Form von Heatmaps für den Euroraum und die Vereinigten Staaten dargestellt. Die Auswahl der Indikatoren richtet sich zwar nach der jeweiligen Datenverfügbarkeit, doch beinhalten die Heatmaps für beide Wirtschaftsräume die Teilindizes des Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Lieferzeiten der Zulieferer, die Auftragsrückstände, das Verhältnis von Auftrags- zu Vorratsbeständen sowie die Vorleistungspreise. Sofern vorhanden, werden die entsprechenden EMI-Teilindizes für den Dienstleistungssektor ebenfalls berücksichtigt. Darüber hinaus umfassen die Heatmaps auch die Transportkosten, die sich aus den Luft- und Seefrachtraten zusammensetzen. Im Fall von Seefracht ist zwischen den Kosten für den Transport in Containern und für die Verschiffung von Trockenmassengut zu unterscheiden. Während als Trockenmassengut Rohstoffe transportiert werden, kommen Containerschiffe in der Regel beim Transport von Vorleistungsgütern und Fertigwaren zum Einsatz. Die Kosten für Containerverschiffungen sind für die Beurteilung der Schwere der aktuellen Lieferengpässe von größerer Relevanz, da sich die Einschränkungen offenbar vorwiegend im Bereich der Vorleistungsgüter und Endprodukte niedergeschlagen haben. Aus diesem Grund stützen sich die Heatmaps auf den von Harper Petersen erstellten Frachtkostenindex (HARPEX), der die globalen Veränderungen der Charterkosten für Containerschiffe abbildet, und auf den Freightos Baltic Index (FBX), der die Containerfrachtraten für die Seerouten von China in die EU und in die Vereinigten Staaten erfasst.³ Die Heatmap für den Euroraum zeigt ferner aus Umfragen ermittelte gesamtwirtschaftliche Engpässe bei Produktionsfaktoren (z. B. Arbeitskräfte, Ausrüstung und Baumaterialien, wobei Angaben zu den Baumaterialien nur für Deutschland verfügbar sind). Auf diese Weise sollen die bestehenden Lieferkettenstörungen aus Sicht der betroffenen Unternehmen beleuchtet werden. Für die Vereinigten Staaten wird das Verhältnis von offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl im Transportsektor hinzugezogen, um so den Arbeitskräftemangel in der Logistikbranche zu beziffern. Um die verschiedenen Indikatoren vergleichen zu können, werden Z-Scores berechnet. Hierzu wird der Mittelwert der Stichprobe von jeder Zeitreihe subtrahiert und die Differenz durch die Standardabweichung der Stichprobe dividiert. Positive (negative) Indikatorwerte zeigen an, wie viele Standardabweichungen jeder Index über (unter) dem Durchschnitt liegt. Negative Z-Scores, die ein Angebot-Nachfrage-Defizit signalisieren, weisen demnach auf Lieferengpässe hin und sind rot hervorgehoben. Allgemein ausgedrückt legen Z-Scores unter einem Wert von -1,5 gravierende Lieferengpässe nahe.

Aktuelle Daten deuten darauf hin, dass die Lieferengpässe im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im historischen Vergleich nach wie vor sehr ausgeprägt sind. Die Heatmaps (siehe Abbildung A) decken das Farbspektrum von dunkelblau (reichliches Angebot im Verhältnis zur Nachfrage) bis dunkelrot (Angebotsengpässe) ab. Sie verdeutlichen, dass alle Indikatoren im Lauf des Jahres 2021 eine der Rotstufen erreicht haben und im Januar/Februar 2022 in beiden Wirtschaftsräumen überwiegend im roten Bereich geblieben sind. Insgesamt betrachtet ist die Lage besonders im Eurogebiet nach wie vor angespannt. Diese

³ Den Baltic Dry Index zu beobachten ist durchaus üblich. Allerdings erfasst dieser Index nur die Frachtkosten für Rohstoffe (wie etwa Kohle, Erz oder Getreide), die allem Anschein nach weniger stark von Lieferengpässen betroffen waren.

Einschätzung wurde auch kürzlich im Rahmen der regelmäßigen, von der EZB durchgeführten Befragung des Unternehmenssektors bekräftigt. Dabei gaben die Kontaktpersonen an, dass sich das Problem der Angebotsknappheit in den letzten Monaten allgemein nicht gebessert habe und wohl auch noch im gesamten Jahr 2022 fortbestehen werde.⁴ So hätten sich die Angebotsengpässe infolge von Störungen im Transport- und Logistikbereich weiter ausgebreitet und dürften auch länger andauern, sofern die weltweite Nachfrage nicht nachlasse.

Abbildung A
Spannungen in den Lieferketten – Heatmaps für den Euroraum und die Vereinigten Staaten



Quellen: U.S. Bureau of Labor Statistics, Europäische Kommission, ISM, IHS Markt, ifo Institut, Bloomberg und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Heatmaps enthalten Z-Scores, die durch Subtraktion des Mittelwerts von der Beobachtung zum Zeitpunkt t und Division der Differenz durch die Standardabweichung berechnet werden. Der Mittelwert und die Standardabweichung werden für den verfügbaren Stichprobenzeitraum ab Januar 1999 ermittelt. Für die Transportkosten und Rohstoffpreise werden Z-Scores auf Basis von Jahreswachstumsraten ausgewiesen. Für weiche Indikatoren wird auch die jeweilige Quelle angegeben. Ein X zeigt an, dass noch keine Beobachtung vorliegt.

Die aus der Heatmap abgeleiteten zusammenfassenden Indikatoren bestätigen, dass der Druck durch Lieferkettenstörungen weiter anhält, wenngleich er sich in einigen Sektoren abzuschwächen scheint. Der EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer stellt einen nützlichen Indikator dar, um

⁴ Zur Sicht der Unternehmen bezüglich der Persistenz von Lieferengpässen siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

Lieferbeeinträchtigungen in der Logistikbranche zu verfolgen.⁵ Anhand eines dynamischen Faktormodells (DFM) wird außerdem ein zusammenfassender Einzelindikator erstellt, der die wesentliche Evidenz der anderen Messgrößen bündelt.⁶ Der erste Faktor des DFM, auf den über 50 % der gesamten Varianz der zugrunde liegenden Indikatoren entfallen, weist sowohl für den Euroraum als auch die Vereinigten Staaten eine hohe Korrelation mit dem EMI-Teilindex für die Lieferzeiten auf (siehe Abbildung B). Dementsprechend zeichnet er ein ähnliches Bild für die Lieferengpässe. Die im Januar/Februar 2022 für diesen Teilindex erhobenen Daten sowie das DFM deuten darauf hin, dass die Lieferengpässe im historischen Vergleich zwar nach wie vor ausgeprägt sind, in beiden Wirtschaftsräumen aber ihren Höhepunkt erreicht haben und sich nun allmählich zurückbilden (siehe Abbildung B). Der EMI-Teilindex für das Verhältnis von Auftrags- zu Vorratsbeständen hat sich vor allem in den Vereinigten Staaten verbessert. Dies lässt darauf schließen, dass die Unternehmen ihre Lagerbestände nach und nach wieder auffüllen und sich die Engpässe möglicherweise abschwächen. Allerdings bringen die Ausbreitung der Omikron-Variante des Coronavirus und die daraus möglicherweise resultierenden Werks- und Hafenschließungen vor allem auf kurze Sicht weitere Unsicherheit mit sich. Besonders wenn China an seiner konsequenten Null-Covid-Strategie festhält, könnten sich hieraus negative Folgen für die Lieferketten ergeben. Zudem könnte auch der Krieg in der Ukraine dazu führen, dass sich die Lieferengpässe wieder verschärfen.

⁵ Der Index weist aus, wie viel Prozent der Unternehmen hinsichtlich der Lieferzeiten von Vorleistungsgütern und Fertigwaren jeweils eine Verbesserung, eine Verschlechterung oder keine Veränderung angeben. Ein Indexwert von unter 50 bedeutet, dass sich die Lieferzeiten im Vergleich zum Vormonat verlängert haben.

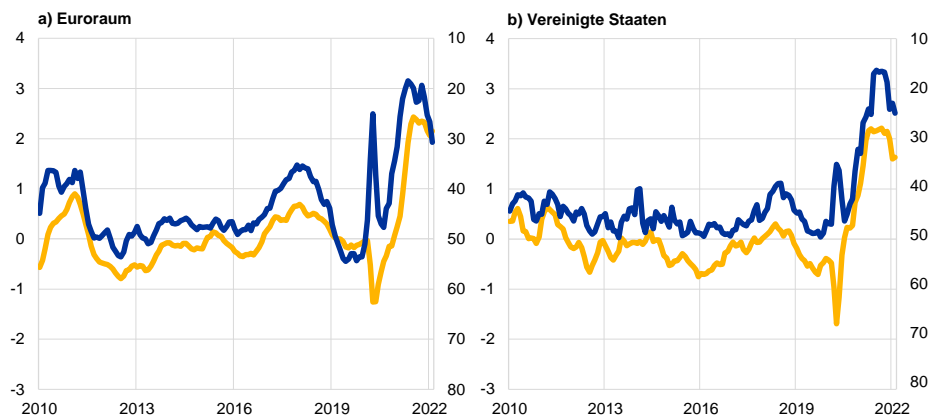
⁶ Um die Verlässlichkeit der Daten zu prüfen, wurde eine zusammenfassende Statistik auf Basis eines Hauptkomponentenmodells erstellt, die sehr ähnliche Ergebnisse liefert. Der Vorteil eines DFM gegenüber einem Hauptkomponentenmodell besteht darin, dass es durch die Anwendung der geschätzten gemeinsamen Komponente den Umgang mit Datenlücken ermöglicht (siehe J. H. Stock und M. W. Watson, *Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes*, *Journal of Business & Economic Statistics*, Bd. 20, Ausgabe 2, 2002, S. 147-162; C. Doz, D. Giannone und L. Reichlin, *A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering*, *Journal of Econometrics*, Bd. 164, Ausgabe 1, 2011, S. 188-205). Aus diesem Grund beinhaltet das DFM auch den Frachtkostenindex FBX, der erst seit 2016 verfügbar ist.

Abbildung B

Spannungen in den Lieferketten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(linke Skala: Standardabweichung vom langfristigen Mittelwert, rechte Skala: Diffusionsindex)

- EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer im verarbeitenden Gewerbe (rechte Skala, invertiert)
- Dynamisches Faktormodell (linke Skala)



Quellen: U.S. Bureau of Labor Statistics, Europäische Kommission, ISM, IHS Markit, ifo Institut, Haver Analytics, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das DFM umfasst ausschließlich monatliche Indikatoren (die vierteljährlich erhobenen Daten zu Arbeitskräftemangel und Ausrüstungsknappheit im Euroraum sind daher nicht enthalten). Um Stationarität zu gewährleisten, wurden angemessene Transformationen der Zeitreihen vorgenommen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022.

2 Welche Rolle spielt das Kreditrisiko bei den jüngsten Bewertungen von Unternehmensanleihen weltweit?

Livia Chițu, Magdalena Grothe und Tatjana Schulze¹

Die Anfälligkeit der Unternehmen nahm mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) weltweit deutlich zu und könnte in einigen Marktsegmenten trotz der anschließenden Erholung weiterhin Anlass zur Besorgnis geben.

Die Vulnerabilität der Firmen erhöhte sich spürbar, sodass es rund um den Globus zu einer Welle von Bonitätsherabstufungen kam (siehe Abbildung A, Grafik a). Im Verlauf des Jahres 2021 verbesserte sich die Unternehmensbonität den Ratingagenturen zufolge wieder etwas. Bei US-amerikanischen Firmen kam es beispielsweise zu mehr Heraufstufungen als Herabstufungen. Bislang konnten die vor der Pandemie verzeichneten Ratingnoten jedoch noch nicht wieder vollständig erreicht werden, da in einigen Sektoren Unsicherheit bezüglich der langfristigen Aussichten herrscht. Dies gilt vor allem für jene Branchen, die stärker von der Pandemie betroffen waren. Hinzu kommt, dass die Gewinne pro Aktie zwar im Schnitt gestiegen sind, die fortdauernde Pandemie aber zu Vernarbungseffekten geführt hat. Diese haben zur Folge, dass einige Unternehmen trotz staatlicher Hilfsmaßnahmen niedrigere Gewinne ausweisen (siehe beispielsweise Abbildung A, Grafik b, in der im S&P 500 enthaltene Firmen betrachtet werden).

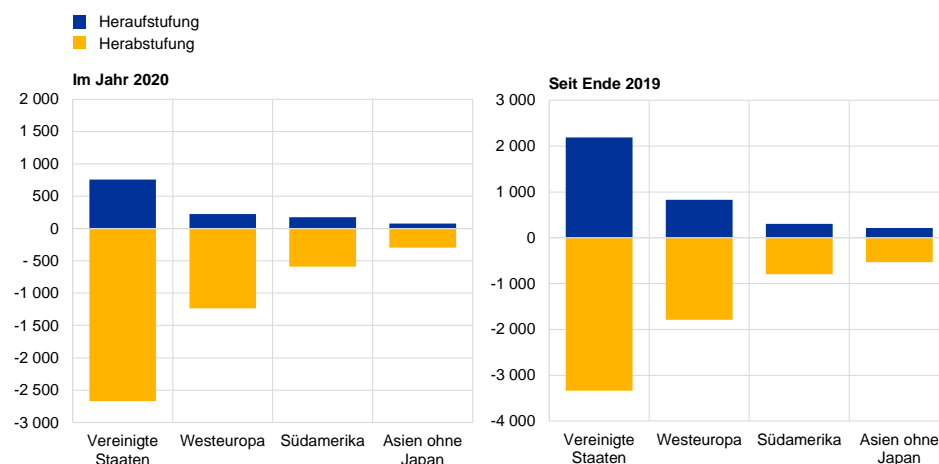
¹ Tatjana Schulze wirkte im Rahmen ihrer Trainee-Tätigkeit bei der Europäischen Zentralbank an diesem Kasten mit.

Abbildung A

Veränderung der Unternehmensbonität in der Pandemie

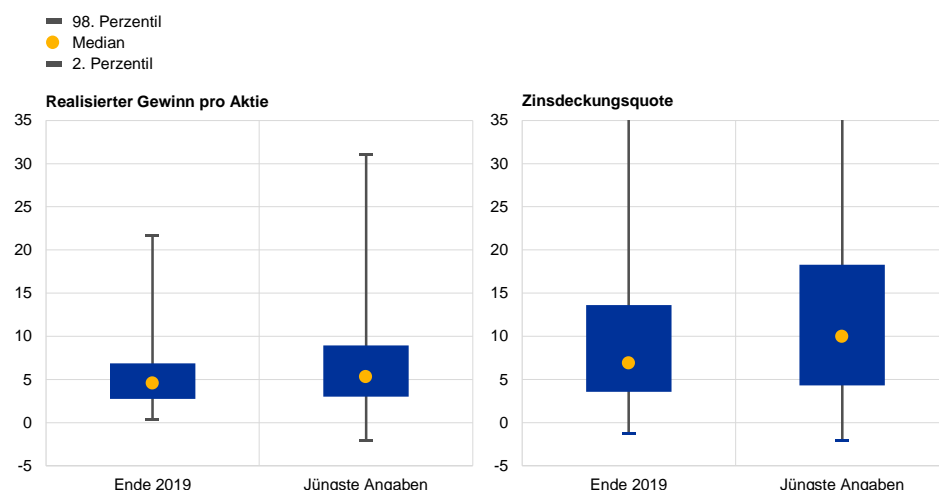
a) Veränderung der Langfrist-Ratings von Unternehmen

(Anzahl der Heraufstufungen und Herabstufungen)



b) Gewinn pro Aktie und Zinsdeckungsquote von Unternehmen im S&P 500

(Gewinn pro Aktie in USD; Zinsdeckungsquote in %)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

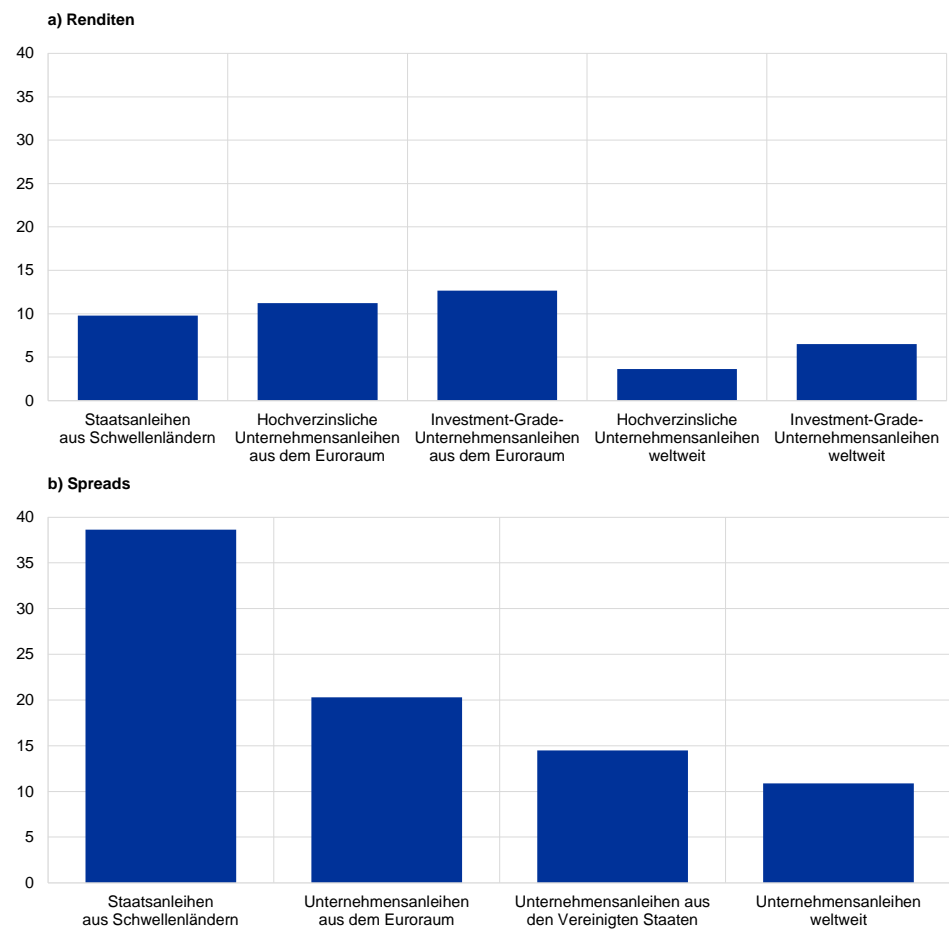
Anmerkung: Grafik a zeigt die Anzahl der nichtfinanziellen Unternehmen in den ausgewiesenen Regionen, die im Jahr 2020 bzw. seit Ende 2019 herauf- oder herabgestuft wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022. In Grafik b werden der realisierte Gewinn pro Aktie und die Zinsdeckungsquote (Zinszahlungen im Verhältnis zu den Gewinnen der im S&P 500 enthaltenen Unternehmen) dargestellt. Die Punkte markieren den Median, die blauen Kästchen bilden die Interquartilsbreite (25. bis 75. Perzentil) und die Antennen das 2. und das 98. Perzentil ab. Im rechten Schaubild von Grafik b liegt das 98. Perzentil der beiden dargestellten Zinsdeckungsquoten außerhalb des abgebildeten Bereichs. Für die Angaben zum Jahresende 2019 liegt es bei rund 130 % und für die jüngsten Angaben bei 390 %. Die jüngsten Angaben in Grafik b beziehen sich auf den 14. Januar 2022 (Gewinn pro Aktie; wöchentlich) bzw. auf das vierte Quartal 2021 (Zinsdeckungsquote; vierteljährlich).

Die Bewertungen von Unternehmensanleihen liegen trotz der verbleibenden Anfälligkeiten in der Nähe ihrer historischen Höchststände. Dies trifft vor allem auf die Segmente mit niedrigeren Ratings zu. Nachdem die Renditen von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten im März 2020 stark angestiegen waren, gingen sie in allen Ratingkategorien auf historische Tiefstände zurück. In diesen geringen Renditen kam zum Teil das niedrige Zinsniveau zum Ausdruck, denn die Zentralbanken setzten die Leitzinsen herab und kauften Vermögenswerte an, um die Laufzeitprämien für Staatsanleihen zu drücken. Die gängigen Messgrößen der Unternehmensanleihebewertung – nämlich die Differenz zwischen

den Renditen von hochriskanten Anleihen und solchen mit geringem Risiko oder der Abstand zwischen Unternehmensanleiherenditen und risikofreien Zinssätzen – zeigen aber, dass Unternehmensanleihen derzeit auch in relativer Betrachtung sehr hoch bewertet sind. Die Unternehmensanleihe-spreads liegen wieder auf dem Niveau wie vor Beginn der Pandemie und nahe den historischen Tiefständen, die im Vorfeld der globalen Finanzkrise verzeichnet wurden. Angesichts der weiteren Verringerung der Spreads, die in den vergangenen Monaten bei den meisten Anlageklassen zu beobachten war, treten nunmehr Bedenken zutage, dass es in einigen Segmenten des Unternehmensanleihemarkts zu Übertreibungen kommen könnte (siehe Abbildung B).²

Abbildung B Bewertungen an den globalen Anleihemärkten

(Prozentsatz der Monate seit Januar 1999, in denen niedrigere Renditen/Spreads verzeichnet wurden)



Quellen: Bloomberg, Refinitiv Datastream und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Bewertungen basieren auf den ICE-BofA-Indizes für Unternehmensanleihen sowie den JPM-EMBI-Indizes für in US-Dollar denominierte Staatsanleihen aus Schwellenländern. In dieser Abbildung werden die Unternehmensanleihe-spreads als Differenz zwischen hochverzinslichen Unternehmensanleihen und Investment Grade-Unternehmensanleihen berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2022.

² Eine ausführliche Erörterung der Risiken im Zusammenhang mit Vermögensmarktbewertungen findet sich in: EZB, Financial Stability Review, Kapitel 2, November 2021.

Ungeachtet der jüngsten Ausweitung der Unternehmensanleihespreads in einigen Märkten hängt der insgesamt deutliche Rückgang seit dem Höhepunkt der Covid-19-Krise hauptsächlich mit der starken Risikoneigung der Anleger zusammen. Aufbauend auf der Fachliteratur zur Bepreisung von Unternehmensanleihen lässt sich die Entwicklung der weltweiten Bewertung dieser Papiere anhand eines Modells interpretieren, das eine Kreditrisikokomponente enthält und daneben Faktoren berücksichtigt, die die allgemeinen Marktbedingungen und die Liquidität widerspiegeln. Das Kreditrisiko wird mithilfe des von der Ratingagentur Moody's veröffentlichten Indikators der Ausfallwahrscheinlichkeit (Expected Default Frequency – EDF) ermittelt. Dieser Indikator stützt sich auf die Optionspreistheorie und bemisst die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen in den kommenden zwölf Monaten ausfallen wird (d. h. seinen geplanten Tilgungs- und Zinszahlungen nicht nachkommen kann).³ Er zeigt somit an, wie die Märkte die Unternehmensbonität einschätzen. Das Modell bildet die Unsicherheit und Risikoaversion der Marktteilnehmer anhand des VIX-Index ab. Dieser liefert ein Maß für die aus Optionspreisen abgeleitete erwartete Aktienkursvolatilität und wird üblicherweise als Näherungswert für die Unsicherheit und Risikoscheu an den Finanzmärkten herangezogen. Die Liquiditätsbedingungen werden anhand des Geldmarktspreads erfasst. Dieser ist definiert als die Differenz zwischen dem dreimonatigen Interbankensatz und der Rendite dreimonatiger Staatsanleihen. Die aus dem Modell abgeleiteten Schätzungen legen die Vermutung nahe, dass der seit dem Höhepunkt der Pandemie verzeichnete allgemeine Rückgang der Unternehmensanleihespreads weltweit – trotz des jüngsten Anstiegs in einigen Segmenten – auf die abnehmende Unsicherheit der Marktteilnehmer sowie deren recht günstige Beurteilung des Ausfallrisikos der Unternehmen zurückzuführen war (siehe Abbildung C).⁴ Die Beiträge der Modellresiduen in einigen Märkten lassen auf potenzielle Übertreibungen bei den Bewertungen und eine ungewöhnlich hohe Risikobereitschaft der Anleger schließen.

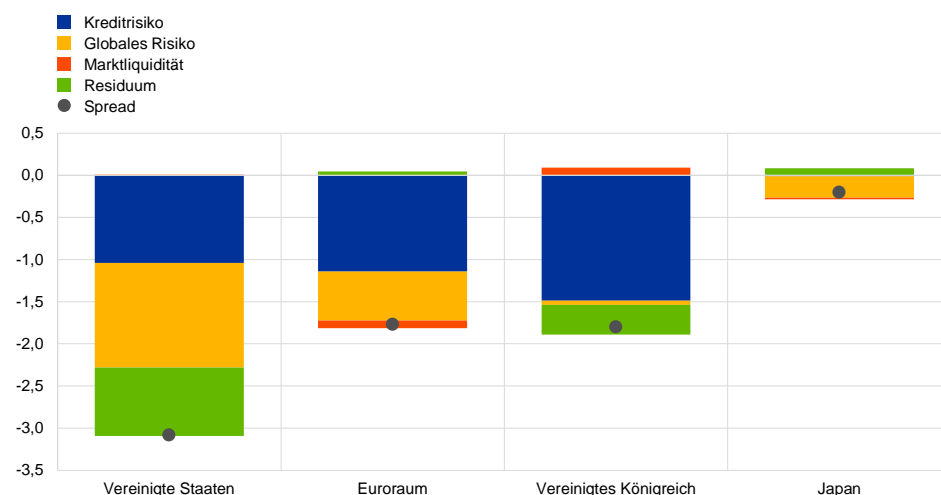
³ Siehe beispielsweise Moody's Analytics, [EDF Overview](#), 2011.

⁴ Die Ergebnisse erweisen sich auch bei Verwendung alternativer Messgrößen der Einflussvariablen als robust. Ein umfassenderer Überblick über die Bewertungen im Euroraum findet sich z. B. in: C. Altavilla, W. Lemke, T. Linzert, J. Tapking und J. von Landesberger, [Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 278, 2021.

Abbildung C

Bestimmungsfaktoren der Erholung der Unternehmensanleihespreads seit März 2020

(in Prozentpunkten)



Quellen: Moody's Analytics, Refinitiv Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt modellbasierte Schätzungen der Beiträge des Kreditrisikos, der Marktunsicherheit und der Marktliquidität zur Veränderung der Anleihespreads von Unternehmen mit BBB-Rating seit März 2020. Die Unternehmensanleihespreads werden hier als Differenz zwischen den Renditen von Unternehmensanleihen und jenen von Staatsanleihen mit derselben Laufzeit und aus demselben Land berechnet. Dazu wird der jeweilige Landesindex für Anleihen der Ratingklasse BBB mit einer Laufzeit von drei bis fünf Jahren verwendet. „Kreditrisiko“ steht für die Markteinschätzung des Unternehmensausfallrisikos, gemessen anhand des EDF-Indikators von Moody's. „Globales Risiko“ wird durch den VIX-Index und die „Marktliquidität“ durch den Geldmarktspread (d. h. den Abstand zwischen dem dreimonatigen Interbankzinssatz und der Rendite dreimonatiger Staatsanleihen, z. B. in den USA den TED-Spread) approximiert. Das Modell wurde unter Verwendung von Tageswerten, die bis Juni 2006 zurückreichen, geschätzt, wobei sich die jüngsten Angaben auf den 17. Februar 2022 beziehen.

Eine Gegenprüfung dieser Ergebnisse anhand eines zweiten Modells mit granulareren Daten bestätigt die Bedeutung der Risikobereitschaft für die jüngsten Anleihebewertungen. Dies deutet auf ein potenzielles Risiko von Preisanpassungen an den Märkten hin.

So ergeben modellbasierte Schätzungen auf Basis von Anleihe- und Unternehmensdaten für die Vereinigten Staaten als einem der größten Unternehmensanleihemärkte der Welt, dass die Risikobereitschaft der Anleger die jüngsten Bewertungen von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im S&P 500 maßgeblich beeinflusst hat. Das Modell beruht auf der Annahme, dass eine lineare Beziehung zwischen den Spreads von Unternehmensanleihen, dem firmenspezifischen Ausfallrisiko und einem Vektor der anleihe-spezifischen Merkmale besteht.⁵ Liegt das Modellresiduum einer Anleihe – das auch als Zusatzprämie (Excess Bond Premium) bezeichnet wird – im positiven Bereich, kann dies als Aufschlag für das Engagement in einer Anleihe interpretiert werden, der über die üblicherweise für erwartete Ausfälle verlangte Kompensation hinausgeht. Seit dem Höhepunkt der Coronakrise ist die Zusatzprämie auf Anleihen gesunken, und das Residuum weist mittlerweile einen negativen Wert auf. Es liegt jedoch noch über dem vor 2007 verzeichneten Stand und auf einem ähnlichen Niveau wie vor der Pandemie. Dies deutet darauf hin, dass die Risikoprämien durch die hohe Risikobereitschaft der Anleger auf Werte etwas unterhalb des in der

⁵ Dieses Vorgehen entspricht den Ansätzen von S. Gilchrist und E. Zakrajšek, [Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations](#), American Economic Review, Bd. 102, Nr. 4, 2012, S. 1692-1720, sowie von G. Favara, S. Gilchrist, K. Lewis und E. Zakrajšek, [Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium](#), FEDS Notes, 2016.

Vergangenheit üblichen Marktpreises für das Ausfallrisiko gedrückt wurden (siehe Abbildung D).

Abbildung D

Zusatzprämie auf Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im S&P 500

(in Basispunkten)



Quellen: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zusatzprämienkomponente von optionsadjustierten Unternehmensanleihe-spreads wird nach dem Ansatz von Gilchrist und Zakrajšek für ein Panel nichtfinanzieller Unternehmen im S&P 500 geschätzt und auf Unternehmensebene aggregiert. Die Abbildung zeigt die Zusatzprämie auf Anleihen von Unternehmen, deren Rentabilität (gemessen am realisierten Gewinn pro Aktie) dem Median entspricht. Das Schätzverfahren berücksichtigt eine unternehmensspezifische Messgröße der Ausfallwahrscheinlichkeit (gemessen anhand des EDF-Indikators von Moody's) und einen Vektor anleihe-spezifischer Merkmale (einschließlich Duration, Kupon, Alter, Volumen und eines Dummies für kündbare Anleihen) sowie sektorfixe Effekte und doppelt geclusterte Standardfehler. Die Messgröße der optionsadjustierten Unternehmensanleihe-spreads trägt der Tatsache Rechnung, dass eine Teilmenge der Anleihe-schulden eingetragene Optionen enthält. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Dezember 2021 (wöchentliche Daten).

Mögliche marktweite Risk-off-Schocks könnten die Finanzierungskosten der Unternehmen und die Ausfallrisikoprämien massiv in die Höhe treiben, vor allem bei besonders bilanzschwachen Firmen.

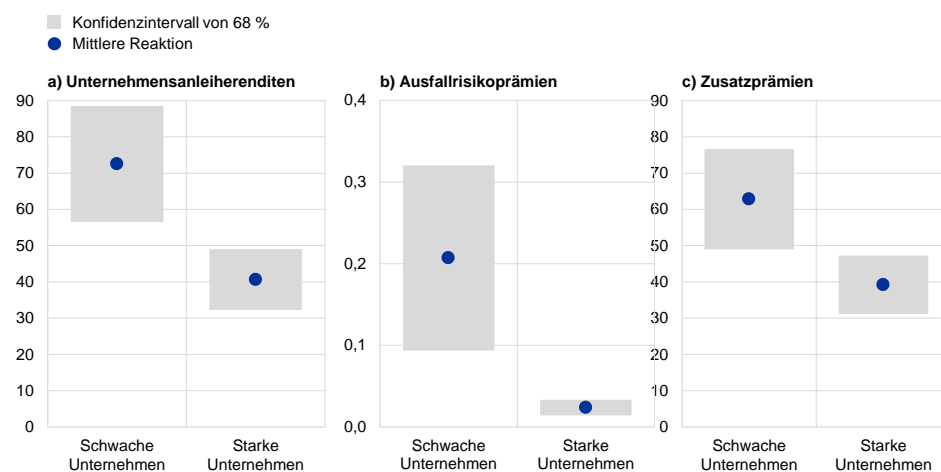
Eine Neubewertung von Vermögenswerten infolge einer geänderten globalen Risikostimmung könnte Finanzierungsschwierigkeiten der Unternehmen verschärfen und deren Ausfallwahrscheinlichkeit erhöhen. Besonders betroffen wären davon wohl Firmen mit schwachen Fundamentaldaten (z. B. schlechten Gewinnaussichten oder niedrigen Zinsdeckungsquoten). Anhand eines Modells, das die Reaktion auf einen globalen Risk-off-Schock untersucht, lässt sich abschätzen, welche Auswirkungen eine Umkehr der Anlegerstimmung auf die Spreads und Ausfallprämien der Unternehmen haben könnte.⁶ Die Ergebnisse zeigen, dass die Spreads von Unternehmensanleihen hochempfindlich auf globale Risk-off-Schocks reagieren. Dies gilt in besonderem Maße für die schwächsten Unternehmen. Hier beläuft sich die geschätzte Reaktion gemessen an der Spreadänderung drei Wochen nach dem Schock im Schnitt auf rund 70 Basispunkte, verglichen mit etwa 40 Basispunkten bei

⁶ Die Schätzung dieses Schocks erfolgt mithilfe eines täglichen BVAR-Modells ähnlich dem Ansatz von L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder und I. Van Robays, [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2560, 2021. Das Modell verwendet eine Kombination aus Vorzeichenrestriktionen, Restriktionen der relativen Größenordnung und narrativen Restriktionen. Durch diesen Ansatz wird im globalen Risikoschock auch die Fluchtbewegung in sichere Anlagen erfasst, denn es wird unterstellt, dass eine gestiegene globale Risikoaversion eine Umschichtung von Aktien in sichere langfristige US-Anleihen auslöst und zugleich zu einer Stärkung des als sicherer Hafen geltenden US-Dollar führt. Darüber hinaus wird für den Tag des Zusammenbruchs von Lehman Brothers ein narratives Ereignis angesetzt, dem zufolge der globale Risikoschock an diesem Tag der wichtigste Treiber der Aktienkurse ist. Die Auswirkung des Schocks wird kalibriert als Rückgang der Renditen langfristiger US-Staatsanleihen um 10 Basispunkte in fünf Tagen. Die Autorinnen danken Ine Van Robays für die Bereitstellung der in der Analyse verwendeten Datenreihen zu globalen Risikoschocks.

stärkeren Unternehmen (siehe Abbildung E, Grafik a). Zudem erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen in den kommenden zwölf Monaten ausfallen wird, um 0,2 Prozentpunkte (siehe Abbildung E, Grafik b). Bedenkt man, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit eines dem Median entsprechenden nichtfinanziellen Unternehmens in den Vereinigten Staaten üblicherweise unter 1 % liegt, stellt dies einen beträchtlichen Anstieg dar. Die Reagibilität der Finanzierungskosten lässt sich größtenteils auf die gestiegene Risikoaversion der Anleger zurückführen, die im Modell anhand der Zusatzprämie approximiert wird (siehe Abbildung E, Grafik c).

Abbildung E Auswirkung marktweiter Risk-off-Schocks auf die Anleihespreads, Ausfallrisikoprämien und Zusatzprämien auf Anleihen der stärksten und schwächsten Unternehmen

(Anleihespreads und Zusatzprämien in Basispunkten; Ausfallrisikoprämien in %)



Quellen: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzte Reaktion der Anleiherenditen, Ausfallrisikoprämien und Zusatzprämien drei Wochen nach einem globalen Risk-off-Schock für ein Panel nichtfinanzieller Unternehmen im S&P 500. Die Schätzung erfolgt anhand lokaler Projektionen anhand von Paneldaten. Zu den „schwachen“ Unternehmen zählen die 20 % der Panelunternehmen mit den niedrigsten Zinsdeckungsquoten, als „starke“ Unternehmen gelten die 20 % der Panelunternehmen mit den höchsten Zinsdeckungsquoten. Die Schocks werden anhand eines täglichen BVAR-Modells mit einer Kombination aus Vorzeichenrestriktionen, Restriktionen der relativen Größenordnung und narrativen Restriktionen geschätzt. Kalibriert werden sie als Rückgang der Renditen langfristiger US-Staatsanleihen um 10 Basispunkte in fünf Tagen. Die Schätzungen der lokalen Projektionen erfolgen wöchentlich für den Zeitraum von Januar 2005 bis Mai 2021. Dabei werden der Citigroup Economic Surprise Index, der Zinssatz für zweijährige US-Staatsanleihen, der VIX-Index sowie Dummy-Variablen für die globale Finanzkrise und die Coronakrise als Kontrollvariablen berücksichtigt, und es wird unternehmensspezifischen fixen Effekten Rechnung getragen. Die Standardfehler werden nach Wirtschaftszweig und Zeitraum zusammengefasst. Die Ausfallrisikoprämien werden anhand des EDF-Indikators von Moody's ermittelt. Dieser zeigt an, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein Unternehmen in den kommenden zwölf Monaten ausfallen wird (d. h. seinen geplanten Tilgungs- und Zinszahlungen nicht nachkommen kann). Die Zusatzprämienkomponente der Anleihespreads wird nach dem Ansatz von Gilchrist und Zakrajšek für ein Panel von Unternehmen im S&P 500 geschätzt und auf Unternehmensebene aggregiert. Das Schätzverfahren berücksichtigt eine unternehmensspezifische Messgröße der Ausfallwahrscheinlichkeit (gemessen anhand des EDF-Indikators von Moody's), einen Vektor anleihe-spezifischer Merkmale (einschließlich Duration, Kupon, Alter, Volumen und eines Dummies für kündbare Anleihen) sowie sektorfixe Effekte. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 17. Dezember 2021 (wöchentliche Daten).

Der vorliegende Kasten veranschaulicht insgesamt, dass die Risikoneigung sowohl international als auch firmenübergreifend an einem der größten Unternehmensanleihenmärkte der Welt eine wichtige Rolle bei der Anleihenbewertung spielt. Die modellbasierte Analyse lässt den Schluss zu, dass der weltweit zu beobachtende starke Rückgang der Unternehmensanleihespreads seit dem Höhepunkt der Corona-Pandemie zwar teilweise damit zusammenhängt, dass die Märkte die Bonität der Unternehmen wieder besser einschätzen. Zu einem Großteil ist er aber auch einer gestiegenen Risikobereitschaft der Anleger zuzuschreiben. Dies wird auch durch die Analyse der Bewertung von

Unternehmensanleihen in den USA bestätigt. Mit Blick auf die Zukunft legen die Ergebnisse nahe, dass marktweite Risk-off-Schocks angesichts der relativ schwachen Bilanzen einiger Unternehmen und der Möglichkeit eines Umschwungs der Anlegerstimmung zu deutlich steigenden Finanzierungskosten und Ausfallrisikoprämien der Unternehmen führen könnten, und zwar vor allem für die schwächsten Unternehmen.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 3. November 2021 bis zum 8. Februar 2022

Ross James Murphy und Nikolaus Solonar

Dieser Kasten gibt einen Überblick über die geldpolitischen Geschäfte der EZB und die Liquiditätsentwicklung in der siebten und achten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2021. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 3. November 2021 bis zum 8. Februar 2022 („Berichtszeitraum“).

Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nahm im Berichtszeitraum um 45,6 Mrd € zu und erreichte mit 4 412,6 Mrd € einen neuen Höchststand. Ursächlich hierfür waren die Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Die Wirkung der Wertpapierankäufe auf die Überschussliquidität wurde durch einen beträchtlichen Anstieg der autonomen Faktoren (netto) teilweise aufgewogen. Die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) hatte per saldo erstmals einen liquiditätsabschöpfenden Effekt.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – nahm im Berichtszeitraum um 205,4 Mrd € auf 2 495,7 Mrd € zu. Der im Vergleich zu den beiden vorherigen Erfüllungsperioden verzeichnete Zuwachs war fast vollständig auf den Anstieg der autonomen Faktoren (netto) um 202,5 Mrd € auf 2 340,8 Mrd € zurückzuführen (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich indes nur marginal um 2,9 Mrd € auf 154,8 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum um 55,3 Mrd € auf 3 172,0 Mrd €. Hauptgrund hierfür war eine Zunahme der sonstigen autonomen Faktoren und des Banknotenumlaufs. Die sonstigen autonomen Faktoren erhöhten sich um 76,4 Mrd € auf 1 035,8 Mrd € (siehe Tabelle A). Unterdessen stieg der Banknotenumlauf um 27,3 Mrd € auf 1 531,0 Mrd €. Die Einlagen öffentlicher Haushalte verringerten sich um 48,3 Mrd €, lagen aber mit 605,2 Mrd € nach wie vor auf einem hohen Niveau. Der Rekordstand von 729,8 Mrd € wurde damit allerdings deutlich unterschritten. Dieser war während des Berichtszeitraums, der sich über die fünfte und sechste Erfüllungsperiode des Jahres 2020 erstreckte, erreicht worden.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren sanken um 147,2 Mrd € auf 831,4 Mrd €. Dieses Nettoergebnis resultierte aus einem Rückgang der Nettoforderungen in Euro um 174,7 Mrd € und einer Zunahme der Nettoforderungen in

Fremdwährung um 27,5 Mrd €. Der Rückgang der Nettoforderungen in Euro war grostenteils auf einen Anstieg der Passivposition 6 („Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) in der Bilanz des Eurosystems zurückzuführen. Dieser Anstieg war wiederum bedingt durch eine Erhöhung der Einlagen im Rahmen der Dienstleistungen des Eurosystems im Bereich der Wahrungreservenverwaltung (Eurosystem Reserve Management Services) und durch eine Zunahme der Wertpapierleihgeschafte gegen Barsicherheiten mit Geschäftspartnern außerhalb des Euroraums über den Jahreswechsel. Da die Platzierung auf Euro lautender Liquidität am Markt über die Jahresendperiode sehr teuer wurde, erreichte die Passivposition 6 am 31. Dezember 2021 mit 710 Mrd € den höchsten Wert, der jemals verzeichnet wurde.

Tabelle A gibt einen Überblick über die autonomen Faktoren¹ und ihre Veränderung.

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

Passiva	Aktueller Berichtszeitraum: 3. November 2021 bis 8. Februar 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 3. November bis 21. Dezember 2021		Achte Erfüllungsperiode: 22. Dezember 2021 bis 8. Februar 2022		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
(Durchschnittswerte; in Mrd €)								
Autonome Liquiditätsfaktoren	3 172,0	(+55,3)	3 146,4	(-0,6)	3 197,5	(+51,1)	3 116,6	(+120,3)
Banknotenumlauf	1 531,0	(+27,3)	1 521,4	(+14,0)	1 540,6	(+19,2)	1 503,7	(+28,7)
Einlagen öffentlicher Haushalte	605,2	(-48,3)	628,3	(-43,0)	582,0	(-46,3)	653,5	(+36,6)
Sonstige autonome Faktoren (netto) ¹	1 035,8	(+76,4)	996,7	(+28,4)	1 074,9	(+78,2)	959,4	(+55,1)
ber das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben	3 673,0	(+58,5)	3 689,1	(+35,4)	3 656,9	(-32,2)	3 614,5	(+143,3)
darunter: im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	919,6	(+15,3)	919,6	(+10,4)	919,6	(+0,0)	904,2	(+17,1)
darunter: nicht im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	2 769,5	(+60,0)	2 769,5	(+25,8)	2 769,5	(+0,0)	2 709,5	(+123,2)
Mindestreserve-Soll²	154,8	(+2,9)	154,2	(+1,4)	155,4	(+1,2)	151,9	(+3,0)
Freibetrag³	928,9	(+17,7)	925,4	(+8,5)	932,5	(+7,0)	911,3	(+18,1)
Einlagefazilität	739,6	(-12,9)	745,0	(+6,5)	734,2	(-10,8)	752,6	(+32,2)
Liquiditatsabschopfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

1) Berechnet als Summe aus Ausgleichsposten aus Neubewertungen, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Ansassiger im Euroraum sowie Kapital und Rücklagen.

2) Nachrichtlicher Posten, der nicht in der Bilanz des Eurosystems ausgewiesen wird und somit auch nicht in die Berechnung der Gesamtpassiva einfließen sollte.

3) Erläuterungen zu befreiten und nicht befreiten Überschussreserven finden sich auf der [Website der EZB](#).

¹ Weitere Informationen zu den autonomen Faktoren finden sich in: EZB, [Die Liquiditätssteuerung der EZB](#), Monatsbericht Mai 2002.

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 3. November 2021 bis 8. Februar 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 3. November bis 21. Dezember 2021		Achte Erfüllungsperiode: 22. Dezember 2021 bis 8. Februar 2022		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	831,4	(-147,2)	870,5	(-99,5)	792,3	(-78,3)	978,6	(-47,5)
Nettoforderungen in Fremdwährung	858,4	(+27,5)	839,2	(+4,1)	877,7	(+38,5)	830,9	(+15,6)
Nettoforderungen in Euro	-27,0	(-174,7)	31,4	(-103,6)	-85,4	(-116,7)	147,7	(-63,1)
Geldpolitische Instrumente	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Offenmarktgeschäfte	6 908,3	(+251,0)	6 864,5	(+142,2)	6 952,0	(+87,5)	6 657,3	(+346,3)
Kreditgeschäfte	2 205,4	(-6,3)	2 208,9	(-1,1)	2 201,8	(-7,1)	2 211,7	(+63,5)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,0)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,1)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	2 202,2	(+7,2)	2 206,3	(+5,2)	2 198,1	(-8,2)	2 195,0	(+74,3)
Längerfristige Pandemie- Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs)	2,9	(-13,5)	2,4	(-6,2)	3,4	(+1,0)	16,4	(-10,8)
Outright-Geschäfte	4 702,9	(+257,3)	4 655,6	(+143,3)	4 750,2	(+94,5)	4 445,6	(+282,8)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,1	(-0,3)	2,4	(+0,0)	1,8	(-0,6)	2,4	(-0,0)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	297,7	(+1,8)	298,1	(+0,9)	297,3	(-0,7)	295,9	(+4,4)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	6,5	(-3,0)	6,5	(+0,0)	6,5	(+0,0)	9,5	(-7,7)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	28,3	(+1,3)	28,7	(+2,1)	28,0	(-0,7)	27,0	(-1,4)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 487,7	(+39,8)	2 479,3	(+23,0)	2 496,2	(+16,9)	2 448,0	(+36,0)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	310,2	(+15,4)	307,1	(+8,2)	313,2	(+6,1)	294,8	(+15,4)
Pandemie- Notfallankaufprogramm (PEPP)	1 570,0	(+202,4)	1 533,2	(+109,0)	1 606,8	(+73,7)	1 367,5	(+236,1)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 3. November 2021 bis 8. Februar 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 3. November bis 21. Dezember 2021		Achte Erfüllungsperiode: 22. Dezember 2021 bis 8. Februar 2022		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	2 495,7	(+205,4)	2 430,5	(+100,3)	2 560,9	(+130,4)	2 290,2	(+170,8)
Autonome Faktoren (netto) ²	2 340,8	(+202,5)	2 276,2	(+98,9)	2 405,5	(+129,2)	2 138,4	(+167,8)
Überschussliquidität ³	4 412,6	(+45,6)	4 434,1	(+42,0)	4 391,1	(-43,0)	4 367,0	(+175,5)

Quelle: EZB.

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

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

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

3) Berechnet als Summe aus den Giro Guthaben, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität).

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 3. November 2021 bis 8. Februar 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021	
	Siebte und achte Erfüllungsperiode		Siebte Erfüllungsperiode: 3. November bis 21. Dezember 2021		Achte Erfüllungsperiode: 22. Dezember 2021 bis 8. Februar 2022		Fünfte und sechste Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,576	(-0,006)	-0,574	(-0,004)	-0,578	(-0,004)	-0,570	(-0,005)
RepoFunds Rate Euro	-0,746	(-0,156)	-0,615	(-0,018)	-0,878	(-0,263)	-0,590	(+0,003)

Quelle: EZB, RepoFunds Rate (CME Group).

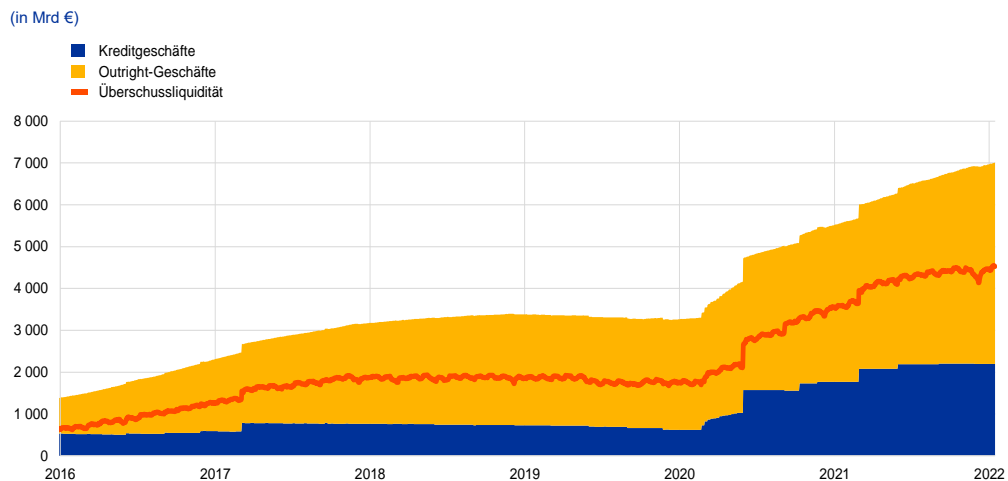
Anmerkung: Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an.

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 251,0 Mrd € auf 6 908,3 Mrd € (siehe Abbildung A). Dieser Anstieg spiegelt zwei gegenläufige Entwicklungen wider: Zum einen sorgte der Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen der Ankaufprogramme (vor allem des PEPP) für eine Zunahme der Liquidität, zum anderen führten fällig werdende Kreditgeschäfte und GLRG-Rückzahlungen zu einem Liquiditätsabfluss.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 8. Februar 2022.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte nahm im Berichtszeitraum um 6,3 Mrd € ab. Hauptgrund dafür war die Fristigkeit einiger längerfristiger Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs). Zwar waren diese Geschäfte bereits im vorangegangenen Berichtszeitraum fällig geworden, der entsprechende Effekt kam aber erst im hier betrachteten Berichtszeitraum vollständig zum Tragen. Im Dezember 2021 fand das letzte PELTRO statt. Der Zuteilungsbetrag belief sich dabei auf lediglich 1,1 Mrd €. Insgesamt führten die neuen PELTRO-Zuteilungen und die fälligen Geschäfte zu einer durchschnittlichen Netto-Liquiditätsabschöpfung in Höhe von 13,5 Mrd € gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum. Der Abwicklung des zehnten GLRG-III-Geschäfts am 22. Dezember 2021 (bei dem 51,97 Mrd € bereitgestellt wurden) standen am gleichen Tag erfolgte freiwillige Rückzahlungen früherer GLRG-III-Geschäfte im Umfang von 60,2 Mrd € gegenüber. Somit ergab sich erstmals seit der Einführung der GLRG-III-Reihe per saldo ein Liquiditätsabfluss durch diese Geschäfte. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) spielten weiterhin nur eine untergeordnete Rolle. Die durchschnittliche Inanspruchnahme dieser beiden regulären Arten von Refinanzierungsgeschäften lag wie bereits im vorangegangenen Berichtszeitraum auf einem historischen Tiefstand.

Die Outright-Geschäfte nahmen aufgrund der Netto-Wertpapierankäufe im Rahmen des PEPP und des APP um 257,3 Mrd € auf 4 702,9 Mrd € zu. Der durchschnittliche Bestand des PEPP erhöhte sich gegenüber dem Durchschnitt des vorangegangenen Berichtszeitraums um 202,4 Mrd € auf 1 570,0 Mrd €. Damit verzeichnete das PEPP von allen Ankaufprogrammen der EZB den stärksten Anstieg. An zweiter Stelle stand das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) mit einer durchschnittlichen Zunahme um 39,8 Mrd € auf 2 487,7 Mrd €. Danach folgte das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) mit einem durchschnittlichen Zuwachs um 15,4 Mrd €

auf 310,2 Mrd €. Aufgrund der Fälligkeit von Wertpapieren, die in nicht aktiven Programmen gehalten wurden, verringerte sich das Outright-Portfolio um 3,4 Mrd €.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität stieg um 45,6 Mrd € auf ein neues Rekordhoch von 4 412,6 Mrd € (siehe Abbildung A). Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Sie spiegelt also die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken wider. Die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giroguthaben der Banken erhöhten sich um 58,5 Mrd € auf 3 673,0 Mrd €. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität sank indessen um 12,9 Mrd € auf 739,6 Mrd €.

Die im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems von der negativen Verzinsung zum Einlagesatz befreiten Überschussreserven stiegen um 15,3 Mrd € auf 919,6 Mrd €.² Die nicht befreiten Überschussreserven, zu denen auch die Einlagefazilität zählt, nahmen um 47,1 Mrd € auf 3 509,2 Mrd € zu. Die aggregierte Nutzungsquote des maximalen Freibetrags (also der Quotient aus tatsächlich befreiten Überschussreserven und dem maximal möglichen Betrag an Reserven, der vom negativen Zinssatz für die Einlagefazilität ausgenommen werden kann)³ liegt seit der dritten Erfüllungsperiode 2020 bei über 98 % und verringerte sich marginal von 99,2 % auf 99,0 %. Der Anteil der befreiten Überschussreserven an der gesamten Überschussliquidität betrug 20,8 %, verglichen mit 20,7 % im vorangegangenen Berichtszeitraum.

Zinsentwicklung

Der durchschnittliche €STR blieb im Berichtszeitraum mit -57,6 Basispunkten weitgehend unverändert. Aufgrund der hohen Überschussliquidität ist der €STR weiterhin relativ unelastisch, sogar gegenüber erheblichen Liquiditätsschwankungen. Der EONIA wurde am 3. Januar 2022 eingestellt und wird daher nicht mehr ausgewiesen. Die Leitzinsen der EZB, d. h. die Zinssätze für die Einlagefazilität, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität, blieben im Berichtszeitraum unverändert.

² Nähere Informationen zum zweistufigen System für die Verzinsung von Überschussreserven finden sich auf der [Website der EZB](#).

³ Der maximal mögliche Betrag an Reserve, der vom Negativzins ausgenommen werden kann, wird berechnet als Summe aus Mindestreserve-Soll und Freibetrag; dieser entspricht dem Sechsfachen des Mindestreserve-Solls.

Der durchschnittliche Repozatz im Euro-Währungsgebiet, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, sank im Berichtszeitraum um 15,6 Basispunkte auf -0,746 %. Dieser Rückgang war ungewöhnlich deutlich und auf breiter Front zu beobachten. So waren nicht nur die Repozätze für Transaktionen betroffen, die mit deutschen oder französischen Staatsanleihen besichert waren, sondern auch die Repozätze für Geschäfte, bei denen italienische oder spanische Staatsanleihen als Sicherheiten gestellt wurden. Erklären lässt sich diese Entwicklung mit besonders stark ausgeprägten Jahresendmustern. Nachdem die Repozätze zu Beginn des Berichtszeitraums zunächst einem stetigen Abwärtstrend gefolgt waren, brachen sie am 31. Dezember 2021 abrupt ein. An diesem Tag verzeichnete der RepoFunds Rate Euro mit -4,498 % einen historischen Tiefstand. Im Januar 2022 normalisierte er sich und lag bald wieder in der Nähe des Durchschnittswerts der siebten Erfüllungsperiode 2021.

Gabe de Bondt

Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der Sparquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet insgesamt und in den größten Euro-Ländern während der Pandemie näher beleuchtet. Gegenstand der

Betrachtung ist die Ersparnisbildung der Unternehmen auf Basis der integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets. Dabei wird unterschieden zwischen der Ersparnis einschließlich Abschreibungen (oder auch Abschreibungsaufwand) und der Nettoersparnis, die häufig als einbehaltene Gewinne bezeichnet wird. Die Unternehmensersparnis ist jener Teil des Unternehmensgewinns, der nicht in Form von Dividenden an Anteilseigner ausgeschüttet wird. Grundsätzlich bilden Unternehmen Ersparnisse, um sich gegen eine finanzielle Notlage zu wappnen, um Betriebs- und Investitionsausgaben zu finanzieren, Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln zu erlangen, Finanzstress zu verringern und sich größeren finanziellen Spielraum zu verschaffen. Ersparnisse spielen als interne Finanzierungsquelle für Investitionen eine wichtige Rolle. Die Pecking-Order-Theorie der Unternehmensfinanzierung besagt, dass Firmen ihre Finanzierungsquellen priorisieren. Dabei geben sie internen Finanzierungsmitteln den Vorzug, gefolgt von Schuldtiteln und schließlich Anteilsrechten als Ultima Ratio.¹ Darüber hinaus kann eine hohe Sparquote den Firmen die Kreditaufnahme erleichtern, soweit sie auf ein solides Bilanzmanagement des Unternehmens und gute Geschäftsaussichten schließen lässt. Eine im Zeitverlauf anhaltend hohe Ersparnisbildung kann jedoch auch ein Indiz dafür sein, dass es an produktiven Anlagemöglichkeiten oder an der Bereitschaft mangelt, unternehmerische Risiken einzugehen.²

Die Sparquoten von Unternehmen im Euroraum haben in den vergangenen Quartalen Höchststände erreicht. Nachdem die Sparquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet im Jahr 2017 Rekordstände verzeichnet hatten, wiesen sie anschließend einen rückläufigen Trend auf, blieben jedoch über den historischen Durchschnittswerten. Zu Beginn der Coronakrise (Covid-19) verringerte sich die Bruttosparquote dieser Unternehmen vor allem aufgrund sinkender Einnahmen zunächst weiter. Der Rückgang der Ersparnis fiel netto, d. h. ohne

¹ Empirische Evidenz dafür, dass die Verfügbarkeit interner Finanzierungsquellen für die aggregierten Unternehmensinvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten von zentraler Bedeutung ist, findet sich in: G. de Bondt und M. Diron, Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence, Applied Economics Letters, Bd. 15(8), 2008, S. 577-581. Auf einer Gruppe von 47 Ländern basierende Belege für einen signifikanten Zusammenhang zwischen höherer Unternehmensersparnis und höheren Unternehmensinvestitionen finden sich in: R. Bebczuk und E. Cavallo, Is business saving really none of our business?, Applied Economics, Bd. 48(24), 2016, S. 2266-2284. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass Unternehmensersparnisse und Außenfinanzierungsmittel als Finanzierungsquellen für Investitionen einander ergänzen.

² So wird etwa die übermäßige Unternehmensersparnis in Japan mit mangelnden Wachstumschancen und einer schlechten Corporate Governance in Verbindung gebracht. Siehe beispielsweise J. Tong und M. Bremer, Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?, Journal of the Japanese and International Economies, Bd. 41(C), 2016, S. 41-56; C. Aoyagi und G. Ganelli, Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan, Journal of Banking and Financial Economics, Bd. 1(7), Universität Warschau, Fakultät für Management, 2017, S. 51-69; Z. Sun und Y. Wang, Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis, Quarterly Review of Economics and Finance, Bd. 56(C), 2015, S. 175-186; E. Dudley und N. Zhang, Trust and corporate cash holdings, Journal of Corporate Finance, Bd. 41(C), 2016, S. 363-387.

Abschreibungen, noch stärker aus (siehe Abbildung A, Grafik a). Ausschlaggebend für diese Entwicklung war der Unternehmensgewinn, der im zweiten Quartal 2020 einbrach. Seit etwa Mitte 2020 hat sich die Ersparnis indes wieder deutlich erhöht, was ebenfalls in erster Linie der Entwicklung des Unternehmensgewinns zuzuschreiben ist. Inzwischen sind die Sparquoten auf ein Niveau weit über ihrem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt gestiegen. Gestützt wurde diese Erholung in erheblichem Maße durch politische Maßnahmen sowie eigene Bemühungen der Firmen, ihre Liquiditätsausstattung zu verbessern.³ Diese Entwicklung ist länderübergreifend zu beobachten. In drei der vier größten Euro-Länder (ausgenommen Spanien) lag die Bruttosparquote nichtfinanzieller Unternehmen in den vergangenen Quartalen auf oder nahezu auf Rekordniveau. Die Abweichungen zwischen den einzelnen Ländern seit Pandemiebeginn sind zum Teil auf unterschiedliche politische Stützungsmaßnahmen zurückzuführen.⁴ Längerfristig betrachtet weisen jedoch auch in Spanien die Sparquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seit der globalen Finanzkrise im Vergleich zu anderen Ländern ein hohes Niveau auf. Grund hierfür ist ein kräftiger und lang anhaltender Abbau der Unternehmensverschuldung.

³ Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: EZB, [Solidität nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften während der Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021; EZB, Beurteilung der Verwundbarkeit der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, Aufsatz 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

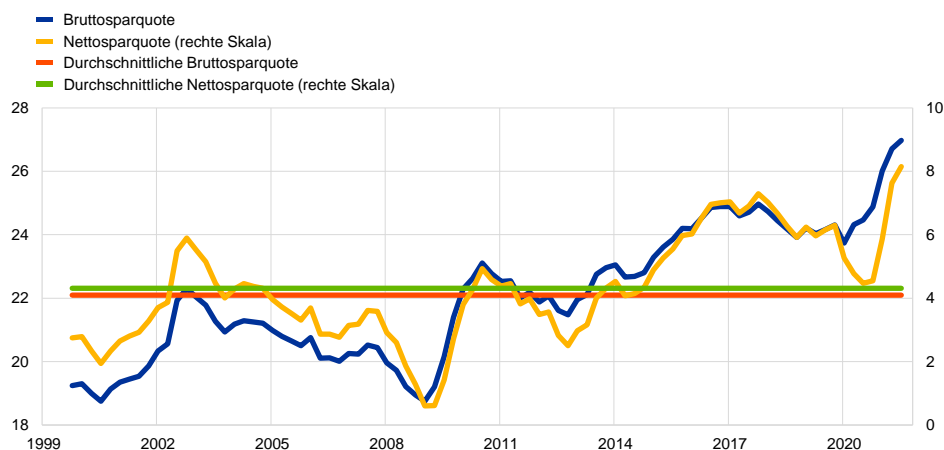
⁴ Zu länderspezifischen Unterschieden in Bezug auf die Inanspruchnahme staatlicher Kreditgarantien siehe EZB, [Staatliche Kreditgarantien und Bankkreditvergabe während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

Abbildung A

Sparquote nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum und in den größten Euro-Ländern

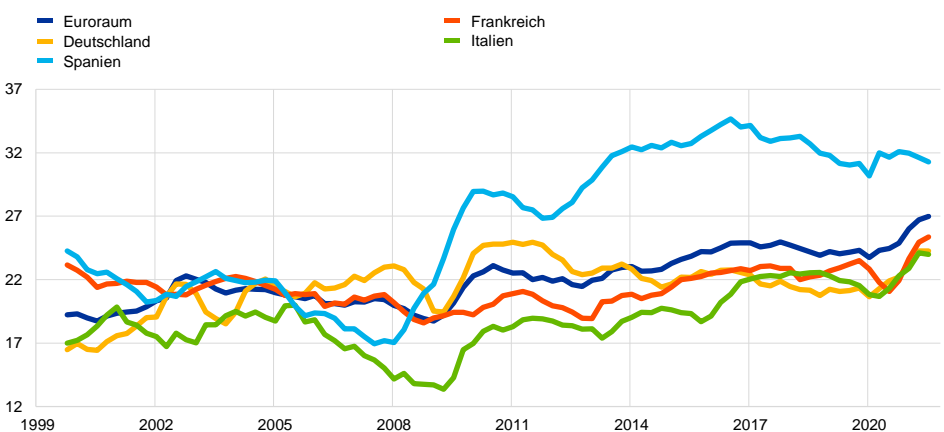
a) Euroraum

(Ersparnis in % der Wertschöpfung; Vierquartalsummen)



b) Bruttosparquote

(Ersparnis in % der Wertschöpfung; Vierquartalsummen)



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Die Differenz zwischen Brutto- und Nettoersparnis entspricht den Abschreibungen.

Messgrößen der Ersparnis im Verhältnis zu den Investitionen des nicht-finanziellen Unternehmenssektors sind in den letzten Quartalen ebenfalls stark gestiegen. Firmen, die mehr sparen als investieren, sind Nettogläubiger. Im Euro-Währungsgebiet hat der Finanzierungsüberschuss (d. h. die über die Investitionen hinausgehende Ersparnis) nichtfinanzieller Unternehmen gemessen am BIP in den vergangenen Quartalen neue Höchststände erreicht; Gleiches gilt für deren Ersparnisbildung im Verhältnis zu den Investitionen (siehe Abbildung B, Grafik a). Der Finanzierungsüberschuss belief sich im dritten Quartal 2021 auf 318 Mrd €. Unklar ist, wie dauerhaft der Anstieg des Finanzierungsüberschusses sein wird; dies hängt unter anderem davon ab, wie hoch das langfristige Vertrauen der Firmen darin ist, sich Außenfinanzierungsmittel sichern zu können.⁵ Die Ausweitung des

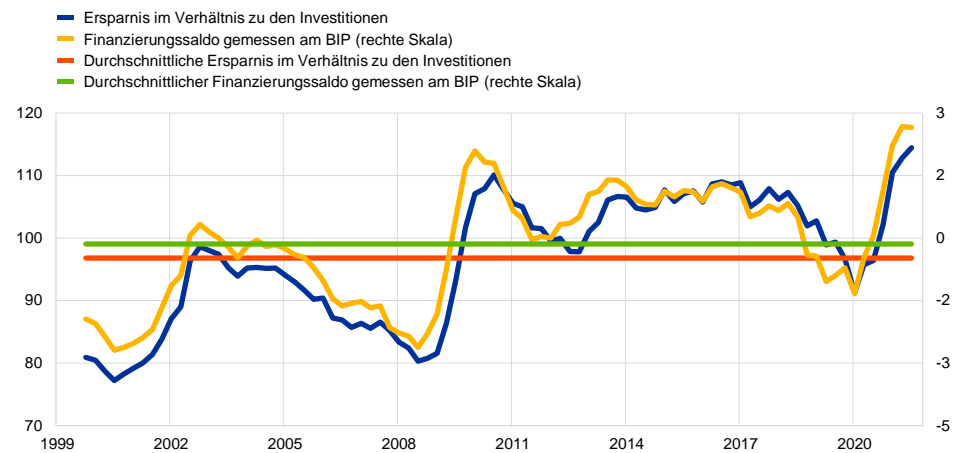
⁵ Siehe K. Nakajima und T. Sasaki, Bank dependence and corporate propensity to save, Pacific-Basin Finance Journal, Bd. 36, 2016, S. 150-165.

Finanzierungsüberschusses ist breit über die größten Länder des Euroraums hinweg gestreut. Dabei verzeichnen alle Staaten positive Werte, die von rund ½ % des BIP in Frankreich bis etwa 3 % des BIP in den anderen großen Euro-Ländern reichen (siehe Abbildung B, Grafik b). Bemerkenswert ist, dass der Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet seit 1999 im Durchschnitt nahezu null beträgt. Analog hierzu beläuft sich deren Ersparnisbildung auf annähernd 100 % der Unternehmensinvestitionen. Dies unterstreicht, welche Bedeutung den Ersparnissen als interner Finanzierungsquelle für Investitionen zukommt.

Abbildung B
 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum und in den größten Euro-Ländern: Ersparnisbildung im Verhältnis zu den Investitionen und Finanzierungssaldo gemessen am BIP

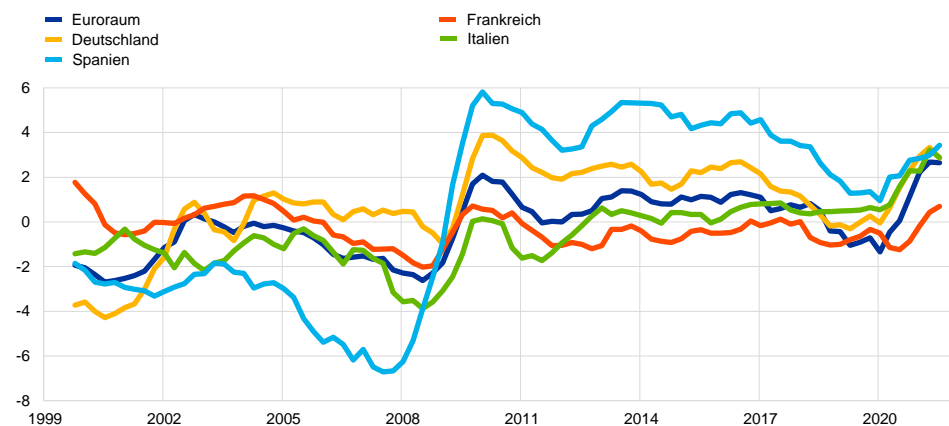
a) Euroraum

(Vierteljahrssummen in %)



b) Finanzierungssaldo gemessen am BIP

(Vierteljahrssummen in %)



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen.
 Anmerkung: Die Ersparnis im Verhältnis zu den Investitionen bezieht sich auf die Bruttoersparnis in Relation zu den Bruttoanlageinvestitionen. Ein negativer Finanzierungsüberschuss entspricht einem Finanzierungsdefizit.

Im Euroraum scheint es auf aggregierter Ebene derzeit keinen Mangel an verfügbaren internen Finanzierungsmitteln für Unternehmensinvestitionen zu geben. In den vergangenen Quartalen hielten die Firmen im Euro-Währungsgebiet einen vergleichsweise hohen Anteil ihres Geldvermögens in Form liquider Vermögenswerte (siehe Abbildung C, Grafik a). Zudem waren sowohl die aggregierte Verschuldung im Verhältnis zum Gesamtvermögen als auch die aggregierte Nettoverschuldung im Verhältnis zum Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet im dritten Quartal 2021 niedriger als im Schlussquartal 2019, d. h. vor der Pandemie (siehe Abbildung C, Grafik b). Die Quote aus Verschuldung und Bruttobetriebsüberschuss entspricht annähernd dem Verhältnis der Nettoverschuldung zum Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA), das allgemein von Ratingagenturen zur Bestimmung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens wegen Zahlungsunfähigkeit herangezogen wird. Diese Kennzahl gibt Aufschluss darüber, wie lange ein Unternehmen auf dem aktuellen Niveau wirtschaften müsste, um seine gesamten Schulden zu begleichen. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die reichlich vorhandenen Ersparnisse – und damit internen Finanzierungsquellen – der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auf der aggregierten Ebene des Euroraums in Verbindung mit anhaltend günstigen externen Finanzierungsbedingungen in nächster Zeit zu einer Belebung der Unternehmensinvestitionen beitragen werden.⁶ Andererseits könnten die gegenwärtig hohe Unsicherheit und das Auslaufen staatlicher Stützungsmaßnahmen dafür sprechen, dass die Firmen aus Vorsichtsmotiven auch weiterhin zu einer höheren Ersparnisbildung tendieren.⁷

⁶ Zu stärker disaggregierten Sektor- und Größeneffekten siehe Aufsatz 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁷ Siehe auch M. Demary, S. Hasenclever und M. Hüther, Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run, *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, Bd. 56, Nr. 1, 2021, S. 40-44; L. A. Riddick und T. M. Whited, The Corporate Propensity to Save, *The Journal of Finance*, Bd. 64, Nr. 4, 2009, S. 1729-1766. Der letztgenannten Untersuchung zufolge halten Firmen vorsorglich höhere Kassenbestände, wenn die Außenfinanzierung teuer, die Einkommensunsicherheit hoch und/oder die Investitionen umfangreich und mit hohen Finanzierungskosten verbunden sind. In Zeiten niedriger Kapitalproduktivität dürften die Unternehmen auch vermehrt liquide Vermögenswerte ansammeln.

Abbildung C

Anteil liquider Vermögenswerte und Schuldenquoten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum

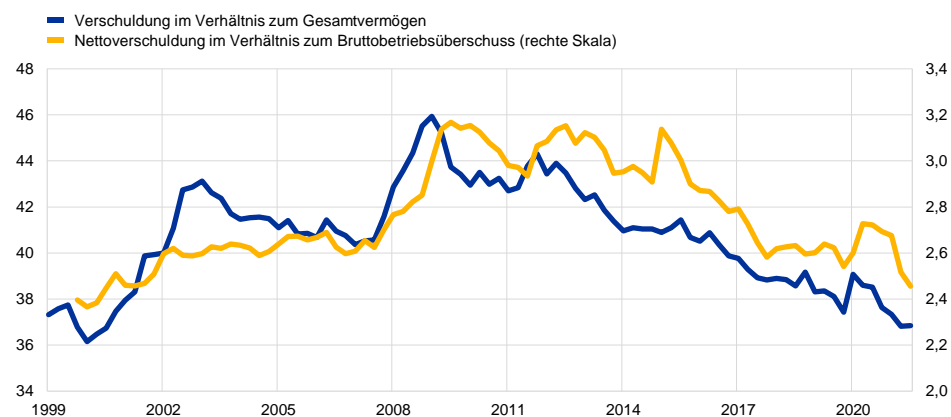
a) Anteil liquider Vermögenswerte

(in %)



b) Schuldenquoten

(in %)



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Der Anteil liquider Vermögenswerte bezieht sich auf Bargeld und Einlagen in Prozent des gesamten Geldvermögens. Die Verschuldung im Verhältnis zum Gesamtvermögen entspricht der nicht konsolidierten Verschuldung in Prozent des gesamten Geld- und Sachvermögens. Die Nettoverschuldung bezieht sich auf konsolidierte Kredite sowie Schuldverschreibungen zuzüglich Lebensversicherungen und Alterssicherungssystemen abzüglich liquider Vermögenswerte. Der Bruttobetriebsüberschuss wird als Vierquartalsumme gemessen.

5 Die Rolle des Lagerzyklus in der aktuellen Konjunkturerholung

Malin Andersson und Gwenaél Le Breton

Der Lagerzyklus weist in der Regel einen prozyklischen Verlauf auf, wobei die Vorratsveränderungen unter den Verwendungsaggregaten des BIP eine notorisch volatile Komponente darstellen. Im vorliegenden Kasten werden Einflussfaktoren und Auswirkungen von Vorratsveränderungen auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet in der aktuellen wirtschaftlichen Erholung untersucht. Der Lagerzyklus weist eine starke, positive Korrelation mit der Wirtschaftstätigkeit auf. In den vergangenen zwei Jahrzehnten trugen die Vorratsveränderungen zwischen +1,0 Prozentpunkte und -1,5 Prozentpunkte zum jährlichen Wachstum des BIP im Euroraum bei, wobei in Krisenzeiten besonders starke Schwankungen verzeichnet wurden (siehe Abbildung A). Die ökonomische Interpretation der Entwicklung der Lagerbestände gestaltet sich vor allem aus zwei Gründen schwierig. Zum einen spiegelt der Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum eine veränderte Dynamik des Lageraufbaus – also eine Beschleunigung oder eine Verlangsamung des Lageraufbaus – wider.¹ Daher können Lagerbestände auch bei einem Abbau (d. h. einer Verringerung) des Lagerbestands einen positiven Wachstumsbeitrag leisten, nämlich dann, wenn sich das Abbautempo verlangsamt; ein tatsächlicher Lageraufbau ist nicht unbedingt erforderlich. Zum anderen bildet der Lageraufbau nicht nur die Entwicklungen verschiedener Vorratskategorien ab (die sich in aggregierter Rechnung gegenseitig ausgleichen können), sondern auch Diskrepanzen (eine „Residualkomponente“) sowie den Nettozugang an Wertsachen. Die Dynamik dieser beiden Elemente steht oftmals nicht im Zusammenhang mit dem Konjunkturzyklus.²

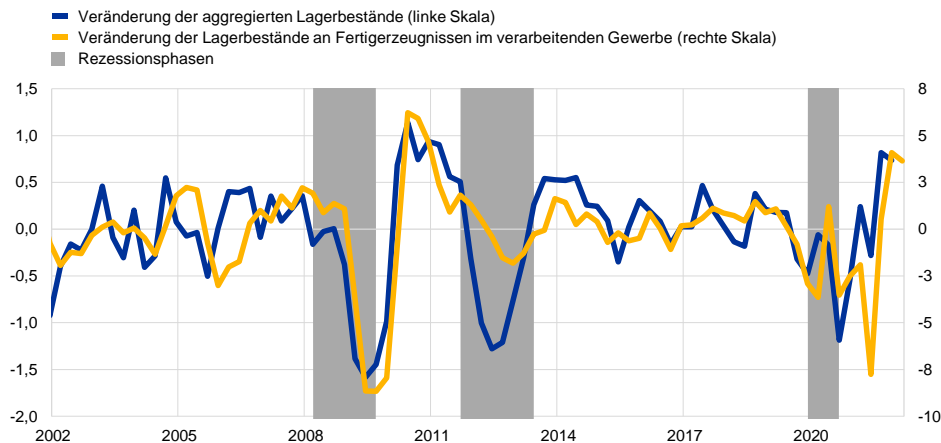
¹ Grund hierfür ist, dass innerhalb eines Rechnungszeitraums hergestellte, jedoch nicht verkaufte Güter den Lagerbestand in dieser Periode erhöhen. In die Bilanzgleichung, die das BIP mit seinen Verwendungskomponenten verknüpft, fließen daher die Veränderungen der Vorräte ein. Siehe hierzu EZB, [Lagerbestände – theoretische Überlegungen und jüngste Entwicklung](#), Kasten 8, Monatsbericht Mai 2012.

² Diskrepanzen entstehen dadurch, dass Vorratsveränderungen im Ausgleichsprozess der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen oft eine große Rolle spielen. Sie enthalten damit eine umfangreiche „Residualkomponente“, die dadurch bedingt ist, dass keine Ist-Daten bzw. keine verlässlichen Daten zu den Vorratsbeständen auf vierteljährlicher Basis vorliegen. Zu den Wertsachen zählen unter anderem Edelmetalle und Kunstgegenstände. Sie machen nur einen kleinen Teil des Lagerbestands aus.

Abbildung A

Veränderungen der Lagerbestände

(linke Skala: Beiträge zum jährlichen BIP-Wachstum in Prozentpunkten; rechte Skala: Diffusionsindex, Differenzen von vier Quartalen)



Quellen: Eurostat und Markit.

Anmerkung: Bei den Markit-Daten handelt es sich um vierteljährliche Durchschnittswerte der Monatsdaten. Die aggregierten Lagerbestände basieren auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Die Angaben zu den Lagerbeständen an Fertigerzeugnissen beziehen sich auf die Antworten auf die entsprechende Frage in der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex (EMI). Dabei soll im Vormonatsvergleich angegeben werden, wie groß im jeweiligen Monat der Bestand an Fertigerzeugnissen ist, die produziert wurden und nun für den Versand/den Verkauf bereitstehen (stückzahlmäßig, nicht dem Wert nach). Rezessionsphasen gemäß der Definition des Centre for Economic Policy Research. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (Bestände) bzw. Februar 2022 (EMI).

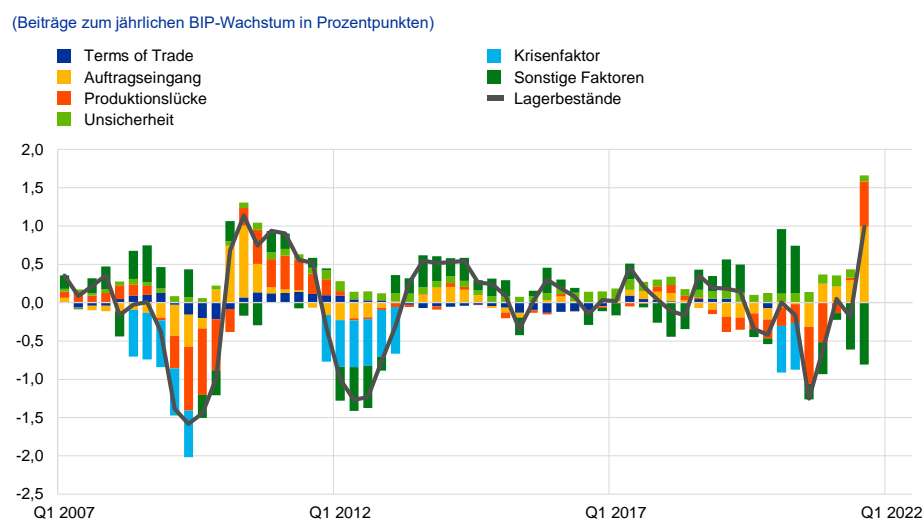
Zu den Lagerbeständen zählen Fertigerzeugnisse, Handelsware, unfertige Erzeugnisse sowie Inputs. Die Lagerbestände erstrecken sich somit auf unterschiedliche Stufen des Produktionsprozesses. So ist das Verhältnis zwischen den Lagerbeständen an Inputs und den Beständen an Fertigerzeugnissen zum Beispiel prozyklisch, weil der Bestandsausbau bei den Inputs bereits zu Beginn von wirtschaftlichen Aufschwungphasen stattfindet und dem Lageraufbau bei den Fertigerzeugnissen vorausgeht. Sind keine Konjunkturdaten verfügbar, können aus Umfragen abgeleitete Indikatoren zeitnah Aufschluss zur Situation bei den Lagerbeständen geben. Die jährliche Bestandsveränderung bei den Fertigerzeugnissen im verarbeitenden Gewerbe – die auf der Umfrage zum Einkaufsmanagerindex (EMI) basiert, welche wiederum die Veränderung des Wachstums der Lagerbestände misst – stimmt weitgehend mit dem jährlichen Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen überein. Aus den entsprechenden Daten lässt sich schließen, dass der Beitrag des Lageraufbaus im ersten Quartal 2022 weiterhin positiv ausfiel (siehe Abbildung A).

Dass es beim Beitrag des Lageraufbaus zum BIP-Wachstum zu Schwankungen kommt, ist auf Anpassungen aufgrund von Veränderungen der Angebots- und Nachfragebedingungen zurückzuführen. Vorratsveränderungen werden von Unternehmen in erster Linie zum Aufbau von Puffern vorgenommen, um einen reibungslosen Produktionsprozess sicherzustellen, aber auch um Kosten für Produktionsanpassungen und die Lieferkosten angesichts schwankender Verkaufszahlen zu senken.³ Eine recht gute Erklärung des Lagerzyklus in

³ Siehe A. Khan, [The Role of Inventories in the Business Cycle](#), Business Review der Federal Reserve Bank of Philadelphia, Q3 2003.

Krisenzeiten ist die als Differenz zwischen der Entwicklung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe und der Einzelhandelsumsätze definierte Produktionslücke. Dies geht aus einer Regressionsgleichung, die anhand einer Stichprobe für den Zeitraum von 2000 bis 2019 geschätzt wird, hervor (siehe Abbildung B). Mit anderen Worten: Der Beitrag des Lageraufbaus zum BIP-Wachstum geht zurück, wenn die Produktion stärker sinkt als die Einzelhandelsumsätze (da der Produktionsrückgang durch Verwendung des Lagerbestands kompensiert wird). Gleiches gilt auch umgekehrt. Auch nachfrageseitige Faktoren, die anhand der Entwicklung des Auftragseingangs erfasst werden, veranlassen die Unternehmen zur Anpassung ihrer Lagerbestände. Eine Verschlechterung der Terms of Trade und eine zunehmende Unsicherheit, die potenziell einen Lageraufbau nach sich ziehen könnten, spielen eine geringere Rolle. Insbesondere in Krisenzeiten kann der Beitrag des Lageraufbaus stark negativ ausfallen. In normalen Zeiten können die „sonstigen Faktoren“, d. h. die Residualkomponente, für einen nicht zu vernachlässigenden Teil des BIP-Beitrags durch die Lagerbestände als Erklärung herangezogen werden. Dies liegt daran, dass die Statistiken zu den Lagerbeständen eine Residualkomponente enthalten, die nicht vom Konjunkturzyklus beeinflusst wird (wie zuvor schon erläutert).

Abbildung B
Entwicklung der Lagerbestände nach Einflussfaktoren



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Schätzung beruht auf A. Boata, *Painful destocking in sight for European corporates*, Euler Hermes, 2019. Der der Schätzung zugrunde liegende Zeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 2000 bis zum vierten Quartal 2019. Die Angaben zum Auftragseingang (auf Basis des EMI für das verarbeitende Gewerbe), zu den Terms of Trade (dem Export-/Importdeflator) und zur Produktionslücke (Industrieproduktion abzüglich Einzelhandelsumsätzen) sind ausgewiesen als um ein Quartal verzögerte Veränderungen relativ zum Vorjahr. Die Angaben zur Unsicherheit beruhen auf dem European Policy Uncertainty Index. Beim Krisenfaktor handelt es sich um eine Dummy-Variable für die Rezessionsphasen gemäß der Definition des Centre for Economic Policy Research, während die Angaben zu den sonstigen Faktoren die Residualkomponente umfassen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Der derzeit beschleunigte Lageraufbau könnte auch auf einen „Peitscheneffekt“ im Zusammenhang mit den Lieferengpässen zurückzuführen sein. Bei einer hohen Nachfrage nach Inputs und einer hohen Unsicherheit bezüglich ihrer Verfügbarkeit tendieren Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe dazu, Inputs vorsorglich zu horten und tätigen zuweilen gemessen an ihrem tatsächlichen Bedarf übermäßige Bestellungen. Durch den genannten

Peitscheneffekt könnte es im gegenwärtigen Umfeld zu einer stärkeren Prozyklizität der Vorratsveränderungen gekommen sein.^{4,5} Eine Aufschlüsselung der EMI-Daten für das verarbeitende Gewerbe zeigt, dass die Dynamik des Lageraufbaus beim Einkauf (d. h. bei den Inputs) im Investitions- und Vorleistungsgüterbereich sowie im Bereich Kraftwagen und Kraftwagenteile Ende 2021 einen neuen Höchstwert erreicht hatte (siehe Abbildung C, Grafik a), bevor das Aufstockungstempo Anfang des laufenden Jahres nachzulassen begann. Insgesamt deuten die EMI-Daten für den Bestand an Fertigerzeugnissen darauf hin, dass die Lagerbestände von Investitions- und Vorleistungsgütern in den vergangenen Monaten weitgehend unverändert geblieben sind, nachdem zuvor ab Mitte 2021 ein progressiver Anstieg verzeichnet worden war. Bei den Kraftwagen und Kraftwagenteilen hielt der Lageraufbau hingegen bis Ende 2021 an (siehe Abbildung C, Grafik b). Grund hierfür war der zunehmende Lagerbestand an (fast) fertiggestellten Kraftfahrzeugen, für die keine Mikrochips verfügbar waren. Erst seit Kurzem – seitdem sich die globalen Lieferengpässe bei Mikrochips verringert haben – ist ein Rückgang des Bestands an fertiggestellten Kraftfahrzeugen zu beobachten.

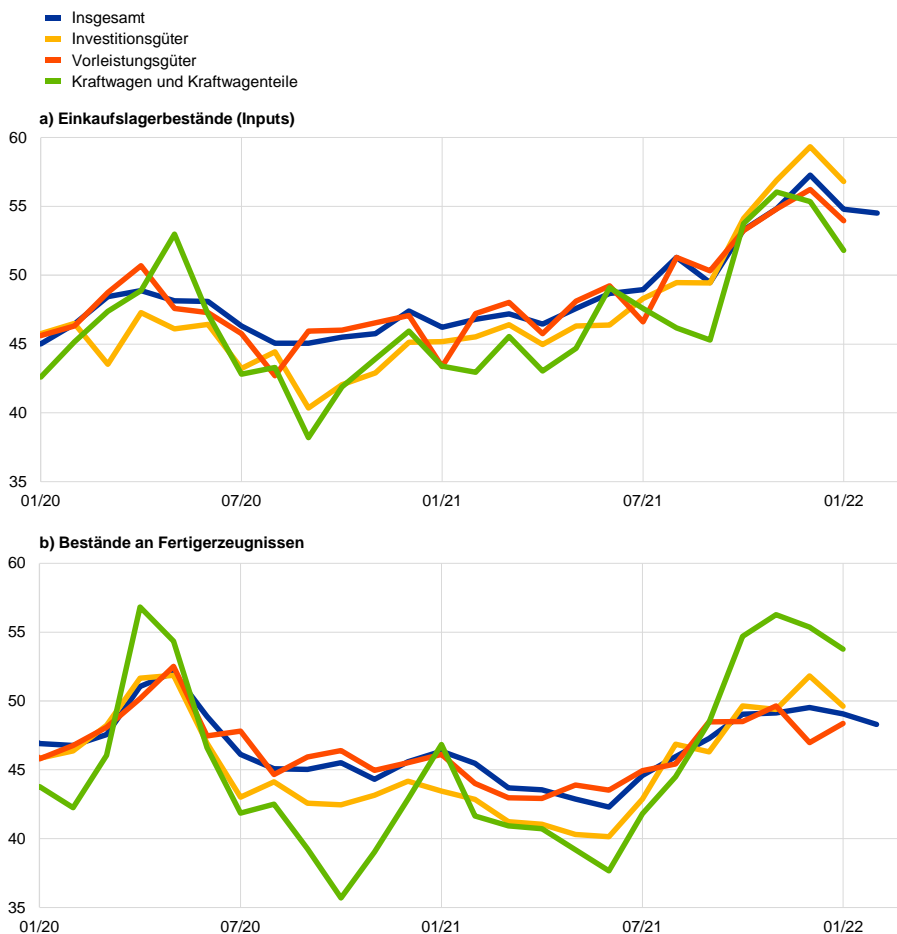
⁴ Siehe H. L. Lee, V. Padmanabhan und S. Whang, [Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect](#), Management Science, Bd. 43, Ausgabe 4, 1997.

⁵ Siehe H. S. Shin, [Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic](#), Rede anlässlich des internationalen Seminars der G 20 „Recover together, recover stronger“, Dezember 2021.

Abbildung C

Einkaufslagerbestände und Lagerbestände an Fertigerzeugnissen nach Wirtschaftszweigen

(Diffusionsindizes: 50 = keine Veränderung)



Quelle: Markt.

Anmerkung: Die Angaben zu den Einkaufslagerbeständen beziehen sich auf die Antworten auf die Frage im EMI zum Lagerbestand an Vorleistungen (stückzahlmäßig, nicht dem Wert nach) im jeweiligen Monat im Vergleich zum Vormonat. Eine Erläuterung zu den Lagerbeständen an Fertigerzeugnissen findet sich in der Anmerkung zu Abbildung A. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022 (insgesamt) bzw. Januar 2022 (Komponenten).

Aufgrund der sehr niedrigen Lagerbestände und anhaltenden angebotsseitigen Engpässe könnte mit einem zusätzlichen Lageraufbau zu rechnen sein. Während der EMI für das verarbeitende Gewerbe auf eine insgesamt anhaltende Beschleunigung des Lageraufbaus im ersten Quartal 2022 schließen lässt, zeigt die Umfrage der Europäischen Kommission, dass die Bestände sowohl im verarbeitenden Gewerbe – trotz einiger Verbesserungen in jüngerer Zeit – als auch im Einzelhandel noch immer als historisch niedrig eingeschätzt werden (siehe Abbildung D). Im Dialog mit Unternehmen⁶ spiegeln sich unterschiedliche Einschätzungen zur Lagerhaltung je nach Sektor, Produktkomplexität und Einordnung in der Produktionskette wider. Insgesamt bestätigen sie jedoch, dass die Bestände an Vorleistungen und Fertigerzeugnissen niedrig und die Bestände an

⁶ Nähere Informationen zu Art und Zweck dieses Dialogs finden sich in: EZB, [Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

Halbfertigerzeugnissen und Transitwaren tendenziell hoch sind.⁷ Die aggregierte Veränderung der Lageraufbaudynamik, aus der sich der Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum ergibt, hängt vor allem von der Auflösung der Lieferengpässe und von potenziell übermäßig hohen Bestellungen ab. Die befragten Unternehmen gehen davon aus, dass die Engpässe mindestens noch bis zur zweiten Jahreshälfte anhalten werden, wodurch der beschriebene Peitscheneffekt länger andauern könnte. In dem zusätzlich erwarteten Lageraufbau könnten sich Vorsichtsmotive widerspiegeln. Allerdings liefern der Dialog mit den Unternehmen und andere Quellen⁸ bislang keine fundierten Belege für eine allgemeine Anpassung der Lagerhaltungsstrategien, d. h. für eine Umstellung der Produktion ohne großen Vorlauf (Just-in-time-Produktion)⁹ auf eine Produktion auf Vorrat (Just-in-case-Produktion). Letzteres könnte den Lagerzyklus dauerhaft beeinflussen.

Abbildung D Einschätzung der Lagerbestände an Fertigerzeugnissen

(mittelwertbereinigt, Salden in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die Antworten auf die in der Umfrage der Europäischen Kommission gestellte Frage, ob die Bestände an Fertigerzeugnissen zurzeit als zu groß (größer als üblich), ausreichend, zu klein (geringer als üblich) empfunden werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022.

- ⁷ Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022. Ungewöhnlich hohe Fertigwarenbestände könnten auf Engpässe im Seetransport, fehlende Komponenten oder hohe Preise zurückzuführen sein, was den Wert der Lagerbestände und damit auch die Kosten für Betriebsmittel erhöht. Ungewöhnlich niedrige Lagerbestände hingegen ergeben sich aus einer hohen Nachfrage.
- ⁸ Siehe beispielsweise K. Alicke, E. Barriball und V. Trautwein, [How COVID-19 is reshaping supply chains](#), McKinsey & Company, November 2021.
- ⁹ Bei der Just-in-time-Produktion sind die Lagerbestände niedrig, um die Produktionskosten zu senken, was sich dämpfend auf den Lagerzyklus auswirkt (siehe M. Piger, [Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?](#), Economic Synopses, Nr. 2, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2005). Die Lagerbestände werden auf ein Mindestmaß reduziert. Außerdem werden kurzfristige Lieferverträge abgeschlossen, die bei Nachfrageänderungen rasch angepasst werden können.

6 Arbeitsmarkterholung im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

António Dias da Silva, Desislava Rusinova und Marco Weißler

Im vorliegenden Kasten wird die aktuelle Erholung am Arbeitsmarkt anhand von Daten aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) untersucht.¹ Die Umfrage ermöglicht neue Einblicke in den Arbeitsmarkt des Euroraums.² Die Befragten geben Auskunft über Beschäftigungsstatus, Stellensuche, Beschäftigungs- und Verdiensterwartungen, Arbeitsplatzzufriedenheit und darüber, inwieweit sich ihre Qualifikationen mit den Stellenanforderungen decken. Aus den amtlichen Arbeitsmarktstatistiken der EU gehen diese Angaben teils nicht hervor. Überdies zeichnet sich die CES mit Blick auf die wichtigsten Arbeitsmarktaggregate durch eine größere Zeitnähe der Daten aus. Daher stellen die CES-Angaben eine nützliche Ergänzung zu den amtlichen EU-Statistiken dar. Der vorliegende Kasten gibt anhand dieser Daten Aufschluss über die gegenwärtige Erholung am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets.

Die Erwerbsbeteiligung verzeichnet im Einklang mit einer rückläufigen Zahl entmutigter Erwerbspersonen insgesamt eine Erholung. Aus den CES-Daten geht hervor, dass die Erwerbsbeteiligung, also der Anteil der Menschen im erwerbsfähigen Alter, die einer Beschäftigung nachgehen oder aktiv auf Arbeitssuche sind, seit Januar letzten Jahres wieder zugenommen hat (siehe Abbildung A).³ Unterdessen belegen die Angaben für Januar 2022 einen Rückgang der Erwerbsquote und einen Anstieg der Zahl der entmutigten Arbeitskräfte, die derzeit nicht auf Arbeitssuche sind, weil sie davon ausgehen, dass keine passenden Stellen verfügbar sind, oder weil sie mit der Suche noch nicht begonnen haben. Die jüngsten Entwicklungen dürften mit der Verschärfung der Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus (Covid-19) in Zusammenhang stehen, aber auch mit saisonalen Faktoren, die die Arbeitsnachfrage in den Wintermonaten dämpfen. Der Anstieg der Erwerbsbeteiligung im Jahresverlauf 2021 ging mit einem Rückgang der Zahl jener Erwerbspersonen einher, die sich entmutigt fühlten.⁴ Die höhere Erwerbsbeteiligung resultiert folglich zum Teil daraus, dass nicht aktiv arbeitssuchende (bzw. inaktive) Befragte direkt in ein Beschäftigungsverhältnis eingetreten sind. Vor diesem Hintergrund dürften sich auch die Stellenaussichten der

¹ Einzelheiten zur Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen finden sich in: EZB, [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series, Nr. 287, Dezember 2021.

² Der Datensatz umfasst sechs Länder des Euroraums: Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande.

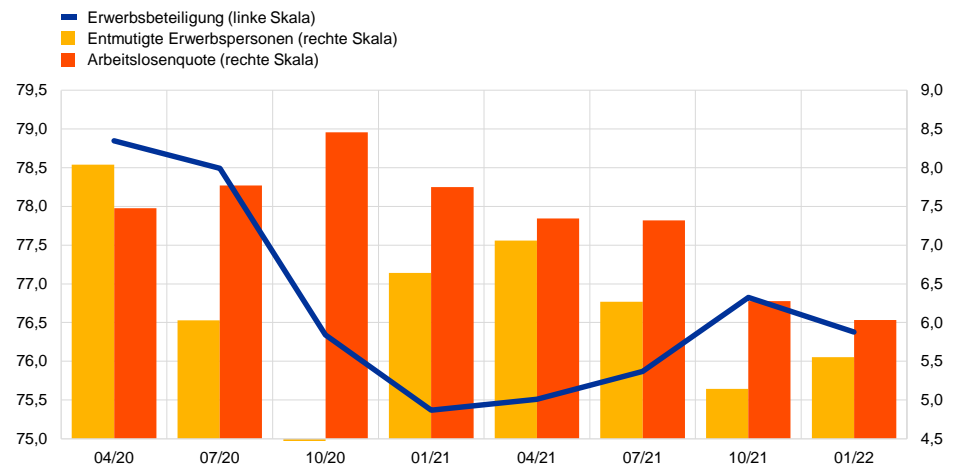
³ Eine aktuelle Analyse der Entwicklung der Erwerbspersonenzahl anhand von Eurostat-Daten findet sich in: EZB, [Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

⁴ Aufgrund von methodischen Änderungen während der Pilotphase der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen sind der Beschäftigungsstatus der Befragten im April und Juli 2020 sowie der Anteil der entmutigten Arbeitnehmer im Juli und Oktober 2020 nicht vollständig mit der übrigen Stichprobe vergleichbar.

unbeschäftigten Umfrageteilnehmer verbessert haben, die aktiv nach Arbeit suchen. Laut der CES-Umfrage sank die Arbeitslosenquote im Januar 2022 weiter und lag 2,4 Prozentpunkte unter ihrem Pandemie-Höchststand.

Abbildung A
Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und entmutigte Arbeitnehmer

(linke Skala: Anteil an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in %; rechte Skala: entmutigte Erwerbspersonen in % der inaktiven Befragten und Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen)



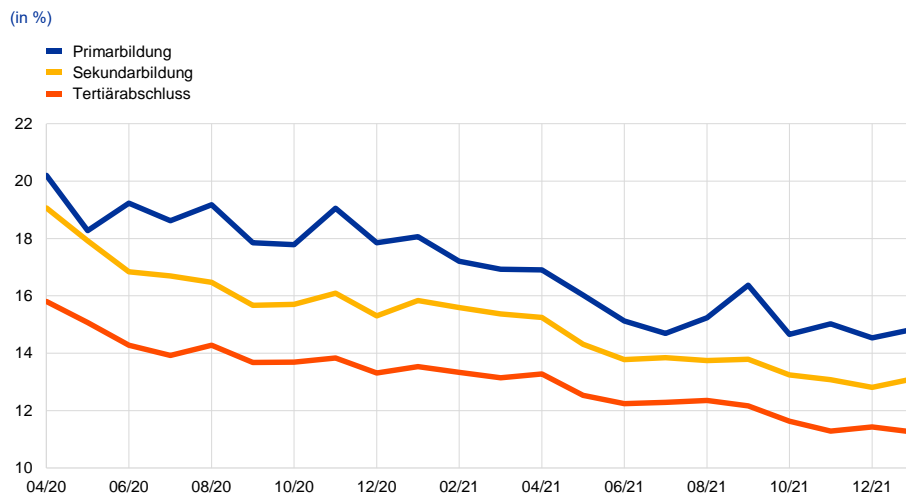
Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).
Anmerkung: Die Erwerbsbeteiligung errechnet sich als der Anteil der Befragten, die sich in einem Beschäftigungsverhältnis befinden, zuzüglich des Anteils der erwerbslosen Befragten, die sich aktuell auf Stellensuche befinden, an der Gesamtzahl der Umfrageteilnehmer im Alter von 20-64 Jahren. Die Arbeitslosenquote bezieht sich auf den Anteil der unbeschäftigten Befragten auf Stellensuche an der Gesamtzahl der Erwerbspersonen im Alter von 20-64 Jahren. Aufgrund einer Reihe von Unterschieden in der Methodik und im Stichprobenverfahren unterscheiden sich beide Kennziffern in der EZB-Umfrage von den entsprechenden Eurostat-Kennzahlen. Hinzu kommt, dass es aufgrund einer Überarbeitung der Frage zum Beschäftigungsstatus in der EZB-Umfrage im Oktober 2020 zu einem möglichen Bruch in diesen Zeitreihen gekommen ist. „Entmutigte Erwerbspersonen“ bezeichnet den Anteil der Befragten im Alter von 20-64 Jahren, die inaktiv sind und aktuell keine Stelle suchen, weil aus ihrer Sicht keine freien Stellen verfügbar sind oder weil sie noch nicht mit der Arbeitssuche begonnen haben.

Im Gefolge der ersten Pandemiemonate entwickelte sich der Arbeitsmarkt in der Wahrnehmung der Befragten deutlich zum Besseren (siehe Abbildung B). Mit der Erholung der wirtschaftlichen Bedingungen auf aggregierter Ebene verbesserten sich auch die Einschätzungen zur Arbeitsmarktentwicklung. Dies äußerte sich in einem steten Rückgang der erwarteten Arbeitslosenquote über alle Bildungsstände hinweg. Befragte mit vollendeter Primar- oder Sekundarbildung sehen die Arbeitslosenquote in zwölf Monaten dabei tendenziell höher als Umfrageteilnehmer mit Hochschulabschluss. In allen Beschäftigungsgruppen liegen die erwarteten Arbeitslosenquoten deutlich über den tatsächlich beobachteten Zahlen, was für Erwartungsumfragen typisch ist.⁵ Im Einklang mit den Erwartungen zur Arbeitslosigkeit haben sich die Arbeitnehmer zuletzt auch weniger besorgt über einen möglichen Verlust des Arbeitsplatzes geäußert.

⁵ Siehe beispielsweise T. Broer, A. Kohlhas, K. Mitman und K. Schlafmann, Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy, Discussion Paper des CEPR, Nr. 15934, 2021. Einzelheiten zu den individuellen Erwartungen hinsichtlich möglicher Stellenverluste finden sich beispielsweise in: M. Stephens, Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior, Review of Economics and Statistics, Bd. 86, Nr. 1, 2004, S. 253-269.

Abbildung B

Erwartungen zur Arbeitslosenquote in zwölf Monaten nach Bildungsstand der Befragten



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die durchschnittlichen Erwartungen der Befragten zur Arbeitslosenquote in zwölf Monaten in ihren jeweiligen Ländern. Die Angaben zum Bildungsstand beziehen sich auf den höchsten erreichten Schulabschluss oder akademischen Grad gemäß der Internationalen Standardklassifikation für das Bildungswesen (ISCED).

Häufigere Stellenwechsel und höhere Verdiensterwartungen zeigen, dass sich die Arbeitsmarktlage in der Einschätzung der Beschäftigten insgesamt verbessert hat (siehe Abbildung C). Die Frequenz des Wechsels zwischen

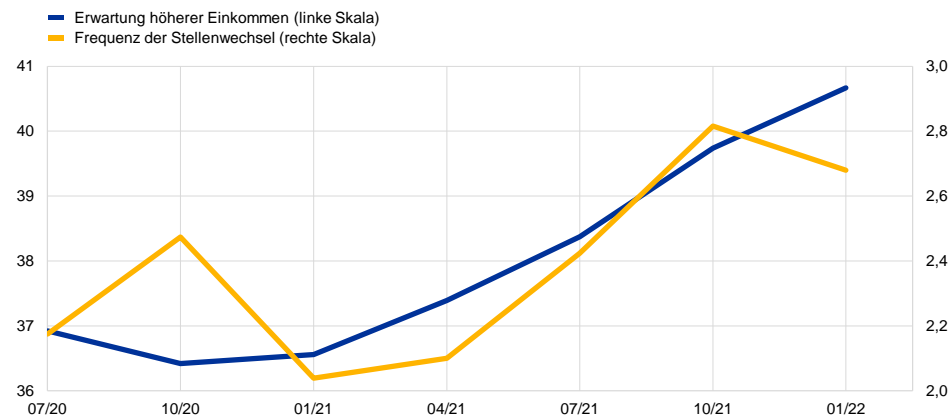
unterschiedlichen Beschäftigungsverhältnissen verringert sich tendenziell in wirtschaftlichen Abschwungphasen und erhöht sich in Aufschwungphasen. Mit der Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen in konjunkturellen Expansionsphasen konkurrieren Firmen um Arbeitskräfte, die in anderen Unternehmen beschäftigt sind. Arbeitnehmer ergreifen ihrerseits die Gelegenheit, in besser entlohnte Stellen zu wechseln. Dies kann zu einem gewissen Aufwärtsdruck auf die Löhne führen.⁶ Laut der CES-Umfrage ist der Anteil der Beschäftigten, die pro Quartal den Arbeitgeber wechseln, seit Januar 2021 stetig gestiegen – mit Ausnahme des aus den jüngsten Daten ablesbaren leichten Rückgangs im Januar 2022, der ähnliche Ursachen wie die rückläufige Erwerbsbeteiligung haben dürfte. Die höhere Frequenz an Stellenwechseln im Jahresverlauf 2021 ging mit einem zunehmenden Anteil an Umfrageteilnehmern einher, die für die kommenden zwölf Monate insgesamt ein höheres Haushaltsnettoeinkommen erwarten. Darin spiegelt sich der gestiegene Optimismus der Stellensuchenden in Bezug auf ihre Löhne, die zu leistenden Arbeitsstunden und die allgemeinen Beschäftigungsaussichten wider.

⁶ Siehe beispielsweise F. Karahan, R. Michaels, B. Pugsley, A. Şahin und R. Schuh, Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?, American Economic Review: Papers & Proceedings, Bd. 107, Nr. 5, 2017, S. 353–357; G. Moscarini und F. Postel-Vinay, The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth, American Economic Review: Papers & Proceedings, Bd. 107, Nr. 5, 2017, S. 364–368.

Abbildung C

Häufigkeit der Stellenwechsel und Erwartung steigender Einkommen

(linke Skala: in % der Befragten; rechte Skala: in % der Beschäftigten)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die Frequenz der Stellenwechsel bemisst sich als Anteil der Befragten, die drei Monate zuvor erwerbstätig waren und eine Beschäftigungsdauer von weniger als drei Monate bei ihrem aktuellen Arbeitgeber angeben. Die Einkommenserwartungen errechnen sich als Anteil der Befragten, die einen Anstieg ihres Haushaltsnettoeinkommens in den kommenden zwölf Monaten erwarten.

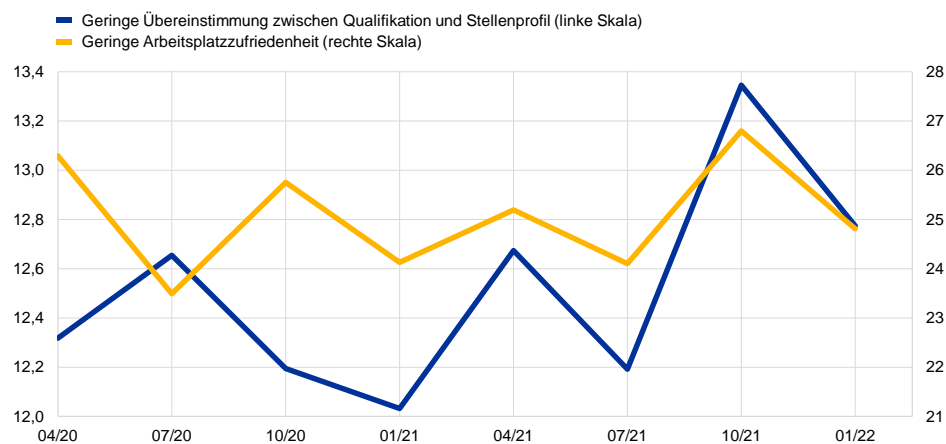
Zugleich haben sich die Arbeitsbedingungen während der Pandemie in der Wahrnehmung der Arbeitnehmer nicht wesentlich verschlechtert.

Die Umfrageteilnehmer werden auch dazu befragt, wie sie die Übereinstimmung ihrer Qualifikationen mit den Anforderungen am Arbeitsplatz qualitativ einschätzen und inwieweit sie mit ihrer Arbeitsstelle zufrieden sind. Daraus lassen sich Erkenntnisse über die Arbeitsplatzqualität ableiten (siehe Abbildung D). Im Januar 2022 gaben weniger als 13 % der Befragten an, dass die Übereinstimmung zwischen ihren Qualifikationen und den aktuellen Stellenanforderungen gering sei, und rund 26 % zeigten sich wenig zufrieden mit ihrem Arbeitsplatz. Keiner der beiden Indikatoren deutet auf eine wesentliche Verschlechterung der Arbeitsplatzqualität seit Beginn der Pandemie hin. Dies legt den Schluss nahe, dass die Erholung am Arbeitsmarkt nicht von einer Ausweitung qualitativ niedriger Beschäftigungsverhältnisse gespeist wird. Die Verknüpfung dieser Informationen mit den Antworten zur Häufigkeit des Arbeitsplatzwechsels lässt darauf schließen, dass Arbeitskräfte, die die Stelle wechseln, tendenziell auch eher eine stärkere Übereinstimmung ihrer Qualifikationen mit dem Arbeitsplatzprofil und eine höhere Arbeitsplatzzufriedenheit bekunden.

Abbildung D

Anteil der Arbeitnehmer mit geringer Arbeitsplatzzufriedenheit und geringer Übereinstimmung zwischen Qualifikation und Stellenprofil

(Anteil an Befragten in %)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die Übereinstimmung von Qualifikation und Stellenprofil gilt als gering, wenn die Befragten für ihr aktuelles Beschäftigungsverhältnis auf einer Skala von 1 bis 7 einen der drei niedrigsten Werte auswählen. Die Arbeitsplatzzufriedenheit wird als gering definiert, wenn die Befragten auf einer Skala von 1 bis 5 einen der zwei niedrigsten Werte angeben.

Insgesamt lässt sich aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen eine positive Arbeitsmarktdynamik ablesen, während das Tempo der konjunkturellen Erholung nach wie vor von der Pandemie beeinträchtigt wird.

Die Anzahl der Erwerbstätigen nahm im Jahresverlauf 2021 zu. Dies ging mit einem Rückgang der Zahl der als entmutigt geltenden Erwerbspersonen und einer niedrigeren Arbeitslosenquote einher. Das Arbeitskräfteangebot hat somit rasch auf die Belegung der Nachfrage reagiert. Darüber hinaus wechselten mehr Befragte ihre Stelle und passten ihre Erwartungen mit Blick auf das Einkommen und die Arbeitsmarktbedingungen nach oben an. Diese Entwicklungen deuten auf einen dynamischen Arbeitsmarkt hin.

Welche Teilkomponenten beeinflussen die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum?

Rodolfo Arioli und Eduardo Gonçalves

Im Januar 2022 wies Eurostat im Rahmen der Veröffentlichung des Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum (Owner-Occupied Housing Price Index – OOHPI) erstmals offizielle Aggregate für das Euro-Währungsgebiet aus. Im vorliegenden Kasten werden die verschiedenen Teilkomponenten des Index und ihre Korrelation mit anderen Preisindikatoren beleuchtet.

Die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum umfassen die Kosten für den Kauf sowie den Besitz von Wohneigentum.¹ Anhand der Erwerbskosten werden die Kosten für „selbstgebauten Wohnraum und größere Renovierungen“ sowie für „Käufe von neuem Wohnraum“ gemessen. Der Kauf von neuem Wohnraum wird teilweise als Konsum und teilweise als Vermögen betrachtet. Ersterer spiegelt den Wert der generierten Wohnungsdienstleistungen wider (z. B. die dadurch bereitgestellte Unterkunft), während Letzteres den Wert des Gebäudes und des zugehörigen Grundstücks zum Ausdruck bringt.² Grundstückspreise werden hingegen in der Teilkomponente „Selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen“ nicht berücksichtigt. Diese enthält im Wesentlichen die Baukosten für freistehende Häuser auf Grundstücken, die sich bereits im Eigentum der jeweiligen Bauherren befinden. Der OOHPI misst auch die Kosten für „sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Kauf von Wohnraum“; dazu zählen beispielsweise Grunderwerbsteuern und Maklergebühren. Was die Kosten für das Eigentum an Wohnraum anbelangt, so umfasst der Index vor allem „größere Reparaturen und Instandhaltung“ sowie „Versicherungen im Zusammenhang mit Wohnraum“.³

Im Jahr 2021 entfielen rund 78 % des OOHPI auf der Ebene des Eurogebiets auf die Erwerbskosten (siehe Abbildung A). „Selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen“, „Käufe von neuem Wohnraum“ und „sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Kauf von Wohnraum“ machten 45 %, 21 % bzw. 12 % aus. Die verbleibenden 22 % des OOHPI entfielen auf die Kosten für das Eigentum an Wohnraum, davon 19 % auf „größere Reparaturen und Instandhaltung“ und 3 % auf „Versicherungen im Zusammenhang mit Wohnraum“.

¹ Siehe EZB, [Berücksichtigung von selbst genutztem Wohneigentum bei der Inflationsmessung](#), Wirtschaftsbericht 1/22, Februar 2022.

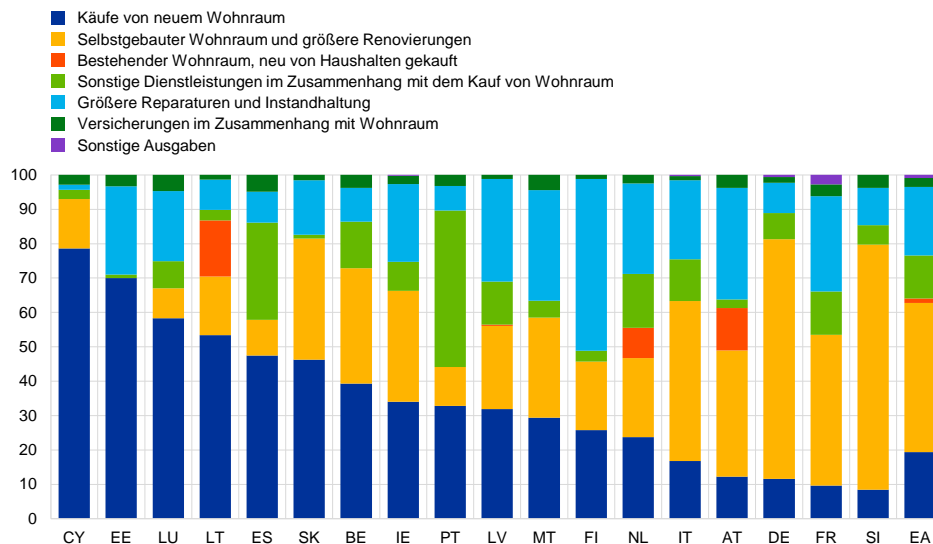
² Siehe EZB, The treatment of land in OOHPIs, Kasten 12, in: [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 265, 2021.

³ Die Erwerbskosten beinhalten auch die Kosten für die Teilkomponente „Bestehender Wohnraum, neu von Haushalten gekauft“, auf die rund 0,5 % des Gesamtindex für den Euroraum entfallen. Abgesehen von Abbildung A wurde sie bei der Analyse im vorliegenden Kasten jedoch außer Acht gelassen, da hinsichtlich der Datenerhebung Qualitätsprobleme bestehen, die auf einen geringen Erfassungsgrad und eine mangelnde Harmonisierung über die einzelnen Länder hinweg zurückzuführen sind. Gleiches gilt für „sonstige Ausgaben“. Diese Teilkomponente der Kosten für das Eigentum an Wohnraum macht 0,9 % des Aggregats für den Euroraum aus.

Abbildung A

Aufschlüsselung des OOHPI für den Euroraum

(in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für Griechenland liegen keine Daten vor. Alle Angaben beziehen sich auf 2021.

Bei der Analyse des OOHPI auf der Ebene des Euroraums gilt es zu beachten, dass sich die relative Bedeutung der Teilkomponenten in den einzelnen Ländern erheblich unterscheidet. So ist die Teilkomponente „Selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen“ in Deutschland, Frankreich und Italien viel wichtiger als „Käufe von neuem Wohnraum“, während es im Fall Spaniens umgekehrt ist.

Im Eurogebiet insgesamt fällt die Preisdynamik in den einzelnen Teilkomponenten sehr unterschiedlich aus. Der Preisindex für „Käufe von neuem Wohnraum“ wies in den vergangenen zehn Jahren die höchste durchschnittliche Jahreswachstumsrate auf (siehe Abbildung B, Grafik a).⁴ Den größten Beitrag zur Jahresänderungsrate des Gesamtindex leistete jedoch die Kategorie „Selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen“, gefolgt von der Kategorie „Käufe von neuem Wohnraum“. Auf diese beiden Teilkomponenten entfielen zusammen 5,0 Prozentpunkte des jährlichen Anstiegs von 6,6 %, der im dritten Quartal 2021 für den OOHPI insgesamt verzeichnet wurde. Der Rest war im Wesentlichen der Kategorie „Größere Reparaturen und Instandhaltung“ zuzuschreiben (siehe Abbildung B, Grafik b). Die anderen Teilkomponenten machten einen geringeren Teil des OOHPI aus und wiesen eine moderatere Preisentwicklung auf. Zwar waren ihre einzelnen Beiträge zum durchschnittlichen jährlichen Anstieg des Index durchweg deutlich niedriger, doch ist ihr Gesamtbeitrag nach wie vor signifikant und zeichnet insgesamt für rund ein Drittel des durchschnittlichen jährlichen Wachstums seit 2012 verantwortlich.

⁴ Seit 2012 ist der Preisindex für „Käufe von neuem Wohnraum“ jährlich im Schnitt um 2,4 % gestiegen. Im Vergleich dazu erhöhten sich die Indizes für „selbstgebautes Wohnraum und größere Renovierungen“ sowie „größere Reparaturen und Instandhaltung“ um 2,1 % bzw. 1,6 %.

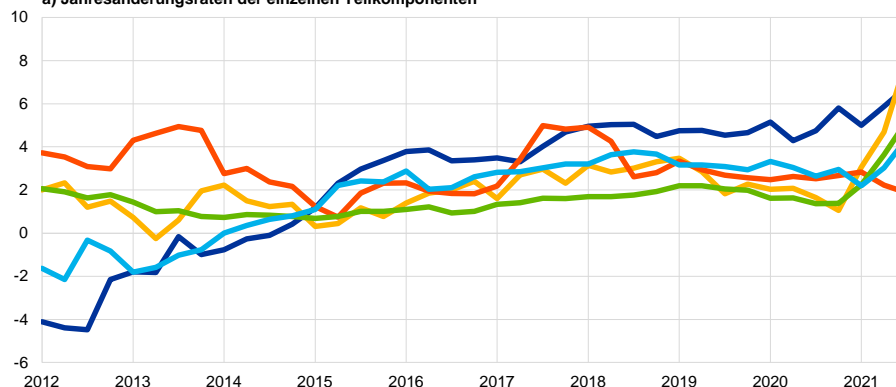
Abbildung B

Beitrag der Teilkomponenten zum jährlichen Anstieg der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum

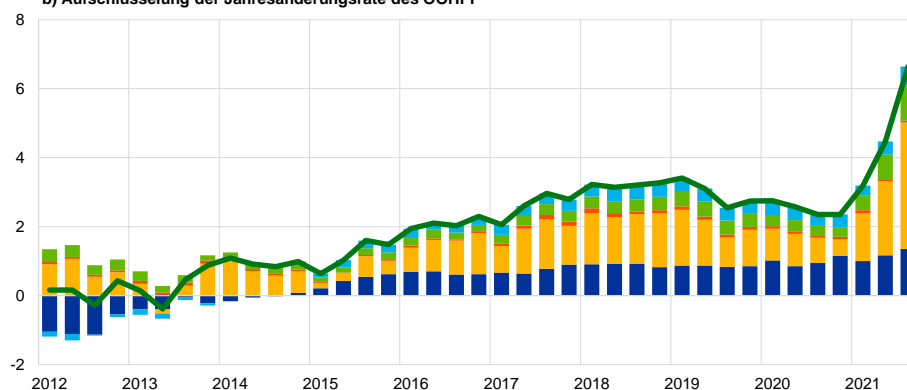
(Grafik a: Veränderung gegen Vorjahr in %; Grafik b: Veränderung gegen Vorjahr in %, Beiträge in Prozentpunkten)

- Käufe von neuem Wohnraum (21 %)
- Selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen (45 %)
- Versicherungen im Zusammenhang mit Wohnraum (3 %)
- Größere Reparaturen und Instandhaltung (19 %)
- Sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Kauf von Wohnraum (12 %)
- OOHPI

a) Jahresänderungsraten der einzelnen Teilkomponenten



b) Aufschlüsselung der Jahresänderungsrate des OOHPI



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die in der Legende in Klammern dargestellten Werte geben das Gewicht der jeweiligen Teilkomponente im OOHPI im Jahr 2021 an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

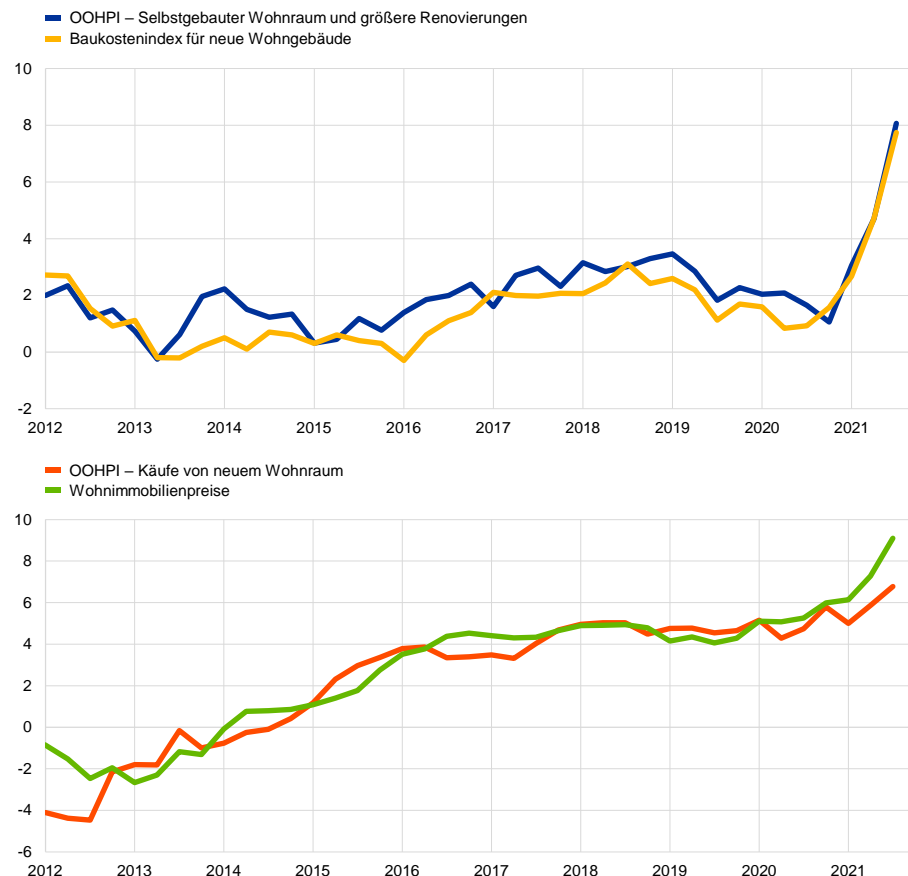
Einzelne Teilkomponenten weisen einen engen Zusammenhang mit den Baukosten und den Wohnimmobilienpreisen auf.

So korreliert etwa die Jahreswachstumsrate der Kategorie „Selbstgebauter Wohnraum und größere Renovierungen“ stark mit den Baukosten, die in der Konjunkturstatistik ausgewiesen sind (siehe Abbildung C, obere Grafik). Ebenso weist die Teilkomponente „Größere Reparaturen und Instandhaltung“ einen starken Gleichlauf mit der HVPI-Komponente „Dienstleistungen für die Instandhaltung und Reparatur der Wohnung“ auf. Die Kategorie „Käufe von neuem Wohnraum“ wiederum korreliert eng mit den Wohnimmobilienpreisen (siehe Abbildung C, untere Grafik).

Abbildung C

Korrelation zwischen OOHPI-Teilkomponenten und anderen Indizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Insgesamt bedarf es weiterer Analysen, um das Verhalten des OOHPI und seiner Teilkomponenten im Zeitverlauf zu beurteilen.⁵ Dabei wird unter anderem ein besseres Verständnis der unterschiedlichen Korrelationen dazu beitragen, neue Wege zur Erfassung der OOHPI-Entwicklung in Echtzeit wie auch zur Erstellung von Prognosen zu finden, beispielsweise wenn Daten für einzelne korrelierende Indikatoren früher als der OOHPI zur Verfügung stehen, der mit einer Verzögerung von 100 Arbeitstagen veröffentlicht wird.

⁵ Siehe auch EZB, [Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet während der Corona-Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021; EZB, [Aktueller Stand des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/2018, November 2018.

Aufsätze

1 Chinas Unternehmenssektor: Finanzielle Risiken innerhalb und außerhalb der Immobilienbranche

Apostolos Apostolou, Alexander Al-Haschimi und Martino Ricci

1 Einleitung

Die jüngsten Spannungen am chinesischen Immobilienmarkt haben deutlich gemacht, welche Risiken vom hochverschuldeten Unternehmenssektor des Landes ausgehen. Hohe Investitionsraten in Verbindung mit einer hohen Schuldenakkumulation haben dazu geführt, dass sich diese Risiken nun schon seit geraumer Zeit aufbauen konnten. Zudem finanzieren sich die Unternehmen nicht mehr allein über den traditionellen Bankensektor, sondern verstärkt über Finanzunternehmen aus dem Nichtbankenbereich. Solche Finanzierungen sind weniger stabil und reagieren anfälliger auf plötzliche Veränderungen der Anlegerstimmung. Hinzu kommt, dass Spannungen in großen Branchen des Unternehmenssektors über verschiedene Kanäle auf die übrige Wirtschaft durchwirken können. Dies kann z. B. über die privaten Haushalte geschehen, deren Verschuldungsgrad ebenfalls gestiegen ist und deren Vermögen in hohem Maße von der Entwicklung am Immobilienmarkt abhängt. Angesichts der Größe der chinesischen Wirtschaft, der wichtigen weltweiten Handelsverflechtungen des Landes und seiner zentralen Rolle an den internationalen Rohstoffmärkten könnte eine allgemeine Abkühlung der Konjunktur in China wiederum globale Auswirkungen haben. Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich der vorliegende Aufsatz mit den erhöhten finanziellen Risiken in der chinesischen Wirtschaft, die ihren Ursprung im zunehmenden Verschuldungsgrad des privaten Sektors, den Verflechtungen zwischen dem Finanz- und dem Nichtbankenfinanzsektor sowie der wachsenden Schuldenlast der privaten Haushalte haben.

2 Globale Bedeutung und steigende Verschuldung Chinas

Der jüngste Stress am chinesischen Immobilienmarkt hat das Spannungsverhältnis zwischen den hohen Wachstumsraten und der hohen Verschuldung im Unternehmenssektor des Landes deutlich gemacht. Als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt hat China in den vergangenen zehn Jahren rund ein Drittel zum globalen BIP-Wachstum beigesteuert (siehe Abbildung 1). Zugleich stieg der Anteil Chinas an den weltweiten Krediten an den Nichtfinanzsektor von rund 8 % auf 20 %.¹ Teilweise spiegelt sich hierin der Beitrag der Investitionsausgaben als eine

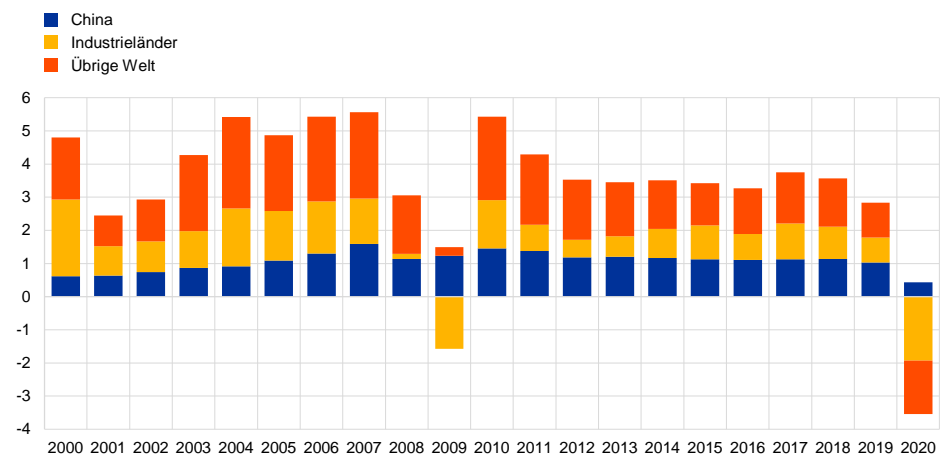
¹ Siehe A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen und D. Lodge (Hrsg.), [The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 206, 2018.

der Haupttriebfedern des Wirtschaftswachstums wider. Die jüngsten Turbulenzen im chinesischen Immobiliensektor und die Zahlungsschwierigkeiten einiger großer Immobilienentwickler wie Evergrande haben jedoch aufgezeigt, welche Risiken sich durch die Konstellation aus hoher Verschuldung, starkem Wachstum und letztlich auch aus hochgradig verflochtenen Geschäftsmodellen ergeben, wie sie im chinesischen Unternehmenssektor und insbesondere unter den Immobilienentwicklern weitverbreitet sind.

Abbildung 1
Chinas Bedeutung für die Weltkonjunktur

China trägt weiterhin erheblich zum globalen BIP-Wachstum bei

(Beitrag zum globalen BIP-Wachstum auf Basis kaufkraftparitätischer Gewichte in Prozentpunkten)



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Zugleich nutzen chinesische Unternehmen in erheblichem Maße

Finanzierungsquellen außerhalb des Bankensektors. Gemessen am BIP beträgt die Verschuldung des privaten Sektors insgesamt inzwischen mehr als 250 % (siehe Abbildung 2). Der Anteil des Unternehmenssektors an dieser Verschuldung ist in China weltweit am höchsten. Deshalb haben die chinesischen Aufsichtsbehörden die Kreditvergabe an hochverschuldete Unternehmen zunehmend durch regulatorische Vorschriften eingeschränkt. Das chinesische Finanzsystem ist zwar nach wie vor weitgehend bankenbasiert, doch der Unternehmenssektor finanziert sich inzwischen auch in beträchtlichem Umfang über den Nichtbankenfinanzsektor. Dieses sogenannte Schattenbankensystem vereinfacht die Unternehmensfinanzierung, da hierdurch Kapitalbeschränkungen und Kreditvorschriften umgangen werden können. Hinzu kommt, dass Anleger in der Regel davon ausgehen, dass Anlageprodukte des Schattenbankensektors über implizite Renditegarantien verfügen. Obwohl solche Garantien in den Verträgen dieser Produkte explizit ausgeschlossen werden, gehen private wie auch institutionelle Anleger davon aus, dass die emittierenden Finanzunternehmen – und in einigen Fällen auch die regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften sowie die Zentralregierung – für etwaige Renditeausfälle aufkommen.² Die Risiken werden folglich erheblich unterbewertet, was wiederum bedeutet, dass sich die Anlegerstimmung gegenüber diesen Produkten im Falle

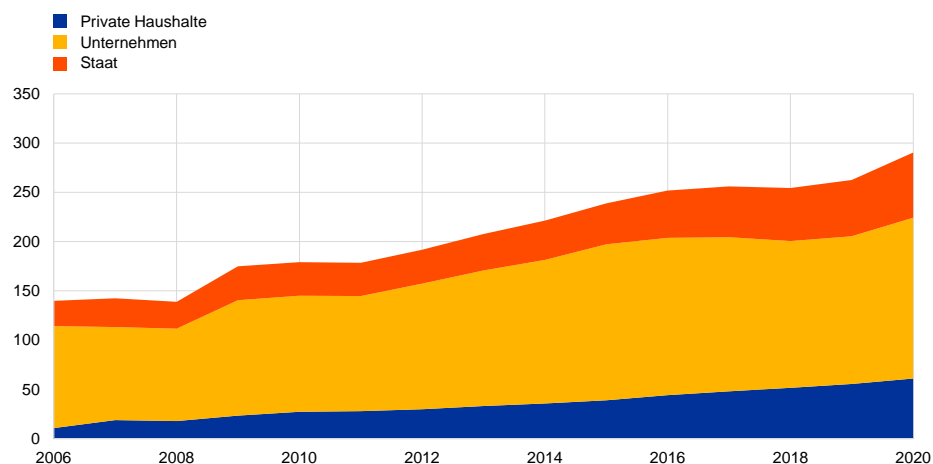
² Siehe F. Allen, X. Gu, C. W. Li, J. Qian und Y. Qian, Implicit Guarantees and the Rise of Shadow Banking: The Case of Trust Products, Mimeo, 13. Dezember 2021.

eines tatsächlich entstehenden Fehlbetrags schlagartig ändern kann. Durch die ab 2015 schrittweise eingeführten makroprudenziellen Regelungen ist es zwar gelungen, das Wachstum des Schattenbankensektors zu begrenzen, doch das nach wie vor umfangreiche Volumen der ausstehenden Aktiva birgt weiterhin ein Risiko für das Finanzsystem. Darüber hinaus bieten große FinTech-Unternehmen neue Fremdfinanzierungsmöglichkeiten für die Wirtschaft. Dies stellt die Aufsichtsbehörden bei ihren Bemühungen, die Verschuldung der chinesischen Wirtschaft zu begrenzen, vor neuartige und zusätzliche Herausforderungen.

Abbildung 2
Verschuldung in China

Verschuldung nach Sektoren

(in % des BIP)



Quellen: BIZ, IWF und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2020.

Die privaten Haushalte könnten die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Turbulenzen im Unternehmenssektor zusätzlich verstärken. Beispielsweise hängt das Vermögen der Privathaushalte mehr und mehr von der Entwicklung des Immobilienmarktes ab. In der Folge könnten sich Risiken, die im Unternehmenssektor zum Tragen kommen, auf das Vermögen der privaten Haushalte und somit auf den privaten Konsum auswirken. Zudem vertreibt der Schattenbankensektor auch Anlageprodukte an private Haushalte, woraus sich Risikoverflechtungen zwischen dem Nichtbankenfinanzsektor und den privaten Haushalten ergeben. Da die Verschuldung der chinesischen Privathaushalte in letzter Zeit massiv gestiegen ist, haben sich durch diese Verflechtungen systemische Risiken aufgebaut, die sowohl national als auch international negative Ansteckungseffekte mit sich bringen könnten.

In Anbetracht der globalen Vernetzung der chinesischen Wirtschaft sind die binnenwirtschaftlichen Entwicklungen des Landes für die Weltwirtschaft relevant. Die Spannungen im chinesischen Immobiliensektor haben sich auch über die Landesgrenzen hinaus bemerkbar gemacht. Mitte September 2021 häuften sich die Meldungen über Liquiditätsprobleme bei Evergrande (siehe Abbildung 3, Grafik a), wonach das Bauunternehmen die Zahlungsfrist für eine Reihe von Anleihen versäumte. Dies führte zu einer vermehrten Risikoscheu an den

Finanzmärkten weltweit. Daraufhin gaben die Aktienkurse rund um den Globus vorübergehend um etwa 2 % bis 3 % nach, die Kreditspreads weiteten sich aus, und die Indikatoren für die Unsicherheit der Investoren stiegen vor dem Hintergrund einer Flucht in sichere Anlagen stetig an. Auch sanken die Metall- und Ölpreise, was darauf hindeutet, dass die Nachfrage nach Rohstoffen infolge einer nachlassenden Dynamik in Chinas Immobiliensektor rückläufig gewesen sein könnte (siehe Abbildung 3, Grafik b). Die globalen Ansteckungseffekte erwiesen sich als kurzlebig, was unter anderem mit einem gewissen Vertrauen in die chinesische Regierung zusammenhing, negative Übertragungseffekte in der heimischen Wirtschaft durch geeignete Maßnahmen abzufedern. Dennoch wird ersichtlich, dass realwirtschaftliche und finanzielle Schocks in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt durchaus globale Implikationen haben. Wie die EZB in ihren Finanzstabilitätsberichten vom Mai 2018 und Mai 2021 feststellt, gewinnt China im globalen Finanzsystem an Gewicht und systemischer Relevanz – auch wenn das Land in finanzieller Hinsicht nach wie vor relativ isoliert ist.³ Hinzu kommt, dass chinaspezifische Schocks größere Implikationen für die weltweite Finanzstabilität haben können als Schocks in anderen Schwellenländern.⁴ Vor diesem Hintergrund beschäftigt sich der vorliegende Aufsatz mit den erhöhten finanziellen Risiken in der chinesischen Wirtschaft, die ihren Ursprung im zunehmenden Verschuldungsgrad des privaten Sektors, den Verflechtungen zwischen dem Finanz- und dem Nichtbankenfinanzsektor sowie der wachsenden Schuldenlast der privaten Haushalte haben.

³ Siehe EZB, [The growing systemic footprint of Chinese banks](#), Kasten 1, Financial Stability Review, Mai 2018.

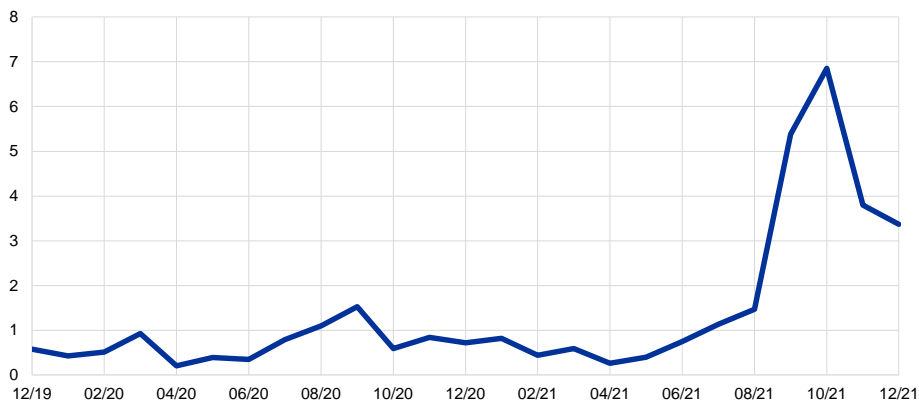
⁴ Siehe EZB, [Emerging markets' vulnerability to a reassessment of risk](#), Kasten 1, Financial Stability Review, Mai 2021.

Abbildung 3

Reaktion der globalen Märkte auf die Evergrande-Krise

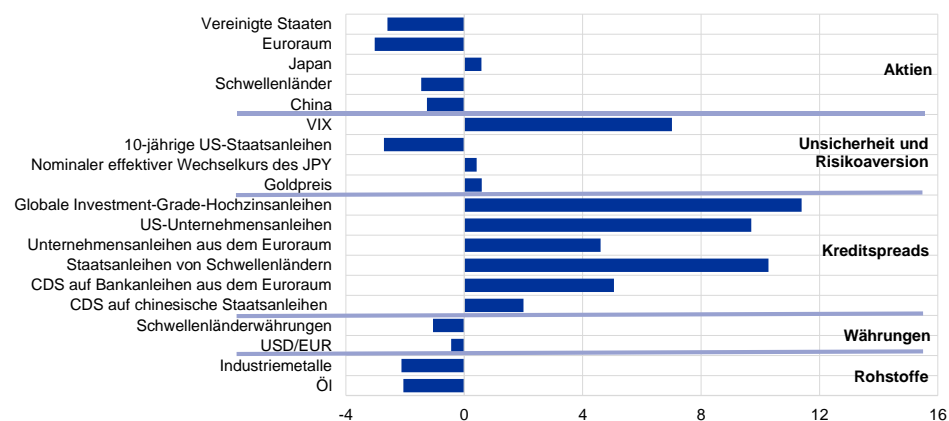
a) Erhebliche Zunahme der Presseartikel zu Evergrande im Jahr 2021

(Anteil an der Gesamtzahl der Presseartikel über China in %)



b) Negative Reaktion der Finanzmärkte Mitte September (16.09.2021 bis 20.09.2021)

(in % und in Basispunkten)



Anmerkung: Grafik a: Anteil der Presseartikel zu Evergrande an der Gesamtzahl der Artikel über China im Wall Street Journal und der South China Morning Post. Grafik b: Veränderung vom 16. September 2021 bis zum 20. September 2021. Aktien: Vereinigte Staaten (S&P 500), Euroraum (Euro STOXX 50), Japan (Nikkei 225), Schwellenländer (MSCI Emerging Markets Index), China (Shanghai Stock Exchange Composite Index) – Kursänderung in %. Unsicherheit und Risikoaversion: VIX – Indexänderung; zehnjährige US-Staatsanleihen – Renditeänderung in Basispunkten; nominaler effektiver Wechselkurs des JPY – Indexänderung in Prozentpunkten; Goldpreis – Nominalpreisänderung in %. Kreditspreads: globale Investment-Grade-Hochzinsanleihen (ICE BofA), US-Unternehmensanleihen (ICE BofA US Non-Financial), Unternehmensanleihen aus dem Euroraum (ICE BofA Euro Area Non-Financial), Staatsanleihen von Schwellenländern (JP Morgan Emerging Market Bond Index), CDS auf Bankanleihen aus dem Euroraum, CDS auf chinesische Staatsanleihen – Spreadänderung in Basispunkten. Währungen: Schwellenländerwährungen (JP Morgan Emerging Market Currency Index), USD/EUR – Indexänderung in Prozentpunkten. Rohstoffe: Industriemetalle (GSCI Industrial Metals Index), Öl (Brent) – Nominalpreisänderung in %.

3 Wachsende Unternehmensverschuldung und die Folgen für Wirtschaftswachstum und Finanzstabilität

Die Verschuldung im chinesischen Unternehmenssektor hat sich rascher

erhöht als in anderen Ländern. So haben die Unternehmenskredite gemessen am BIP von rund 90 % im Jahr 2008 auf 160 % im Jahr 2016 zugenommen. Inzwischen ist ihr Anteil höher als in den Industrieländern und übersteigt auch den Wert in anderen Schwellenländern (siehe Abbildung 4, Grafik b). Die chinesische Regierung startete 2015 zwar eine Offensive zum Abbau der Unternehmensverschuldung,

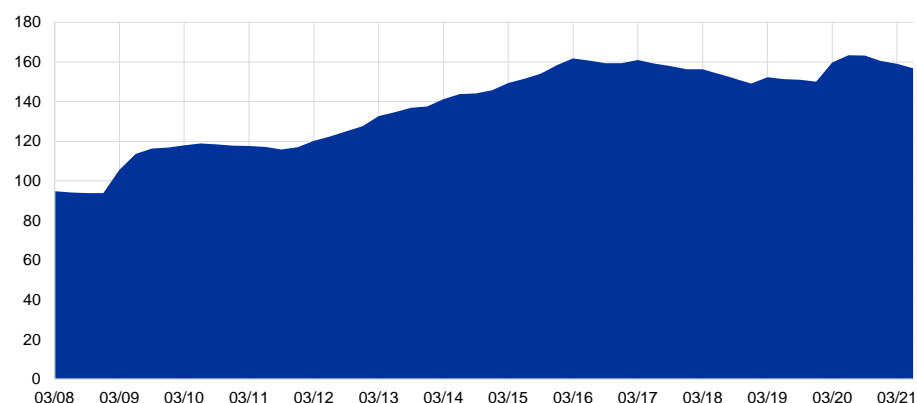
durch die es gelang, die Schuldenquote der Firmen – gemessen am BIP – auf einem niedrigeren Niveau zu stabilisieren. Mit Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 kletterte diese Kennziffer jedoch auf neue historische Höchststände. Zuletzt war in einem Umfeld volatilen Wirtschaftswachstums allerdings ein leichter Rückgang zu verzeichnen (siehe Abbildung 4, Grafik a).

Abbildung 4

Verschuldungsdynamik im Unternehmenssektor: China im internationalen Vergleich

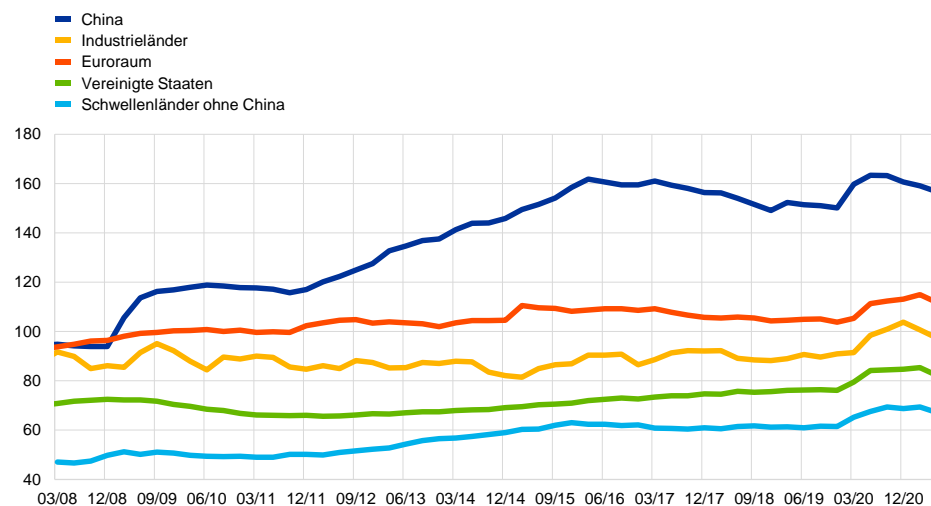
a) Starker Anstieg der Kreditverschuldung nichtfinanzieller Unternehmen in China

(in % des BIP)



b) Kreditverschuldung nichtfinanzieller Unternehmen Chinas auch im internationalen Vergleich auf hohem Niveau

(in % des BIP)



Quelle: BIZ (über Haver Analytics).

Anmerkung: Berechnung der Verschuldung zum Marktwert (erzielbarer Preis bei Handel am offenen Markt). Industrieländer: AU, CA, CH, DK, EA, JA, NO, NZ, SE, UK, US. Schwellenländer: AR, BR, CL, HK, ID, IN, MY, MX, PL, RU, SA, TH, TK, ZA. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2021.

Die Herausforderung für China liegt darin, eine Balance zwischen dem Abbau der Unternehmensverschuldung und der Förderung des Wirtschaftswachstums zu finden. In ihrem Bemühen, der Verschuldung der Bauträger Grenzen zu setzen, haben die chinesischen Behörden den Immobiliensektor in den Fokus ihrer jüngsten regulatorischen Maßnahmen gestellt. Mit dem Rückgang der Unternehmensverschuldung in diesem Sektor hat sich aber auch die Dynamik im

Wohnungsbau verlangsamt, was das Wirtschaftswachstum hemmt. In jüngerer Zeit sind auch die banknahen Geschäfte großer Technologiefirmen ins Fadenkreuz einer restriktiveren Finanzmarktregulierung geraten. Die ergriffenen Reformen tragen zwar zur Eindämmung der Finanzrisiken in den betreffenden Sektoren bei, doch eine geringere Kreditvergabe könnte auch die Konjunktur dämpfen. Die Bekämpfung der Risiken im Unternehmenssektor erfordert daher einen sehr zielgerichteten Ansatz.

Zentrale Bedeutung des Immobiliensektors für die Wirtschaft

Der Immobiliensektor spielt in der chinesischen Wirtschaft eine zentrale Rolle.

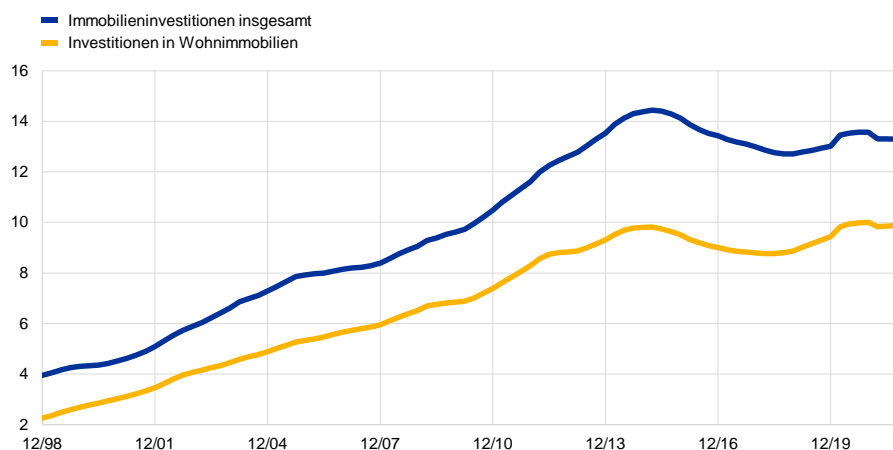
Gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erhöhte sich der BIP-Anteil der immobilienbezogenen Dienstleistungen und des Baugewerbes zusammengenommen zwischen 1995 und 2020 von 10 % auf rund 14 %. Auch die Investitionen in Wohnimmobilien haben in den letzten 25 Jahren kontinuierlich zugelegt. Seit 2015 beschreiben sie einen Seitwärtstrend und haben sich im Zuge der behördlichen Anstrengungen zur Verschuldungsbegrenzung mittlerweile bei rund 10 % des BIP eingependelt. Demgegenüber liegen die Gesamtinvestitionen im Immobiliensektor bei rund 13 % des BIP (siehe Abbildung 5, Grafik a). Indessen wird die tatsächliche Bedeutung dieses Sektors für die chinesische Wirtschaft nach Einschätzung zahlreicher Fachleute von den genannten Zahlen noch unterzeichnet. So schätzen Rogoff und Yang⁵ anhand von Input-Output-Tabellen, dass der vom Immobiliensektor ausgehende Gesamtimpuls auf das BIP bei rund 29 % liegt. Dabei sind nach und nach Spitzenwerte erreicht worden, die in anderen Ländern wie Spanien oder Irland scharfe Korrekturen zur Folge hatten (siehe Abbildung 5, Grafik b). Die Wohnungswirtschaft hat eine herausragende Bedeutung für die chinesische Wirtschaft. Hausbesitz gilt als Statussymbol. Wohnimmobilien sind sowohl Wertaufbewahrungsmittel als auch – in Ermangelung anderer geeigneter Investitionsmöglichkeiten – eine Quelle potenziellen Kapitalzuwachses. Sie machen mithin mehr als die Hälfte des Gesamtvermögens der privaten Haushalte aus, weswegen sie eine bedeutende Rolle für deren Ausgabenentscheidungen spielen.

⁵ K. Rogoff und Y. Yang, Has China's Housing Production Peaked?, China & World Economy, Bd. 29, Nr. 1, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, Januar 2021, S. 1-31.

Abbildung 5 Bedeutung des Immobiliensektors

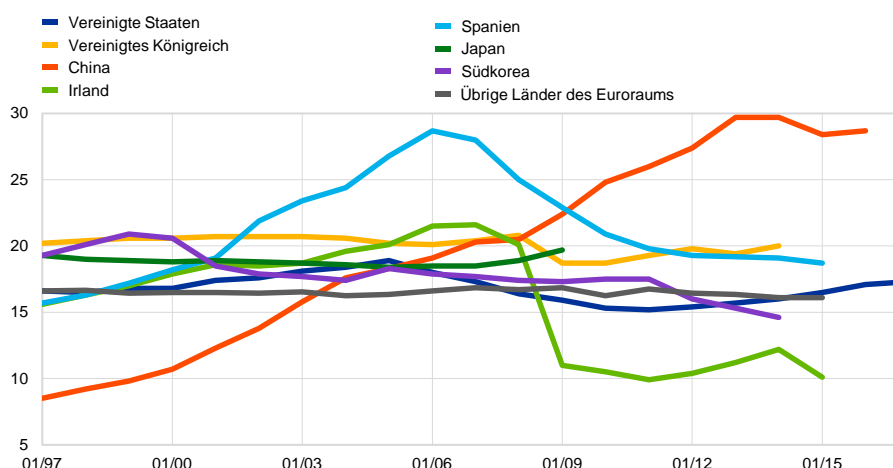
a) Anteil des Immobiliensektors am BIP hat zugenommen

(in %)



b) Anteil immobiliennaher Aktivitäten am chinesischen BIP auch im internationalen Vergleich hoch

(in %)



Quellen: Grafik a: National Bureau of Statistics (über CEIC) und EZB-Berechnungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021. Grafik b: Rogoff und Yang (2021) anhand nationaler Input-Output-Matrizen. Datenquellen für China sind in der Veröffentlichung angegeben, für die anderen Länder KLEMS. Die jüngsten Angaben für China und die Vereinigten Staaten beziehen sich auf das Jahr 2017, für Spanien und Irland sowie die übrigen Länder des Euroraums auf 2015, für das Vereinigte Königreich und Südkorea auf 2014 und für Japan auf 2009.

Tatsächlich geben die privaten Haushalte in China laut chinesischer Statistikbehörde etwa 23 % ihres Einkommens für Wohnzwecke aus, zuzüglich weiterer 6 % für Sachausstattung, Zubehör und wohnungsbezogene Dienstleistungen.⁶ Für die regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften ist der Verkauf von Grundstücken darüber hinaus eine ihrer größten Einnahmequellen.⁷

⁶ Gemeint sind Ausgaben für Haushalts- und persönliche Artikel im Wohnbereich sowie haushaltsnahe Dienstleistungen. Hierzu zählen Möbel, Innenausstattung, Haushaltsgeräte, Heimtextilien, verschiedene Haushaltsartikel des täglichen Bedarfs, persönliche Utensilien und Haushaltsdienstleistungen.

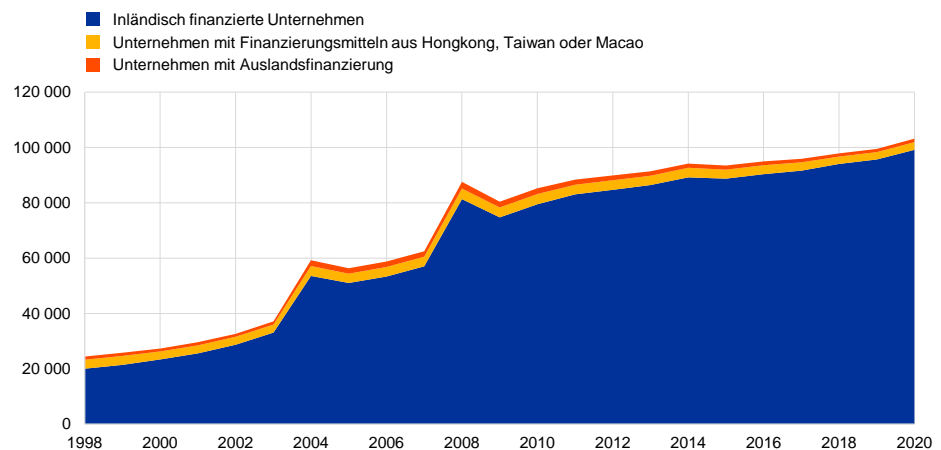
⁷ Gemäß dem IWF-Bericht zu den Artikel-IV-Konsultationen 2019 stammten im Jahr 2017 rund 39 % der Einnahmen der regionalen und kommunalen Gebietskörperschaften Chinas aus dem Verkauf von Land, was einem BIP-Anteil von 7 % entsprach.

Chinesische Projektentwickler finanzieren sich überwiegend im Inland. Die Zahl der Projektentwickler überschritt im Jahr 2020 die Schwelle von 100 000 (siehe Abbildung 6, Grafik a), nachdem im Gefolge der Weltfinanzkrise eine beschleunigte Expansion eingesetzt hatte. Rund drei Millionen der insgesamt 400 Millionen Erwerbspersonen im urbanen Umfeld sind direkt bei Projektentwicklern beschäftigt. Hinzu kommen die Beschäftigungsverhältnisse, die im Branchenumfeld der Wohnungswirtschaft entstanden sind. Die Bauträger in diesem Bereich finanzieren sich überwiegend im Inland. Demgegenüber ist der Anteil der Unternehmen, die sich im Ausland – einschließlich Hongkong, Macao oder Taiwan – finanzieren, von rund 18 % im Jahr 1998 auf unter 4 % im Jahr 2020 zurückgegangen (siehe Abbildung 6, Grafik b). Dabei stammt ein erheblicher Teil der Liquidität der Bauträger aus Anzahlungen für noch zu errichtende Wohneinheiten.

Abbildung 6
Anzahl inländischer Projektentwickler und Herkunft der Finanzierung

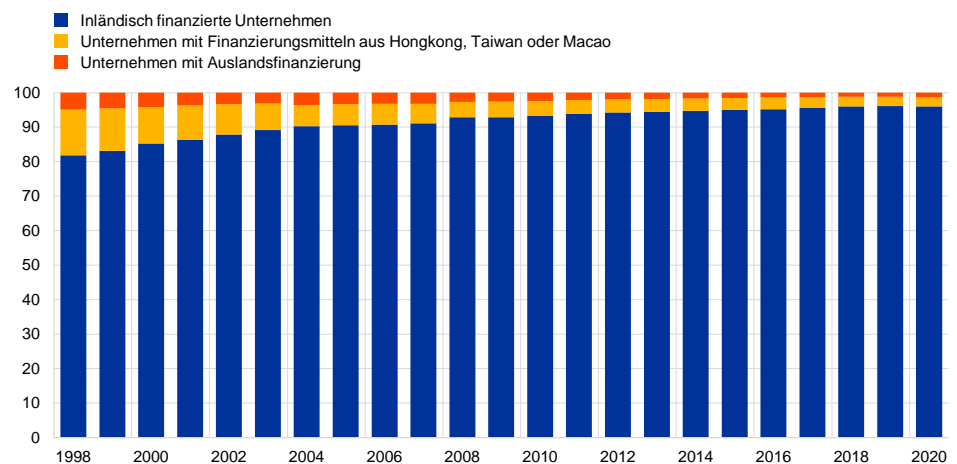
a) Rapide Zunahme der Projektentwickler in China

(Einheiten)



b) Mehrzahl chinesischer Projektentwickler finanziert sich im Inland

(in %)

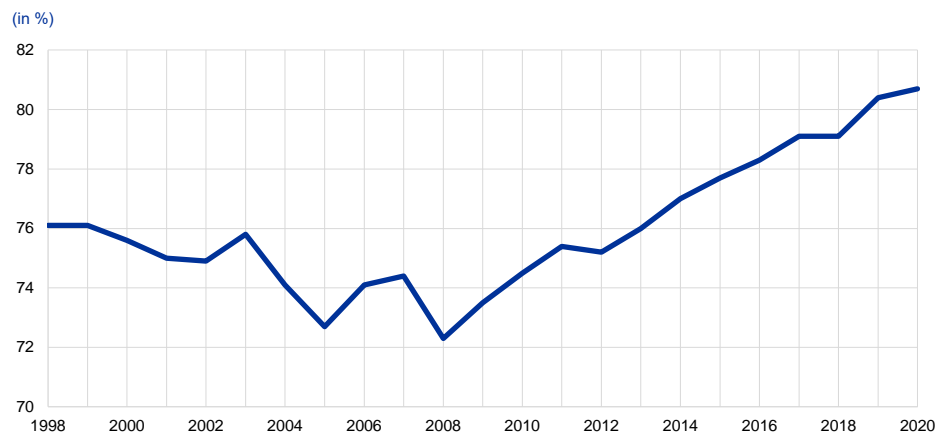


Quelle: Chinesisches Statistikamt (über Haver Analytics).
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2020.

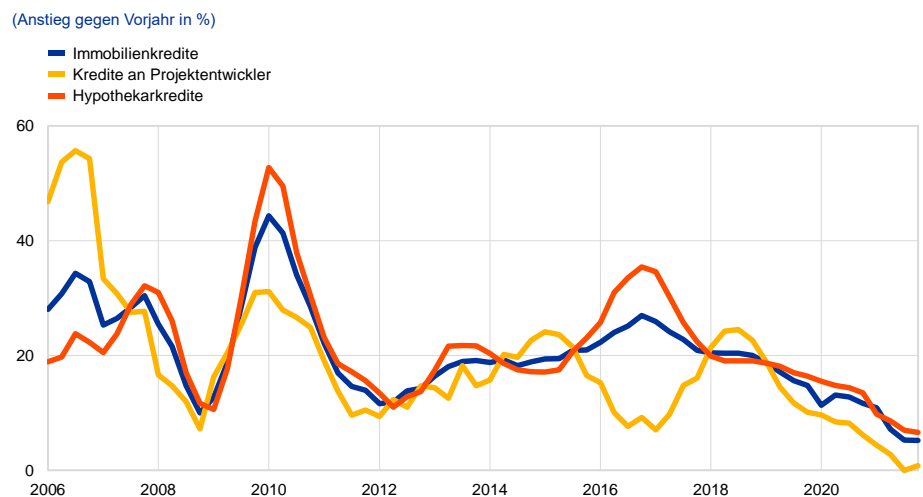
Nachdem die Zahl der Immobilienunternehmen 2008 sprunghaft angestiegen war, hat sich auch deren Verschuldung rasch ausgeweitet. Von 2008 bis 2020 haben sich die Verbindlichkeiten der Projektentwickler im Verhältnis zu ihren Vermögenswerten unter dem Strich von 72 % auf über 80 % ausgeweitet (siehe Abbildung 7, Grafik a). Teils in Reaktion auf diese Entwicklung erließen die chinesischen Behörden im August 2020 neue regulatorische Vorgaben, die darauf abzielten, die Risiken im Wohnimmobiliensektor zurückzudrängen.

Abbildung 7
 Verschuldung im Immobiliensektor und Kreditdynamik

a) Anstieg der Verbindlichkeiten gemessen am Vermögen



b) Rückläufiges Wachstum der Kreditvergabe an den Immobiliensektor



Quellen: National Bureau of Statistics (über Haver Analytics und CEIC) und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2020 (Grafik a) bzw. Dezember 2021 (Grafik b).

Die bedeutendste regulatorische Maßnahme besteht in der Einführung dreier „roter Linien“ als Obergrenzen für drei wichtige Finanzkennzahlen, bei deren Überschreitung der Zugang der Projektentwickler zu neuen Krediten beschränkt wird. Infolgedessen trocknete der Kreditfluss an den Sektor in der zweiten Jahreshälfte 2021 aus. Dabei sanken sowohl die Hypothekarkreditvergabe als auch die Kredite an die Bauträger auf historische Tiefstände (siehe Abbildung 7, Grafik b).

Die jüngsten Entwicklungen im Wohnimmobiliensektor – insbesondere die Liquiditätsprobleme verschiedener Bauträger – haben die Sorge vor sektorenübergreifenden Ansteckungseffekten geschürt. Obgleich die Behörden die Situation offenbar unter Kontrolle haben und den Entschuldungsprozess zu steuern in der Lage sind, stellen das hohe Verschuldungsniveau und die wirtschaftliche Bedeutung des Wohnimmobiliensektors nach wie vor potenzielle Faktoren für Finanzrisiken dar.

Risiken durch den Einstieg großer Technologieunternehmen ins Kreditgeschäft

Die Geschäftsaktivitäten großer chinesischer Technologieunternehmen geben Anlass zur Sorge in Bezug auf Marktkonzentration, Transparenz und Finanzstabilität.⁸ Große Technologiekonzerne bieten nicht nur (zusehends expandierende) Online-Zahlungsdienste an (siehe Abbildung 8, Grafik a), sondern wagen sich auch zunehmend in Bereiche wie Peer-to-Peer-Kredite, das Einlagengeschäft, Versicherungsdienstleistungen oder die Gewährung von Direktkrediten vor. In diesen Bereichen treten sie – allerdings unter weniger strengen regulatorischen und aufsichtlichen Bedingungen operierend – verstärkt in direkte Konkurrenz zu den Geschäftsbanken. Die Kreditvergabe großer Technologieunternehmen hat ein beträchtliches Niveau erreicht. Diese Kredite machen inzwischen über 2 % der gesamten inländischen Kreditvergabe des Finanzsektors und mehr als 4 % des Pro-Kopf-BIP aus (verglichen mit knapp über 0 % im Jahr 2014). Damit haben sich die großen Technologiekonzerne zu bedeutenden Kreditgebern sowohl für die Verbraucher als auch die Kleinunternehmen entwickelt (siehe Abbildung 8, Grafik b). Die Kreditvergabe in diesem weniger streng regulierten Umfeld hat Sorgen über die Angemessenheit der Kapitalanforderungen und der Sicherheiten sowie das Online-Geschäft mit Einlagenprodukten aufkommen lassen.⁹

Mit dem Eindringen großer Technologieunternehmen ins Schattenbankengeschäft durch deren Gewährung risikoreicher FinTech-Kredite sind gewisse Finanzrisiken ans Licht getreten. FinTech-Unternehmen haben seit Ausbruch der Pandemie der Ausdehnung des Kreditgeschäfts auf Neukunden und finanziell angeschlagene Schuldner Vorschub geleistet. Eine aktuelle Studie belegt, dass die Kreditvergabe an Geringverdiener durch FinTechs stärker zugenommen hat als bei den traditionellen Geschäftsbanken.¹⁰ Die Untersuchung wirft ein Schlaglicht auf die finanziellen Risiken in diesem Geschäft, denn die Ausfallraten solcher

⁸ Große Technologieunternehmen umfassen FinTech-Firmen und BigTech-Konzerne. FinTech-Unternehmen sind Firmen, die Peer-to-Peer/Marketplace Lending und Invoice Trading über ihre Online-Plattformen statt über traditionelle Banken oder Kreditfirmen ermöglichen. BigTech-Unternehmen sind Konzerne mit Technologiedienstleistungen als Hauptgeschäft, die in die Kreditmärkte – entweder direkt als Kreditgeber oder in Zusammenarbeit mit Finanzinstituten – vorgedrungen sind. Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Big tech in finance: opportunities and risks, Annual Economic Report, Kapitel III, Juni 2019; S. Claessens, J. Frost, G. Turner und F. Zhu, Fintech credit markets around the world: size, drivers and policy issues, BIS Quarterly Review, September 2018.

⁹ Bis Ende 2020 hatten die großen Technologiekonzerne ihre Online-Einlagenprodukte aus der Angebotspalette ihrer Plattformen entfernt.

¹⁰ B. Zhengyang und D. Huang, Shadow Banking in a Crisis: Evidence from FinTech During COVID-19, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Bd. 46, Nr. 7, Juli 2021.

Schattenbankenkredite haben sich während der Pandemie verdreifacht. Demgegenüber sind die Ausfallraten bei Bankkrediten weitgehend unverändert geblieben. Die Ergebnisse der Studie zeigen die potenzielle Fragilität großer Technologieunternehmen, wenn die Ausfallquoten sprunghaft zunehmen. Aufgezeigt werden auch die negativen Implikationen für die allgemeine Kreditverfügbarkeit sowie die Folgen für das Wirtschaftswachstum und die Finanzstabilität.

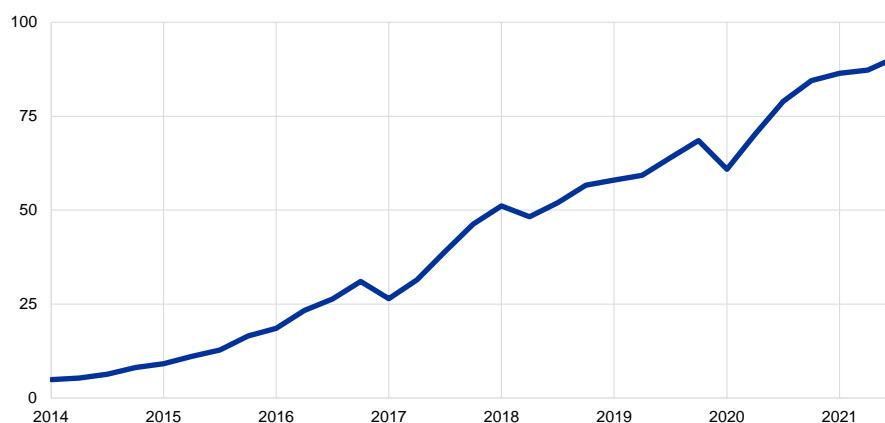
Die chinesischen Regulierungsbehörden haben unlängst strengere Regeln für Technologieunternehmen eingeführt. In den neuen behördlichen Vorgaben spiegelt sich die wachsende Besorgnis darüber wieder, dass die Unternehmen am Kapitalmarkt in großem Umfang Mittel aufnehmen und unter weniger strengen regulatorischen und aufsichtlichen Rahmenbedingungen als Kredite ausreichen können. Mit den jüngsten regulatorischen Neuerungen für Internet-Unternehmen sollen auch die finanziellen Risiken eingedämmt werden, die von den etablierten Konzernen ausgehen. Dies könnte durchaus zur Sicherung der Finanzstabilität beitragen, Innovationen fördern und positive Übertragungseffekte auf Chinas KMUs mit sich bringen.

Abbildung 8

Abgewickelte Online-Zahlungen und Kreditvergabe

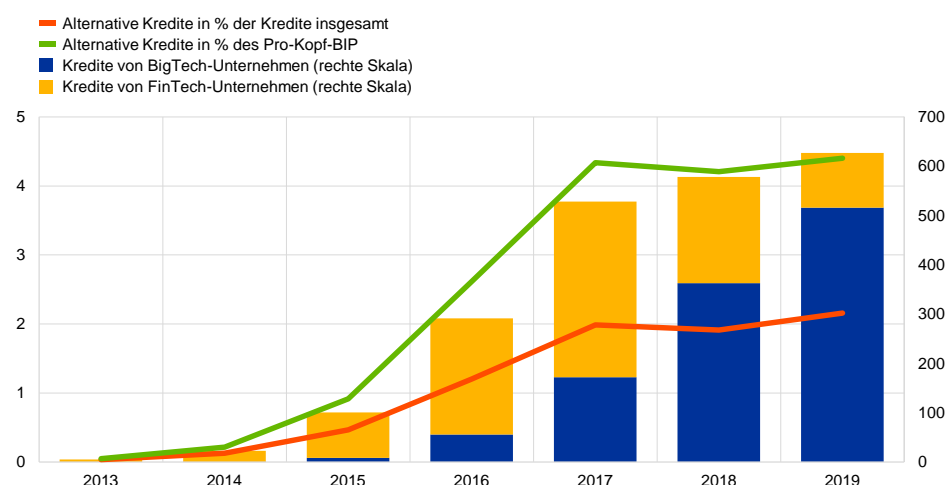
a) Anhaltender Anstieg von Online-Zahlungen über Nichtbanken

(in Billionen CNY, nicht saisonbereinigt)



b) Rapider Anstieg der Kreditvergabe durch FinTech- und BigTech-Unternehmen

(in Prozentpunkten; in Mrd USD)



Quellen: Chinesisches Statistikamt (über Haver); G. Cornelli, J. Frost, L. Gambacorta, R. Rau, R. Wardrop und T. Ziegler, Fintech and big tech credit: a new database, Working Paper der BIZ, Nr. 887, September 2020; Weltwirtschaftsforum, IWF, 2021 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021 und 2019. „Alternative Kredite“ bezieht sich auf die Vergabe von Krediten durch FinTechs und BigTechs.

4 Verschuldung und finanzielle Verflechtungen zwischen Banken und Finanzinstituten aus dem Nichtbankensektor

Sind Großunternehmen mit Banken und anderen Finanzinstituten über Kreditbeziehungen oder Kapitalbeteiligungen verflochten, erhöhen sich dadurch die Risiken für die Finanzstabilität.

Dies hängt unter anderem mit dem Wesen des Schattenbankensystems zusammen. Die People's Bank of China definiert die einheimischen Schattenbanken als Nichtbanken, die Kreditintermediation außerhalb des regulären Bankensystems betreiben, wobei es durch die Liquiditäts- und Kredittransformation potenziell zu Systemrisiken und

Regulierungsarbitrage kommen kann.¹¹ Da sich Unternehmen in China in hohem Maße fremdfinanzieren, stellen die Mittel von Schattenbanken eine wichtige Finanzierungsquelle dar und haben den Anstieg der Unternehmensverschuldung noch beschleunigt.

Das Wachstum des Schattenbankensektors hat sich zuletzt etwas verlangsamt, doch er ist nach wie vor besonders anfällig für negative Schocks.

Das Schattenbankensystem, das vor 2008 praktisch nicht existierte, ist in den letzten Jahren rasch gewachsen und weist mittlerweile einen Anteil am BIP von rund 60 % auf (siehe Abbildung 9, Grafik a). Obwohl das Wachstum dieses Sektors durch makroprudenzielle Maßnahmen gebremst wurde, liegt das Niveau der Schattenbankenaktivitäten noch in der Nähe des Allzeithochs. Dies stellt ein Risiko für die chinesische Wirtschaft dar. Ein Großteil der Geschäfte des chinesischen Schattenbankensektors reagiert stark auf Veränderungen der Anlegerstimmung. Hierzu zählen bestimmte Anlageformen wie beispielsweise Vermögensverwaltungsprodukte, die gemessen am Wert rund 25 % des BIP ausmachen.

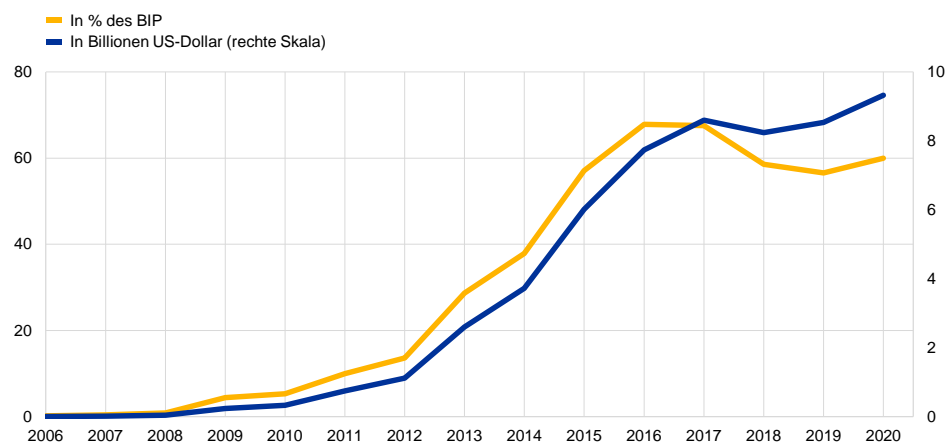
¹¹ Siehe People's Bank of China, Shadow Banking, China Financial Stability Report, Special Topic IV, 2013, S. 197-205.

Abbildung 9

Schattenbankensystem und seine Komponenten

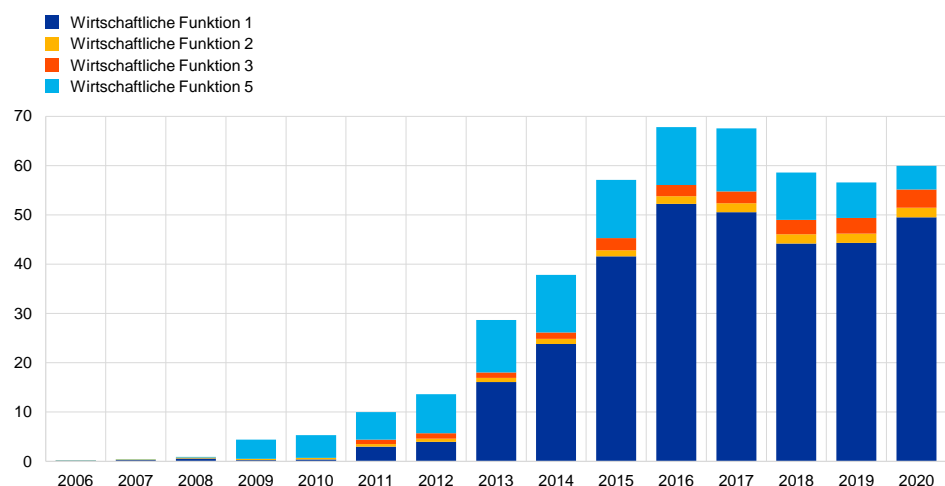
a) Stabilisierung der Schattenbankenaktivitäten bei weitgehend gleich gebliebenem Anteil am BIP

(in % des BIP; in Billionen USD)



b) Instabile Finanzierungskomponenten leisten Zunahme der Schattenbankenaktivitäten Vorschub

(in % des BIP)



Quelle: Financial Stability Board (FSB), 2020.

Anmerkung: Das Financial Stability Board definiert die wirtschaftlichen Funktionen (Economic Functions – EFs) von Finanzintermediären des Nichtbankensektors folgendermaßen: EF1: Wertpapieranlageinstrumente, für die plötzliche Kapitalabzüge eine Gefahr darstellen (Vermögensverwaltungsprodukte); EF2: Finanzunternehmen des Nichtbankensektors, die zur Refinanzierung ihres Kreditgeschäfts von kurzfristigen Finanzmitteln abhängen; EF3: Marktintermediäre, die von kurzfristigen Finanzmitteln abhängen; EF4: Versicherungen oder Garantien für Finanzprodukte; EF5: vertriebsbasierte Kreditintermediation. Für China liegen keine Daten zur Kategorie EF4 vor.

Die Anfälligkeit des Schattenbankensektors ergibt sich aus seiner Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungsformen, seiner Inanspruchnahme durch ohnehin hoch verschuldete Wirtschaftssektoren und seiner Intransparenz. Der Sektor wird nach wie vor von Vermögensverwaltungsprodukten – sogenannten Wealth Management Products (WMPs) – dominiert, die von Banken in Zusammenarbeit mit Treuhandgesellschaften und Wertpapierunternehmen strukturiert und vermarktet werden. Diese Rechtskonstruktion erlaubt eine Ausgliederung aus den Bilanzen der Banken, sodass die Produkte nicht den regulatorischen Vorgaben für das Einlagengeschäft der Banken unterliegen und

folglich höhere Renditen als Bankeinlagen abwerfen. Auf der Passivseite haben mehr als 40 % der ausstehenden WMPs Laufzeiten von höchstens drei Monaten, obwohl diese Mittel häufig in längerfristigen Ausleihungen investiert sind. Daher müssen WMPs in sehr kurzen Zeitabständen prolongiert werden, wodurch sie Liquiditäts- und Prolongationsrisiken unterliegen (siehe Abbildung 9, Grafik b). Verschärfend wirkt sich die Tatsache aus, dass für 70 % der seit 2007 begebenen WMPs keine explizite Ausfallgarantie besteht. Allerdings unterstellen die Anleger eine implizite Garantie durch die das Produkt vermarktenden Banken oder aber durch die Regierung, sollte es zu einem Ausfall kommen (siehe Dang et al.)¹² Das Schattenbankensystem hat die Zunahme der Finanzierung in risikoreicheren Bereichen wie dem Immobiliensektor beschleunigt. Laut Guofeng Sun¹³ übertrifft die Immobilienfinanzierung durch Schattenbanken mittlerweile bei Weitem die Immobilienfinanzierung durch andere Quellen wie beispielsweise Bankkredite. So ist es möglich, dass Banken Kredite an Finanzinstitute des Nichtbankensektors wie beispielweise Treuhandgesellschaften vergeben, die diese dann als sogenannte Entrusted Loans an Immobiliengesellschaften weiterreichen, die ihrerseits nur eingeschränkt Zugang zu Bankkrediten gehabt hätten. Treuhandgesellschaften unterliegen nämlich einer weniger strengen Regulierung, da sie im Auftrag ihrer Begünstigten handeln. Schattenbankenaktivitäten verstärken daher die Verflechtungen zwischen Banken und Finanzinstituten aus dem Nichtbankensektor. In jüngerer Zeit haben nichtfinanzielle Unternehmen zunehmend Investitionen in diverse Finanzinstitute getätigt – unter Beibehaltung der komplexen und intransparenten Eigentümerstrukturen.

Die fehlende Transparenz der finanziellen Verflechtungen zwischen dem nichtfinanziellen und dem finanziellen Sektor bergen weitere Risiken für das chinesische Finanzsystem. Bisweilen kontrolliert ein und derselbe nichtfinanzielle Mischkonzern eine Vielzahl an chinesischen Finanzunternehmen aus unterschiedlichen finanziellen Teilsektoren. Zum Teil werden die Investitionen mit Fremdmitteln getätigt, wodurch sich der Verschuldungsgrad des Unternehmens erhöht. Zugleich bleiben die Eigentümerstrukturen aufgrund der Einbeziehung komplexer Eigenkapitalvereinbarungen oder Zweckgesellschaften intransparent. Daher kommt die chinesische Zentralbank zu dem Schluss, dass einige große Holdinggesellschaften angesichts stark intransparenter Risikobedingungen das Ansteckungsrisiko erhöhen.¹⁴

Die regulatorischen Stellschrauben wurden spürbar angezogen, um eine Vielzahl der Risiken zu reduzieren, die mit dem Schattenbankensystem und der fehlenden Transparenz in Bezug auf die Finanzverflechtungen zwischen den Unternehmen zusammenhängen. So wurden beispielsweise neue Regelungen eingeführt, um Überkreuzbeteiligungen von Unternehmen und Finanzinstituten zu identifizieren und sie den Regulierungsvorschriften für Finanzholdinggesellschaften zu unterwerfen. Darüber hinaus sollen strengere

¹² Siehe T. V. Dang, L. Liu, H. Wang und A. Yao, Shadow Banking Modes: The Chinese versus US System, Columbia University, Mimeo, 2019.

¹³ G. Sun, China's Shadow Banking: Bank's Shadow and Traditional Shadow Banking, Working Paper der BLZ, Nr. 822, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2019.

¹⁴ Siehe beispielsweise People's Bank of China, Trial Measures on Regulation of Financial Holding Companies, Verfügung Nr. 4, 11. September 2020.

Regelungen nun die Kreditvergabe an den Immobiliensektor begrenzen und die Aufsicht über FinTech-Unternehmen, die ihr Geschäft auf traditionellere Bankdienstleistungen ausweiten, stärken. Allerdings werden viele der neuen Regelungen gestaffelt eingeführt, sodass gewisse Systemrisiken im Finanzsektor kurzfristig fortbestehen werden.

5 Verschuldungsdynamik der privaten Haushalte

Die finanziellen Probleme einer Reihe von Projektentwicklern haben die gegenseitige Abhängigkeit von privaten Haushalten und Unternehmen offengelegt sowie die Bedeutung von Wohnimmobilienvermögen für die chinesische Wirtschaftsentwicklung verdeutlicht. Das Ausmaß, in dem die Finanzierung der Projektentwickler in der Immobilienwirtschaft auf Vorauszahlungen privater Haushalte für noch zu errichtende Wohneinheiten beruht, hat zusammen mit den umfänglichen Investitionen der Privathaushalte in Immobilienvermögen ein Schlaglicht auf die bilanziellen Verflechtungen zwischen dem Unternehmens- und den Haushaltssektor geworfen. Wohneigentum macht einen großen Teil des Vermögens der Privathaushalte aus. Daher beeinflusst es in erheblichem Maße deren Ausgabenverhalten und Risikotoleranz und wirkt sich direkt auf die Einnahmen und Finanzierung der Unternehmen aus. Darüber hinaus hat die Entwicklung im Wohnimmobilienbereich auch Einfluss auf die Konjunktur allgemein. Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte dämpft deren Ausgaben in der Zukunft und stellt sich als potenzieller Hemmschuh für das Wirtschaftswachstum dar. Angesichts von Immobilieninvestitionen im Umfang von rund 14 % des BIP (Stand: 2020) könnte eine spürbare Verlangsamung der Dynamik am Wohnimmobilienmarkt zu einer Belastung des chinesischen Wirtschaftswachstums werden und im Rest der Welt für Ansteckungseffekte sorgen.

Obzwar der Großteil der Verschuldung auf den Unternehmenssektor entfällt, sind auch die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte rapide angestiegen und nähern sich dem Verschuldungsniveau in Industrieländern an. Die Verschuldung der chinesischen Privathaushalte hat sich seit der Weltfinanzkrise mehr als verdreifacht. Sie liegt inzwischen deutlich über dem Durchschnitt der Schwellenländer und ganz in der Nähe des durchschnittlichen Niveaus im Euroraum (siehe Abbildung 10) sowie des Niveaus der japanischen Privathaushalte in den 1990er-Jahren. In ihrem Finanzstabilitätsbericht aus dem Jahr 2019 betonte die chinesische Zentralbank die Notwendigkeit, die von den Schulden des privaten Haushaltsektors ausgehenden Risiken auch aus makroprudenzieller Perspektive genau zu beobachten. Sie rief die Banken in diesem Zusammenhang dazu auf, solidere Geschäftspraktiken einzuführen, und empfahl den Aufbau eines umfassenden Kreditinformationssystems. Angesichts des raschen Schuldenaufbaus der chinesischen Privathaushalte wächst die Sorge, dass weiter steigende Schulden signifikante Negativeffekte für Wachstum und Finanzstabilität zeitigen könnten.¹⁵ Sowohl das Verschuldungsniveau als auch die Geschwindigkeit des

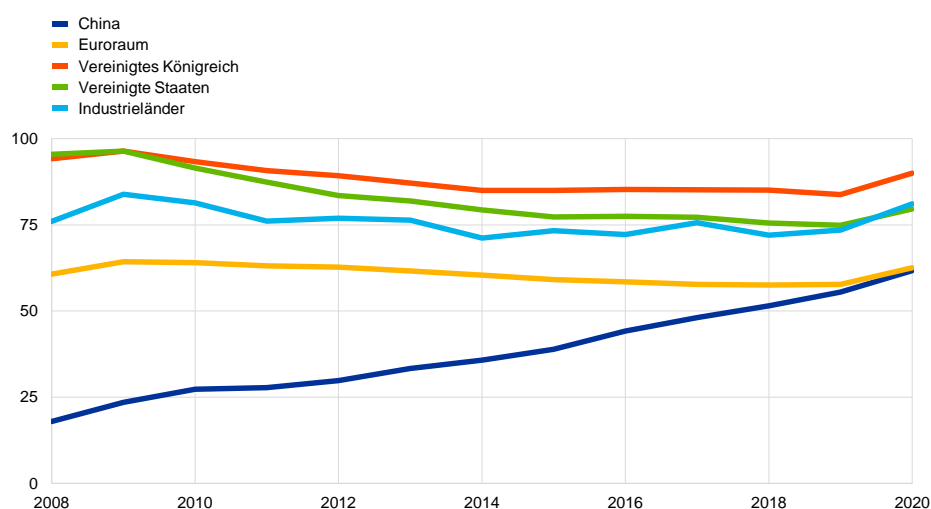
¹⁵ Siehe Internationaler Währungsfonds, People's Republic of China – Selected Issues, IMF Staff Country Reports, Nr. 19/274, August 2019.

Schuldenanstiegs im privaten Haushaltssektor könnten Risiken für die Finanzstabilität bergen, nicht zuletzt aufgrund des fehlenden Rechtsrahmens für Privatinsolvenzen, was die Lösung des Verschuldungsproblems zusätzlich erschwert.¹⁶ Hinzu kommt, dass die Nominalzinsen in China höher sind als in den Industriestaaten. Dies verteuert den Schuldendienst der Haushalte in relativer Hinsicht.

Abbildung 10
Verschuldung der privaten Haushalte

Verschuldung in Relation zum BIP erreicht Durchschnitt des Euroraums

(in % des BIP)



Quellen: BIZ (über Haver Analytics) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2020.

Der Umfang des Engagements der privaten Haushalte bei Wohnungs- und sonstigen Projektentwicklungsgesellschaften gibt Anlass zur Sorge. Die Verschuldung der chinesischen Privathaushalte (d. h. ihre Schulden im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen) hat sich seit der Weltfinanzkrise mehr als verdreifacht (siehe Abbildung 11, Grafik b). Der Großteil der Wohnimmobilien wird dabei bereits im Vorverkauf – noch vor Bauabschluss – erworben.¹⁷ Auf diese Weise finanzieren die Haushalte die Projektentwickler und stellen die Vorfinanzierung der zu errichtenden Wohngebäude bereit. Die jüngsten Finanzprobleme diverser Projektentwickler werfen Fragen bezüglich der Fertigstellung des vorausbezahlten Wohnraums sowie der künftigen Verfügbarkeit dieser Finanzierungsart auf. Die preisliche Schwächephase im Wohnimmobiliensegment könnte dabei die bilanzielle Lage der Privathaushalte in Mitleidenschaft ziehen.¹⁸

¹⁶ Siehe K.-Y. Cheung, China Law of the People's Republic of China on Enterprise Bankruptcy, Baker McKenzie, 2018.

¹⁷ Siehe Y. Deng und P. Liu, Mortgage Prepayment and Default Behavior with Embedded Forward Contract Risks in China's Housing Market, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Bd. 28, Nr. 3, 2009, S. 214-240.

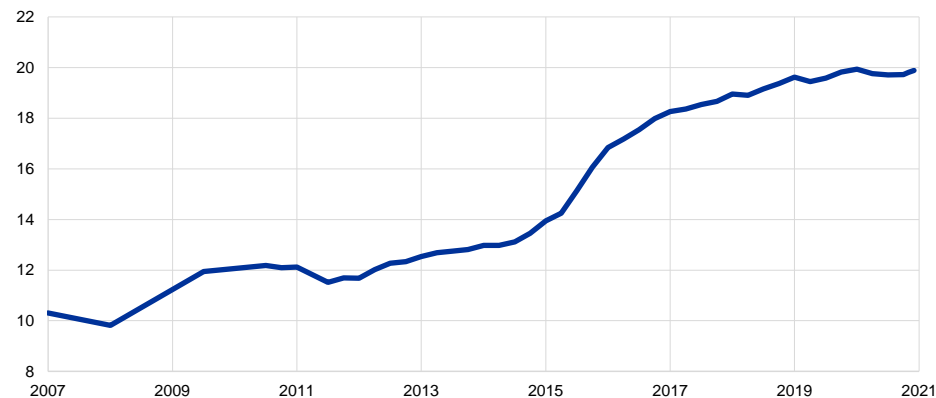
¹⁸ Die Risiken im Zusammenhang mit der Verschuldung der privaten Haushalte werden zwar durch umfangreiche Ersparnisse abgemildert, doch Letztere sind seit einigen Jahren rückläufig, und auch die aktuelle Beschäftigungssituation sorgt für Gegenwind.

Abbildung 11

Verschuldung der privaten Haushalte

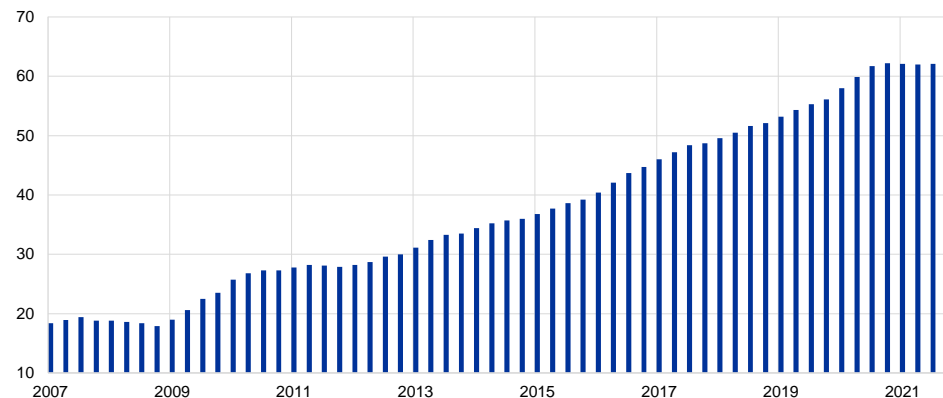
a) Verdoppelung der Hypothekenschulden von 2007 bis 2021

(in % der Kredite insgesamt)



b) Verdreifachung der Schulden in Relation zum verfügbaren Einkommen von 2007 bis 2021

(in %)



Quelle: People's Bank of China (über CEIC).

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021.

6 Schlussbemerkungen

Der Verschuldungsgrad chinesischer Unternehmen bleibt im internationalen Vergleich hoch und stellt ein Risiko für das Wirtschaftswachstum dar.

Chinas hohe Investitions- und Wachstumsraten beruhen auf einer ausgeprägten Verschuldung des Unternehmenssektors. Sie ist inzwischen auf ein Niveau gestiegen, das deutlich über jenem in fortgeschrittenen Volkswirtschaften wie den Vereinigten Staaten oder dem Euroraum liegt. Deshalb haben sich auch die Risiken für das Finanzsystem weiter vergrößert. Die aktuellen Turbulenzen im Immobiliensektor verdeutlichen exemplarisch die wirtschaftlichen Folgen solcher Risiken, wenn sie zum Tragen kommen. Der Ausfall großer Projektentwickler hat die Finanzierungskosten des Unternehmenssektors erhöht und die Dynamik im Immobiliensektor gebremst. Dies wiederum belastet auch das BIP-Wachstum.

Die Entschuldung des Unternehmenssektors und die Stabilisierung des Anstiegs der Verschuldung privater Haushalte bleiben somit vordringliche Aufgaben, dürften aber vermutlich auch die Konjunktur dämpfen.

Um die finanziellen Risiken in China zu verringern, muss die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen gedrosselt werden. Ein langsamerer Schuldenaufbau durch die privaten Haushalte sowie die Überwachung und Analyse der Risiken, die sich aus der Verschuldung der Privathaushalte ergeben, könnten dazu beitragen, die Finanzstabilitätsrisiken zu begrenzen und ein nachhaltiges Wachstum zu fördern. China steht vor der Herausforderung, die volkswirtschaftlichen Risiken abzubauen und zugleich ein stabiles Wirtschaftswachstum aufrechtzuerhalten. Gezielte makroprudenzielle und mikroprudenzielle Maßnahmen werden dabei helfen, diesen Zielkonflikt zu meistern.

Gleichwohl bleiben die instabilen Finanzierungsflüsse aus dem Schattenbankensektor anfällig für plötzliche Umschwünge in der Anlegerstimmung.

Neben der hohen Unternehmensverschuldung stellt der Schattenbankensektor eine weitere Risikoquelle dar. Auch wenn das Wachstum der Aktiva im Nichtbankenfinanzsektor zum Stillstand gekommen ist, bleibt der Bestand an Vermögenswerten, die kurzfristig refinanziert werden müssen, im historischen Vergleich hoch. Da diese Aktiva auch weiterhin empfindlich auf plötzliche Veränderungen der Anlegerstimmung reagieren, stellen sie ein Risiko für das Finanzsystem dar. Außerdem könnte die fehlende Transparenz in Bezug auf die Verflechtungen zwischen dem finanziellen und dem nichtfinanziellen Sektor zu Unsicherheiten führen, die bei einer Materialisierung der Finanzrisiken den systemischen Stress noch verstärken könnten. Insgesamt bestehen weiterhin beträchtliche finanzielle Risiken in der chinesischen Wirtschaft. Es kommt daher entscheidend darauf an, die laufenden Regulierungsbestrebungen zum Abbau der volkswirtschaftlichen Risiken fortzuführen, um mittelfristig ein stabiles Wachstum sicherzustellen.

2 Beurteilung der Verwundbarkeit der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

Giulio Nicoletti, Ralph Setzer, Mika Tujula und Peter Welz

1 Einleitung

Die Coronakrise (Covid-19) war für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ein schwerer Schock. Die Pandemie und die damit einhergehenden Eindämmungsmaßnahmen führten zu großen Umsatzeinbußen. Der Umsatzeinbruch vollzog sich so rasch, dass hinreichend schnelle Kostenanpassungen schwierig waren und es zu einem plötzlichen Anstieg des Liquiditätsbedarfs kam. Dieser hätte ohne entsprechende Gegenmaßnahmen größere Solvenzprobleme mit sich bringen und zu einer drastischen Zunahme der Zahlungsausfälle und Insolvenzen führen können.

Besonders stark traf die Covid-19-Pandemie den Dienstleistungssektor und die kleinen Unternehmen. In kontaktintensiven Branchen gibt es eine hohe Konzentration an kleinen Unternehmen. Dies erschwert die Beurteilung der Verwundbarkeit der Wirtschaft im Euroraum, da umfassende Informationen zur Bilanzlage kleiner Firmen in der Regel vergleichsweise spät zur Verfügung stehen. Mit den in der Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln (Survey on the Access to Finance of Enterprises – SAFE) enthaltenen Angaben lässt sich diese Informationslücke zumindest teilweise schließen.¹

Durch die zeitnahe und entschlossene Reaktion der Politik sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene wurden die kurzfristigen Auswirkungen der Pandemie abgemildert. Unterstützung erhielten die Unternehmen in großem Maße durch finanzpolitische, geldpolitische und aufsichtliche Maßnahmen, mit denen umfangreiche Unternehmensverluste und ein Anstieg der notleidenden Kredite bei Banken vermieden wurden. Über die staatlichen Stützungsmaßnahmen für Firmen wurden deren Kosten (z. B. über Programme zur Arbeitsplatzsicherung) reduziert und Liquiditätshilfen bereitgestellt. Zugleich sorgte die Geldpolitik für günstige Finanzierungsbedingungen, und durch aufsichtspolitische Maßnahmen wurde Kapital freigesetzt, das die Banken zur Kreditvergabe verwenden konnten. Der Effekt dieser Maßnahmen zeigt sich auch in der außerordentlich geringen Zahl von Unternehmensinsolvenzen in den vergangenen zwei Jahren.

¹ Die Umfrage wird zweimal jährlich durchgeführt: einmal von der EZB für alle Länder des Euroraums und einmal in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission für sämtliche EU-Mitgliedstaaten sowie einzelne Nachbarländer. Informationen zur jüngsten Befragung (in englischer Sprache) finden sich in der [Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln](#).

Zwei Jahre nach Ausbruch der Pandemie scheinen die kurzfristigen Verwundbarkeiten im Unternehmenssektor im Zuge der aktuellen Erholung etwas nachgelassen zu haben, doch es bestehen weiterhin Risiken – vor allem für kleinere Unternehmen und die am stärksten von der Pandemie betroffenen Branchen. Nachdem einige der striktesten Eindämmungsmaßnahmen gelockert worden waren, erholten sich die Umsatzerlöse der Unternehmen und damit auch deren Schuldendienstfähigkeit. Zugleich besteht jedoch das Risiko, dass die Erholung durch schwächere Unternehmensbilanzen und eine unterschiedlich starke Verschuldung der Firmen gehemmt wird. Vor allem Firmen, die nicht nur eine höhere Bruttoverschuldung, sondern auch eine steigende Nettoverschuldung aufweisen, werden nicht so leicht durch vermehrte Investitionsausgaben zur Erholung beitragen können, insbesondere sobald die politischen Hilfsmaßnahmen auslaufen. Durch höhere Verschuldungsquoten sind die Unternehmen anfällig für mögliche Veränderungen der Risikoeinschätzung, steigende Realzinsen oder sinkende Gewinne. Schwächere Unternehmensbilanzen sind auch für Banken eine Gefahr, da eine Zunahme der notleidenden Kredite und der Firmeninsolvenzen adverse Rückkopplungseffekte und Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität entstehen lassen kann.

Abgesehen von der Covid-19-Pandemie steht der Unternehmenssektor auch vor allgemeineren strukturellen Herausforderungen. Durch die Pandemie wurden im Euroraum viele strukturelle Veränderungen beschleunigt, die bereits zuvor eingesetzt hatten. Dazu zählen beispielsweise neue Arbeitsformen (z. B. mobiles Arbeiten), die Nutzung von E-Commerce und digitalen Technologien, die Umgestaltung globaler Wertschöpfungsketten und der Übergang zu einer CO₂-neutralen Wirtschaft. Solche Veränderungen erfordern eine umfassende Modernisierung des Kapitalstocks der Unternehmen. Dies könnte für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) schwieriger umzusetzen sein, unter anderem weil sie schon von vornherein schwächer aufgestellt sind als größere Unternehmen.

Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 beschäftigt sich mit der jüngsten Entwicklung und untersucht in erster Linie die Verwundbarkeiten, die sich aus der Verschuldung der Unternehmen ergeben. In Abschnitt 3 werden die Auswirkungen im Hinblick auf Unternehmensinsolvenzen betrachtet. Ergänzend hierzu befasst sich Kasten 1 mit der Qualität der Bankaktiva. Abschnitt 4 geht auf die möglichen Implikationen der gestiegenen Unternehmensverschuldung für die Investitionstätigkeit ein. In Kasten 2 werden einige strukturelle Merkmale der KMUs im Euroraum vor dem Hintergrund der Covid-19-Pandemie erörtert. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Jüngste Entwicklungen im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

Die Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nahm während der Corona-Pandemie erheblich zu. Das Verhältnis von Bruttoverschuldung zu Wertschöpfung (Verschuldungsquote) der nichtfinanziellen Unternehmen stieg von Ende 2019 bis Anfang 2021 um

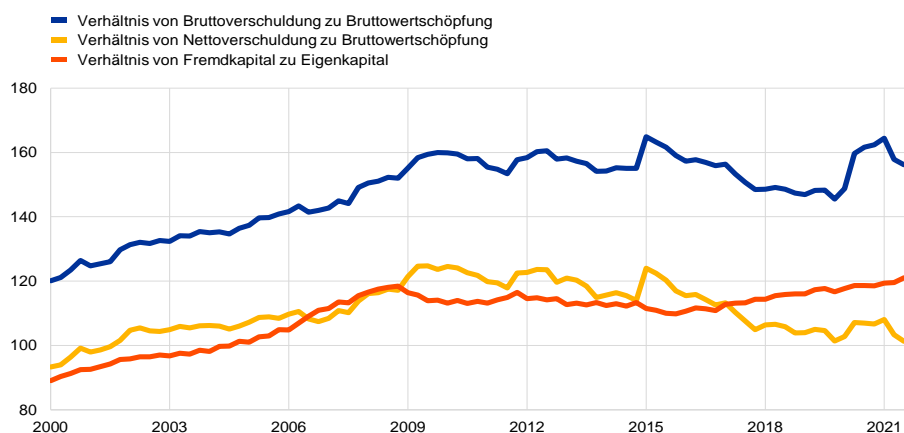
18,8 Prozentpunkte auf einen Höchststand von 164,4 %. Dieses Niveau lag lediglich 0,5 Prozentpunkte unter dem zu Beginn des Jahres 2015 verzeichneten Rekordhoch (siehe Abbildung 1, Grafik a). Für den Anstieg waren zu fast gleichen Teilen ein stärkerer Rückgriff der Unternehmen auf Fremdkapital und der deutliche Rückgang der Bruttowertschöpfung verantwortlich. Zum Ende des dritten Quartals 2021 lag die Verschuldungsquote noch immer 10,6 Prozentpunkte über dem Niveau von Ende 2019. Ausschlaggebend hierfür war fast ausschließlich die stärkere Nutzung der Fremdfinanzierung und viel weniger die niedrigere Bruttowertschöpfung (siehe Abbildung 1, Grafik b). Das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital nahm vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2021 ebenfalls deutlich zu, denn der Anstieg der Verschuldung wurde nur zum Teil durch eine stärkere Begebung von Eigenkapital ausgeglichen.

Abbildung 1

Verschuldung und Verschuldungsgrad der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

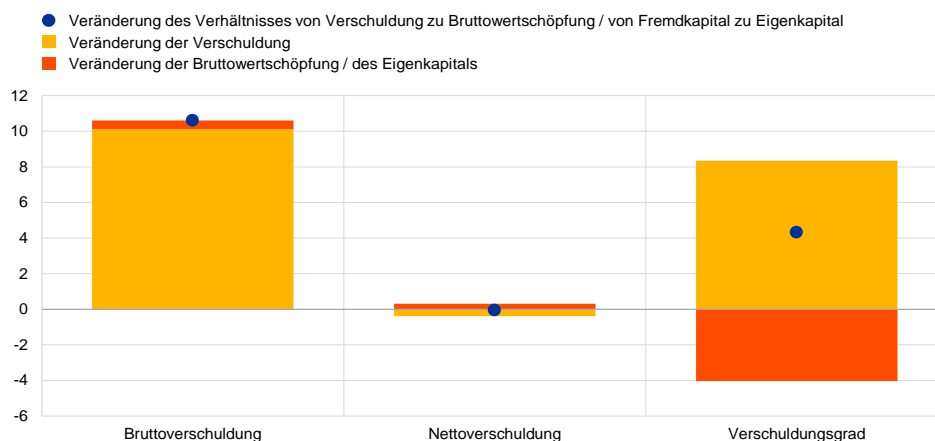
a) Konsolidierte Verschuldung und Verschuldungsgrad

(in %)



b) Veränderung der konsolidierten Verschuldung und des Verschuldungsgrads vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2021

(in Prozentpunkten, Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: Die konsolidierte Bruttoverschuldung ist definiert als die Summe aus allen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, begebenen Schuldverschreibungen und Pensionsverpflichtungen abzüglich intrasektoraler Kredite. Die konsolidierte Nettoverschuldung ist definiert als konsolidierte Bruttoverschuldung ohne Barggeld- und Einlagenbestände. Das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital ist zum Buchwert angegeben, der durch fiktive Bestände näherungsweise ermittelt wird. In Grafik b bildet der blaue Punkt am linken Balken die Veränderung der Bruttoverschuldung in Relation zur Bruttowertschöpfung ab, am mittleren Balken die Veränderung der Nettoverschuldung in Relation zur Bruttowertschöpfung und am rechten Balken die Veränderung des Verhältnisses von Fremdkapital zu Eigenkapital. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Die Zunahme der Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Unternehmen ging mit einem umfangreichen Aufbau liquider Aktiva einher, vor allem bei den großen Firmen.

So stockten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ihre Einlagen vom Schlussquartal 2019 bis zum dritten Jahresviertel 2021 um 713 Mrd € auf. Dementsprechend stieg die Nettoverschuldungsquote weitaus weniger stark als die Bruttoverschuldung. Im dritten Quartal 2021 lag die Nettoverschuldung 0,4 Prozentpunkte unter dem Stand vom Jahresende 2019 (siehe Abbildung 1, Grafik b).² Zu Beginn der Pandemie parkten die Unternehmen einen erheblichen Teil

² Konsolidierte Nettoverschuldung, definiert als konsolidierte Bruttoverschuldung ohne Barggeld- und Einlagenbestände.

der Mittel aus der Aufnahme neuer Bankkredite und der Emission von Schuldverschreibungen in Einlagen, um damit ihren Betriebskapitalbedarf sowie notwendige Investitionen vorzufinanzieren. Außerdem wollten sie sich damit für mögliche finanzielle Engpässe infolge einbrechender Umsätze und sinkender operativer Cashflows wappnen. In jüngster Zeit trugen steigende Erträge und höhere einbehaltene Gewinne zu einer Zunahme der liquiden Aktiva bei. Diese Bestände können auch bewirken, dass die hohe Unternehmensverschuldung auf aggregierter sektoraler Ebene gemindert wird.³

Die Verschuldung liegt nach wie vor deutlich über dem Niveau einer anhand von makrofinanziellen Bedingungen geschätzten Benchmark. Seit Mitte 2020 ist die Bruttoverschuldung wesentlich höher als die geschätzte Benchmark (siehe Abbildung 2).⁴ Die gemessene Verschuldung nahm nach Ende 2019 rapide zu, was den deutlichen Anstieg der Kreditaufnahme in der Zeit von März bis Juni 2020 widerspiegelte. Die Verschuldungsbenchmark sank indes im zweiten Quartal 2020 spürbar und liegt seitdem merklich unter dem tatsächlichen Wert der Verschuldung. Grund hierfür war zunächst der Einbruch der Wirtschaftsleistung und darauf folgend die anhaltende konjunkturelle Schwäche, die den historischen Mustern zufolge normalerweise mit einer niedrigeren Verschuldung einhergegangen wäre. Auch von Ende 2006 bis Anfang 2010 hatte die tatsächliche Verschuldung ihr Benchmarkniveau bei Weitem übertroffen. Diese Zeitspanne war durch das kräftige Kreditwachstum im Vorfeld der globalen Finanzkrise 2008 und den anschließenden Konjunkturunbruch geprägt. Nachfolgend kam es über einen längeren Zeitraum hinweg zu einem Abbau des Verschuldungsgrads. Die Differenz zwischen der tatsächlichen Verschuldung und der Benchmark dürfte sich in den kommenden Quartalen verringern und schließlich auflösen, wenn der Schuldenüberhang und die Bestände an liquiden Aktiva die Nachfrage nach Fremdkapital begrenzen und die Wirtschaft sich erholt.

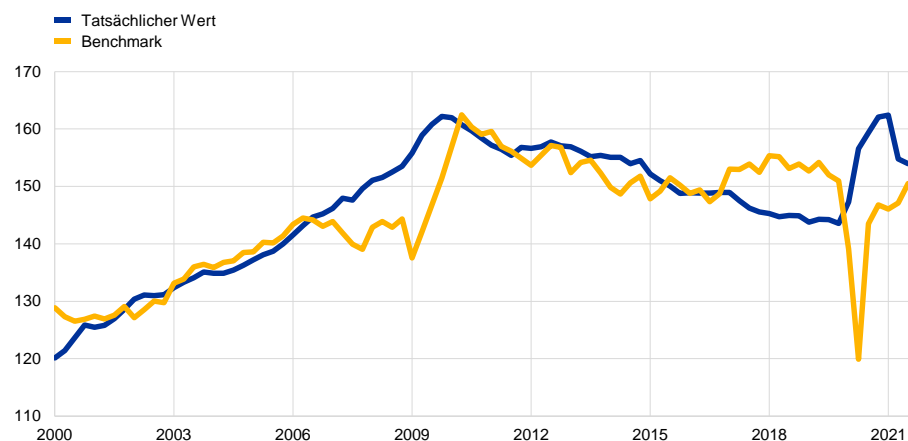
³ Siehe EZB, [Solidität nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften während der Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

⁴ Ein Fehlerkorrekturmodell setzt das langfristige Niveau der Bruttoverschuldung zu der Produktion, den relativen Kosten der Fremdfinanzierung und dem Zinsgefälle in Beziehung. Anhand dieser Fundamentaldaten kann damit eine zeitvariable Benchmark abgeleitet werden, die sich mit historischen Regelmäßigkeiten deckt.

Abbildung 2

Konsolidierte Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum und geschätzte Benchmark

(in % der Bruttowertschöpfung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, fiktive Bestände)



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

Anmerkung: Die konsolidierte Bruttoverschuldung ist definiert als die Summe aus Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, begebenen Schuldverschreibungen und Pensionsverpflichtungen abzüglich intrasektoraler Kredite (jeweils fiktive Bestände). Die Benchmark wird auf Basis eines Fehlerkorrekturmodells geschätzt, das die konsolidierte Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu ihrer Produktion, den relativen Kosten der Fremdfinanzierung und dem Zinsgefälle (d. h. der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld im Euroraum) in Beziehung setzt. Die relativen Kosten der Fremdfinanzierung werden definiert als die gesamten Kosten der Verschuldung abzüglich der Eigenfinanzierungskosten. Der Schätzzeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1999 bis zum Schlussquartal 2019. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

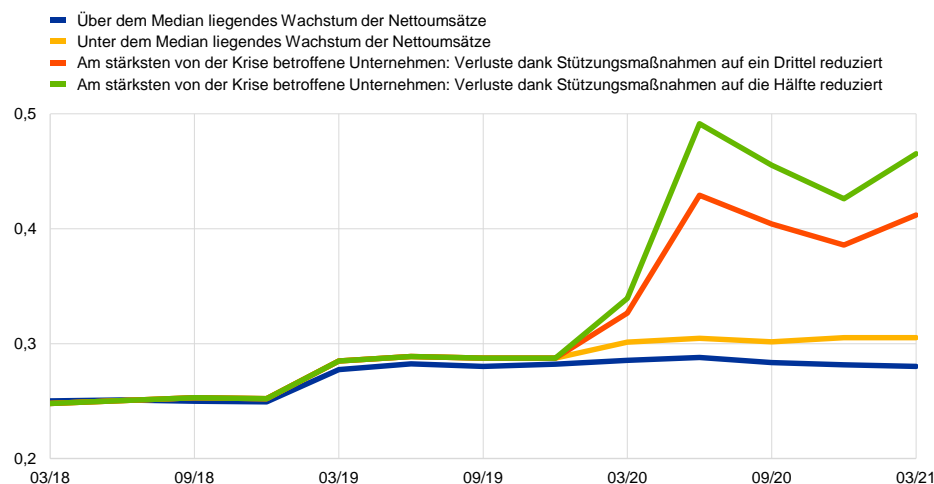
Die uneinheitliche Verteilung der Verschuldung ist Ausdruck der Verwundbarkeit von kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) sowie von Kleinstunternehmen, insbesondere in den von der Pandemie am stärksten betroffenen Branchen.

Die Bruttoverschuldung nahm bei den einzelnen Unternehmen in unterschiedlichem Maße zu. Entscheidend dabei war, inwieweit die Firmen von der Pandemie und den Lockdown-Maßnahmen in Mitleidenschaft gezogen wurden. Börsennotierte Unternehmen, deren Umsätze 2020 unter dem Median lagen, weiteten ihre Verschuldung im Schnitt um rund 3 Prozentpunkte mehr aus als Firmen mit Umsätzen über dem Median (siehe Abbildung 3). Für nicht börsennotierte Unternehmen liegen zwar keine Daten vor, doch lassen Schätzungen auf Grundlage sektoraler Umsätze darauf schließen, dass der Verschuldungsgrad einer durchschnittlichen Firma in den am stärksten betroffenen Sektoren (z. B. im Bereich Gastgewerbe/Beherbergung) um nahezu 10 Prozentpunkte gestiegen sein könnte. Dies gilt auch bei Zugrundelegung eines Szenarios, wonach nur ein Drittel der Unternehmensverluste durch zusätzliche Schulden aufgefangen wird (siehe rote Linie in Abbildung 3), während der Rest durch staatliche Stützungsmaßnahmen kompensiert wird.

Abbildung 3

Verhältnis von Verschuldung zu Aktiva nach Umsatzentwicklung der Unternehmen im Jahr 2020

(in % der Gesamtkтива)



Quellen: Refinitiv und Extrapolation auf Basis von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Die dieser Abbildung zugrunde liegende Berechnung dokumentiert den Zusammenhang zwischen sinkenden Umsätzen und zunehmender Verschuldung. Die blauen und gelben Linien ermöglichen einen Vergleich der Verschuldungsdynamik bei börsennotierten Unternehmen mit über bzw. unter dem Median liegendem Wachstum der Nettoumsätze (im Jahr 2020). Die roten und grünen Linien extrapolieren die Verschuldungsdynamik für Unternehmen in dem Sektor, der im Eurogebiet am stärksten in Mitleidenschaft gezogen wurde, nämlich der Bereich Gastgewerbe/Beherbergung. Für diesen Sektor liegen bislang keine harten Daten vor. Die Prognose basiert auf einem Panelmodell, das den Anstieg des Verschuldungs-Aktiva-Verhältnisses (nach Bereinigung um individuelle Unternehmenseffekte) anhand der Umsätze erklärt, die als linearer und quadratischer Term in das Modell einfließen. Das Modell wird herangezogen, um für den Schätzzeitraum nach der Corona-Pandemie anhand von Eurostat-Umsatzdaten die nicht beobachtbare Verschuldung im Verhältnis zu den Aktiva zu extrapolieren. Bei der roten Linie wird angenommen, dass staatliche Stützungsmaßnahmen (z. B. Kurzarbeitsregelungen) zwei Drittel der entstandenen Kosten decken. Hinter der grünen Linie steht die Annahme, dass nur die Hälfte der Kosten abgedeckt wurde. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2021.

Auch mit Blick auf die einzelnen Länder gibt es merkliche Unterschiede bei der Unternehmensverschuldung.

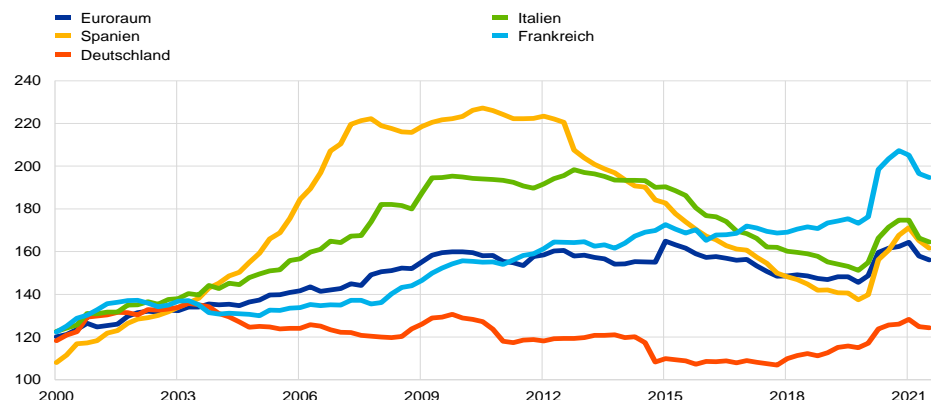
Das Verhältnis von Bruttoverschuldung zur Wertschöpfung der nichtfinanziellen Unternehmen belief sich im dritten Quartal 2021 in Frankreich auf knapp 200 %, verglichen mit rund 120 % in Deutschland (siehe Abbildung 4, Grafik a). In Frankreich ist die Bruttoverschuldungsquote seit Ende 2007 kontinuierlich gestiegen, da die Firmen ihre Investitionsausgaben sowie Fusionen und Übernahmen größtenteils über Schuldtitel finanziert haben. In Deutschland ist die Verschuldung weiterhin wesentlich niedriger als in anderen großen Volkswirtschaften des Eurogebiets. Hier finanzierten die Unternehmen ihr Wachstum vor der Pandemie hauptsächlich mit intern erwirtschafteten Mitteln. Am stärksten hat sich die Verschuldungsquote seit Ende 2019 indessen in Spanien erhöht, wo sich – genau wie in Italien – ein Großteil des von 2012 bis 2019 verzeichneten Rückgangs wieder umkehrte (siehe Abbildung 4, Grafik b). Die Nettoverschuldung ging in Italien besonders stark zurück, wohingegen sie in Deutschland, Frankreich und Spanien zunahm (siehe Abbildung 4, Grafik c). Dass die Unternehmensverschuldung während der Pandemie in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark zunahm, lässt sich zu einem großen Teil durch folgende Faktoren erklären: a) die unterschiedliche Schwere der Coronakrise und die daraus resultierenden Unterschiede bezüglich der Länge und Härte der Lockdowns, b) die unterschiedliche Inanspruchnahme von staatlich garantierten Bankkrediten sowie c) die unterschiedlichen Wirtschafts- und Finanzstrukturen.

Abbildung 4

Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

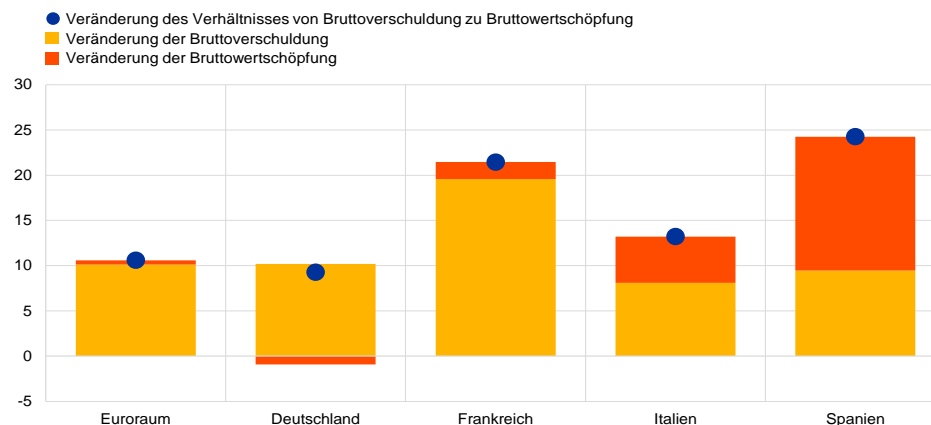
a) Konsolidierte Bruttoverschuldung

(in % der Bruttowertschöpfung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften)



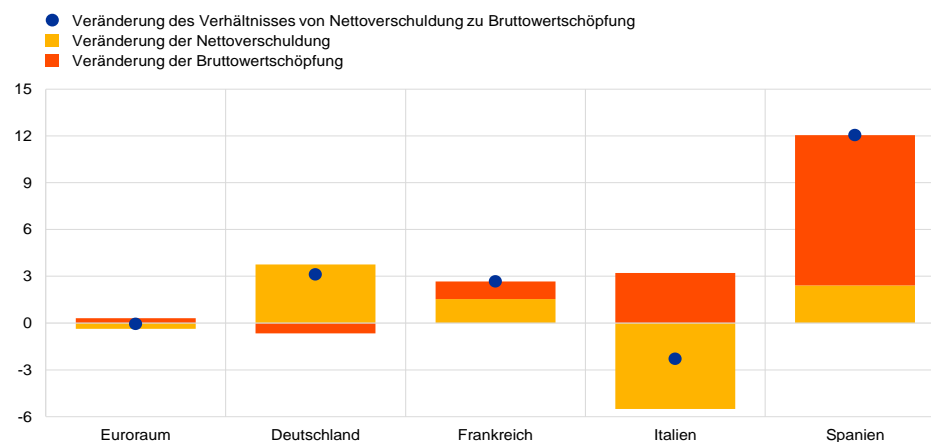
b) Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2021

(in Prozentpunkten, Beiträge in Prozentpunkten)



c) Veränderung der konsolidierten Nettoverschuldung vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2021

(in Prozentpunkten, Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Schätzungen.
Anmerkung: Die konsolidierte Bruttoverschuldung ist definiert als die Summe aus allen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, begebenen Schuldverschreibungen und Pensionsverpflichtungen abzüglich intrasektoraler Kredite. Die konsolidierte Nettoverschuldung ist definiert als konsolidierte Bruttoverschuldung ohne Barggeld- und Einlagenbestände. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Trotz der gestiegenen Bruttoverschuldung ist die Belastung durch den Schuldendienst weiter gesunken und befindet sich inzwischen auf einem neuen Rekordtief. Die Bruttozinszahlungen der Unternehmen in den großen Euro-Ländern sind seit Ende 2019 trotz des höheren Schuldenniveaus um 1,8 % bis 9,1 % zurückgegangen. Diese Entwicklung ist den günstigen Finanzierungsbedingungen zuzuschreiben, die durch die politische Reaktion auf die Krise gefördert wurden. Dadurch wurden die Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Unternehmensverschuldung abgemildert und die Erholung unterstützt. Die als prozentualer Anteil am Gewinn kalkulierten Kosten für den Schuldendienst sind indes von Land zu Land weiterhin sehr unterschiedlich (siehe Abbildung 5, Grafik a). Dies ist im Wesentlichen auf die unterschiedliche Bruttoverschuldung und sektorale Zusammensetzung in den verschiedenen Staaten zurückzuführen, wobei Letztere das Verhältnis von Bruttobetriebsüberschuss zur Wertschöpfung (siehe Abbildung 5, Grafik b) beeinflusst.⁵

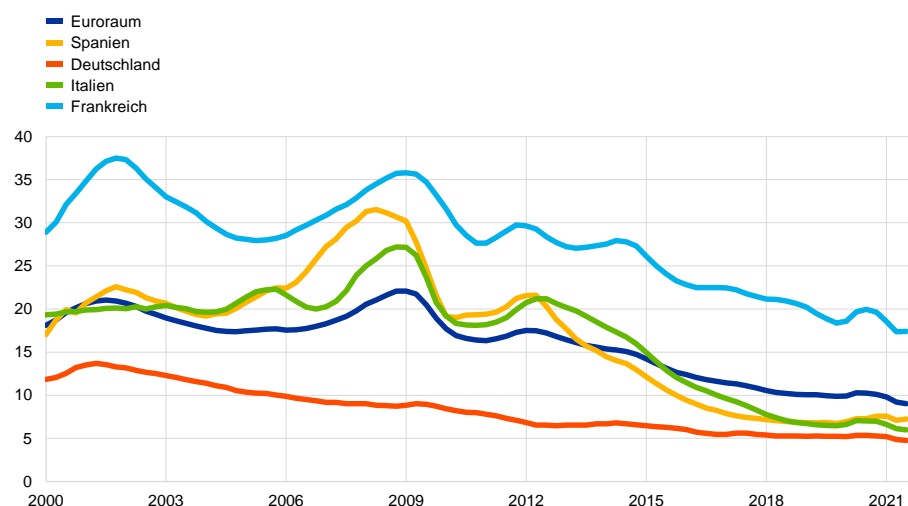
⁵ Zur national unterschiedlichen Klassifizierung von „Quasi-Kapitalgesellschaften“ siehe F. Lequiller und D. Blades, *Understanding National Accounts: Second Edition*, OECD Publishing, 2014.

Abbildung 5

Zinszahlungen und Gewinnmargen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Euro-Ländern

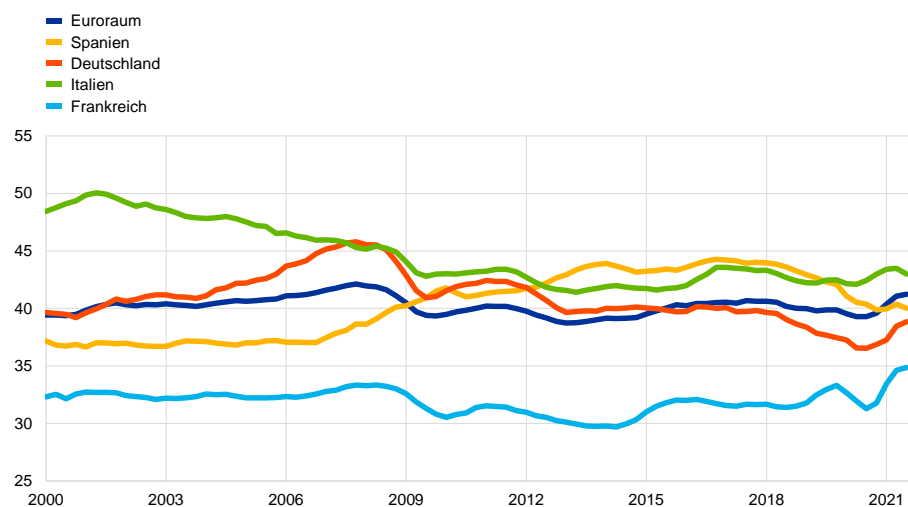
a) Bruttozinszahlungen

(gleitende Vierquartalsummen in % des Bruttobetriebsüberschusses)



b) Gewinnmargen (brutto)

(in %)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

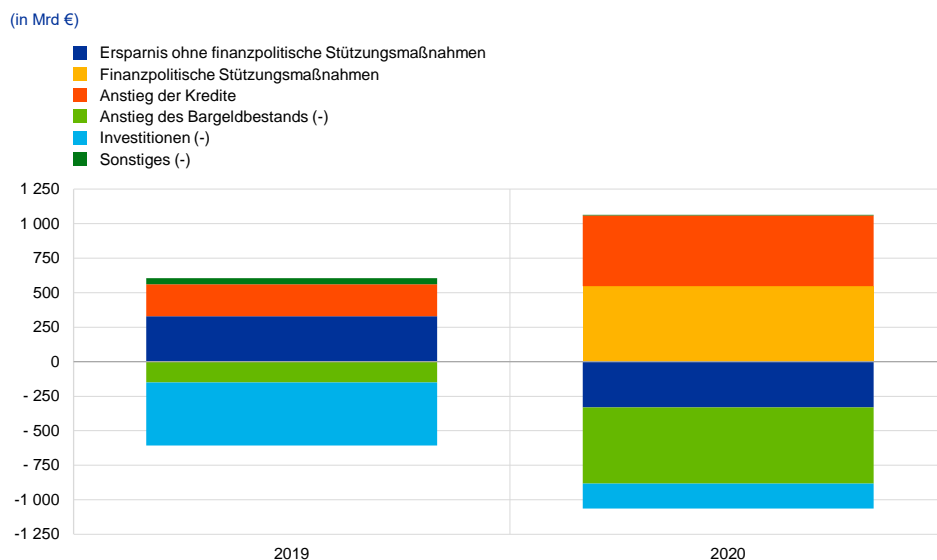
Anmerkung: Die Bruttozinszahlungen werden ohne unterstellte Bankdienstleistungen (FISIM) berechnet. Die Gewinnmargen (brutto) werden mittels Division des Bruttobetriebsüberschusses durch die Bruttowertschöpfung ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Staatliche und supranationale Stützungsmaßnahmen haben dazu beigetragen, die Liquiditätsrisiken der Firmen beträchtlich zu verringern.⁶ Erstens stellten die Staaten den Unternehmen Kreditgarantien und direkte Liquiditätshilfen zur Verfügung, und die Firmen wurden durch Kurzarbeitsregelungen bei den Lohnausgaben entlastet. Zweitens wurde die Liquiditätslage der Unternehmen auch durch die Stundung von Sozialbeiträgen und Steuern verbessert. Alles in allem erhielten

⁶ Eine umfassende Auflistung der auf EU-Ebene ergriffenen Hilfsmaßnahmen zur Arbeitsplatzhaltung und Konjunkturbelebung nach der Pandemie findet sich in: Europäische Kommission, [Beschäftigung und Wirtschaft in der Corona-Krise](#).

die Unternehmen über diese direkten und indirekten staatlichen Stützungsmaßnahmen rund 550 Mrd € (siehe Abbildung 6). Ohne diese Maßnahmen wäre die Unternehmensersparnis abzüglich Kapitalabschreibungen 2020 deutlich negativ ausgefallen. Drittens konnten die Banken dank temporärer aufsichtlicher Maßnahmen Zahlungsmoratorien für Kredite anbieten. Viertens leistete die EZB mit ihren geldpolitischen Maßnahmen Unterstützung. Zusätzlich fuhren die Unternehmen ihre Investitionsausgaben gegenüber 2019 deutlich zurück. Die Nettokreditströme waren im Jahr 2020 insgesamt etwa 280 Mrd € höher als 2019. Gestützt wurden sie dabei in erheblichem Maße von der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP)⁷, den staatlichen Kreditgarantien und den ergriffenen aufsichtlichen Maßnahmen.⁸ Insgesamt war der Zuwachs der Bargeldbestände der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften 2020 um rund 400 Mrd € höher als im Vorjahr, wobei sich dieser Anstieg jedoch in erster Linie auf große Firmen konzentrierte. Die Unternehmen erhielten zudem im Jahr 2021 zusätzliche staatliche Mittel in erheblichem Umfang (etwa 325 Mrd €), was den Abbau ihrer Ersparnisse weiter verlangsamte.

Abbildung 6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum: Finanzierungsquellen und Mittelverwendung einschließlich finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Schätzungen.

Anmerkung: „Finanzpolitische Stützungsmaßnahmen“ werden definiert als die Summe der Lohnkostenentlastung durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung, Moratorien bei Zinszahlungen für Kredite und bei Mieten, Steuerstundungen sowie Direkthilfen für Firmen. Bei der „Ersparnis“ handelt es sich um die Bruttoersparnis abzüglich der Abschreibungen. „Kredite“ umfassen die Kreditaufnahme bei Banken und die Nettoemission von Schuldverschreibungen; „Bargeldbestand“ beinhaltet Bargeld und Einlagen. Unter „Investitionen“ sind Bruttoanlageinvestitionen zuzüglich Vorratsveränderungen und abzüglich Abschreibungen zu verstehen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2020.

⁷ Im Rahmen des PEPP und des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) erwirbt die EZB Unternehmensanleihen und Commercial Paper des Sektors der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt.

⁸ Zu mikroprudenziellen Maßnahmen auf Ebene der Banken siehe die Website der EZB-Bankenaufsicht; Informationen zu makroprudenziellen Maßnahmen finden sich im Sonderbeitrag [Financial stability considerations arising from the interaction of coronavirus-related policy measures](#), Financial Stability Review der EZB, November 2020.

Die verbesserte Schuldendienstfähigkeit der Unternehmen und die niedrigen Finanzierungs- und Anschlussfinanzierungsrisiken unterstreichen, dass die Verwundbarkeit der Firmen derzeit moderat ist. Gemessen am

zusammengesetzten Vulnerabilitätsindex der EZB, der auf aggregierten Daten basiert, nahm die Verwundbarkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach Ausbruch der Corona-Pandemie drastisch zu und ging weit über das Maß hinaus, das im Gefolge der weltweiten Finanzkrise festzustellen war (siehe Abbildung 7, Grafik a).⁹ Der Anstieg war hauptsächlich durch die schwächere Unternehmensaktivität und die schlechtere Ertragslage sowie den zunehmenden Verschuldungsgrad bedingt. Seit Mitte 2020 ist der Vulnerabilitätsindex für Unternehmen jedoch rückläufig, und im zweiten Quartal 2021 erreichte er einen historischen Tiefstand. Dahinter standen eine Zunahme des Zinsdeckungsgrads und der Ersparnis, die sehr niedrigen Kosten der Fremdfinanzierung, rekordhohe Bargeldbestände und die zu beobachtende Verlagerung von kurzfristiger Fremdfinanzierung hin zu Instrumenten mit längerer Laufzeit. Auch der Verschuldungsgrad leistete einen kleinen Beitrag zum Rückgang des Vulnerabilitätsindex im dritten Jahresviertel 2021, denn die Brutto- und die Nettoverschuldungsquote verringerten sich infolge der kontinuierlichen konjunkturellen Aufhellung und der umfangreichen Anhäufung von Bargeld am Höhepunkt der Pandemie. Die Bruttoverschuldungsquote und das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital bleiben jedoch auf einem erhöhten Niveau, das merklich über dem Stand von Ende 2019 liegt. Damit steigt die Anfälligkeit der Unternehmen gegenüber negativen Schocks. Anhand einer kontrafaktischen Analyse lässt sich zeigen, dass der Vulnerabilitätsindex ohne die aggregierten Hilfsmaßnahmen Mitte 2020 ein erhebliches höheres Niveau erreicht hätte und auch weiterhin deutlich über seinem aktuellen Stand liegen würde (siehe Abbildung 7, Grafik b).¹⁰

⁹ Der zusammengesetzte Vulnerabilitätsindex der EZB basiert auf einem breiten Spektrum an Indikatoren, die fünf unterschiedliche Dimensionen abdecken: Schuldendienstfähigkeit (gemessen an Zinsdeckungsgrad, Unternehmensersparnis und Umsatzgenerierung), Verschuldungsgrad (Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, Verhältnis von Nettoverschuldung zu Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) und Bruttoverschuldung im Verhältnis zum Einkommen), Unternehmensaktivität (Umsatzwachstum, Anteil der Kredite aus Lieferungen und Leistungen und Veränderung der Quote des Debitorenumschlags), Ertragslage (Kapitalrendite, Gewinnmarge und Verhältnis von Marktwert zu Buchwert (Market-to-Book Ratio)) und Finanzierung/Anschlussfinanzierung (Verhältnis von kurzfristigen zu langfristigen Krediten, Quick Ratio (Verhältnis von finanziellen Vermögenswerten zu finanziellen Verbindlichkeiten der Liquidität ersten Grades), Gesamtkosten der Fremdfinanzierung und Kreditimpuls). Weitere Informationen zur Erstellung des Index finden sich in: EZB, [Assessing corporate vulnerabilities in the euro area](#), Financial Stability Review, November 2020.

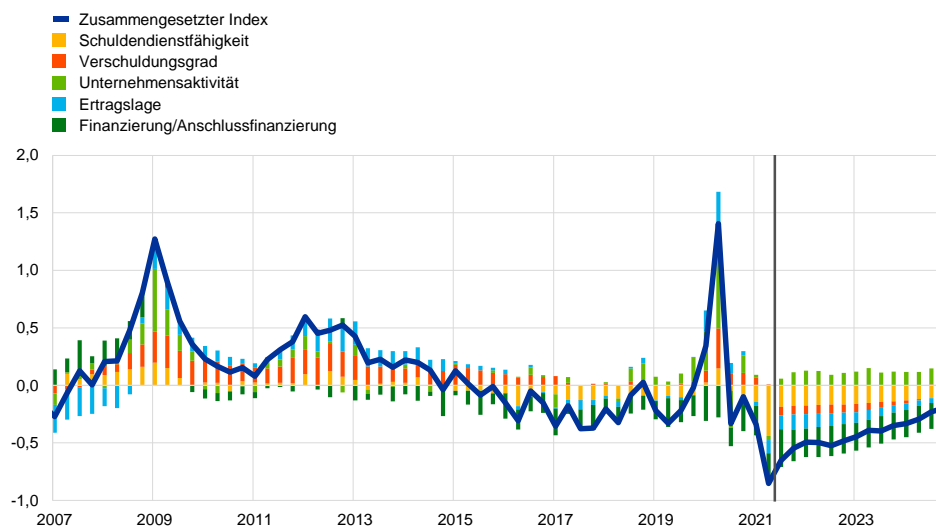
¹⁰ Ohne die Kostenentlastung von staatlicher Seite hätte die Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Jahr 2020 um 550 Mrd € und im Jahr 2021 um 325 Mrd € steigen müssen, um die Einnahmehausfälle wettzumachen. Dies hätte mit Blick auf den Vulnerabilitätsindex für Unternehmen einen höheren Verschuldungsgrad und höhere Bruttozinszahlungen der Firmen mit sich gebracht und zugleich ihre intern generierten Mittel geschmälert. Bei der Simulationsrechnung wird die Annahme getroffen, dass die effektive Verzinsung der ausstehenden Verbindlichkeiten der Unternehmen und der Anteil langfristiger Kredite an der Gesamtverschuldung in etwa auf dem Stand von Ende 2019 geblieben wären, wenn es keine zusätzlichen geldpolitischen sowie aufsichtlichen Maßnahmen und staatlichen Kreditgarantien gegeben hätte.

Abbildung 7

Verwundbarkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum

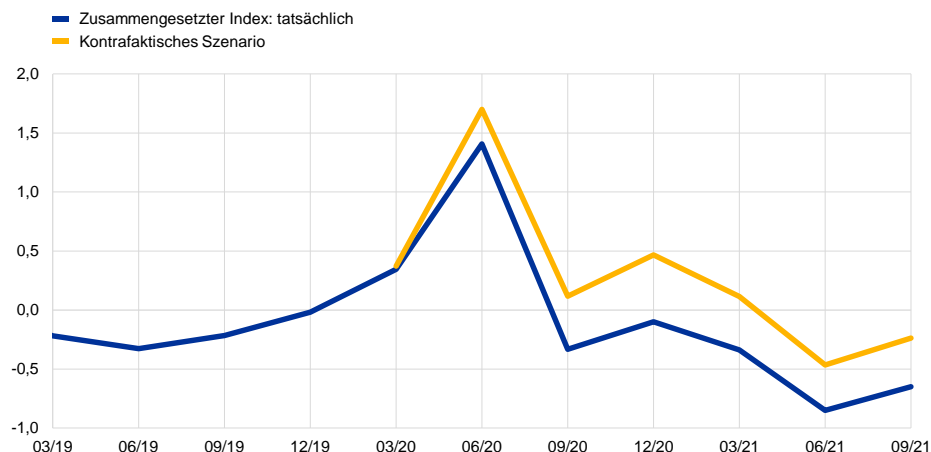
a) Zusammengesetzter Index und seine Komponenten

(Z-Scores)



b) Zusammengesetzter Index und kontrafaktisches Szenario

(Z-Scores)



Quellen: Eurostat, EZB, Merrill Lynch und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Positive Werte deuten auf eine höhere Verwundbarkeit hin, negative Werte auf eine geringere Verwundbarkeit. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2021. Die Schätzungen der EZB beziehen sich auf den Zeitraum vom dritten Quartal 2021 bis zum Schlussquartal 2024.

3 Solidität der Unternehmensbilanzen und Insolvenzrisiko

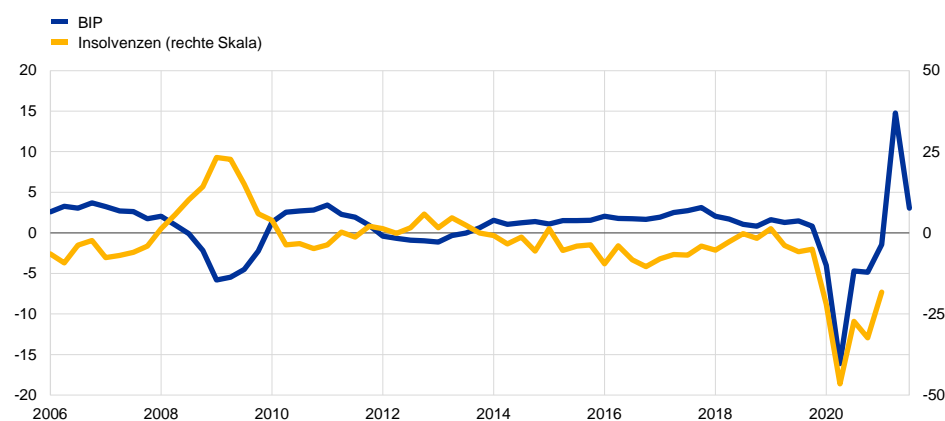
Während der Covid-19-Pandemie war die Zahl der Unternehmensinsolvenzen historisch niedrig. In der Vergangenheit waren Insolvenzen tendenziell antizyklisch und folgten dem Wachstum des realen BIP mit zeitlicher Verzögerung (siehe Abbildung 8, Grafik a). Diese Beziehung zwischen Wirtschaftswachstum und Insolvenzverfahren löste sich im Jahr 2020 auf. Zurückzuführen war dies im Wesentlichen auf die Maßnahmen, die ergriffen wurden, um die negativen ökonomischen Folgen der Pandemie einzudämmen. Aufgrund dieser Maßnahmen kam es im Zuge des konjunkturellen Einbruchs nicht zu einem Anstieg der

Insolvenzen. Vielmehr sank die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im Jahr 2020 um rund ein Drittel und blieb 2021 durchweg auf einem niedrigen Niveau.

Abbildung 8
Wirtschaftstätigkeit und Unternehmensinsolvenzen

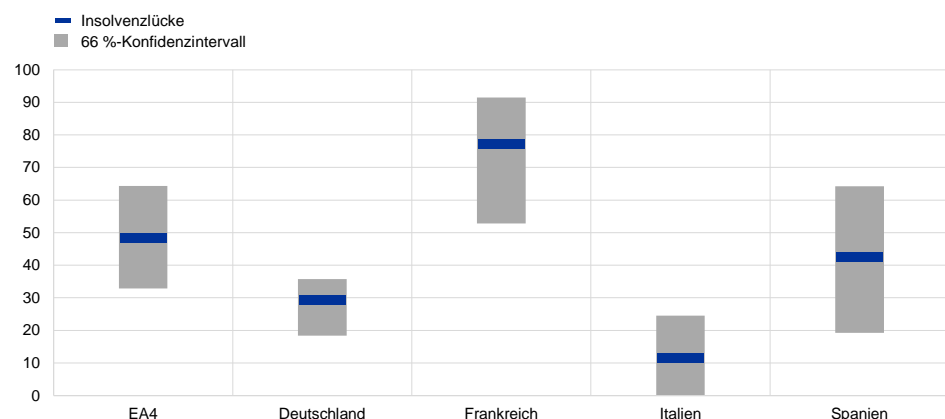
a) Reales BIP und Insolvenzen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Geschätzte Insolvenzlücken

(in %)



Quellen: Haver Analytics, Cerved, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021 (BIP) bzw. das zweite Quartal 2021 (Insolvenzen). Grafik b: Jahreswerte, saisonbereinigt. Die Insolvenzprognose basiert auf länderspezifischen Bayesianischen Vektorautoregressionsmodellen; die Prognose wurde in Abhängigkeit vom beobachteten Verlauf des BIP und der Arbeitslosigkeit bis 2019 geschätzt und für 2020 simuliert. Die Lücken werden ermittelt als die prozentuale Differenz zwischen der prognostizierten Zahl der Insolvenzen pro Jahr und den jährlich beobachteten Insolvenzfällen. „EA4“ steht für die vier größten Euro-Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien).

Die Zahl der tatsächlichen Insolvenzfälle im Euro-Währungsgebiet weicht erheblich von den Prognosen ab.

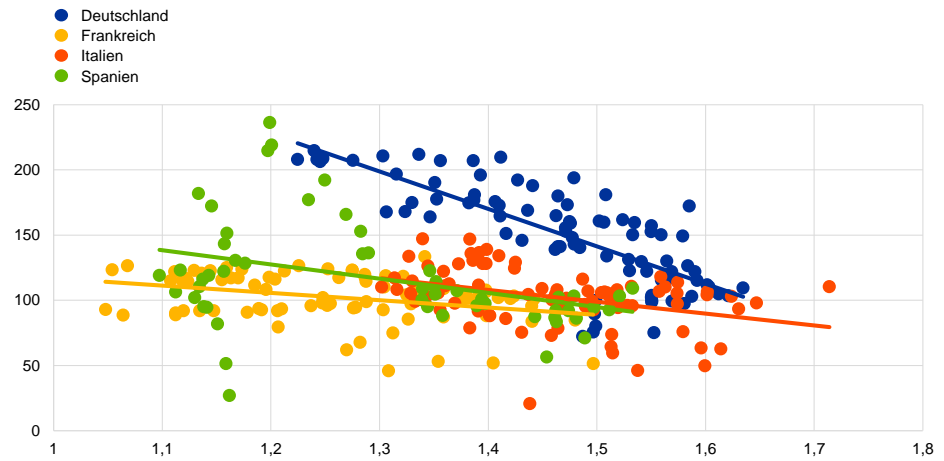
Zur Vorausschätzung von Insolvenzen werden länderspezifische Modelle herangezogen, die die historische Beziehung zwischen realem BIP, Arbeitslosigkeit und Insolvenzen widerspiegeln. Im Jahr 2020 überstieg die Zahl der für die vier größten Länder des Euroraums prognostizierten Insolvenzfälle die Zahl der tatsächlichen Fälle um rund 50 % (siehe Abbildung 8, Grafik b). Diese große Differenz dürfte neben den Stützungsmaßnahmen auch darauf zurückzuführen sein, dass es – insbesondere bei sehr kleinen KMUs und Einzelunternehmern – auch zu Geschäftsschließungen ohne Insolvenzverfahren kam. Alles in allem lassen die großen geschätzten Insolvenzlücken in Verbindung mit

der Tatsache, dass eine Zunahme der Verschuldung bei kleineren Firmen wahrscheinlicher ist, den Schluss zu, dass die Zahl der Insolvenzen noch zunehmen könnte, und zwar vor allem bei kleineren Unternehmen in den Branchen, die am stärksten von der Pandemie betroffen sind.¹¹

Abbildung 9
Bilanzsolidität und Unternehmensinsolvenzen

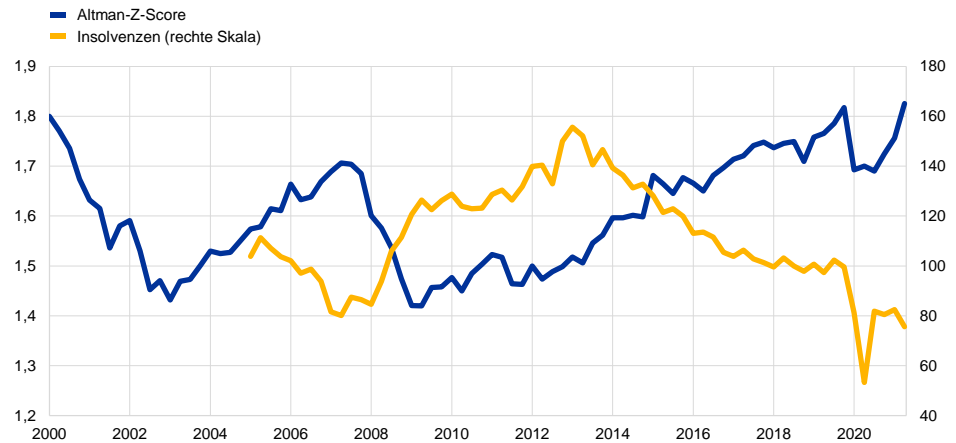
a) Insolvenzen und Z-Score nach Altman

(x-Achse: Score; y-Achse: Index: 2019 = 100)



b) Insolvenzen und Z-Score nach Altman im Zeitverlauf

(linke Skala: Score; rechte Skala: Index: 2019 = 100)



Quellen: Haver Analytics, Cerved, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Punkte kennzeichnen die vierteljährlichen länderspezifischen Beobachtungen vom ersten Quartal 2005 bis zum zweiten Quartal 2021. Der Altman-Z-Score wird wie folgt berechnet: $0,717 \times \text{Betriebskapital/Bilanzsumme} + 0,847 \times \text{einbehaltene Gewinne/Bilanzsumme} + 3,107 \times \text{EBIT/Bilanzsumme} + 0,420 \times \text{Eigenkapital/Fremdkapital} + 0,998 \times \text{Umsatz/Bilanzsumme}$. EBIT steht für Ergebnis vor Zinsen und Steuern. Je höher der Altman-Score ausfällt, desto solider ist die Bilanzstruktur. Grafik b: Der Insolvenzindikator wird berechnet als der Durchschnitt der vier größten Euro-Länder (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien). Die jüngsten Angaben zu den Insolvenzen und zum Altman-Score beziehen sich auf das zweite Quartal 2021.

¹¹ Siehe beispielsweise M. Cros, A. Epaulard und P. Martin, Will Schumpeter Catch Covid-19?, Discussion Papers des CEPR, Nr. 15834, Centre for Economic Policy Research, 2021.

Insgesamt deuten die Unternehmensbilanzen auf ein begrenztes Insolvenzrisiko hin. Der Z-Score nach Altman¹² stellt eine Messgröße für die Beurteilung der Bilanzsolidität und des Insolvenzrisikos von Unternehmen dar. Die Messgröße wurde entwickelt, um das Insolvenzrisiko einzelner Unternehmen abzuschätzen, kann aber auch für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als Ganzes berechnet werden, zumal zeitnahe Daten auf aggregierter Ebene eher verfügbar sind als für einzelne nicht börsennotierte Unternehmen. Auf Länderebene weist der Indikator eine negative Beziehung zu den Insolvenzen auf (siehe Abbildung 9, Grafik a). Nach einem drastischen pandemiebedingten Rückgang im Jahr 2020 erholte sich der Z-Score 2021 teilweise wieder, was auf eine Verbesserung der Unternehmensbilanzen hindeutet.

Ungeachtet der zuletzt allgemein rückläufigen Insolvenzfälle ist die Entwicklung von Land zu Land unterschiedlich. Ursächlich hierfür sind Unterschiede im nationalen Insolvenzrecht sowie im Hinblick darauf, wie verbreitet der Rückgriff auf Insolvenzverfahren bei Geschäftsschließungen ist. Mitunter werden Solvenzprobleme auf andere Art gelöst, etwa durch freiwillige Schließungen und außergerichtliche Verfahren. Diese nationalen Unterschiede wirken sich auch auf die Beziehung zwischen Unternehmensinsolvenzen und gesamtwirtschaftlicher Entwicklung aus.¹³ Obwohl alle Euro-Länder in Bezug auf ihre bestehenden Insolvenzregelungen vorübergehende Erleichterungen einführten, gab es hierbei erhebliche Unterschiede hinsichtlich des Umfangs und des Zeitrahmens. Die länderspezifischen Differenzen – ob strukturell oder temporär – spiegeln sich in den unterschiedlichen Insolvenzquoten der einzelnen Länder (siehe Abbildung 10, Grafik a), den unterschiedlichen geschätzten Insolvenzlücken (siehe Abbildung 8, Grafik b) und der unterschiedlichen linearen Beziehung zwischen den Altman-Scores und der Zahl der Insolvenzfälle wider.

¹² Siehe E. I. Altman, Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, Bd. 23, Nr. 4, September 1968, S. 589-609. Einzelheiten zur Berechnung finden sich in der Anmerkung zu Abbildung 9, Grafik a.

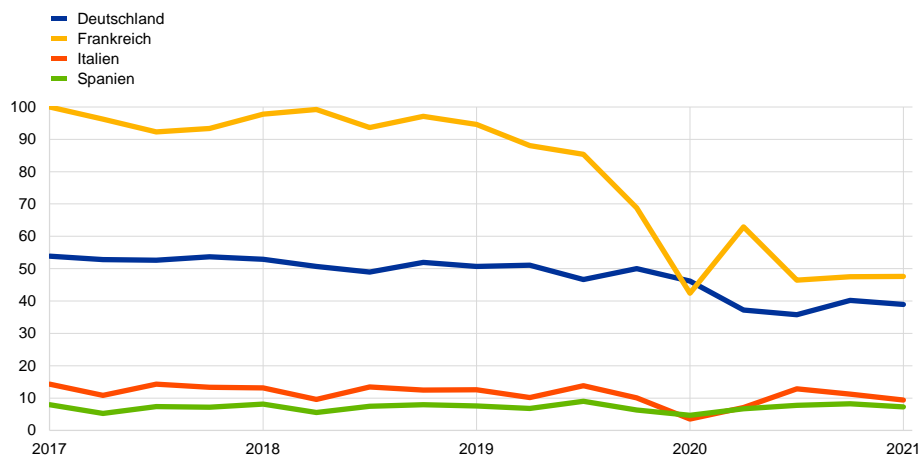
¹³ Siehe beispielsweise Creditreform, Unternehmensinsolvenzen in Europa – Jahr 2020, 2021.

Abbildung 10

Insolvenzquoten und Verwertung von KMU-Krediten in den einzelnen Ländern

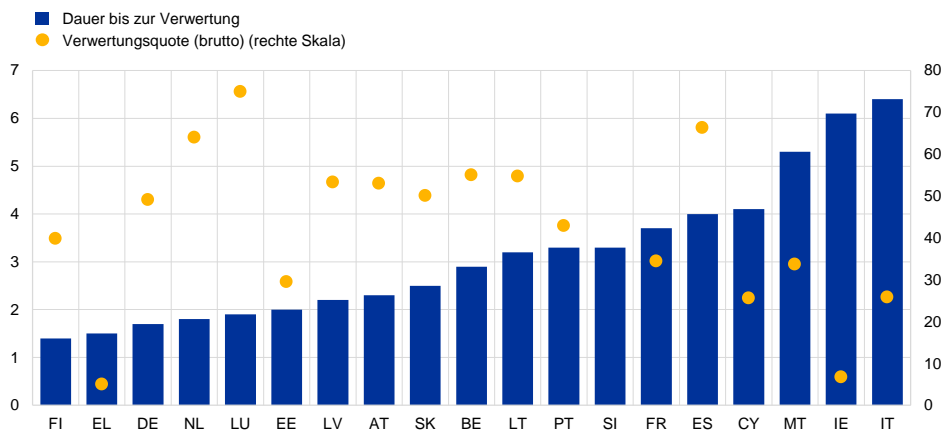
a) Insolvenzenquoten

(Insolvenzen je 10 000 Unternehmen)



b) Dauer und Effekt der Verwertung von KMU-Krediten

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



Quellen: Haver Analytics, Cerved, Eurostat, Europäische Bankenaufsichtsbehörde und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik b: Die Daten wurden im Zeitraum von 2015 bis 2018 erhoben und beziehen sich auf formale, von Gläubigern eingeleitete Insolvenzverfahren im Zusammenhang mit Ausleihungen an KMUs. Außergerichtliche Vergleiche sind nicht berücksichtigt. Die Vergleichbarkeit zwischen den Ländern kann aufgrund unterschiedlicher Vorgehensweisen der Banken eingeschränkt sein. Die Verwertungsquote (brutto) wird definiert als prozentualer Anteil der Bankforderung vor Abzug der Kosten für die Verwertung der Forderung. Für Slowenien liegen keine Angaben zu Verwertungsquoten vor.

Darüber hinaus gibt es zwischen den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets auch beachtliche Unterschiede, was die Funktionsweise der jeweiligen Insolvenzregelungen betrifft. So wurde im Rahmen der jüngsten Benchmark-Analyse der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) festgestellt, dass der Verwertungserlös und die Dauer bis zur Verwertung von Land zu Land sehr unterschiedlich ausfallen.¹⁴ Im Euroraum dauert die Verwertung eines notleidenden KMU-Kredits durchschnittlich etwa vier Jahre, und die Gläubiger erhalten lediglich rund 40 % des Kreditbetrags zurück (siehe Abbildung 10, Grafik b). Ungünstige Kennzahlen im Zusammenhang mit Insolvenzverfahren könnten eine Motivation

¹⁴ Siehe Europäische Bankenaufsichtsbehörde, [Report on the benchmarking of national loan enforcement frameworks](#), EBA/REP/2020/29, 2020.

darstellen, nach alternativen Möglichkeiten der Umstrukturierung oder Betriebs-schließung zu suchen.

Ob die Zahl der Insolvenzen und Geschäftsschließungen steigen wird, hängt auch davon ab, wie verwundbar Unternehmen gegenüber künftigen wirtschaftlichen Schocks sind.

Eine Beurteilung der Verwundbarkeit der Unternehmen anhand der Qualität der Bankaktiva deutet darauf hin, dass es hier im Verlauf der Pandemie zu einer gewissen Verschlechterung kam (siehe Kasten 1). Dies spiegelt sich auch im Vulnerabilitätsindex (siehe Abbildung 7) und im Altman-Score (siehe Abbildung 9, Grafik b) wider. Den Projektionen zufolge dürfte der Index mindestens bis Ende 2024 deutlich unter seinem historischen Durchschnitt bleiben, was auf begrenzte Verwundbarkeiten bei Unternehmen schließen lässt. Voraussetzung hierfür sind jedoch eine weitere Belebung der Konjunktur sowie günstige Finanzierungsbedingungen, die die Kosten des Schuldendienstes niedrig halten.

Kasten 1

Die Qualität der Bankaktiva während der Covid-19-Pandemie und der Einfluss bereits im Vorfeld bestehender Verwundbarkeiten bei Unternehmen

Maciej Grodzicki und Martina Spaggiari

Eine Analyse der qualitativen Verschlechterung von Unternehmenskrediten zeigt, dass es in Fällen, in denen bereits vor der Pandemie Verwundbarkeiten auf Kreditnehmerseite – etwa ein erhöhter Verschuldungsgrad, geringe Liquiditätspuffer und eine schwache Ertragskraft – bestanden, häufiger zu einem Anstieg des Kreditrisikos kam, der im Jahr 2020 zu einer Neuklassifizierung von Risikopositionen hin zu Stufe 2 (erhöhtes Kreditrisiko) gemäß IFRS 9 führte.

Im ersten Jahr der Covid-19-Pandemie verbuchten die Banken im Euro-Währungsgebiet in ihren Bilanzen einen signifikanten Anstieg der mit Unternehmenskrediten verbundenen Risiken und stufen 11,3 % ihrer Firmenkreditportfolios von Stufe 1 des IFRS 9 (nicht notleidend) in Stufe 2 (signifikant gestiegenes Kreditrisiko, aber nicht notleidend) um.¹⁵ Die Häufigkeit der Neuklassifizierungen verdoppelte sich fast gegenüber dem Vorjahr, was insbesondere auf die Wirtschaftssektoren zurückzuführen war, die von den Lockdowns am stärksten betroffen waren. Der Stufe 3 (beeinträchtigte Bonität) wurde jedoch nur ein kleiner Teil der Kredite zugeordnet. Im Folgenden wird erläutert, welche Rolle bereits vor der Pandemie bestehende Unternehmensverwundbarkeiten, sektorale Schocks, bankseitige Faktoren und Stützungsmaßnahmen für die Neuklassifizierung von Krediten im Jahr 2020 spielten.

Bereits vor der Pandemie existierende Verwundbarkeiten – etwa eine hohe Schuldenlast, eine schwache Liquiditätsposition und eine geringe Ertragskraft – gehen mit signifikant gestiegenen Kreditrisiken einher (siehe Abbildung A). Eine Betrachtung von Unternehmensdaten in Kombination mit Einzelkreditdaten aus der Kreditdatenstatistik des Euroraums (Anacredit) ergibt, dass bei Firmen, die zu Beginn der Krise einen höheren Verschuldungsgrad und eine geringere Liquidität aufwiesen, häufiger Kredite in Stufe 2 oder Stufe 3 umklassifiziert wurden als bei anderen Firmen.

¹⁵ Laut den Rechnungslegungsgrundsätzen des IFRS 9 sind der Stufe 1 alle Kredite zugeordnet, deren Kreditrisiko seit ihrem erstmaligen Ansatz in der Bilanz nicht signifikant gestiegen ist. Stufe 2 umfasst alle Kredite mit einem signifikanten Anstieg des Kreditrisikos seit ihrem erstmaligen Ansatz in der Bilanz, die jedoch nicht notleidend sind, und Stufe 3 alle Kredite mit beeinträchtigter Bonität.

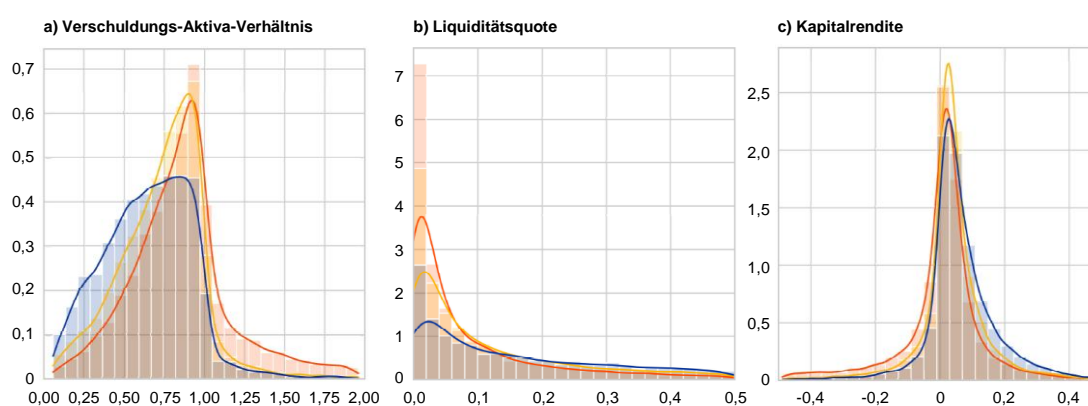
Hinzu kommt, dass Firmen mit Krediten, die in Stufe 2 hochgestuft wurden, in der Regel weniger profitabel waren als solche, deren Kredite in Stufe 1 verblieben. Die Kredite der meisten defizitären Unternehmen wurden hingegen direkt der Stufe 3 zugeordnet. Die Verteilung dreier wichtiger Finanzkennziffern der Unternehmen auf die drei Kreditkategorien legt den Schluss nahe, dass Verwundbarkeiten, die bereits vor der Pandemie bestanden, die Neuklassifizierungsentscheidungen der Banken entscheidend geprägt haben.

Abbildung A

Verteilung wichtiger Finanzkennziffern von Kreditnehmern nach IFRS-9-Klassifizierung Ende 2020

(x-Achse: Vielfache; Balken: Histogramm; Linien: Kerndichte)

- Stufe 1
- Stufe 2
- Stufe 3



Quellen: EZB (Aufsichtsstatistiken, AnaCredit), Bureau van Dijk (Orbis) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gemäß IFRS 9 müssen Banken Kredite in drei Stufen einordnen (siehe Fußnote 15). Die Grafiken zeigen, dass Kredite an höher verschuldete, weniger liquide und weniger profitable Unternehmen zwischen Ende 2019 und Ende 2020 eher von Stufe 1 IFRS 9 in Stufe 2 oder 3 umgestuft worden sind. Die Stichprobe umfasst 1 500 000 Unternehmen, die Ende 2019 eine aktive Kreditbeziehung unterhielten, welche zu diesem Zeitpunkt als Stufe 1 klassifiziert war und auch Ende 2020 noch existierte, und für die Finanzkennziffern in Orbis verfügbar sind. Die Grafiken zeigen die Verteilung dreier Finanzkennziffern für Unternehmen, deren Kreditbeziehungen 2020 in Stufe 1 (blau) verblieben bzw. in Stufe 2 (gelb) oder Stufe 3 (rot) migriert wurden. Unternehmen mit mehreren Kreditbeziehungen in unterschiedlichen IFRS-9-Stufen werden der Stufe mit der schlechtesten Bonitätsbeurteilung zugeordnet. Die Liquiditätsquote ist das Verhältnis von Bargeld und anderen liquiden Mitteln zu den laufenden Verbindlichkeiten.

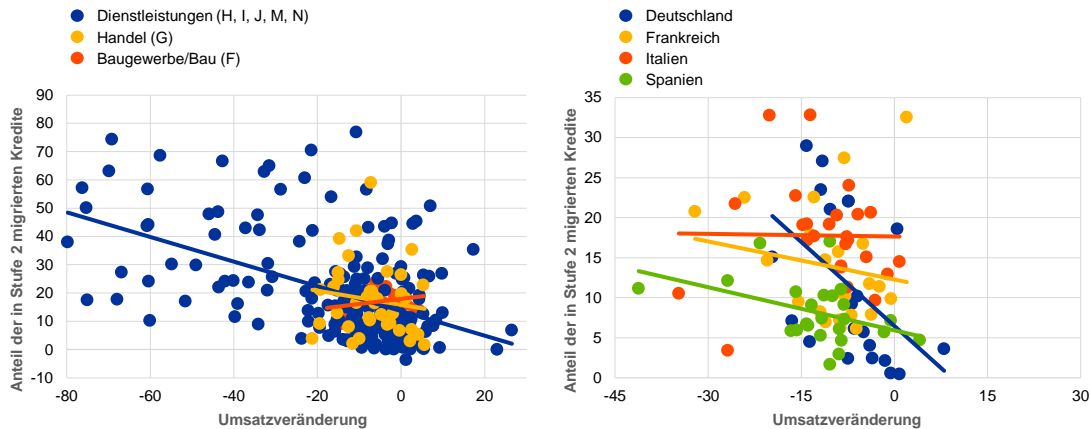
Auch sektorale Schocks, die aus Unternehmensschließungen und Beschränkungen der Wirtschaftstätigkeit resultierten, trugen zur qualitativen Verschlechterung von Unternehmensaktiva bei (siehe Abbildung B, Grafik a). Unternehmen aus den Branchen, die am stärksten von den Lockdowns betroffen waren, erfuhren eher eine Neuklassifizierung ihrer Kredite hin zu Stufe 2 oder Stufe 3. Das statistische Rauschen der Beziehung zwischen sektoralen Umsatzschocks und der Neuklassifizierung von Krediten (Kreditmigration) lässt jedoch darauf schließen, dass auch noch weitere Faktoren eine Rolle spielten. Diese Beziehung ist im Dienstleistungssektor besonders stark ausgeprägt, während sie im Baugewerbe deutlich schwächer und im verarbeitenden Gewerbe von Land zu Land unterschiedlich stark ist.

Abbildung B

Umsatzeinbußen, bereits vor der Pandemie bestehende Verwundbarkeiten und Kreditmigration im ersten Pandemiejahr

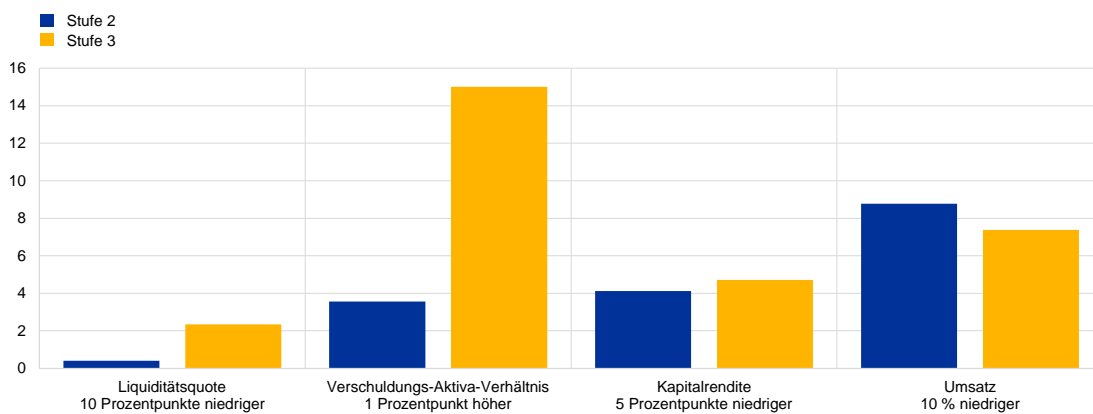
a) Veränderung des Umsatzes gegenüber 2019 und Migrationen in Stufe 2 im Jahr 2020

(in %)



b) Auswirkung einer Verschlechterung der Fundamentaldaten auf die Migrationen in Stufe 2 und Stufe 3

(Veränderung der Wahrscheinlichkeit der Migration aus Stufe 1 in %)



Quellen: EZB (Aufsichtsstatistiken, AnaCredit), Eurostat, Bureau van Dijk (Orbis) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Jeder Datenpunkt steht für eine Paarung aus Teilsektor und Land (z. B. Reisebüros in Griechenland). Die Buchstaben beziehen sich auf die statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der EU (NACE). „Dienstleistungen“ umfassen die Teilsektoren folgender NACE-Abschnitte: H – Verkehr und Lagerei, I – Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie, J – Information und Kommunikation, M – Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen und N – Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen. „Handel“ umfasst Groß- und Einzelhandel sowie Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen. Grafik b: Anhand eines multinomialen Logit-Modells mit festen Effekten für Banken und Schuldnerländer geschätzte Wahrscheinlichkeit auf der Grundlage von rund 750 000 beobachteten firmenbezogenen Werten. Alle geschätzten Parameter sind auf einem Niveau von 1 % statistisch signifikant.

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse bestätigen, dass die qualitative Verschlechterung der Aktiva auf die Fundamentaldaten vor der Pandemie sowie auf sektorale Schocks zurückzuführen ist. Um die Bedeutung mehrerer Faktoren als Treiber der qualitativen Verschlechterung der Unternehmenskredite beurteilen zu können, wird ein multinomiales Logit-Modell verwendet. Als abhängige Variable wird die IFRS-9-Stufe herangezogen, der die Kredite eines Unternehmens Ende 2020 zugeordnet waren. Das Modell berücksichtigt drei Gruppen erklärender Variablen: Finanzvariablen des Unternehmens, die die vor der Pandemie gegebenen Fundamentaldaten des Kreditnehmers darstellen, Makrovariablen, die die länder- und sektorspezifischen Auswirkungen der Pandemie abbilden, und bankspezifische Faktoren. Die Ergebnisse zeigen, dass die Ertragslage und der Verschuldungsgrad der Unternehmen eine besonders große Rolle spielten: Durch einen Anstieg des Verschuldungs-Aktiva-Verhältnisses um 1 Prozentpunkt erhöhte sich die

Wahrscheinlichkeit einer Migration in Stufe 2 für ein durchschnittliches Unternehmen um 3,6 % und durch einen Rückgang der Kapitalrendite um 5 Prozentpunkte um mehr als 4 % (siehe Abbildung B, Grafik b). Makroprudenzielle Faktoren wie Veränderungen sektoraler Zahlungsströme weisen eine starke negative Korrelation mit der Migration sowohl in Stufe 2 als auch in Stufe 3 auf.

Auch die Inanspruchnahme von Moratorien und Garantien hatte 2020 einen Einfluss auf die Kreditklassifizierung. Die politischen Stützungsmaßnahmen trugen maßgeblich dazu bei, eine drastische Verschlechterung der Aktiva-Qualität zu vermeiden. Dennoch erkannten die Banken, dass die Nutzung dieser Maßnahmen mit höheren Verwundbarkeiten einzelner Kreditnehmer im Firmenkundengeschäft einhergehen kann. So führte die Inanspruchnahme von Garantien und Moratorien zu einer verstärkten Umklassifizierung von Krediten in Stufe 2. Was Moratorien betrifft, so war diese Tendenz bei hoch verschuldeten Kreditnehmern stärker als bei Kreditnehmern mit Liquiditätsproblemen. Dies stand auch mit dem kommunizierten Zweck der Moratorien im Einklang, liquiditätsbedingte Ausfälle zu vermeiden.

4 Geschwächte Unternehmensbilanzen und ihre Auswirkung auf die Investitionstätigkeit

Die gestiegene Unternehmensverschuldung könnte sich nachteilig auf die Investitionsausgaben und die wirtschaftliche Erholung auswirken. Selbst wenn die Zahl der Unternehmensinsolvenzen in nächster Zeit nicht stark zunehmen sollte, könnten die seit Beginn der Corona-Pandemie gestiegene Schuldenlast der Unternehmen und die unterschiedliche Verteilung der Verschuldung zwischen den einzelnen Unternehmen die wirtschaftliche Erholung doch behindern, da das Investitionswachstum geschwächt wird. Dies könnte über verschiedene Wirkungskanäle erfolgen: Eine hohe Unternehmensverschuldung impliziert höhere Zinsaufwendungen, wodurch weniger Mittel für Investitionen zur Verfügung stehen. Für Firmen mit hohem Verschuldungsgrad ist die Mittelbeschaffung aus externen Quellen schwieriger, da sie ein höheres Ausfallrisiko haben. Um ihre schwachen Bilanzen zu sanieren, bauen Unternehmen zudem Schulden ab und verzichten auf Investitionsmöglichkeiten, was sich auch nachteilig auf ihre Gewinne auswirken könnte.¹⁶

Es ist empirisch hinreichend belegt, dass eine hohe Verschuldung negativ mit der Investitionstätigkeit korreliert. Die Beziehung zwischen Schulden und Investitionen von Unternehmen war bereits Gegenstand zahlreicher Untersuchungen. Neuere Studien heben insbesondere ihren nichtlinearen Charakter hervor und haben einen Schwellenwert ermittelt, ab dem sich die strukturelle Beziehung zwischen Verschuldung und Investitionen ändert.¹⁷ Während sich ein niedriger oder mittlerer Verschuldungsgrad nicht negativ auf die Investitionen

¹⁶ Siehe S. C. Myers, Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics, Bd. 5, Ausgabe 2, November 1977, S. 147-175.

¹⁷ Siehe S. Kalemli-Özcan, L. Laeven und D. Moreno, *Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: evidence from the European crisis*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2241, 2019; S. Gebauer, R. Setzer und A. Westphal, Corporate debt and investment: A firm-level analysis for stressed euro area countries, Journal of International Money and Finance, Bd. 86, Ausgabe C, September 2018, S. 112-130.

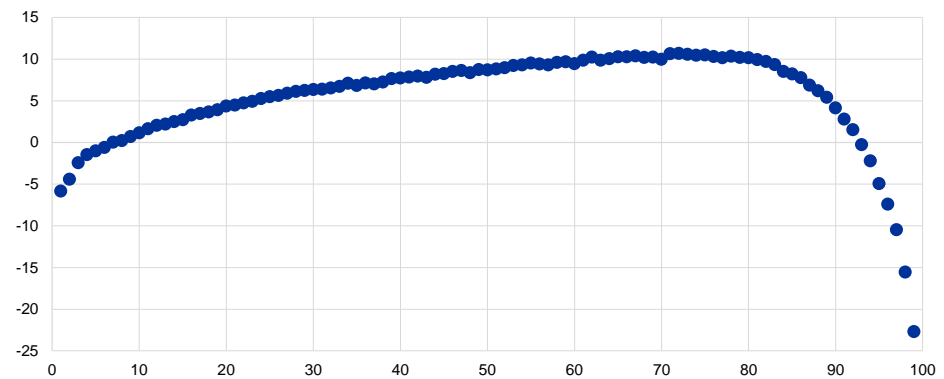
auswirkt, vermeiden hochverschuldete Unternehmen eine schwächere Investitionstätigkeit (siehe Abbildung 11, Grafik a). Die empirische Evidenz weist darauf hin, dass vor allem zahlreiche Kleinunternehmen sowie kleine und mittlere Unternehmen im Euroraum in „verwundbaren Bereichen“ liegen, in denen die Verschuldung und somit auch die Abhängigkeit von externer Finanzierung die Investitionstätigkeit beeinträchtigen. Bei größeren Firmen hingegen, deren finanzielle Friktionen in der Regel geringer sind, wird die Investitionstätigkeit offenbar nicht von einem höheren Verschuldungsgrad beeinflusst (siehe Abbildung 11, Grafik b).

Abbildung 11

Verschuldung und Investitionen der Unternehmen im Euroraum

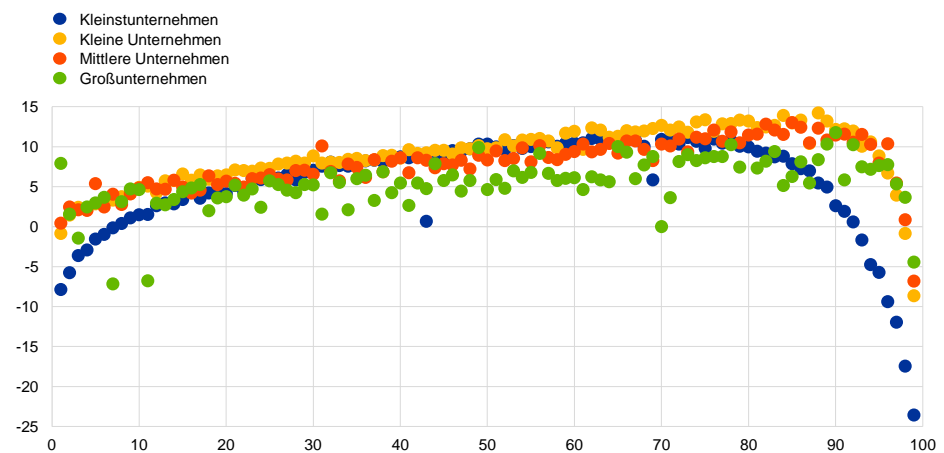
a) Verschuldungs-Aktiva-Verhältnis und Investitionsquote

(x-Achse: Verschuldungs-Aktiva-Verhältnis, Perzentile; y-Achse: Sachkapital, Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Verschuldungs-Aktiva-Verhältnis und Investitionsquote nach Unternehmensgröße

(x-Achse: Verschuldungs-Aktiva-Verhältnis, Perzentile; y-Achse: Sachkapital, Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: R. Barrela, P. Lopez Garcia und R. Setzer, Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt, Working Paper Series der EZB, im Erscheinen.

Anmerkung: Die Perzentile des Verhältnisses von Verschuldung zu Aktiva werden auf der zweistelligen Ebene der Wirtschaftszweige für eine Stichprobe von 14 Euro-Ländern im Zeitraum von 2005 bis 2018 definiert. Die Investitionsquote ergibt sich aus der Veränderung des Sachkapitals im Vorjahresvergleich. Die Unternehmensgröße wird anhand der Beschäftigtenzahl definiert. Kleinunternehmen haben weniger als 10 Mitarbeiter, kleine Unternehmen beschäftigen weniger als 50 Mitarbeiter, mittlere Unternehmen weniger als 250 Mitarbeiter und Großunternehmen mehr als 250 Mitarbeiter.

Im Gefolge von Wirtschaftskrisen geht eine hohe Verschuldung mit einer geringen Investitionstätigkeit einher.

Wie stark die Investitionen auf die Verschuldung reagieren, fällt in konjunkturellen Aufschwungphasen anders aus als in Abschwungphasen. Eine von der EZB vorgenommene Analyse, die auf Unternehmensdaten aus 14 Euro-Ländern im Zeitraum von 2005 bis 2018 basiert,

lässt darauf schließen, dass die Investitionstätigkeit hochverschuldeter Unternehmen nach Wirtschaftskrisen für längere Zeit erheblich gedämpft ist.¹⁸ In den vier Jahren nach einem Konjunkturreinbruch liegt die Wachstumsrate des Sachkapitals hochverschuldeter Firmen etwa 15 Prozentpunkte unter jener von Firmen mit geringerer Schuldenlast (siehe Abbildung 12, Grafik a). Dies ist vor allem durch die Entwicklung bei den Kleinstunternehmen bedingt, weil diese im Anschluss an Krisen länger sinkende Investitionen verzeichnen als größere Firmen (siehe Abbildung 12, Grafik b). Was den Covid-19-Schock betrifft, so könnte dieser den gewonnenen Erkenntnissen zufolge bis 2024 zu einem Rückgang des aggregierten Sachkapitals um 5 % führen.

Eine Stärkung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen könnte zu einem nachhaltigeren Investitionswachstum in den Euro-Ländern beitragen. Der Investitionsbedarf dürfte in der Zeit nach der Corona-Pandemie sehr hoch sein. Die Pandemie hat umfassende strukturelle Veränderungen beschleunigt, die wahrscheinlich mit einem hohen Investitionsbedarf einhergehen werden. Neue Arbeitsformen mit zusätzlichen Hardware- und Software-Anforderungen für ein effektives Arbeiten von zu Hause, die zunehmende Nutzung digitaler Technologien sowie der Übergang zu einer CO₂-neutralen Wirtschaft – all dies erfordert eine umfassende Modernisierung des Kapitalstocks der Unternehmen. Laut Schätzungen der Europäischen Kommission wird sich der private und öffentliche Investitionsbedarf im Zusammenhang mit dem ökologischen und digitalen Wandel bis 2030 auf fast 650 Mrd € jährlich belaufen. Dies entspricht 4,5 % des EU-weiten BIP im Jahr 2021 bzw. rund einem Fünftel der im Jahr 2021 insgesamt in der EU getätigten privaten und öffentlichen Investitionen.¹⁹ Solche umfangreichen Investitionen würden erleichtert, wenn der Unternehmenssektor seinen Zugang zur erforderlichen Finanzierung verbessern würde, indem er verstärkt auf Eigenkapital zurückgreift anstatt auf Fremdkapital.²⁰

¹⁸ Siehe R. Barreila, P. Lopez Garcia und R. Setzer, Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt, Working Paper Series der EZB, im Erscheinen.

¹⁹ Siehe P. Gentiloni, [Opening remarks at the press conference on the relaunch of the review of EU economic governance](#), Europäische Kommission, 19. Oktober 2021.

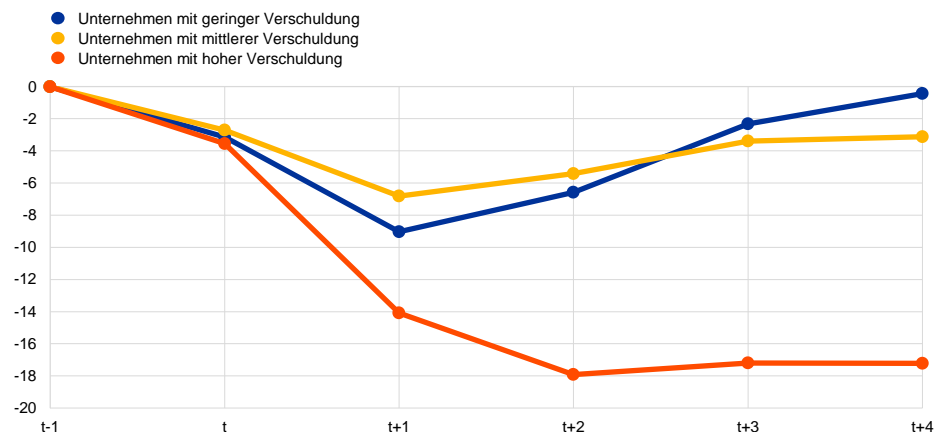
²⁰ Eine Reihe von Studien hat gezeigt, dass ein hoher Schuldenstand den Zugang von Unternehmen zu Krediten erschweren und somit dazu führen kann, dass die Unternehmensinvestitionen und die Beschäftigung gebremst werden. Siehe L. Cherchye, B. De Rock, A. Ferrando, K. Mulier und M. Verschelde, [Identifying financial constraints](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2420, 2020; R. De Haas und A. Popov, [Finance and carbon emissions](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2318, 2019.

Abbildung 12

Reaktion der Investitionen auf einen Konjunkturrückgang

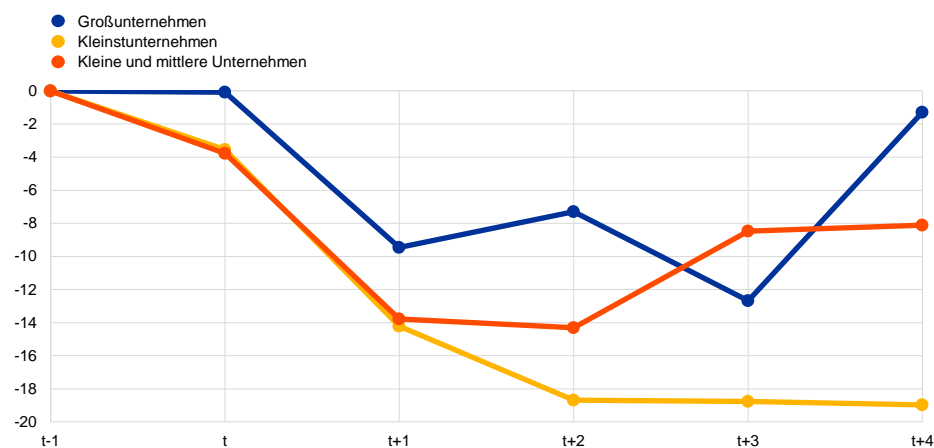
a) Investitionstätigkeit nach Verschuldungsgrad der Unternehmen

(kumulatives Wachstum des Sachkapitals in %)



b) Investitionstätigkeit hochverschuldeter Unternehmen nach Firmengröße

(kumulatives Wachstum des Sachkapitals in %)



Quelle: R. Barrella, P. Lopez Garcia und R. Setzer, Medium-term investment responses to activity shocks: the role of corporate debt, Working Paper Series der EZB, im Erscheinen.

Anmerkung: Als Konjunkturrückgang wird ein scharfer Wachstumseinbruch der Wertschöpfung eines Sektors bezeichnet (1,5 Standardabweichungen unter dem historischen Durchschnittswert). Die Abbildung veranschaulicht die kumulative Veränderung (in %) des Sachkapitals zum Zeitpunkt $t+h$ gegenüber $t-1$ aufgrund eines solchen Konjunkturschocks (zum Zeitpunkt t). Die Impuls-Antwort-Funktionen werden anhand eines Ansatzes mit lokalen Projektionen geschätzt – siehe dazu O. Jordà, Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections, American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, März 2005, S. 161-182. In die Betrachtung wurden 14 Euro-Länder im Zeitraum von 2005 bis 2018 einbezogen. Die Unternehmensgröße wird anhand der Beschäftigtenzahl definiert. Unternehmen gelten als gering verschuldet, wenn sie zum unteren 20. Perzentil der Verteilung der Verschuldungsquote zählen. Ein mittlerer Verschuldungsgrad liegt vor, wenn die Unternehmen zwischen dem 20. und 80. Perzentil liegen. Hochverschuldete Unternehmen befinden sich oberhalb des 80. Perzentils der Verteilung. Kleinstunternehmen haben weniger als 10 Mitarbeiter, kleine Unternehmen beschäftigen weniger als 50 Mitarbeiter, mittlere Unternehmen weniger als 250 Mitarbeiter und Großunternehmen mehr als 250 Mitarbeiter.

Kasten 2

Strukturelle Merkmale von KMUs

Ralph Setzer

Im Euro-Währungsgebiet sind KMUs die vorherrschende Unternehmensform (siehe Abbildung A, Grafik a). Dabei ist dies ein heterogenes Unternehmenssegment, und es gibt eine große Bandbreite, die von Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit bis hin zu mittelständischen Unternehmen, die an der Börse notiert sind, reicht. Im Euroraum entfallen rund 62 % der Gesamtbeschäftigung und 50 % der Wertschöpfung auf KMUs. Gegenüber großen Unternehmen leisten sie in allen Ländern des Euroraums gemessen an der Beschäftigtenzahl in der Regel einen geringeren Wertschöpfungsbeitrag. Im Euroraum belief sich die Produktivitätslücke von Kleinstunternehmen, kleinen Unternehmen und mittleren Unternehmen gegenüber Großunternehmen im Jahr 2019 auf 44 %, 34 % bzw. 16 % (siehe Abbildung A, Grafik b). Vor allem in Irland, Griechenland und Portugal sind größere Unternehmen produktiver als KMUs, während die Produktivitätsunterschiede etwa in den Niederlanden, Luxemburg, Estland und Malta geringer sind. Indes besitzen kleinere Unternehmen laut OECD gegenüber größeren Firmen oftmals Wettbewerbsvorteile, indem sie Nischenmärkte bedienen und größere Flexibilität bei Kundenwünschen und Produktdifferenzierung beweisen. Außerdem entfallen auf neu gegründete und junge Unternehmen, bei denen es sich zumeist um kleine oder Kleinstunternehmen handelt, in vielen Ländern die meisten neu geschaffenen Arbeitsplätze.²¹

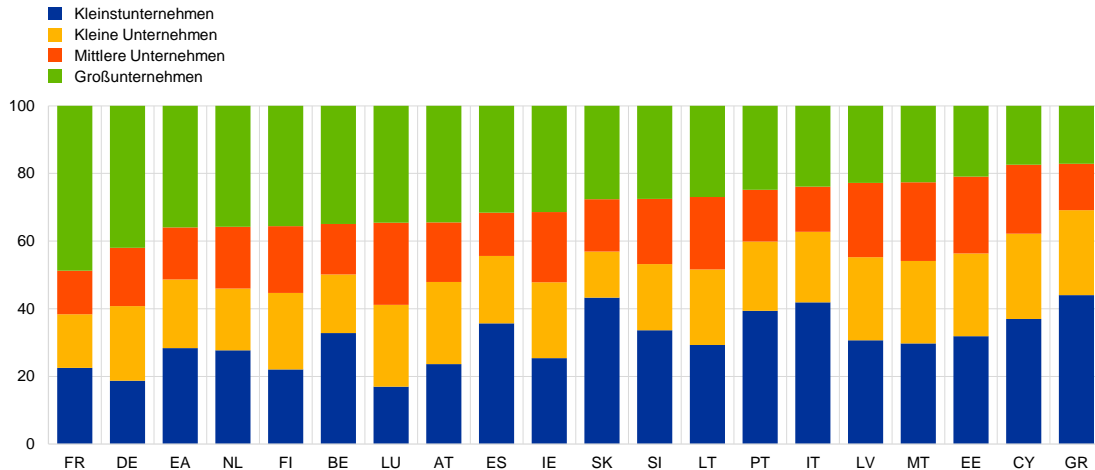
²¹ Siehe OECD, [Small, Medium, Strong. Trends in SME Performance and Business Conditions](#), 2017.

Abbildung A

Strukturelle Merkmale von KMUs im Euroraum

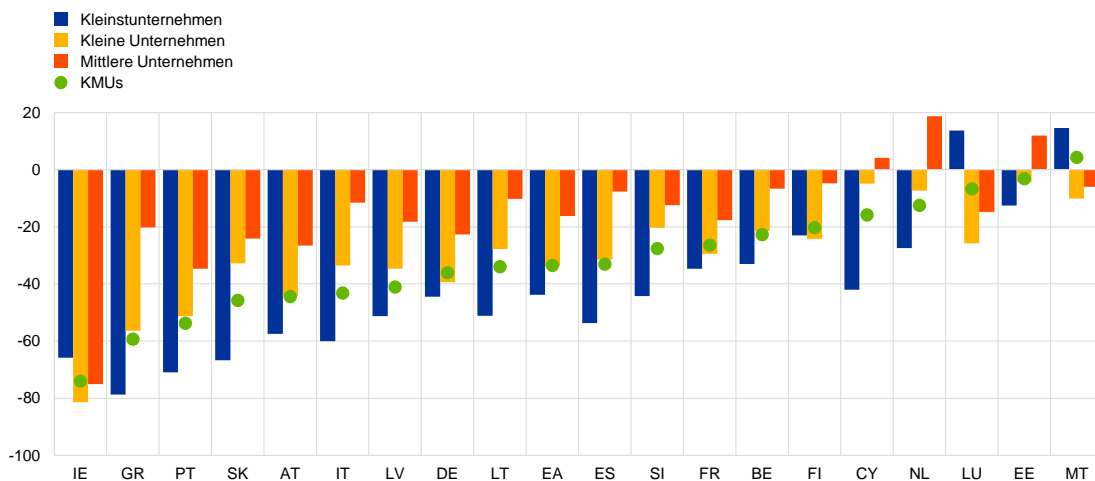
a) Anteil der Beschäftigung nach Unternehmensgröße im Jahr 2019

(Anteil der Erwerbstätigen an der Gesamtbeschäftigung in %)



b) Produktivitätslücke zwischen KMUs und Großunternehmen im Jahr 2019

(Produktivitätsunterschied zu Großunternehmen im selben Land in %)



Quellen: Eurostat (jährliche Unternehmensstatistik) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Die Länder sind nach dem kumulierten Beschäftigungsanteil der KMUs angeordnet. Grafik b: Produktivität wird als Wertschöpfung dividiert durch die Beschäftigtenzahl auf Branchenebene definiert. Für einige Länder liegen für bestimmte Sektoren keine Daten vor. Die Länder sind nach der Größe der Produktivitätslücke aller KMUs zusammengenommen angeordnet (grüner Punkt).

Die Produktivitätslücke zwischen kleinen und großen Firmen lässt sich anhand einiger spezifischer Merkmale kleiner Unternehmen und anhand von institutionellen Faktoren erklären. Hierzu zählen eine geringere Diversifikation, Markteintrittsbarrieren und Hemmnisse für das Unternehmenswachstum (aufgrund größenabhängiger Vorschriften) sowie Hürden bei den unternehmerischen Fähigkeiten. Letztere beziehen sich unter anderem auf Familienunternehmen und ein in einigen Fällen angewandtes Auswahlverfahren, bei dem Leitungspositionen auf Basis von Loyalität statt Kompetenz besetzt werden.²² Zudem weisen Kleinunternehmen eine geringere Produktivität als größere KMUs auf. Größere KMUs sind stärker exportorientiert, konkurrieren mit großen

²² Siehe N. Crouzet und N. R. Mehrotra, Small and Large Firms over the Business Cycle, American Economic Review, Bd. 110, Nr. 11, 2020, S. 3549-3601; B. Pellegrino und L. Zingales, [Diagnosing the Italian Disease](#), Working Paper des NBER, Nr. 23964, 2017.

multinationalen Unternehmen und zählen in ihrer Marktnische oftmals zu den marktführenden Unternehmen.

Die Covid-19-Krise hat die Verwundbarkeit der KMUs noch stärker verdeutlicht. Zwar gibt es auch Unterschiede zwischen Sektoren und Ländern. Aber die höhere Verwundbarkeit von KMUs im Vergleich zu größeren Firmen ist auf ihre größere Präsenz in den stärker von der Pandemie betroffenen Sektoren (z. B. Tourismus) und ihren schwierigeren Zugang zu Finanzierungsmitteln zurückzuführen.²³ Für KMUs sind die mit einer unzureichenden Eigenkapitalausstattung verbundenen Risiken schwerwiegender als für größere Unternehmen. Überdies ist die Wahrscheinlichkeit geringer, dass KMUs an der Börse notiert sind. Grund hierfür sind die unverhältnismäßigen Kosten (z. B. unterschiedliche Arten von Gebühren) und Bedenken im Hinblick auf einen übermäßig hohen Einfluss neuer Investoren.

Gleichzeitig hat die Corona-Pandemie bestehende strukturelle Trends wie etwa die Deglobalisierung der internationalen Wertschöpfungsketten und den digitalen und ökologischen Wandel beschleunigt. Diese Entwicklungen können den KMUs neue Möglichkeiten bieten. So könnten sie beispielsweise ihre komparativen Vorteile bei radikalen Innovationen stärken oder ihre Fähigkeit, sich rasch an sich ändernde Marktbedingungen anzupassen, ausbauen. Mit der Digitalisierung eröffnen sich den KMUs auch neue Möglichkeiten, sich bei geringeren Kosten internationale Märkte zu erschließen. Voraussetzung für die Ausschöpfung der aus den digitalen Trends erwachsenden Vorteile sind ein solides Geschäftsumfeld und günstige Rahmenbedingungen. Dies gilt für alle Unternehmen, aber insbesondere für KMUs, da sie unverhältnismäßig stark von ineffizienten Insolvenzrahmen und hohen Verwaltungs- und Bürokratiekosten betroffen sind.²⁴

²³ Siehe OECD, [Coronavirus \(COVID-19\): SME policy responses](#), 2020.

²⁴ Siehe OECD, [Enhancing the Contributions of SMEs in a Global and Digitalised Economy](#), 2017.

5 Schlussbemerkungen

Die Verschuldung der Unternehmen hat während der Pandemie zugenommen.

In aggregierter Betrachtung wurde die höhere Unternehmensverschuldung – vor allem bei größeren Firmen – durch zusätzliche Bargeldbestände teilweise kompensiert. Bankkredite und Stützungsmaßnahmen haben dazu beigetragen, den Liquiditätsbedarf der Unternehmen zu decken und die Gefahr unmittelbarer Insolvenzen abzumildern, als die Zahlungsströme einbrachen. Infolgedessen ist die Zahl der Firmeninsolvenzen im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Pandemie deutlich gesunken. Getragen wurde diese Entwicklung durch die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht in einigen Ländern. Die Insolvenzquoten dürften zwar steigen, aber wahrscheinlich weniger stark als historische Gesetzmäßigkeiten vermuten ließen.

Die heterogenen Auswirkungen der Pandemie auf die Firmenbilanzen und die laufenden Strukturveränderungen werden die Aussichten für den Unternehmenssektor beeinflussen.

Ein hoher Verschuldungsgrad könnte die Unternehmen im Verlauf des Aufschwungs von Investitionen abhalten. Während Großunternehmen aufgrund ihrer umfangreichen Bargeldbestände resistenter gegenüber künftigen Schocks sind, könnte ein mangelndes Vorgehen gegen den hohen Verschuldungsgrad der KMUs – vor allem in den stark von der Pandemie betroffenen Sektoren – auch dazu führen, dass die Zahl der nicht lebensfähigen Firmen steigt. Dadurch würden tragfähige Firmen vom Zugang zu verfügbaren Krediten verdrängt. Dies würde die Fähigkeit des Unternehmenssektors beeinträchtigen, die zur Unterstützung des ökologischen und digitalen Wandels erforderlichen Investitionen zu tätigen.

Eine Ausweitung der Finanzierungsquellen von Unternehmen über die Fremdfinanzierung hinaus könnte zu einem nachhaltigen Investitions- wachstum beitragen.

Es wurden bereits einige Maßnahmen vorgeschlagen, um privaten Anlegern Anreize zu bieten, lebensfähigen, aber finanziell angeschlagenen Firmen Eigenkapital bereitzustellen oder sie bei der Sanierung ihrer Bilanzen zu unterstützen.²⁵ Dazu zählen eine Verringerung der steuerlichen Benachteiligung der Eigenfinanzierung und die Sicherstellung des Zugangs zu zeitnahen und verlässlichen Informationen für Eigenkapitalgeber. Änderungen der Bilanzierungsvorschriften könnten den Zugang zu Eigenkapital privater Investoren verbessern – mit erheblichen Vorteilen für KMUs.

Solide strukturpolitische Maßnahmen könnten die Fähigkeit des Unternehmenssektors, die Erholung zu unterstützen, weiter fördern.

Durch kürzere Insolvenzverfahren wäre eine reibungslosere Reallokation von Ressourcen von weniger produktiven Firmen hin zu Unternehmen möglich, bei denen die Wahrscheinlichkeit größer ist, dass sie nach der Pandemie florieren. Die Verringerung von Zugangs- und Investitionsbarrieren für neue, innovative Marktakteure könnte den Unternehmenssektor weiter stärken, vor allem durch den vermehrten Einsatz von digitalen und emissionsarmen Technologien. Das

²⁵ Siehe beispielsweise [Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions](#), Working Group on Corporate Sector Revitalization, Group of Thirty, 2020.

Vorantreiben der Banken- und der Kapitalmarktunion sowie die Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ könnten in hohem Maße dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen zu stärken und die Erholung zu untermauern.²⁶

²⁶ Siehe L. de Guindos, [Banking Union and Capital Markets Union after COVID-19](#), Rede anlässlich der internationalen Online-Jahreskonferenz zu wichtigen Trends im Bereich der Finanzmarktregulierung, CIRSF (Research Centre on Regulation and Supervision of the Financial Sector, Portugal), 12. November 2020; EZB, [Next Generation EU in der Perspektive des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2020	-3,2	-3,4	-9,4	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2021	.	5,6	7,5	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2021 Q1	0,6	1,5	-1,2	-0,5	0,3	-0,1	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1	
Q2	0,4	1,6	5,6	0,6	1,3	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8	
Q3	1,8	0,6	1,0	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8	
Q4	.	1,7	1,0	1,3	1,6	0,3	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6	
2021 Sept.	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4	
Okt.	-	-	-	-	-	-	5,2	3,6	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1	
Nov.	-	-	-	-	-	-	5,9	3,9	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9	
Dez.	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0	
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1	
Febr. ³⁾	-	-	-	-	-	-	5,8	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrie-länder	Schwellen-länder
	Glo-bal ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-4,0
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,4	9,6	13,3
2021 Q1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,4	1,9	7,2
Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,8	1,6	2,1
Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,1	-0,4	-1,8
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8
2021 Sept.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,1	-0,4	-1,8
Okt.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,5	-0,2
Nov.	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,1	0,3	-0,1
Dez.	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8
2022 Jan.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	.	.	.
Febr.	53,1	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,4	53,6	50,1	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA) ³⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Aug.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
Sept.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
Okt.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
Nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
Dez.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Jan.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
Febr.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

3) Die Veröffentlichung des EONIA durch das European Money Markets Institute wurde am 3. Januar 2022 eingestellt.

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 Aug.	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16
Sept.	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46
Okt.	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34
Nov.	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07
Dez.	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Jan.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
Febr.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59

Quelle: EZB-Berechnungen.

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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021 Aug.	468,5	4 177,0	1 014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4 454,2	27 692,7
Sept.	465,5	4 158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4 449,6	29 893,6
Okt.	461,4	4 132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4 460,7	28 586,2
Nov.	478,7	4 306,4	1 020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1 002,3	380,2	286,3	933,0	4 668,9	29 370,6
Dez.	469,1	4 207,9	1 020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4 677,0	28 514,2
2022 Jan.	471,0	4 252,3	1 031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4 573,8	27 904,0
Febr.	452,7	4 084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4 436,0	27 066,5

Quelle: Refinitiv.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten		
		Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾				
				Bis zu 2 Jah- ren					Mehr als 2 Jahre		Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr		Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2021	Febr.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,75	5,10	5,25	5,87	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31
	März	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,78	4,93	5,13	5,73	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
	April	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,76	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31
	Mai	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,77	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
	Juni	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	15,72	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
	Juli	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,69	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
	Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,72	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
	Sept.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,64	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
	Okt.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
	Nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
	Dez.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,13	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022	Jan. ^(p)	0,01	0,35	0,20	0,57	4,80	15,78	5,59	5,27	5,86	1,96	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2021	Febr.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,16	1,22	1,23	1,48
	März	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	April	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
	Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,86	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
	Juni	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
	Juli	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
	Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
	Sept.	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	1,99	2,00	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
	Okt.	-0,03	-0,36	0,17	1,72	1,80	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
	Nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39
	Dez.	-0,03	-0,33	0,17	1,68	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022	Jan. ^(p)	-0,04	-0,32	0,21	1,68	1,91	1,94	2,01	1,52	1,41	1,38	1,13	1,24	1,29	1,43

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2018	1 215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1 283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1 530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 Juli	1 543	478	151	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
Aug.	1 542	493	150	.	100	678	121	415	232	41	.	25	93	25
Sept.	1 574	507	144	.	100	697	127	475	220	45	.	39	124	46
Okt.	1 530	485	138	.	104	686	117	419	203	39	.	41	105	32
Nov.	1 528	498	138	.	98	680	113	427	223	44	.	31	102	27
Dez.	1 453	457	138	.	93	669	95	305	134	43	.	37	76	15
Langfristig														
2018	15 747	3 687	3 167	.	1 244	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 314	3 817	3 402	.	1 319	7 152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17 288	3 892	3 208	.	1 457	8 006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 Juli	18 154	3 991	3 366	.	1 502	8 515	780	300	56	97	.	18	119	10
Aug.	18 184	3 990	3 361	.	1 500	8 554	779	136	27	35	.	4	66	3
Sept.	18 282	4 020	3 393	.	1 521	8 558	788	305	72	81	.	23	114	15
Okt.	18 369	4 038	3 464	.	1 526	8 553	787	293	64	102	.	22	92	13
Nov.	18 525	4 062	3 518	.	1 555	8 597	792	268	50	82	.	36	90	9
Dez.	18 503	4 055	3 516	.	1 546	8 590	796	178	45	76	.	8	42	7

Quelle: EZB.

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

2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2018	16 962,6	4 190,1	3 337,1	.	1 316,0	7 445,8	673,5	7 030,2	465,0	1 099,2	5 466,0
2019	17 597,3	4 367,0	3 582,4	.	1 403,3	7 558,1	686,5	8 560,4	537,8	1 410,5	6 612,1
2020	18 817,7	4 346,2	3 352,9	.	1 555,0	8 720,3	843,3	8 442,0	468,4	1 312,0	6 661,5
2021 Juli	19 696,8	4 469,4	3 517,0	.	1 602,8	9 202,8	904,7	9 902,6	559,2	1 526,8	7 816,5
Aug.	19 726,4	4 482,9	3 511,5	.	1 599,7	9 232,6	899,6	10 168,8	587,9	1 605,1	7 975,9
Sept.	19 856,0	4 526,9	3 537,4	.	1 621,3	9 255,6	914,9	9 908,8	597,2	1 616,8	7 694,8
Okt.	19 898,7	4 523,7	3 601,4	.	1 630,3	9 239,3	904,0	10 304,8	613,8	1 700,7	7 990,3
Nov.	20 052,5	4 560,3	3 655,9	.	1 653,0	9 277,6	905,7	10 020,9	566,5	1 618,3	7 836,0
Dez.	19 956,3	4 511,7	3 654,6	.	1 639,6	9 259,1	891,3	10 314,4	586,5	1 544,2	8 183,6
Wachstumsraten											
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,2	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,3
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021 Juli	4,6	0,3	5,2	.	3,8	6,1	10,1	2,2	2,1	5,8	1,5
Aug.	4,1	0,8	4,3	.	3,5	5,3	9,2	2,1	2,0	6,4	1,3
Sept.	4,1	1,0	4,5	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4
Okt.	4,3	1,4	5,5	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
Nov.	5,1	2,2	7,0	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
Dez.	5,0	2,1	6,7	.	5,1	5,9	4,7	1,9	1,7	5,8	1,1

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42		
	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	
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,0	115,4	92,4	
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,8	87,5	119,4	93,9	
2021	99,6	93,4	94,5	.	.	.	120,8	94,2	
2021 Q1	100,7	94,6	95,2	90,1	74,5	87,7	121,7	95,3	
Q2	100,5	94,1	94,9	89,3	72,7	85,5	121,9	95,0	
Q3	99,5	93,3	94,4	88,4	72,2	84,6	120,5	94,0	
Q4	97,7	91,7	93,4	.	.	.	119,1	92,6	
2021 Sept.	99,4	93,3	94,5	-	-	-	120,4	93,8	
Okt.	98,4	92,3	93,7	-	-	-	119,5	93,1	
Nov.	97,6	91,6	93,3	-	-	-	118,8	92,5	
Dez.	97,1	91,1	93,3	-	-	-	119,0	92,3	
2022 Jan.	96,6	91,1	92,5	-	-	-	118,6	92,3	
Febr.	96,9	91,6	92,7	-	-	-	118,9	92,5	
				<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>					
2022 Febr.	0,3	0,4	0,2	-	-	-	0,3	0,2	
				<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>					
2022 Febr.	-3,8	-3,2	-2,6	-	-	-	-2,1	-2,8	

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 Q1	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
Q2	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
Q3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
Q4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2021 Sept.	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
Okt.	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
Nov.	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
Dez.	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 Jan.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
Febr.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
							<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>					
2022 Febr.	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,3	0,0	1,7	0,6	0,2
							<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>					
2022 Febr.	-7,9	-0,5	-5,6	0,1	-0,3	2,5	1,2	-4,0	1,5	4,4	-3,6	-6,2

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2020 Q4	28 404,4	28 923,5	-519,1	11 051,2	9 359,9	10 737,8	12 825,4	-94,4	5 830,0	6 738,2	879,7	14 839,8
2021 Q1	29 716,7	30 252,6	-535,9	11 390,2	9 479,9	11 486,1	13 623,3	-132,1	6 123,2	7 149,4	849,4	15 477,1
Q2	30 235,9	30 621,4	-385,5	11 421,3	9 467,6	12 003,1	13 994,9	-123,6	6 066,0	7 158,9	869,0	15 367,0
Q3	30 985,5	31 256,9	-271,4	11 649,1	9 436,7	12 222,1	14 310,7	-92,6	6 204,5	7 509,5	1 002,4	15 733,0
Bestände in % des BIP												
2021 Q3	257,6	259,8	-2,3	96,8	78,4	101,6	119,0	-0,8	51,6	62,4	8,3	130,8
Transaktionen												
2021 Q1	528,3	429,9	98,4	101,6	-7,3	266,3	178,5	6,0	157,6	258,7	-3,1	-
Q2	177,2	89,5	87,8	-28,7	-19,9	226,8	57,7	1,0	-28,4	51,7	6,5	-
Q3	369,7	288,4	81,3	49,0	-78,2	117,3	64,6	14,1	66,9	302,1	122,4	-
Q4	129,2	8,5	120,8	-14,6	-62,1	141,5	-60,7	31,8	-32,5	131,3	2,9	-
2021 Juli	190,5	152,7	37,7	34,9	-26,4	38,7	59,3	21,7	95,5	119,9	-0,3	-
Aug.	155,1	143,8	11,3	-10,2	-54,8	35,2	11,9	-8,3	16,6	186,7	121,9	-
Sept.	24,1	-8,1	32,2	24,2	3,0	43,5	-6,6	0,7	-45,2	-4,5	0,8	-
Okt.	262,9	251,3	11,6	14,9	-6,9	39,8	22,7	4,6	200,5	235,6	3,2	-
Nov.	115,6	76,1	39,5	42,2	31,9	54,3	-40,1	21,0	-2,5	84,4	0,6	-
Dez.	-249,3	-319,0	69,7	-71,6	-87,1	47,3	-43,3	6,2	-230,4	-188,7	-0,8	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2021 Dez.	1 204,5	816,2	388,2	107,3	-167,6	752,0	240,1	53,0	163,6	743,7	128,7	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2021 Dez.	9,8	6,7	3,2	0,9	-1,4	6,1	2,0	0,4	1,3	6,1	1,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2019	11 984,2	11 578,1	6 378,5	2 456,5	2 654,2	1 253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5 766,1	5 360,1
2020	11 405,6	10 982,1	5 905,3	2 572,4	2 497,0	1 216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5 177,3	4 753,8
2021	12 255,5	11 756,0	6 248,8	2 709,6	2 694,1	1 362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6 063,9	5 564,3
2021 Q1	2 945,9	2 808,9	1 471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1 407,0	1 269,9
Q2	3 018,4	2 888,8	1 533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1 476,6	1 347,0
Q3	3 122,9	2 990,2	1 614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1 542,4	1 409,7
Q4	3 157,9	3 058,8	1 626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1 632,1	1 533,0
In % des BIP												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2021 Q1	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
Q2	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
Q3	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
Q4	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 Q1	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
Q2	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
Q3	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
Q4	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2021 Q1	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
Q2	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
Q3	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
Q4	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 Q1	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
Q2	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
Q3	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
Q4	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,3	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2019	10 742,5	178,3	2 101,5	560,9	2 041,4	531,7	478,8	1 205,1	1 249,8	2 025,5	369,4	1 241,7
2020	10 275,9	177,1	1 971,7	552,6	1 801,0	545,3	471,1	1 211,7	1 168,1	2 054,6	322,8	1 129,7
2021	10 991,5	186,1	2 168,5	603,3	1 994,8	584,8	476,2	1 246,6	1 257,8	2 142,3	331,1	1 264,0
2021 Q1	2 652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
Q2	2 705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
Q3	2 794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
Q4	2 825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
In % der Wertschöpfung												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2021 Q1	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
Q2	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
Q3	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
Q4	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 Q1	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
Q2	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
Q3	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
Q4	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2021 Q1	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
Q3	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	-
Q4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	-
2021 Q1	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	-
Q2	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	-
Q3	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	-
Q4	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 Q1	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
Q2	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
Q3	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
Q4	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 Q1	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
Q2	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
Q3	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
Q4	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 Q1	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
Q2	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
Q3	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
Q4	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	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 % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,492	3,5	12,430	7,6	3,3	10,062	6,8	2,368	16,3	6,349	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	161,008	3,5	12,826	8,0	3,0	10,275	7,0	2,551	18,1	6,576	7,6	6,250	8,3	1,8
2021	.	.	12,608	7,7	.	10,164	6,8	2,444	16,8	6,409	7,4	6,199	8,1	2,4
2021 Q1	161,937	3,7	13,409	8,3	3,2	10,816	7,3	2,593	18,3	6,811	7,9	6,598	8,7	2,1
Q2	163,223	3,5	12,968	7,9	3,3	10,382	7,0	2,586	17,8	6,573	7,6	6,395	8,4	2,3
Q3	164,039	3,3	12,386	7,6	3,1	9,960	6,7	2,426	16,4	6,292	7,2	6,095	8,0	2,6
Q4	.	.	11,670	7,1	.	9,497	6,4	2,172	14,7	5,961	6,8	5,709	7,4	2,7
2021 Aug.	-	-	12,374	7,5	-	9,979	6,7	2,395	16,1	6,286	7,2	6,088	7,9	-
Sept.	-	-	12,064	7,3	-	9,742	6,5	2,322	15,6	6,144	7,0	5,920	7,7	-
Okt.	-	-	11,914	7,3	-	9,667	6,5	2,247	15,2	6,062	6,9	5,852	7,6	-
Nov.	-	-	11,656	7,1	-	9,476	6,3	2,180	14,8	5,940	6,8	5,716	7,4	-
Dez.	-	-	11,439	7,0	-	9,349	6,2	2,090	14,2	5,880	6,7	5,558	7,2	-
2022 Jan.	-	-	11,225	6,8	-	9,187	6,1	2,038	13,9	5,777	6,6	5,448	7,1	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Aufgrund technischer Probleme bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, weisen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland auf, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind, sondern auf einer größeren Stichprobe basieren, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

3) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen. Die Daten sind nicht saisonbereinigt und umfassen die Wirtschaftszweige Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungen (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Körperschaften und Organisationen).

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe					Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Umsatz im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen	
	Insgesamt	Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter								Energie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2019	-1,1	-1,1	-2,5	-1,1	1,4	-1,7	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,4	-7,2	-11,9	-4,2	-4,6	-5,8	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,6	-25,1
2021	7,8	8,5	9,5	8,5	8,0	1,5	4,9	5,1	1,1	7,7	9,4	13,1	-3,1
2021 Q1	4,7	5,1	4,9	8,7	1,3	-0,1	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,1	-0,1	3,7
Q2	23,1	25,2	25,6	31,3	18,5	5,6	17,9	11,8	2,1	18,7	29,8	25,0	53,4
Q3	6,0	6,8	7,7	5,1	8,9	-0,8	0,7	2,5	0,2	4,1	3,5	13,0	-23,6
Q4	0,1	-0,1	1,9	-4,5	4,6	1,8	-0,2	4,0	-0,5	6,1	13,9	16,4	-25,0
2021 Aug.	5,6	6,7	6,9	4,8	9,4	-1,9	-2,6	1,4	-1,4	3,3	1,4	-	-24,7
Sept.	4,0	4,5	4,9	2,9	6,8	0,0	1,8	2,8	0,8	4,0	5,0	-	-24,0
Okt.	0,1	0,3	2,4	-2,4	1,5	-0,8	3,3	1,7	-1,1	3,0	9,1	-	-28,4
Nov.	-1,4	-1,9	2,0	-9,5	5,7	4,3	0,4	8,5	0,9	12,6	19,8	-	-21,6
Dez.	1,6	1,7	1,3	-1,0	7,0	1,8	-3,9	2,1	-1,1	3,4	13,8	-	-24,9
2022 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	7,8	-1,7	14,8	12,7	-	-10,0
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2021 Aug.	-1,6	-2,0	-1,3	-2,2	-2,2	0,6	-0,9	0,8	-0,7	2,3	-0,7	-	0,2
Sept.	-0,7	-0,8	-0,2	-1,5	0,4	1,4	0,8	-0,1	0,8	-1,4	1,0	-	1,7
Okt.	-1,5	-1,4	-0,1	1,2	-4,3	0,5	0,9	0,3	0,1	0,4	0,5	-	-1,9
Nov.	2,4	2,8	1,0	1,4	2,8	1,6	-0,2	1,1	0,2	1,8	-1,7	-	0,5
Dez.	1,2	1,1	0,5	2,6	0,5	-0,8	-4,0	-2,7	0,5	-4,9	0,1	-	2,4
2022 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	0,2	0,0	0,2	-1,3	-	-5,4

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

1) Einschließlich Großhandel.

3 Konjunktorentwicklung

3.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q1	94,6	-2,4	79,8	-13,7	-5,7	-16,6	-14,7	85,9	58,4	58,5	46,9	49,9
Q2	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
Q3	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
Q4	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2021 Sept.	116,4	14,2	-	-4,0	7,5	1,4	15,1	-	58,6	55,6	56,4	56,2
Okt.	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
Nov.	116,2	14,3	-	-6,8	9,0	3,7	18,2	-	58,4	53,8	55,9	55,4
Dez.	113,8	14,6	-	-8,4	10,1	1,1	10,9	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Jan.	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Febr.	114,0	14,0	-	-8,8	9,9	5,4	13,0	-	58,2	55,5	55,5	55,5

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	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	
2019	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,3	2,0	7,7	1,5
2020	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	4,0	35,3	6,3	74,9	2,0	7,9	1,8
2021	19,4	96,1	-0,6	4,1	-3,5	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-14,5	2,0
2020 Q4	19,4	96,1	0,2	4,1	1,9	4,6	3,9	31,3	4,5	82,0	3,3	-20,7	2,0
2021 Q1	20,6	96,6	-0,4	4,6	11,0	6,9	3,9	32,4	5,9	83,2	4,0	-10,6	2,2
Q2	19,0	96,7	3,2	4,1	31,1	5,9	4,3	34,3	7,6	80,6	4,5	19,1	2,3
Q3	18,5	97,0	0,8	3,9	16,9	6,6	5,6	34,5	8,1	79,8	4,6	14,7	2,5

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnung entspricht.
- 4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q1	1 048,5	952,9	95,6	601,5	501,1	226,9	202,9	189,7	174,5	30,4	74,5	15,6	12,4
Q2	1 071,5	992,1	79,4	617,9	536,3	233,4	208,7	190,3	174,9	29,9	72,3	18,3	11,5
Q3	1 109,5	1 040,8	68,7	626,3	554,4	249,5	234,4	191,9	176,6	41,8	75,3	30,7	13,2
Q4	1 152,9	1 086,7	66,2	668,0	625,3	273,1	213,8	179,2	171,9	32,6	75,6	59,9	44,8
2021 Juli	371,7	340,8	30,9	210,4	182,7	82,1	74,4	64,1	59,6	15,1	24,1	12,5	5,3
Aug.	368,8	354,0	14,8	207,8	185,5	82,4	83,4	63,7	60,2	14,9	25,0	8,0	3,3
Sept.	369,0	346,0	23,0	208,1	186,3	85,0	76,6	64,1	56,8	11,8	26,2	10,2	4,6
Okt.	376,0	356,0	20,0	215,2	199,0	90,8	72,7	58,9	58,9	11,1	25,4	8,6	4,3
Nov.	390,7	367,1	23,6	226,0	210,7	93,3	70,4	60,7	60,1	10,6	25,8	5,7	3,7
Dez.	386,2	363,6	22,6	226,8	215,6	89,0	70,7	59,5	52,9	10,9	24,4	45,6	36,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2021 Dez.	4 382,3	4 072,5	309,8	2 513,6	2 217,2	982,9	859,8	751,1	697,8	134,7	297,7	124,5	81,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2021 Dez.	35,8	33,3	2,5	20,5	18,1	8,0	7,0	6,1	5,7	1,1	2,4	1,0	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q1	0,7	0,4	581,7	280,6	115,1	174,2	486,9	512,2	284,3	91,5	129,7	382,8	47,1
Q2	34,4	34,0	596,2	291,4	116,9	177,4	493,6	558,8	324,2	92,3	136,1	405,4	53,6
Q3	13,6	22,8	607,5	305,1	118,4	171,6	501,7	580,5	344,7	93,7	135,3	415,3	58,8
Q4	12,0	31,1	632,9	.	.	.	521,2	643,6	.	.	.	446,6	.
2021 Juli	12,1	18,1	202,0	99,4	40,8	57,6	167,3	189,2	112,6	30,6	43,8	135,0	19,7
Aug.	19,5	29,1	203,0	103,2	39,2	56,7	167,0	194,4	115,4	31,7	45,3	140,3	19,6
Sept.	10,2	21,7	202,5	102,5	38,5	57,3	167,3	197,0	116,7	31,4	46,2	139,9	19,5
Okt.	7,4	24,7	207,3	104,3	37,5	60,6	170,7	206,5	124,6	30,6	47,5	143,2	23,0
Nov.	14,5	32,0	213,5	107,5	38,6	62,9	175,3	215,3	131,0	31,6	49,9	149,9	25,1
Dez.	14,1	36,7	212,2	.	.	.	175,2	221,9	.	.	.	153,6	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q1	0,8	0,2	104,5	108,5	100,8	101,5	103,8	104,8	103,2	112,6	105,4	108,2	85,8
Q2	29,3	20,4	104,7	109,2	101,7	101,8	103,4	109,8	110,5	113,8	108,5	112,2	85,1
Q3	4,4	5,4	103,5	109,7	100,9	96,5	102,0	108,1	109,1	112,3	104,9	110,8	84,9
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Juni	19,2	16,0	104,4	110,2	100,1	100,3	103,1	109,3	109,4	114,5	108,2	112,2	83,7
Juli	4,9	3,2	104,3	109,1	104,7	97,6	103,2	107,0	108,7	110,0	103,5	108,9	85,9
Aug.	9,1	11,3	103,3	110,8	100,0	95,3	101,4	108,8	109,6	115,1	105,2	112,5	85,9
Sept.	0,1	2,5	102,8	109,4	97,9	96,6	101,4	108,5	109,0	112,0	105,9	110,9	82,8
Okt.	-2,9	2,8	104,1	109,6	94,9	101,4	102,8	110,7	112,4	106,0	108,2	111,8	89,8
Nov.	3,1	9,1	106,2	112,1	98,0	103,1	104,7	114,4	118,0	107,5	111,7	115,3	95,4

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	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 % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,2	0,4	-0,7	1,1	6,5	0,5	1,0	1,4
Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,6	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4
Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,7	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1
2021 Sept.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,5	1,4	0,4	3,3	3,6
Okt.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6
Nov.	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,8	0,3	2,9	0,5	4,8	5,2
Dez.	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6
2022 Jan.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,8	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3
Febr. ³⁾	111,7	5,8	2,7	.	2,5	0,7	0,6	0,8	0,6	3,3	0,2	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2021 Q1	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5
Q2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
Q3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6
Q4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7
2021 Sept.	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5
Okt.	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7
Nov.	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7
Dez.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8
2022 Jan.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6
Febr. ³⁾	4,1	3,5	6,1	.	3,0	31,7	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

4 Preise und Kosten

4.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,4	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	.	.	.
2021 Q1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,7	6,1	-1,6
Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,7	7,3	-4,3
Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,7	9,1	.
Q4	127,2	24,0	12,3	9,6	18,0	4,3	3,9	3,9	3,0	67,5	.	.	.
2021 Aug.	115,0	13,5	9,2	7,5	14,3	3,1	2,8	2,9	2,2	32,0	-	-	-
Sept.	118,1	16,1	10,4	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
Okt.	124,5	21,9	11,9	9,0	16,9	4,0	3,4	3,2	2,7	62,4	-	-	-
Nov.	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-
Dez.	130,5	26,3	12,3	10,1	18,7	4,7	4,5	4,7	3,2	73,8	-	-	-
2022 Jan.	137,3	30,6	13,9	11,7	20,2	5,7	6,1	6,3	4,8	85,6	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

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: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q1	108,1	1,5	1,5	1,1	2,5	1,2	1,0	0,9	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6
Q2	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
Q3	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
Q4	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2021 Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,8	23,5	29,9	29,9	27,1	33,0
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,8	31,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4

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 %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q1	10,9	4,9	-1,8	-3,5	8,2	74,0	54,0	56,5	48,6
Q2	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
Q3	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
Q4	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2021 Sept.	38,4	30,4	13,1	25,0	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
Okt.	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Nov.	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
Dez.	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Jan.	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
Febr.	49,8	47,4	22,3	38,1	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,5	2,2
2020	110,3	3,1	3,7	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	.	.	.	.	.	.	1,5
2021 Q1	104,8	1,5	2,3	-1,1	1,2	2,0	1,4
Q2	116,0	-0,1	-0,5	1,2	-0,9	1,8	1,8
Q3	107,6	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	1,4
Q4	.	.	.	.	.	.	1,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2019	105,3	1,8	-0,9	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,6	3,0	4,5	6,4	0,8	0,2	1,6	5,5	6,5	13,5
2021	109,9	-0,1	5,0	-3,5	2,8	-1,3	2,2	0,9	4,3	0,3	0,3	1,6
2021 Q1	110,1	1,3	3,1	-3,9	5,6	2,3	0,9	1,1	3,7	2,9	2,8	14,6
Q2	109,0	-4,4	6,5	-11,0	-1,8	-7,0	1,2	-2,3	8,2	-2,7	-4,5	-2,4
Q3	109,9	1,4	6,0	-1,3	2,9	-0,2	4,8	2,9	3,0	0,5	2,4	0,4
Q4	110,8	1,0	4,6	2,1	4,4	-0,8	1,5	1,9	2,8	0,4	0,7	-5,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,7	0,5	-2,2	-1,8	-4,7	0,5	0,0	1,0	-0,4	2,4	-3,0
2021	111,0	4,0	3,0	4,4	4,8	6,2	4,2	2,8	5,5	4,4	1,8	4,4
2021 Q1	109,4	2,1	2,3	2,0	4,7	-0,5	2,2	3,4	3,1	2,4	2,0	-0,2
Q2	109,7	7,4	3,1	9,1	11,1	13,6	7,7	1,9	10,6	8,6	2,1	10,2
Q3	112,1	3,3	3,2	3,9	1,8	4,9	3,6	3,0	4,1	3,4	2,1	2,6
Q4	112,8	3,5	3,1	3,1	2,4	7,4	3,5	2,9	4,5	3,6	1,1	5,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,5	0,9	2,4	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	2,2	-5,0	-6,0	-10,4	-0,3	-0,2	-0,5	-5,6	-3,8	-14,5
2021	101,0	4,2	-2,0	8,2	2,0	7,5	2,0	1,9	1,1	4,1	1,5	2,7
2021 Q1	99,3	0,8	-0,8	6,1	-0,9	-2,7	1,3	2,2	-0,6	-0,5	-0,8	-12,9
Q2	100,7	12,3	-3,1	22,6	13,1	22,1	6,4	4,3	2,2	11,6	6,9	12,9
Q3	102,0	1,9	-2,7	5,3	-1,1	5,1	-1,2	0,1	1,1	2,9	-0,3	2,2
Q4	101,8	2,4	-1,4	1,0	-1,9	8,3	2,0	0,9	1,7	3,3	0,4	12,2
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,3	3,9	5,8	2,9	1,5	5,8	4,7	4,8	6,2
2021	113,4	0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,6	2,3	1,0	1,3	0,8	0,5	0,2
2021 Q1	114,2	3,3	0,8	0,8	1,3	6,3	2,3	1,8	3,3	2,9	1,3	3,3
Q2	112,5	-4,5	-2,5	-4,5	-5,9	-6,2	1,8	-2,6	-0,3	-2,9	-2,8	-5,9
Q3	113,8	2,1	3,2	1,9	2,1	2,1	1,7	2,7	0,8	1,4	2,7	2,5
Q4	114,9	1,1	1,5	1,7	2,0	0,2	3,8	2,8	1,9	2,0	1,4	0,8
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,4	0,8	1,1	0,1	3,0	2,0	6,4	0,3	-1,0	-4,6
2021	104,1	0,0	-3,4	3,1	-3,4	1,3	-0,1	-0,2	-4,3	-0,1	-0,2	-2,4
2021 Q1	104,7	1,7	-2,9	5,0	-4,5	3,1	1,4	0,7	-2,3	-0,4	-1,7	-9,3
Q2	104,2	-1,8	-7,2	6,0	-5,7	-1,2	-0,1	-0,9	-12,8	-1,9	0,9	-8,1
Q3	104,4	0,8	-1,7	3,1	-0,8	2,6	-2,8	-0,5	-2,1	0,7	0,1	2,5
Q4	104,6	-0,2	-1,5	-0,6	-3,0	1,0	2,0	0,5	0,0	1,4	0,5	5,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2019	1 222,4	7 721,9	8 944,3	1 069,7	2 364,2	3 433,9	12 378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12 984,8	
2020	1 360,8	8 886,2	10 247,0	1 034,9	2 450,1	3 485,0	13 731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14 469,2	
2021	1 464,7	9 796,5	11 261,2	927,5	2 507,6	3 435,1	14 696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15 488,9	
2021 Q1	1 392,9	9 137,6	10 530,4	991,4	2 477,0	3 468,4	13 998,9	109,3	617,9	15,8	743,1	14 741,9	
Q2	1 419,7	9 350,5	10 770,2	936,3	2 489,6	3 425,9	14 196,1	111,9	613,7	27,5	753,2	14 949,2	
Q3	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1	
Q4	1 464,7	9 796,5	11 261,2	927,5	2 507,6	3 435,1	14 696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15 488,9	
2021 Aug.	1 435,9	9 519,2	10 955,2	914,2	2 487,1	3 401,3	14 356,5	112,8	617,9	36,9	767,5	15 124,0	
Sept.	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1	
Okt.	1 451,8	9 664,4	11 116,2	927,0	2 495,7	3 422,7	14 539,0	133,7	618,9	39,5	792,0	15 331,0	
Nov.	1 459,9	9 698,3	11 158,1	928,9	2 499,4	3 428,3	14 586,5	126,1	644,5	40,7	811,3	15 397,8	
Dez.	1 464,7	9 796,5	11 261,2	927,5	2 507,6	3 435,1	14 696,4	117,6	658,5	16,4	792,5	15 488,9	
2022 Jan. ^(p)	1 481,9	9 816,3	11 298,2	951,8	2 512,7	3 464,4	14 762,6	131,2	610,1	30,2	771,5	15 534,2	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0	
2020	138,4	1 250,1	1 388,5	-28,9	86,7	57,8	1 446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1 579,8	
2021	105,2	902,9	1 008,2	-118,4	67,2	-51,2	956,9	12,0	22,7	14,2	48,8	1 005,8	
2021 Q1	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,3	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7	
Q2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8	
Q3	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,9	10,0	2,8	261,4	
Q4	21,1	190,6	211,7	17,1	14,4	31,5	243,2	-3,5	57,7	-25,6	28,6	271,8	
2021 Aug.	8,5	81,1	89,5	-17,2	4,7	-12,5	77,0	-3,1	-0,1	1,0	-2,1	74,8	
Sept.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,5	4,9	-17,0	0,9	-11,2	87,3	
Okt.	8,2	47,6	55,8	24,0	2,3	26,3	82,1	13,2	18,0	1,2	32,4	114,5	
Nov.	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5	
Dez.	4,8	98,6	103,4	-1,9	8,5	6,6	110,0	-8,6	14,0	-24,6	-19,2	90,8	
2022 Jan. ^(p)	17,2	15,0	32,2	24,6	5,7	30,3	62,5	12,7	-48,3	14,1	-21,6	40,9	
Wachstumsraten													
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9	
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2	
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9	
2021 Q1	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1	
Q2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4	
Q3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6	
Q4	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9	
2021 Aug.	8,6	11,4	11,1	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,4	7,7	-	12,7	8,0	
Sept.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6	
Okt.	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,9	3,9	197,2	11,2	7,7	
Nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	104,2	12,3	7,4	
Dez.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,6	6,9	
2022 Jan. ^(p)	7,7	9,3	9,0	-6,6	2,6	-0,1	6,8	14,8	-3,8	85,3	0,6	6,4	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
2019	2 483,9	2 070,3	256,7	150,5	6,4	7 044,4	4 399,1	492,0	2 152,4	1,0	1 026,5	215,7	464,7
2020	2 980,7	2 527,3	309,9	140,3	3,2	7 659,1	4 960,7	437,3	2 260,3	0,9	1 097,0	234,6	501,2
2021	3 249,2	2 823,4	290,7	128,7	6,5	8 083,3	5 375,4	373,0	2 334,2	0,7	1 236,8	228,3	551,6
2021 Q1	3 052,8	2 604,9	300,1	140,4	7,5	7 821,2	5 108,9	422,1	2 289,2	0,9	1 133,2	217,0	491,1
Q2	3 092,1	2 656,2	290,7	136,8	8,5	7 914,1	5 202,6	407,1	2 303,7	0,7	1 164,8	222,5	494,6
Q3	3 160,5	2 736,3	283,8	130,9	9,6	8 020,8	5 314,2	388,9	2 317,1	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Q4	3 249,2	2 823,4	290,7	128,7	6,5	8 083,3	5 375,4	373,0	2 334,2	0,7	1 236,8	228,3	551,6
2021 Aug.	3 128,9	2 707,2	282,4	130,7	8,7	7 988,4	5 282,3	394,6	2 310,8	0,7	1 187,0	227,1	501,9
Sept.	3 160,5	2 736,3	283,8	130,9	9,6	8 020,8	5 314,2	388,9	2 317,1	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Okt.	3 188,1	2 758,2	292,7	128,9	8,2	8 040,3	5 332,5	383,5	2 323,3	1,0	1 244,7	239,2	508,5
Nov.	3 212,1	2 783,7	291,5	129,5	7,5	8 058,5	5 354,2	377,8	2 325,6	1,0	1 233,2	231,9	517,0
Dez.	3 249,2	2 823,4	290,7	128,7	6,5	8 083,3	5 375,4	373,0	2 334,2	0,7	1 236,8	228,3	551,6
2022 Jan. ^(p)	3 234,1	2 802,4	294,3	127,1	10,3	8 134,1	5 424,7	364,9	2 343,1	1,4	1 266,5	238,6	538,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,6	469,6	55,8	-6,8	-2,9	612,0	560,6	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,6	279,9	-21,3	-6,9	3,0	423,3	410,8	-65,0	77,6	-0,2	145,9	-8,3	48,2
2021 Q1	67,2	72,8	-10,0	0,1	4,2	160,6	146,0	-15,7	30,4	0,0	27,5	-18,2	-10,0
Q2	41,6	53,2	-9,2	-3,5	1,1	93,7	94,2	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
Q3	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,4	111,3	-18,3	15,5	-0,1	46,0	1,9	21,9
Q4	84,9	84,6	5,7	-2,3	-3,1	60,6	59,3	-16,0	17,2	0,1	38,0	2,3	32,7
2021 Aug.	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,5	-0,2	2,6
Sept.	26,2	24,9	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	22,9	-2,6	14,7
Okt.	28,0	22,6	8,8	-2,0	-1,4	19,7	18,4	-5,3	6,2	0,4	34,6	11,9	-7,1
Nov.	20,0	23,1	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
Dez.	36,8	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,8	20,1	-4,9	8,8	-0,2	5,1	-3,7	34,5
2022 Jan. ^(p)	-12,3	-19,6	3,1	0,5	3,7	44,6	43,0	-6,4	7,4	0,7	28,8	10,0	-13,1
Wachstumsraten													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Q1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	5,9	40,9	4,6	-5,7	4,1
Q2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
Q3	7,1	10,3	-12,1	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Q4	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Aug.	6,8	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,8	-1,8	6,1
Sept.	7,1	10,3	-12,1	-5,5	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Okt.	7,4	10,5	-10,1	-6,9	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,3	-0,4	6,0
Nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,2	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
Dez.	8,5	11,0	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Jan. ^(p)	7,5	9,3	-3,7	-4,1	55,9	5,3	8,0	-15,1	3,2	58,4	15,0	3,1	7,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investitionsfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2019	4 654,6	989,2	3 653,6	13 856,8	11 446,4	11 835,1	4 474,3	5 930,1	891,0	151,0	1 560,5	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 710,6	6 129,7	911,7	167,8	1 548,2	865,3
2021	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,2	12 341,8	12 726,8	4 869,1	6 367,5	944,0	161,2	1 584,3	889,0
2021 Q1	6 069,4	994,5	5 073,2	14 457,5	12 058,9	12 411,5	4 766,3	6 187,3	953,7	151,6	1 518,5	880,2
Q2	6 217,0	1 003,7	5 211,6	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 736,2	6 250,2	942,1	149,1	1 523,2	887,2
Q3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 775,0	6 311,0	951,8	144,7	1 532,4	896,6
Q4	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,2	12 341,8	12 726,8	4 869,1	6 367,5	944,0	161,2	1 584,3	889,0
2021 Aug.	6 347,8	1 004,0	5 342,2	14 556,8	12 137,3	12 492,9	4 759,1	6 292,7	939,4	146,0	1 524,0	895,5
Sept.	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 775,0	6 311,0	951,8	144,7	1 532,4	896,6
Okt.	6 391,9	987,4	5 402,9	14 682,9	12 231,6	12 592,5	4 795,3	6 334,5	947,2	154,6	1 555,8	895,5
Nov.	6 476,2	987,3	5 487,3	14 739,4	12 310,2	12 659,5	4 821,0	6 360,0	968,7	160,6	1 541,7	887,4
Dez.	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,2	12 341,8	12 726,8	4 869,1	6 367,5	944,0	161,2	1 584,3	889,0
2022 Jan. ^(p)	6 546,2	992,3	5 552,2	14 904,6	12 446,6	12 598,0	4 869,8	6 415,0	989,1	172,7	1 566,6	891,3
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1 041,9	13,5	1 028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	570,6	480,8	515,8	176,4	262,2	51,9	-9,7	80,4	9,4
2021 Q1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	56,1	60,7	39,2	-16,4	2,7	8,3
Q2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,3	75,0	-10,8	-2,4	4,8	5,0
Q3	152,2	-4,7	156,9	136,9	122,5	125,4	40,1	65,9	23,5	-7,0	9,6	4,8
Q4	201,0	-1,2	202,0	229,8	175,3	227,5	98,6	60,7	-0,1	16,1	63,2	-8,7
2021 Aug.	51,0	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1
Sept.	38,0	-4,8	42,9	54,8	44,2	49,0	15,2	20,7	12,2	-3,9	8,6	2,0
Okt.	31,9	-12,0	43,9	79,7	48,0	60,5	19,3	23,1	-4,4	9,9	35,2	-3,6
Nov.	65,0	1,0	64,0	52,3	72,9	65,7	25,6	23,2	18,6	5,6	-14,0	-6,7
Dez.	104,1	9,8	94,1	97,8	54,3	101,2	53,7	14,3	-14,3	0,5	41,9	1,6
2022 Jan. ^(p)	11,6	-5,3	17,0	60,5	71,5	60,5	1,2	26,1	45,0	-0,7	-15,5	4,5
Wachstumsraten												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 Q1	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3
Q2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
Q4	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 Aug.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,7	-6,0	2,7	7,1
Sept.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
Okt.	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,4	3,5	1,9	4,3	6,3	-5,6	4,6	7,7
Nov.	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,2	6,2
Dez.	11,3	-0,1	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 Jan. ^(p)	10,8	0,1	13,0	4,3	4,4	4,6	3,7	4,4	8,2	4,7	4,5	1,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾ (in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2019	4 474,3	4 576,5	966,7	877,5	2 630,1	5 930,1	6 221,7	720,1	4 523,5	686,5
2020	4 710,6	4 832,1	897,6	1 010,2	2 802,8	6 129,7	6 398,1	700,6	4 724,7	704,4
2021	4 869,1	5 000,1	888,0	1 008,7	2 972,5	6 367,5	6 630,7	698,3	4 970,8	698,4
2021 Q1	4 766,3	4 888,3	893,9	1 016,7	2 855,8	6 187,3	6 450,4	696,7	4 787,4	703,2
Q2	4 736,2	4 857,3	832,4	970,4	2 933,3	6 250,2	6 509,1	694,1	4 852,6	703,5
Q3	4 775,0	4 890,0	835,1	972,2	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
Q4	4 869,1	5 000,1	888,0	1 008,7	2 972,5	6 367,5	6 630,7	698,3	4 970,8	698,4
2021 Aug.	4 759,1	4 873,7	828,1	969,4	2 961,7	6 292,7	6 552,2	695,4	4 895,1	702,2
Sept.	4 775,0	4 890,0	835,1	972,2	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
Okt.	4 795,3	4 913,2	859,2	971,8	2 964,3	6 334,5	6 590,4	699,0	4 935,1	700,4
Nov.	4 821,0	4 933,1	869,8	980,3	2 970,8	6 360,0	6 615,5	702,5	4 956,9	700,6
Dez.	4 869,1	5 000,1	888,0	1 008,7	2 972,5	6 367,5	6 630,7	698,3	4 970,8	698,4
2022 Jan. ^(p)	4 869,8	4 843,8	888,0	1 000,6	2 981,1	6 415,0	6 615,5	696,5	5 010,8	707,7
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,2	-54,1	138,6	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,4	209,0	-2,3	3,4	175,2	262,2	268,4	10,8	254,9	-3,5
2021 Q1	56,1	58,3	-3,8	6,8	53,1	60,7	58,0	-2,2	63,2	-0,3
Q2	-18,3	-22,0	-57,6	-43,0	82,2	75,0	70,4	2,3	72,1	0,6
Q3	40,1	44,5	4,1	1,9	34,1	65,9	67,6	4,1	64,0	-2,2
Q4	98,6	128,3	55,1	37,7	5,8	60,7	72,4	6,6	55,7	-1,6
2021 Aug.	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,5	-0,9
Sept.	15,2	19,8	7,0	2,4	5,8	20,7	21,3	2,1	19,7	-1,2
Okt.	19,3	25,9	23,8	-0,9	-3,6	23,1	23,0	2,8	20,3	0,1
Nov.	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,2	24,2	4,7	18,8	-0,3
Dez.	53,7	79,6	20,6	29,0	4,0	14,3	25,2	-0,9	16,6	-1,4
2022 Jan. ^(p)	1,2	0,7	-1,2	-8,2	10,6	26,1	25,7	-2,6	24,2	4,5
Wachstumsraten										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2021 Q1	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
Q2	1,4	1,9	-11,8	-2,1	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
Q3	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Q4	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2021 Aug.	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,1	0,1	5,8	0,1
Sept.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Okt.	1,9	2,6	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,3
Nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,2	1,6	5,5	-0,3
Dez.	3,8	4,3	-0,2	0,4	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,5
2022 Jan. ^(p)	3,7	4,4	0,4	0,0	6,1	4,4	4,3	1,4	5,5	0,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2019	363,4	7 055,1	1 944,5	50,2	2 155,2	2 905,3	1 474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6 961,4	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,7	1 437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6 888,0	1 838,9	37,1	1 998,0	3 013,9	1 368,5	438,1	118,8	136,8
2021 Q1	704,0	6 891,3	1 897,4	41,2	1 985,5	2 967,2	1 409,5	400,9	127,2	130,2
Q2	680,1	6 847,3	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,3	1 411,7	359,9	123,7	134,5
Q3	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
Q4	797,1	6 888,0	1 838,9	37,1	1 998,0	3 013,9	1 368,5	438,1	118,8	136,8
2021 Aug.	708,7	6 873,8	1 851,2	39,0	1 960,7	3 022,9	1 446,7	355,2	125,3	128,4
Sept.	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
Okt.	739,5	6 872,5	1 842,7	38,1	2 002,6	2 989,0	1 392,0	476,1	140,0	147,6
Nov.	706,9	6 905,5	1 830,9	37,7	2 011,9	3 025,1	1 394,9	399,7	144,5	149,9
Dez.	797,1	6 888,0	1 838,9	37,1	1 998,0	3 013,9	1 368,5	438,1	118,8	136,8
2022 Jan. ^(p)	724,6	6 880,8	1 840,6	36,8	1 992,8	3 010,6	1 346,7	342,0	164,1	157,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,6	-74,2	-5,0	-39,8	82,4	-117,4	-98,0	-11,3	-2,3
2021 Q1	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
Q3	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
Q4	106,7	8,2	-13,3	-1,6	6,1	16,9	-67,2	23,1	-20,2	-9,2
2021 Aug.	22,0	-9,3	-10,0	-0,4	-3,9	5,0	2,6	1,3	-8,0	-4,8
Sept.	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
Okt.	48,6	17,1	-7,7	-0,5	23,8	1,5	4,5	64,2	0,9	1,6
Nov.	-32,3	-11,9	-13,4	-0,5	1,0	1,0	-31,7	-63,2	4,6	2,2
Dez.	90,4	2,9	7,8	-0,6	-18,7	14,4	-39,9	22,1	-25,7	-13,1
2022 Jan. ^(p)	-72,6	-16,1	-16,1	-0,3	-14,1	14,4	-16,1	-103,8	45,8	21,1
Wachstumsraten										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q1	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Q4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Aug.	-12,0	-0,7	-3,8	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Sept.	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Okt.	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,5	-	-	-5,9	-4,3
Nov.	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,4	3,5	-	-	-2,4	1,9
Dez.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Jan. ^(p)	4,9	-0,4	-4,5	-12,1	-1,5	3,3	-	-	11,7	7,7

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 Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 Q4	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 Q1	-8,3	.	.	.	.	-6,8
Q2	-6,9	.	.	.	.	-5,4
Q3	-6,2	.	.	.	.	-4,8

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende 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	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 Q4	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 Q1	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7
Q2	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
Q3	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	4,7

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 Q4	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98,3	3,1	13,9	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾ (in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments								Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige		
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 Q4	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 Q1	14,2	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	5,5	10,3
Q2	3,9	5,4	-1,1	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,7	-0,4	5,8
Q3	1,1	4,8	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,7	-2,8	5,3

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Emission	Tilgung	
													Laufzeit von bis zu 1 Jahr
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2020 Q4	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021 Q1	15,7	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
Q2	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
Q3	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
2021 Aug.	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Sept.	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
Okt.	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
Nov.	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
Dez.	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Jan.	15,1	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,6

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 Einjahreszeitraum; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2020 Q4	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 Q1	-8,8	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4	
Q2	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2	
Q3	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6	
Verschuldung										
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9	
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2020 Q4	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4	
Q2	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9	
Q3	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 Q4	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 Q1	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
Q2	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
Q3	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
Verschuldung										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 Q4	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
Q2	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
Q3	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2022

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 9. März 2022.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-KatalognummerQB-BP-22-002-DE-N (Online-Version)