



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2022



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Finanzielle Entwicklungen	13
3 Konjunkturerwicklung	17
4 Preise und Kosten	24
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	30
Kästen	35
1 Aktuelle Daten zur jüngsten Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet	35
2 Mögliche Auswirkungen anhaltender Lieferkettenstörungen auf das Produktionspotenzial des Euro-Währungsgebiets	42
3 Entwicklung der Unternehmensproduktivität im Euro-Währungsgebiet	49
4 Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet	55
5 Bedeutung der Zuwanderung für die schwache Entwicklung der Erwerbspersonenzahl während der Covid-19-Pandemie	61
6 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	67
7 Einschätzungen der Wohnkosten basierend auf Umfragen und Preisstatistiken	71
8 Indexierung von Arbeitsentgelten im öffentlichen Sektor und von staatlichen Renten im Euro-Währungsgebiet	78
Aufsätze	85
1 Berücksichtigung von selbst genutztem Wohneigentum bei der Inflationsmessung	85
2 Next Generation EU in der Perspektive des Euro-Währungsgebiets	107
Statistik	130

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.

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet setzt ihre Erholung fort, und die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter. Dazu tragen umfangreiche Stützungsmaßnahmen bei. Jedoch dürfte das Wachstum im ersten Quartal 2022 verhalten bleiben, da die derzeitige Welle der Pandemie die Wirtschaftstätigkeit nach wie vor beeinträchtigt. In einigen Branchen wird die Produktion weiterhin durch Engpässe bei Material, Ausrüstung und Arbeitskräften gebremst. Hohe Energiekosten belasten die Einkommen der privaten Haushalte im Euroraum sowie die Erträge der Unternehmen und dürften die Ausgaben dämpfen. Allerdings wird die Wirtschaft mit jeder weiteren Pandemiewelle weniger stark in Mitleidenschaft gezogen, und die Faktoren, die die Produktion und den Konsum bremsen, dürften sich allmählich abschwächen. Dadurch kann die Konjunktur im Lauf des Jahres 2022 wieder kräftig Fahrt aufnehmen.

Die Inflation hat in den vergangenen Monaten deutlich zugenommen und ist auch im Januar höher ausgefallen als erwartet. Zurückzuführen ist dies in erster Linie auf gestiegene Energiekosten, die in vielen Sektoren die Preise für Waren und Dienstleistungen in die Höhe treiben, sowie auf eine Verteuerung von Nahrungsmitteln. Die Inflationsrate dürfte länger erhöht bleiben als bislang erwartet, im Lauf dieses Jahres aber zurückgehen.

Der EZB-Rat bestätigte daher die auf seiner geldpolitischen Sitzung im vergangenen Dezember gefassten Beschlüsse. Demnach wird der EZB-Rat weiterhin den Umfang der Ankäufe von Vermögenswerten in den kommenden Quartalen schrittweise reduzieren. Die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) werden Ende März eingestellt. In Anbetracht der gegenwärtigen Unsicherheit muss der EZB-Rat bei der Durchführung der Geldpolitik mehr denn je Flexibilität und Optionalität wahren. Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert der EZB von 2 % stabilisiert.

Wirtschaftstätigkeit

Die Weltwirtschaft zeigte sich im vierten Quartal des vergangenen Jahres weiterhin widerstandsfähig. Umfrageergebnisse deuten auf ein robustes Wirtschaftswachstum gegen Ende 2021 hin, wenngleich das Handelswachstum nach wie vor verhalten war. Bei den Engpässen in den Lieferketten waren erste Anzeichen einer Entspannung zu erkennen. Allerdings könnten die sich ausbreitende Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) und potenzielle pandemiebedingte Personalausfälle weitere Lieferkettenstörungen mit sich bringen und auf kurze Sicht

Risiken für die globale Konjunktorentwicklung bergen. Die weltweite Inflation ist weiter angestiegen, worin höhere Energiepreise und ein über die Sektoren hinweg breiter werdender Preisdruck zum Ausdruck kommen. Im Verlauf des Jahres 2022 wird mit einem Nachlassen des globalen Inflationsauftriebs gerechnet, da die Energiepreise wieder etwas zurückgehen dürften.

Das vierteljährliche Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet hat sich im Schlussquartal 2021 auf 0,3 % verlangsamt. Gleichwohl hat die Wirtschaftsleistung Ende des vergangenen Jahres das Niveau erreicht, das sie vor Ausbruch der Pandemie hatte. Die Wirtschaftstätigkeit und die Nachfrage dürften auch zu Beginn des laufenden Jahres aus mehreren Gründen gedämpft bleiben. Erstens beeinträchtigen die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen die verbrauchernahen Dienstleistungen, insbesondere im Reiseverkehr, Tourismus, Gastgewerbe und Unterhaltungssektor. Trotz der nach wie vor sehr hohen Infektionszahlen leidet das Wirtschaftsleben aber inzwischen weniger unter den Auswirkungen der Pandemie. Zweitens schmälern die hohen Energiekosten die Kaufkraft der privaten Haushalte und die Erträge der Unternehmen. Dies dämpft den Konsum und die Investitionen. Und drittens bremsen die in einigen Sektoren herrschenden Engpässe bei Ausrüstung, Material und Arbeitskräften nach wie vor die Industrieproduktion, führen zu Bauverzögerungen und verlangsamen die Erholung in einigen Dienstleistungsbereichen. Es gibt Anzeichen dafür, dass sich diese Engpässe möglicherweise gerade aufzulösen beginnen. Für einige Zeit werden sie aber noch bestehen bleiben.

Über die kurze Frist hinaus betrachtet dürfte das Wachstum im Euroraum im Jahresverlauf 2022 von einer robusten Binnennachfrage gestützt werden und sich im Gefolge kräftig erholen. Da sich die Lage am Arbeitsmarkt derzeit weiter verbessert – die Zahl der Erwerbstätigen nimmt zu und die Zahl der in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitskräfte ab – dürften die Einkommen und Konsumausgaben der privaten Haushalte steigen. Die weltweite Erholung und die anhaltenden finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen tragen ebenfalls zu diesen positiven Aussichten bei. Gezielte und produktivitätssteigernde finanzpolitische Maßnahmen sowie Strukturreformen, die auf die Bedingungen in den verschiedenen Ländern des Euroraums abgestimmt sind, bleiben ein zentrales Element, um die Geldpolitik effektiv zu ergänzen.

Inflation

Die Inflation im Eurogebiet stieg von 5,0 % im Dezember 2021 auf 5,1 % im Januar 2022. Sie dürfte auf kurze Sicht hoch bleiben. Hauptgrund für die erhöhte Teuerungsrate sind weiterhin die Energiepreise. Im Januar war mehr als die Hälfte der Gesamtinflation auf die direkten Auswirkungen der Energiepreise zurückzuführen. Außerdem treiben die Energiekosten die Preise von Waren und Dienstleistungen in vielen Sektoren in die Höhe. Auch die Preise für Nahrungsmittel haben angezogen, was saisonalen Faktoren, erhöhten Transportkosten und der Verteuerung von Düngemitteln geschuldet ist. Zudem steigen die Preise nun auf breiterer Front: Zahlreiche Waren und Dienstleistungen sind deutlich teurer

geworden. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation verzeichneten in den vergangenen Monaten einen Anstieg. Doch aufgrund des Einflusses temporärer Pandemiefaktoren ist weiterhin ungewiss, wie lange dieser Anstieg anhalten wird. Marktbasierte Indikatoren lassen darauf schließen, dass sich die Energiepreisentwicklung im Jahresverlauf 2022 verlangsamen wird. Der von weltweiten Lieferengpässen ausgehende Preisdruck dürfte ebenfalls nachlassen.

Die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter, wobei das Lohnwachstum insgesamt jedoch nach wie vor gedämpft ist. Die Rückkehr der Wirtschaft zu einer vollen Kapazitätsauslastung dürfte mit der Zeit ein schnelleres Lohnwachstum begünstigen. Die marktbasierenden Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind seit der vorangegangenen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember 2021 im Wesentlichen unverändert bei Werten von knapp unter 2 % geblieben, während die jüngsten umfragebasierten Messgrößen bei rund 2 % liegen. Diese Faktoren werden sich ebenfalls weiter auf die zugrunde liegende Inflation auswirken und dazu beitragen, dass sich die Gesamtinflation dauerhaft beim Zielwert der EZB von 2 % einpendelt.

Risikobewertung

Der EZB-Rat bewertet die Risiken für die Konjunkturaussichten im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht weiterhin als weitgehend ausgewogen. Die Wirtschaftsleistung könnte die Erwartungen übertreffen, sofern die privaten Haushalte an Vertrauen gewinnen und weniger sparen als angenommen. Die pandemiebedingten Unsicherheiten haben zwar etwas nachgelassen, doch die geopolitischen Spannungen haben zugenommen. Außerdem könnten anhaltend hohe Energiekosten den Konsum und die Investitionstätigkeit stärker dämpfen als erwartet. Das Tempo, in dem sich die Lieferengpässe auflösen, stellt ein weiteres Risiko für die Wachstums- und die Inflationaussichten dar. Verglichen mit den Erwartungen des EZB-Rats vom Dezember 2021 sind die Risiken für die Inflationaussichten – vor allem auf kurze Sicht – aufwärtsgerichtet. Sollte der Preisdruck dazu führen, dass die Löhne stärker als erwartet ansteigen, oder die Wirtschaft rascher zur Vollauslastung zurückkehren, dann könnte die Inflation höher ausfallen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind seit der Sitzung des EZB-Rats vom Dezember 2021 gestiegen. Allerdings halten sich die Refinanzierungskosten der Banken bislang weiterhin im Rahmen. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte liegen nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau, und die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft bleiben günstig. Die Kreditvergabe an Unternehmen hat sich über alle Laufzeiten hinweg erhöht. Die robuste Nachfrage nach Immobilienkrediten stützt die Kreditvergabe an die privaten Haushalte. Die Banken sind derzeit so profitabel wie vor der Pandemie und weisen nach wie vor solide Bilanzen auf.

Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zufolge zog die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im Schlussquartal 2021 kräftig an. Zurückzuführen war dies auf den höheren Betriebsmittelbedarf infolge von Lieferengpässen sowie den gestiegenen Finanzierungsbedarf für längerfristige Investitionen. Des Weiteren schätzen die Banken die Kreditrisiken weiterhin insgesamt als günstig ein, vor allem, weil sie von positiven Konjunkturaussichten ausgehen.

Geldpolitische Beschlüsse

Vor diesem Hintergrund bestätigte der EZB-Rat in seiner geldpolitischen Sitzung im Februar 2022 die auf der vorangegangenen Sitzung im Dezember 2021 gefassten Beschlüsse.

Der EZB-Rat wird im ersten Quartal 2022 geringere Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des PEPP tätigen als im vergangenen Quartal. Die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP werden Ende März 2022 eingestellt.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das künftige 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 beim Erreichen des Ziels des EZB-Rats erhöht. Unter Stressbedingungen wird Flexibilität im Rahmen des Mandats des EZB-Rats auch in Zukunft ein Bestandteil der Geldpolitik bleiben, wann immer das Erreichen von Preisstabilität durch Gefahren für die geldpolitische Transmission bedroht ist. So lassen sich insbesondere Wiederanlagen im Rahmen des PEPP jederzeit flexibel über Zeitverlauf, Anlageklassen und Länder hinweg anpassen, wenn es im Zusammenhang mit der Pandemie zu einer neuerlichen Marktfragmentierung kommt. Dies könnte den 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 Umfang der monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wird sich im zweiten Quartal 2022 auf 40 Mrd € und im dritten Quartal auf 30 Mrd € belaufen. Dies steht im Einklang mit der im Dezember 2021 beschlossenen schrittweisen Reduzierung der Ankäufe von Vermögenswerten und stellt sicher, dass der geldpolitische Kurs weiterhin mit einer mittelfristigen Stabilisierung der Inflation beim Zielwert des EZB-Rats vereinbar ist.

Ab Oktober wird der EZB-Rat die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € so lange fortsetzen, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung seiner Leitzinsen erforderlich ist. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Nettoankäufe beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt.

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

Der EZB-Rat wird die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiter beobachten und dafür sorgen, dass die Fälligkeit der Geschäfte im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) die reibungslose Transmission der Geldpolitik nicht beeinträchtigt. Zugleich wird er 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 des 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 bestätigte auch seine anderen Maßnahmen zur Unterstützung des Preisstabilitätsmandats der EZB, nämlich die Höhe der Leitzinsen und die Forward Guidance zu deren künftiger Entwicklung. Dies ist entscheidend dafür, dass der angemessene Grad an geldpolitischer Akkommodierung aufrechterhalten wird, um die Inflation auf mittlere Sicht beim Zielwert der EZB von 2 % zu stabilisieren.

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

Außenwirtschaftliches Umfeld

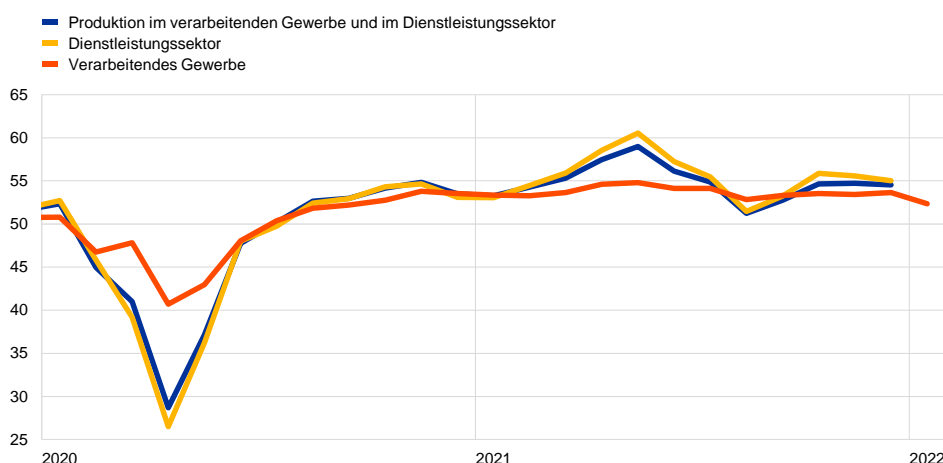
Die Weltwirtschaft hat sich im Schlussquartal des vergangenen Jahres weiter als widerstandsfähig erwiesen. Umfragedaten deuten auf ein robustes Wirtschaftswachstum zum Jahresende 2021 hin, wenngleich das Handelswachstum nach wie vor verhalten war. Bei den Lieferkettenengpässen waren erste Anzeichen einer Entspannung zu erkennen. Allerdings bergen die Ausbreitung der Omikron-Variante und potenzielle pandemiebedingte Personalausfälle kurzfristig die Gefahr weiterer Lieferkettenstörungen und Risiken für die Weltkonjunktur. Die Inflation ist weltweit erneut angestiegen, worin höhere Energiepreise und ein über die Sektoren hinweg breiter werdender Preisdruck ihren Niederschlag finden. Im Laufe des Jahres 2022 wird mit gemäßigeren Energiepreisen und folglich mit einem Nachlassen des globalen Inflationsdrucks gerechnet.

Das weltweite Wirtschaftswachstum blieb im vierten Quartal 2021 robust. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Eurogebiet) zeigte sich im Schlussquartal 2021 weiter stabil. Er lag nach wie vor über seinem langfristigen Durchschnitt, worin eine stete Nachfrage zum Ausdruck kam (siehe Abbildung 1). Gleichwohl wirkte sich der Ausbruch der Omikron-Variante und deren höhere Übertragbarkeit im Dezember schließlich belastend auf den Dienstleistungssektor wichtiger Volkswirtschaften einschließlich des Vereinigten Königreichs aus. Die um die Jahreswende von zahlreichen Ländern im Kampf gegen das Coronavirus zusehends verschärften Eindämmungsmaßnahmen untermauern die Erwartung einer vorübergehenden Verlangsamung der Konjunktur im ersten Jahresviertel 2022. Hierauf deutet auch bereits der schwächere EMI für das verarbeitende Gewerbe im Monat Januar hin.

Abbildung 1

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

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021 (Index für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Index für den Dienstleistungssektor) bzw. Januar 2022 (Index für das verarbeitende Gewerbe).

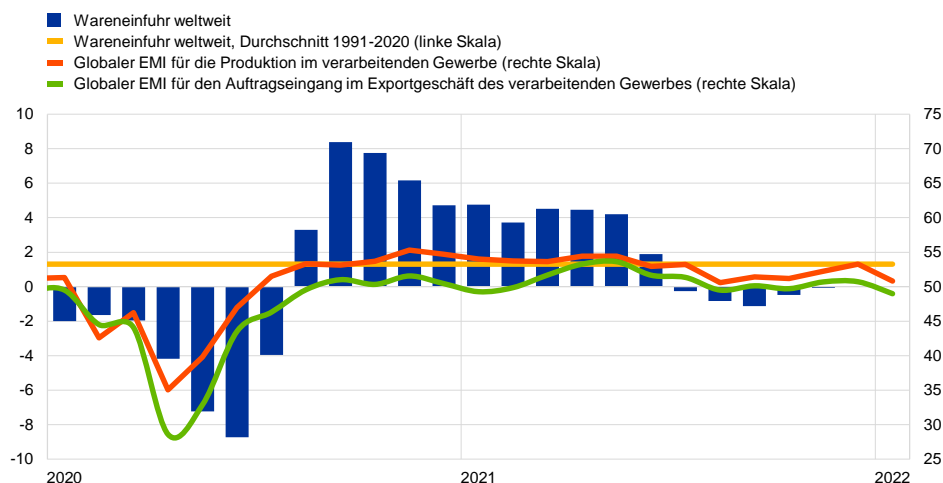
Mit Blick auf die globalen Lieferengpässe sind trotz erhöhter Unsicherheit aufgrund der Pandemie-Entwicklung erste Anzeichen einer Entspannung erkennbar.

Bei den weltweiten Lieferzeiten wurden im November und Dezember Verbesserungen verzeichnet. Im Januar kehrte sich diese Tendenz hingegen zum Teil wieder um, sodass die Lieferzeiten nach wie vor in der Nähe ihrer Extremwerte aus der Zeit des weltweiten Lockdowns im zweiten Quartal 2020 liegen. Die Frachtkosten sind auf einigen der wichtigsten Handelsrouten rückläufig, und die Autoproduktion hat sich im vierten Quartal 2021 weltweit etwas erholt. Dennoch geht mit dem Ausbruch der hochansteckenden Omikron-Variante und den dadurch zu erwartenden coronabedingten Personalfehlzeiten bei ohnehin angespannten Arbeitsmarktbedingungen das Risiko einher, dass sich die Lieferengpässe kurzfristig wieder verschärfen könnten.

Das Welthandelwachstum bleibt verhalten. Obgleich der Zuwachs der weltweiten Wareneinfuhr (ohne Euroraum) dem Volumen nach im November im Vormonatsvergleich höher ausfiel, bleibt die Wachstumsdynamik im internationalen Handel schwach. So ist der globale Einkaufsmanagerindex für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes (ohne Euroraum) im Januar 2022 wieder unter die Wachstumsschwelle gefallen, was auf ein gedämpftes Wachstum im globalen Handel zum Jahresbeginn 2022 hinweist (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2
Umfrageergebnisse und Warenhandel weltweit (ohne Euroraum)

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



Quellen: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021 (Wareneinfuhr weltweit) bzw. Januar 2022 (EMIs).

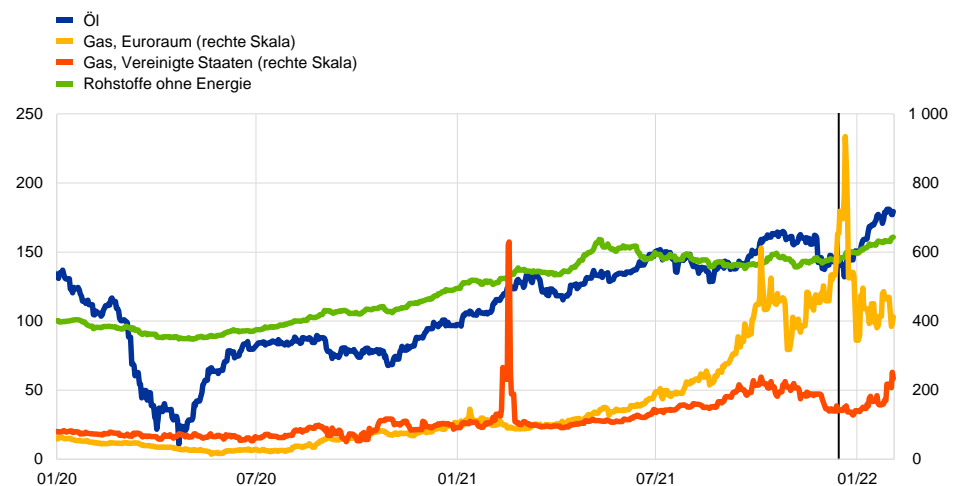
Der globale Preisdruck war im November nach wie vor erhöht. Der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Mitgliedstaaten beschleunigte sich im November auf 5,8 %. Der Preisauftrieb bei Energie erreichte das höchste Niveau der vergangenen vier Jahrzehnte. Zugleich erhöhte sich auch die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im November auf 3,8 % nach 3,2 % im Vormonat. Mit Blick auf die weitere Entwicklung ist mit einem Nachlassen des weltweiten Preisauftriebs im Verlauf des Jahres 2022 zu rechnen, da die Energiepreise – ausgehend von ihrem derzeitigen hohen Stand – wieder etwas zurückgehen dürften.

Die Ölpreise sind im Spannungsfeld der Nachfrage- und Angebotsfaktoren gestiegen.

Seit der Sitzung des EZB-Rats im Dezember haben die Notierungen um 28 % zugelegt. Dabei scheint sich auf den Ölmärkten die optimistische Haltung durchzusetzen, dass die Omikron-Variante die weltweite Ölnachfrage weniger stark als ursprünglich befürchtet belasten werde. Was die Angebotsseite betrifft, so verfehlte die Gruppe der OPEC+-Staaten ihre Förderziele im Dezember. Nach Einschätzung der U.S. Energy Information Administration (EIA)¹ dürfte sie aufgrund von Problemen einiger Förderstaaten bei der Reaktivierung brachliegender Kapazitäten auch das für 2022 vereinbarte Ziel nicht erreichen. Die Preise für Rohstoffe ohne Energie sind seit der Dezember-Sitzung des EZB-Rats aufgrund höherer Metallpreise (+13 %) und teurerer Nahrungsmittel (+6 %) ebenfalls angestiegen (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3
Entwicklung der Rohstoffpreise

(Index 2015 = 100)



Quellen: Bloomberg, HWWI und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gaspreise im Euroraum basieren auf den Notierungen für Dutch TTF Gas und die Gaspreise in den USA auf dem Kassapreis für Henry-Hub-Erdgas. Die graue vertikale Linie markiert das Datum der EZB-Ratssitzung im Dezember 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Februar 2022.

Die Wirtschaftstätigkeit in den Vereinigten Staaten ist robust geblieben, wobei sich die Risiken für den kurzfristigen Ausblick angesichts einer verschärften Pandemielage erhöht haben.

Das auf Jahresrate hochgerechnete BIP-Wachstum hat sich im Schlussquartal 2021 auf 6,9 % beschleunigt, getragen zum Teil von einem kräftigen Lageraufbau. Zugleich weiteten sich die privaten Konsumausgaben aus. Sie weisen nun Wachstumsraten auf, die über dem Niveau vor Pandemiebeginn liegen. Gestützt wurde der private Verbrauch vor allem durch die Dienstleistungen. Zugleich dürfte sich aber die Ausbreitung der Omikron-Variante als Belastung für den Dienstleistungssektor erweisen, wobei der Effekt indes weitgehend auf das Anfangsquartal 2022 begrenzt bleiben sollte. Die Lage am Arbeitsmarkt bleibt vor dem Hintergrund eines knappen Arbeitskräfteangebots angespannt. Infolgedessen nimmt der Lohndruck zu. Die Gesamtinflation auf der Verbraucherstufe kletterte im Dezember mit 7,0 % auf das höchste Niveau seit 1982. Die Energiepreise stellen

¹ Siehe U.S. Energy Information Administration, [Short-term Energy Outlook](#), 8. Februar 2022.

nach wie vor eine wichtige Ursache hierfür dar, doch auch die anhaltenden Lieferengpässe tragen fortgesetzt zu höheren Preisen bei. Als Reaktion auf den angespannten Arbeitsmarkt und die hohe Inflation signalisierte die Federal Reserve auf ihrer Sitzung im Dezember eine straffere geldpolitische Ausrichtung. So hat sich das Tempo, in dem die monatlichen Wertpapierkäufe reduziert werden, im Januar 2022 beschleunigt, und die Zinssätze dürften den Erwartungen zufolge im Lauf des Jahres steigen. Fiskalpolitisch war im Hinblick auf das Wirtschaftsprogramm der Regierung ein Rückschlag zu verzeichnen. Die Gesetzesvorlage für den Build Back Better Act wird seit November im Senat blockiert, sodass der von der Finanzpolitik ausgehende Wachstumsimpuls wesentlich rascher schwinden dürfte als ursprünglich antizipiert.

In Japan schwenkte die Wirtschaft im Schlussquartal 2021 wieder auf einen Erholungspfad ein. Nachdem Japans Wirtschaft im letzten Sommer geschrumpft war, blieb sie im Schlussquartal 2021 stabil, was vor allem der angestauten Nachfrage zu verdanken war. Das verarbeitende Gewerbe erholte sich gegen Ende 2021 deutlich. Darin spiegeln sich auch die wieder höheren Produktionszahlen im Automobilsektor wider. Die Wachstumserholung dürfte sich zwar im ersten Quartal 2022 fortsetzen, doch die Verbreitung des Omikron-Virus verstärkt den konjunkturellen Gegenwind. Die EMIs für den Dezember sind sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor geringfügig schlechter ausgefallen. Sie signalisieren damit möglicherweise eine gewisse Verlangsamung der Erholung vor dem Hintergrund eines anhaltenden Angebotsdrucks sowie von Besorgnis über die Ausbreitung der neuen Virusvariante.

Im Vereinigten Königreich war eine Erholung der Wirtschaftsaktivität zu verzeichnen, die im vierten Quartal jedoch verhalten geblieben sein dürfte. Die realwirtschaftliche Entwicklung übertraf im November erstmals ihr Vorpandemieniveau, getragen von einer zunehmenden Dynamik in allen Wirtschaftsbranchen. Das verarbeitende Gewerbe und der Bausektor erholten sich, da die Beschaffung von Ausgangsmaterialien leichter wurde und die Lieferkettenstörungen allmählich nachließen. Da die Produktion im Dezember im Zusammenhang mit der Omikron-Variante einen neuerlichen Rückschlag erlitten haben dürfte, sollte das Erholungstempo im Schlussquartal 2021 mäßig bleiben. Unterdessen hat die Inflation im Dezember weiter zugenommen. Die Jahresänderungsrate der Verbraucherpreise stieg auf 5,4 % nach 5,1 % im Vormonat. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet legte die Teuerungsrate ebenfalls zu, und zwar auf 4,2 % im Dezember gegenüber 4,0 % im November. Der Inflationsdruck hat sich auf die meisten Branchen ausgebreitet und dürfte auch in den kommenden Monaten anhalten. Die Bank of England hob den Leitzins auf der Sitzung ihres geldpolitischen Ausschusses im Dezember von 0,1 % auf 0,25 % an. Den Hintergrund für die Entscheidung bildeten die wachsende Anspannung am Arbeitsmarkt und sowie Anzeichen für ein längeres Anhalten des heimischen Preisdrucks.

Die Wachstumsdynamik in China bleibt fragil. Das chinesische BIP nahm im letzten Jahresviertel 2021 gegenüber dem Vorquartal um 1,6 % zu, woraus sich für das Gesamtjahr eine Jahreswachstumsrate von 8,1 % ergibt. Allerdings deuten die

monatlichen Indikatoren auf eine Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit hin. Der Einzelhandelsumsatz blieb gegen Jahresende verhalten. Dies verdeutlicht, wie schwierig sich die Rückkehr des privaten Verbrauchs zum Vorpandemieniveau angesichts Chinas strenger Corona-Eindämmungspolitik gestaltet. Die Turbulenzen im chinesischen Wohnimmobiliensektor setzten sich Ende 2021 fort, und die Umsätze am Wohnimmobilienmarkt entwickelten sich im Dezember weiter nach unten, wobei auch die Hauspreise erneut sanken. Das Aufkommen der Omikron-Variante geht mit kurzfristigen Wachstumsrisiken einher. Sollten sich bei einer Verschärfung der Pandemie die Infektionszahlen erhöhen, könnte dies zu noch deutlich strengeren Eindämmungsmaßnahmen im Rahmen der chinesischen Null-Covid-Strategie führen, was die Konjunktur weiter belasten würde.

2 Finanzielle Entwicklungen

Seit der EZB-Ratssitzung im Dezember 2021 spiegeln sich an den globalen Finanzmärkten vor allem die gestiegenen Erwartungen einer weltweiten geldpolitischen Straffung wider. Infolgedessen verlief die Terminkurve des Tagesgeld-Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) zunehmend steiler. Demnach rechnen die Märkte nunmehr bereits im August 2022 mit der ersten Zinsanhebung und gehen zudem davon aus, dass sich die Zinssätze danach schneller normalisieren werden. Entsprechend stiegen auch die längerfristigen nominalen risikofreien Zinssätze im gesamten Berichtszeitraum – und mit ihnen die Staatsanleiherenditen. Die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gaben insgesamt nach, während sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen nur geringfügig veränderten. Zu Beginn des Berichtszeitraums wurden die Aktienkurse dadurch gestützt, dass die Sorgen über die wirtschaftlichen Folgen der Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) nachließen. Der anhaltende Druck durch höhere Diskontierungssätze, vor allem aber die zunehmenden Bedenken angesichts sich manifestierender geopolitischer Risiken führten jedoch zu erheblichen Kursverlusten gegen Ende des betrachteten Zeitraums. Der Euro verlor in handelsgewichteter Rechnung an Wert.

Der Referenzzinssatz €STR notierte im Berichtszeitraum im Schnitt

bei -58 Basispunkten. Die Überschussliquidität stieg um etwa 143 Mrd € auf 4 520 Mrd €. Dies war im Wesentlichen auf eine Zunahme der für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapiere um rund 87 Mrd €² 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 des vergangenen Jahres 51,97 Mrd € aufgenommen wurden. Deutlich begrenzt wurde der Anstieg der Überschussliquidität durch vorzeitige Rückzahlungen (60,21 Mrd €) von Mitteln, die im Rahmen vorheriger GLRG-III-Geschäfte aufgenommen worden waren.

Die €STR-Terminzinsskurve hat sich gegenüber ihrem Verlauf unmittelbar vor der EZB-Ratssitzung vom Dezember 2021 merklich nach oben verschoben, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer ihre

Zinserhöhungserwartungen erheblich korrigiert haben.³ Die €STR-basierte Overnight-Index-Swap-Terminzinsskurve (OIS-Terminzinsskurve) hat sich seit der EZB-Ratssitzung vom Dezember deutlich nach oben verschoben. Grund hierfür war, dass die Sorgen über die wirtschaftlichen Folgen der Omikron-Variante nachließen und die Marktteilnehmer in zunehmendem Maße eine Straffung der Geldpolitik rund um den Globus und insbesondere in den Vereinigten Staaten einpreisten. Alles in allem fällt der aus den Marktpreisen abgeleitete Beginn der Zinserhöhungen – der

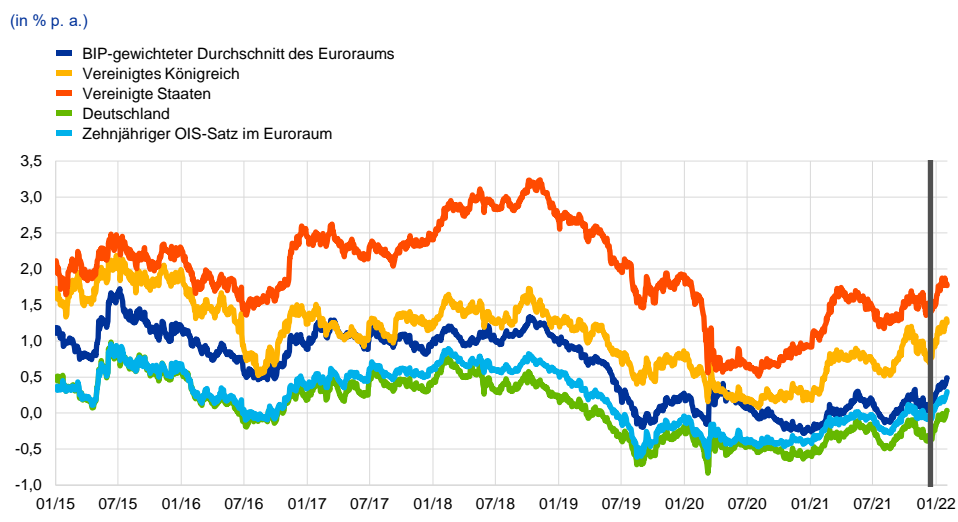
² Von der am 17. Dezember 2021 bis zu der am 4. Februar 2022 endenden Woche.

³ Fortan wird nicht mehr über die EONIA-basierte, sondern über die €STR-basierte Overnight-Index-Swap-Terminzinsskurve (OIS-Terminzinsskurve) berichtet. Die EONIA-Veröffentlichung wurde am 3. Januar 2022 eingestellt, da der EONIA nicht mehr den Regelungen für Referenzzinssätze entsprach. Die beiden OIS-Terminzinsskurven waren mechanisch miteinander verbunden, weil der EONIA ab dem 2. Oktober 2019 als €STR zuzüglich eines festen Zinsaufschlags von 8,5 Basispunkten ermittelt wurde. Siehe EZB, [Der EONIA geht, der €STR kommt](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 7/2019, November 2019.

definitionsgemäß eintritt, wenn die €STR-Terminzinskurve das aktuelle Niveau des €STR zuzüglich 10 Basispunkten übersteigt – nun in das dritte Quartal 2022. Zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Dezember war noch mit dem vierten Quartal 2022 gerechnet worden.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen verzeichneten einen leichten Anstieg, worin sich weitgehend die Entwicklung der nominalen risikofreien Zinssätze widerspiegelte (siehe Abbildung 4). Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Eurogebiet erhöhte sich im Berichtszeitraum um rund 41 Basispunkte auf 0,49 % und die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um etwa 38 Basispunkte auf 0,04 %. In den Vereinigten Staaten stieg die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen unterdessen um 35 Basispunkte auf 1,77 % und im Vereinigten Königreich um 50 Basispunkte auf 1,26 %.

Abbildung 4
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



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 2. Februar 2022.

Die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem entsprechenden OIS-Satz blieben weitgehend stabil. Der Spread zehnjähriger Bundesanleihen veränderte sich kaum und lag am Ende des Berichtszeitraums bei -0,26 %. Auch bei französischen und spanischen Staatsschuldtitle mit zehnjähriger Laufzeit bewegte sich der Renditeabstand innerhalb einer sehr engen Bandbreite. Er vergrößerte sich um 7 Basispunkte bzw. 3 Basispunkte auf 0,16 % bzw. 0,5 %. In Italien weitete er sich geringfügig um 7 Basispunkte aus. Alles in allem veränderten sich die Abstände der Staatsanleiherrenditen gegenüber den risikofreien Zinssätzen nur wenig. Abzulesen war dies auch am Spread der aggregierten BIP-gewichteten Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet, der um lediglich 4 Basispunkte auf 0,20 % zunahm. Diese insgesamt ruhige Entwicklung könnte darauf zurückzuführen sein, dass sich die Risikostimmung angesichts nachlassender Sorgen über die Omikron-Variante verbessert hat.

Die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften waren im betrachteten Zeitraum nach einem vorübergehenden Anstieg insgesamt rückläufig. Gründe hierfür dürften der Druck durch höhere Diskontierungssätze sowie die zunehmenden geopolitischen Risiken gewesen sein. Zu Beginn des

Berichtszeitraums wurden die Aktienkurse von der nachlassenden Besorgnis über die wirtschaftlichen Folgen der Omikron-Variante gestützt. Angesichts der Erwartungen einer Straffung der Geldpolitik weltweit konnten niedrigere Risikoprämien den dämpfenden Effekt der höheren Diskontierungssätze zunächst noch ausgleichen. Gegen Ende des Berichtszeitraums kam es jedoch aufgrund des anhaltenden Drucks durch die gestiegenen Diskontierungssätze und insbesondere wegen der zunehmenden Bedenken über geopolitische Risiken im Zusammenhang mit der Ukraine-Krise zu erheblichen Kursverlusten. Vor diesem Hintergrund gaben die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet um 1,8 % und in den Vereinigten Staaten um 3 % nach. Die Kurse von Bankaktien sanken in den Vereinigten Staaten um 2,2 %, wohingegen sie im Euroraum um 11,8 % stiegen. Hierin dürfte sich der Verlauf der jeweiligen Zinsstrukturkurven widerspiegeln, der sich in den USA abflachte und im Euroraum steiler wurde.

Die Renditeaufschläge von Anleihen finanzieller wie auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften blieben im betrachteten Zeitraum weitgehend unverändert. Die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Anleihen

nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verringerten sich um 2 Basispunkte auf 44 Basispunkte. Auch bei entsprechenden Anleihen des Finanzsektors bewegten sich die Spreads innerhalb einer sehr engen Bandbreite und erhöhten sich um 2 Basispunkte auf 57 Basispunkte. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen hätten zwar durch Zinsanstiege belastet werden können, erwiesen sich jedoch als robust, was auf positive Kreditfundamentaldata und die anhaltenden EZB-Ankäufe von Vermögenswerten zurückzuführen war.

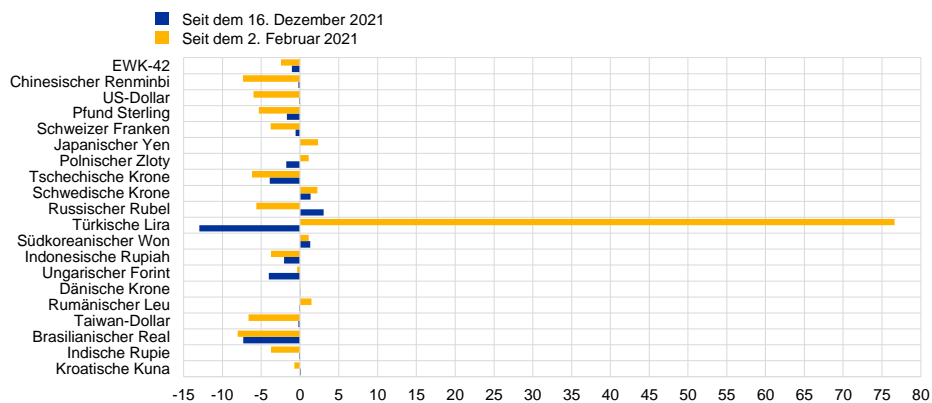
An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung weiter ab, worin eine breit angelegte Abschwächung gegenüber mehreren wichtigen Währungen zum Ausdruck kam (siehe Abbildung 5). Der nominale

effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um insgesamt 1,1 % nach. Was die Entwicklung gegenüber einzelnen wichtigen Währungen betrifft, so verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar und dem chinesischen Renminbi nur sehr geringfügig an Wert (-0,1 % bzw. -0,2 %), wohingegen er sich in Relation zum Pfund Sterling und zum Schweizer Franken etwas stärker abschwächte (um 1,7 % bzw. 0,6 %). Gegenüber den Währungen einiger großer Schwellenländer wertete der Euro indes kräftig ab, vor allem zum brasilianischen Real (um 7,3 %) und zur türkischen Lira (um 13,0 %), die einen Teil ihrer vorherigen Verluste wettmachen konnten. Auch verglichen mit den Währungen der meisten nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten stand der Euro deutlich im Minus.

Abbildung 5

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

Veränderung in %



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 2. Februar 2022.

3 Konjunktorentwicklung

Nach zwei Quartalen kräftigen Wachstums verlangsamte sich der Anstieg des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im vierten Quartal 2021, erreichte aber dennoch zum Jahresende wieder sein Vorpandemieniveau. Die Wirtschaftstätigkeit und die Nachfrage dürften aus mehreren Gründen auch zu Beginn des laufenden Jahres gedämpft bleiben. Erstens beeinträchtigen die Eindämmungsmaßnahmen die verbrauchernahen und hier vor allem die kontaktintensivsten Dienstleistungen. Trotz der nach wie vor sehr hohen Infektionszahlen leidet das Wirtschaftsleben aber inzwischen weniger unter den Auswirkungen der Pandemie. Zweitens schmälern hohe Energiekosten die Kaufkraft der privaten Haushalte und die Erträge der Unternehmen. Dies dämpft den Konsum und die Investitionen. Und drittens bremsen die in einigen Sektoren herrschenden Engpässe bei Ausrüstung, Material und Arbeitskräften nach wie vor die Industrieproduktion, führen zu Bauverzögerungen und verlangsamen die Erholung in einigen Bereichen des Dienstleistungssektors. Es gibt Anzeichen dafür, dass sich diese Engpässe möglicherweise gerade aufzulösen beginnen, sie werden aber noch einige Zeit bestehen bleiben.

Über die kurze Frist hinaus betrachtet dürfte das Wachstum im Jahresverlauf 2022 wieder kräftig anziehen und dabei von einer robusten Binnennachfrage getragen werden. Im Zuge der weiteren Aufhellung der Lage am Arbeitsmarkt – die Zahl der Erwerbstätigen nimmt zu und die Zahl der noch in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitskräfte ab – dürften die Einkommen und Konsumausgaben der privaten Haushalte steigen. Die weltweite Erholung und die anhaltenden finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen tragen ebenfalls zu diesen positiven Aussichten bei. Gezielte produktivitätssteigernde finanzpolitische Maßnahmen sowie Strukturreformen, die auf die Bedingungen in den verschiedenen Ländern des Euroraums abgestimmt sind, bleiben ein zentrales Element, um die Geldpolitik der EZB effektiv zu ergänzen.

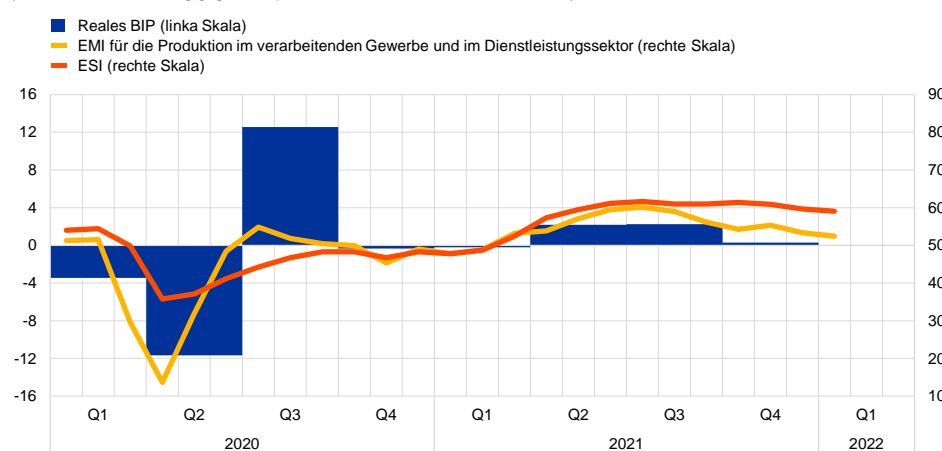
Die Risiken für die Konjunkturaussichten werden auf mittlere Sicht weiterhin als weitgehend ausgewogen erachtet. Die Wirtschaftsleistung könnte die Erwartungen übertreffen, sofern die privaten Haushalte an Vertrauen gewinnen und weniger sparen als angenommen. Andererseits haben zwar die pandemiebedingten Unsicherheiten etwas nachgelassen, die geopolitischen Spannungen jedoch zugenommen. Außerdem könnten anhaltend hohe Energiekosten den Konsum und die Investitionstätigkeit stärker dämpfen als erwartet. Das Tempo, in dem sich Lieferengpässe auflösen, stellt ein weiteres Risiko für den Wachstumsausblick dar.

Nach zwei Quartalen kräftigen Wachstums verlangsamte sich der Anstieg des realen BIP im Euroraum im vierten Quartal 2021. Die Wirtschaftsleistung erhöhte sich im letzten Jahresviertel 2021 um 0,3 % (siehe Abbildung 6). Der Zuwachs fiel damit deutlich geringer aus als in den beiden Vorquartalen. Mit dem jüngsten Anstieg liegt das BIP aktuell auf dem gleichen Niveau wie vor der Pandemie im vierten Quartal 2019. Der statistische Wachstumsüberhang für das Jahr 2022 beläuft sich

dabei auf 1,9 %.⁴ Eine Aufschlüsselung des Wachstums ist bislang noch nicht verfügbar. Kurzfristindikatoren und veröffentlichte Länderdaten lassen jedoch darauf schließen, dass von der Binnennachfrage positive Impulse ausgingen, während der Wachstumsbeitrag des Außenhandels mehr oder weniger neutral ausfiel. Im Gesamtjahr 2021 dürfte das BIP aktuellen Schätzungen zufolge um 5,2 % gestiegen sein, nachdem es im Jahr 2020 um 6,4 % zurückgegangen war.

Abbildung 6
Reales BIP, Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sowie Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken die Quartalswerte dar. Der ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (reales BIP) bzw. Januar 2022 (EMI und ESI).

Konjunkturindikatoren zufolge dürfte sich das BIP-Wachstum im ersten Quartal 2022 in moderatem Tempo fortsetzen und anschließend wieder an Dynamik gewinnen. Die konjunkturelle Abschwächung im Schlussquartal 2021 und die Erwartung eines anhaltend gedämpften Wachstums im ersten Jahresviertel 2022 stehen im Einklang mit den neuerlichen Eindämmungsmaßnahmen, die aufgrund der raschen Ausbreitung der Omikron-Variante des Coronavirus ergriffen wurden. Während sich diese Einschränkungen am stärksten auf den Dienstleistungssektor auswirkten, wird die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe weiterhin durch Engpässe bei Ausrüstung, Material und Arbeitskräften beeinträchtigt. Hinzu kommt, dass hohe Energiekosten die Kaufkraft der privaten Haushalte schmälern und den privaten Konsum sowie die Wirtschaftstätigkeit zusätzlich belasten.⁵ Unternehmen aus dem nichtfinanziellen Sektor bestätigen diese Gesamtbeurteilung der kurzfristigen Aussichten weitgehend, sehen die künftige Nachfrageentwicklung jedoch nach wie vor positiv (siehe Kasten 6).

⁴ Dies bedeutet, dass das BIP 2022 um 1,9 % steigen würde, wenn sich alle vierteljährlichen Zuwachsraten im laufenden Jahr auf null beliefen (wenn also der im Schlussquartal 2021 verzeichnete BIP-Wert in allen Quartalen des laufenden Jahres unverändert bliebe).

⁵ Kasten 4 beleuchtet die Bedeutung von Erdgas für den Energiemix im Euroraum und untersucht die Auswirkungen der Gaspreiserhöhungen auf die Wirtschaftstätigkeit.

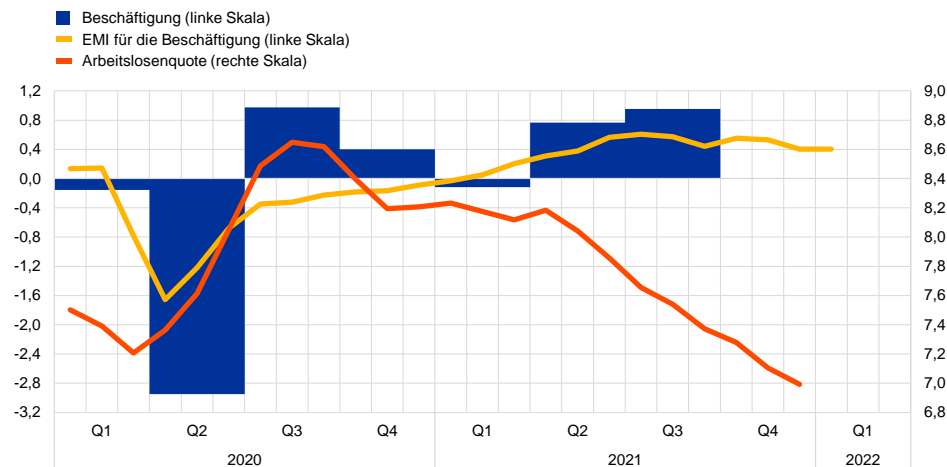
Den jüngsten monatlichen Daten zufolge erhöhte sich die Industrieproduktion im November 2021 um 2,3 % gegenüber dem Vormonat. Im Durchschnitt der Monate Oktober und November lag sie aber immer noch 1,3 % unter ihrem Durchschnittswert vom dritten Quartal 2021. Der zeitnäher verfügbare Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank von 58,4 Punkten im dritten Jahresviertel auf 54,3 Punkte im vierten Quartal 2021 und weiter auf 52,4 Zähler im Januar 2022. Diese Abwärtstendenz spiegelt die Entwicklung sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch bei den Dienstleistungen wider. Die Lieferengpässe im verarbeitenden Gewerbe, die sich im EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer niederschlagen, haben weiter zugenommen, wenn auch mit dem geringsten Tempo seit Januar vergangenen Jahres. Unterdessen ging der Index für die Einkaufslagerbestände im verarbeitenden Gewerbe im Januar 2022 gegenüber seinem Höchststand vom Vormonat zurück, und auch der Index für die Lagerbestände an Fertigerzeugnissen sank geringfügig. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) war im Januar gegenüber seinem Durchschnittswert vom vierten Quartal 2021 ebenfalls rückläufig. Diese Abschwächung war über die einzelnen Länder und Komponenten hinweg breit angelegt, wobei der Dienstleistungssektor den stärksten Rückgang aufwies.

Die Arbeitslosenquote im Euroraum sank im Dezember, wobei die Entwicklung weiterhin durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung gestützt wurde. Die Quote belief sich im Dezember 2021 auf 7,0 % und war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im November und rund 0,4 Prozentpunkte niedriger als vor der Pandemie im Februar 2020 (siehe Abbildung 7). Im Zuge der seit November 2021 neuerlich eingeführten Eindämmungsmaßnahmen stieg die Zahl der Erwerbspersonen, die Arbeitsplatzsicherungsprogramme in Anspruch nahmen, im Dezember auf rund 1,6 %, verglichen mit 1,4 % im Vormonat. Den jüngsten Angaben zufolge erhöhte sich im dritten Quartal 2021 die Beschäftigung um 1 % und die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden um 2,2 %. Gleichwohl lag die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden im dritten Jahresviertel damit weiterhin 1,9 % unter dem Stand des Schlussquartals 2019.

Abbildung 7

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, IHS Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken die Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021 (Beschäftigung), Januar 2022 (EMI) bzw. Dezember 2021 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren haben sich abermals verbessert. Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im Januar 2022 wie bereits im Vormonat auf 54,0 Punkte (gemäß Schnellschätzung). Er blieb damit oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Der EMI für die Beschäftigung hat sich seit seinem Allzeittief vom April 2020 kräftig erholt und lag im Januar 2022 den zwölften Monat in Folge im expansiven Bereich.

Die Konsumausgaben der privaten Haushalte, insbesondere für Dienstleistungen im Reiseverkehr und im Gastgewerbe, haben sich vor dem Hintergrund der Ausbreitung der Omikron-Variante abgeschwächt. Nachdem die privaten Konsumausgaben im dritten Quartal 2021 um 4,3 % gestiegen waren, dürften sie zum Jahresende hin stagniert haben. Die Einzelhandelsumsätze erhöhten sich im Oktober und November im Vergleich zum dritten Quartal um durchschnittlich 1,0 %. Dies lässt auf ein anhaltendes Wachstum des Warenkonsums gegen Jahresende 2021 schließen, obwohl sich die Zahl der Pkw-Neuzulassungen vom dritten bis zum vierten Quartal leicht verringerte (um 0,7 %). Allerdings sind die robusten Ausgaben für Konsumgüter möglicherweise kein verlässliches Indiz für die Verbrauchernachfrage insgesamt, denn das Verbrauchervertrauen verringerte sich zwischen September 2021 und Januar 2022. Zugleich belasten die neue Pandemiewelle und die damit verbundenen Einschränkungen vor allem die kontaktintensiven Dienstleistungen. Während sich der Vertrauensindikator für den Einzelhandel im Januar verbesserte, nachdem er im Dezember noch gesunken war, ging der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor Anfang 2022 den zweiten Monat in Folge zurück. Mit Blick auf die nähere Zukunft dürfte die Nachfrage im Dienstleistungsgewerbe schwach bleiben. Dies gilt insbesondere für kontaktintensive verbrauchernahe Dienstleistungen wie Beherbergungs-, Verpflegungs- und Reisedienstleistungen. Die

Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission vom Januar 2022 deutet darauf hin, dass die privaten Haushalte mit einer weiteren Verschlechterung ihrer finanziellen Lage rechnen. Insgesamt dürfte die anhaltende pandemiebedingte Unsicherheit den Konsum kontaktintensiver Dienstleistungen in den Wintermonaten weiter beeinträchtigen.

Die Unternehmensinvestitionen dürften im vierten Quartal 2021 trotz angebotsseitiger Störungen leicht zugenommen haben. Die Produktion im Investitionsgütersektor stieg im Oktober und November zusammengenommen um 0,2 % gegenüber dem dritten Quartal an, und der EMI für die Produktion weist für das vierte Quartal auf einen erneuten Zuwachs hin. Allerdings schwächte sich das Vertrauen im Vergleich zum dritten Quartal ab. Dies lässt darauf schließen, dass das Investitionsgüterangebot weiterhin unter den Lieferengpässen leidet. Nach wie vor ist der Fahrzeugbau vom Halbleitermangel und von den Lieferkettenengpässen besonders stark betroffen. In der Folge ist die Kapazitätsauslastung gesunken, während die Lagerbestände an nahezu fertigen Erzeugnissen gestiegen sind und sich die Lieferzeiten in der Branche weiter verlängert haben, wenn auch nicht mehr so stark. Die Herstellung sonstiger Ausrüstungen hat sich weiterhin als robuster erwiesen: Die Kapazitätsauslastung war hoch, und der Lageraufbau bei Fertigerzeugnissen hielt sich in Grenzen. Insgesamt geht aus den verfügbaren Indikatoren hervor, dass die Unternehmensinvestitionen im vierten Quartal 2021 leicht zugenommen haben. Mit Blick auf die Zukunft dürfte das Wachstum der Unternehmensinvestitionen weiter anziehen. So deutet die Umfrage der Europäischen Kommission für den Investitionsgütersektor im Januar auf Rekordstände sowohl beim Vertrauen als auch bei der Auftragslage im Exportgeschäft hin. Unterdessen nahmen die Produktionshemmnisse durch Kapital- und Arbeitskräftemangel im Investitionsgütersektor im Januar 2022 verglichen mit der Kommissionsumfrage vom Oktober weiter zu. Auf kurze Sicht könnten die anhaltenden Engpässe die Investitionstätigkeit in Mitleidenschaft ziehen, während die positive Nachfrage und die günstigen Finanzierungsbedingungen stützend wirken sollten.

Die Wohnungsbauinvestitionen stiegen im vierten Quartal 2021 wieder an, wobei sich die kräftige Nachfrage stützend und die Angebotsengpässe dämpfend auswirkten. Nach einem Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum im dritten Quartal 2021 weisen mehrere Kurzfristindikatoren auf eine Erholung im vierten Quartal hin. Die Produktion im Hochbau lag im Oktober und November im Durchschnitt 1,2 % über ihrem Niveau vom dritten Quartal. Der EMI für die Produktion im Wohnungsbau blieb im Schlussquartal 2021 oberhalb der Wachstumsschwelle und stieg weiter an. Zugleich zeigen die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission im Baugewerbe, dass die Bautätigkeit zuletzt deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt lag. Laut den Umfrageergebnissen zu den Produktionshemmnissen scheint die Erholung im Baugewerbe von der Nachfrage gestützt zu werden, auch wenn anhaltende Angebotsengpässe, vor allem Material- und Arbeitskräftemangel, die Entwicklung bremsen. Die Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen im ersten Quartal 2022 sind mit einer hohen Unsicherheit behaftet. Gründe hierfür sind die ungewisse Entwicklung von Angebot und Nachfrage sowie die rasche Ausbreitung der Omikron-Variante des Coronavirus.

Einerseits verschärfte sich im Januar der Material- und Arbeitskräftemangel, und es kam zu weiteren Beschränkungen infolge der durch Omikron sprunghaft gestiegenen Infektionszahlen. Dies lässt auf stärkere Einschränkungen der Bauproduktion schließen. Andererseits könnten die hohen akkumulierten Ersparnisse und die dynamische Entwicklung der Wohnimmobilienpreise die Nachfrage weiter beflügeln. Dies zeigt sich auch daran, dass die Kauf- und Renovierungsvorhaben der privaten Haushalte im ersten Quartal 2022 deutlich über dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau lagen.

Die Warenexporte stiegen zum Jahreswechsel leicht an, während die Erholung der Dienstleistungsexporte durch die Ausbreitung der Omikron-Variante gebremst wurde. Nach einem deutlichen Rückgang im dritten Quartal 2021 erhöhte sich das Volumen der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums im Oktober 2021 um 1,2 % gegenüber dem Vormonat. Die deflationierten nominalen Exporte deuten auf einen weiteren monatlichen Anstieg im November hin. Besonders ausgeprägt war die Zunahme in den Bereichen Ausrüstungen und chemische Erzeugnisse, was möglicherweise einer leichten Entspannung bei den Lieferengpässen zuzuschreiben war. Da sich die Engpässe in nächster Zeit wohl nicht in nennenswertem Umfang auflösen werden und zukunftsorientierte Indikatoren keine Verbesserung signalisieren, scheint die Steigerung des Exportvolumens wohl nur vorübergehender Natur zu sein. Das Importvolumen des Euroraums erhöhte sich unterdessen im Oktober 2021 um 1,6 % gegenüber dem Vormonat. Dabei wurden sowohl im Oktober als auch im November nominal betrachtet besonders deutliche Zuwächse verzeichnet. Was die Dienstleistungen betrifft, so weisen die Ausfuhrindikatoren – nach einer allmählichen Verbesserung infolge der vorübergehenden Belebung des Reiseverkehrs – auf eine Abschwächung der Exporte zum Jahresende hin. Zurückzuführen ist dies auf die neue Pandemiewelle, die den Export von kontaktintensiven Dienstleistungen und Reisedienstleistungen beeinträchtigte.

Zwar dürfte die Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2022 zunächst gedämpft bleiben, doch sollte sich das Wachstum im Jahresverlauf kräftig erholen. Im Zuge der weiteren Aufhellung der Lage am Arbeitsmarkt – die Zahl der Erwerbstätigen nimmt zu und die Zahl der noch in Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Arbeitskräfte ab – dürften die Einkommen und Konsumausgaben der privaten Haushalte steigen. Die weltweite Erholung und die anhaltenden finanz- und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen tragen ebenfalls zu diesen positiven Aussichten bei. Gezielte und produktivitätssteigernde finanzpolitische Maßnahmen sowie Strukturreformen, die auf die Bedingungen in den verschiedenen Ländern des Euroraums abgestimmt sind, bleiben ein zentrales Element, um die Geldpolitik der EZB effektiv zu ergänzen. In Kasten 2 wird untersucht, inwieweit sich die gegenwärtigen Lieferengpässe langfristig auf das Potenzialwachstum des Euroraums auswirken könnten. Kasten 3 zeigt, dass Veränderungen in der Produktivitätsverteilung der Unternehmen im Zeitverlauf bei der Erklärung der Produktivitätsentwicklung im Euroraum eine entscheidende Rolle gespielt haben. Die Ergebnisse des aktuellen, Anfang Januar von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zeigen, dass die Wachstumsprognosen für das BIP

gegenüber der vorangegangenen Umfrage von Anfang Oktober 2021 für das laufende Jahr nach unten und für 2023 nach oben korrigiert wurden.

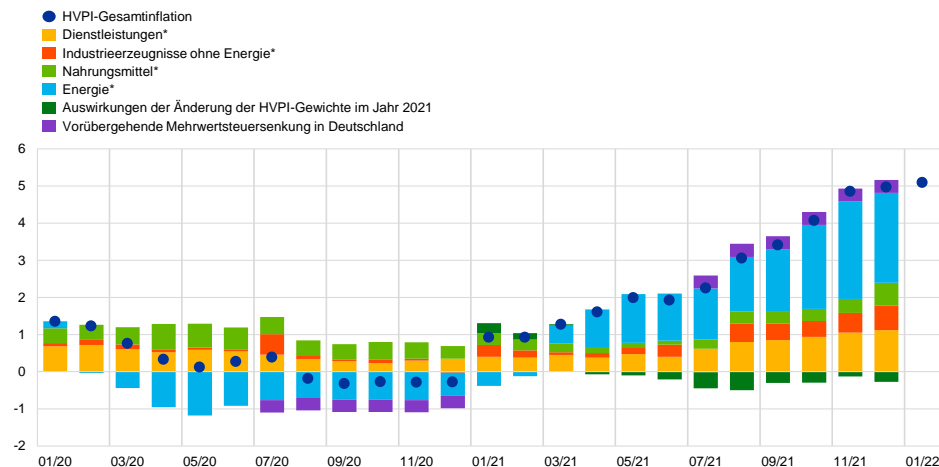
4 Preise und Kosten

Die Teuerung stieg im Januar 2022 auf 5,1 % nach 5,0 % im Dezember 2021. Sie dürfte auf kurze Sicht hoch bleiben. Hauptgrund für die erhöhte Inflationsrate sind weiterhin die Energiepreise. Auf deren direkte Auswirkungen war im Januar mehr als die Hälfte der Gesamtinflation zurückzuführen. Außerdem treiben die Energiekosten die Preise in vielen Sektoren in die Höhe. Auch die Nahrungsmittelpreise haben angezogen, was saisonalen Faktoren, erhöhten Transportkosten und den höheren Preisen für Düngemittel geschuldet ist. Zudem steigen die Preise nun auf breiterer Front: Zahlreiche Waren und Dienstleistungen sind deutlich teurer geworden. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben in den letzten Monaten einen Anstieg verzeichnet. Doch ist es aufgrund des Einflusses temporärer Pandemiefaktoren weiterhin unsicher, wie lange diese Zunahme anhält. Marktbasierte Indikatoren lassen darauf schließen, dass sich die Energiepreisentwicklung im Laufe des Jahres 2022 verlangsamt. Der von weltweiten Lieferengpässen ausgehende Preisdruck dürfte ebenfalls nachlassen. Die marktbasierter Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind seit der letzten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember im Wesentlichen unverändert bei Werten von knapp unter 2 % geblieben. Die jüngsten umfragebasierten Messgrößen liegen bei rund 2 %.

Die am HVPI gemessene Teuerungsrate stieg im Januar 2022 weiter auf 5,1 % (siehe Abbildung 8). Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge lag die HVPI-Inflationsrate für den Euroraum im Januar 2022 bei 5,1 %, verglichen mit 5,0 % im Vormonat und 4,9 % im November 2021. Diese Inflationswerte waren unerwartet hoch. Sowohl für den erneuten Anstieg als auch die Höhe der Gesamtinflation im Januar zeichnete vor allem die Entwicklung der Energiepreise verantwortlich, auf die mehr als die Hälfte der Gesamtteuerung entfiel. Zwar spiegelte das Ergebnis im Januar einen abwärtsgerichteten Einfluss wider, der sich daraus ergab, dass der von der 2020 in Deutschland vorgenommenen Mehrwertsteuersenkung ausgehende Basiseffekt aus der Berechnung der Inflationsrate herausfiel, doch wurde dieser durch den fortgesetzten Aufwärtsdruck mehr als ausgeglichen. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich im Januar 2022 auf 2,3 % nach 2,6 % im Dezember 2021. Zurückzuführen war dies auf ein Absinken der jährlichen Änderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie (von 2,9 % im Dezember auf 2,3 % im Januar). Die Jahreswachstumsrate der Dienstleistungspreise war indes mit 2,4 % unverändert.

Abbildung 8 Gesamtinflation und Beiträge der Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen und Prognose der kurzfristigen nationalen Inflationsentwicklung (Narrow Inflation Projection Exercise).

Anmerkung: Die mit * gekennzeichneten Komponenten lassen die Auswirkungen der Änderung der HVPI-Gewichte im Jahr 2021 sowie der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im Jahr 2020 außer Acht. Der Einfluss der Gewichtsänderungen im HVPI basiert auf Schätzungen der EZB. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021. Für die HVPI-Gesamtinflation im Januar 2022 wird die Schnellschätzung ausgewiesen.

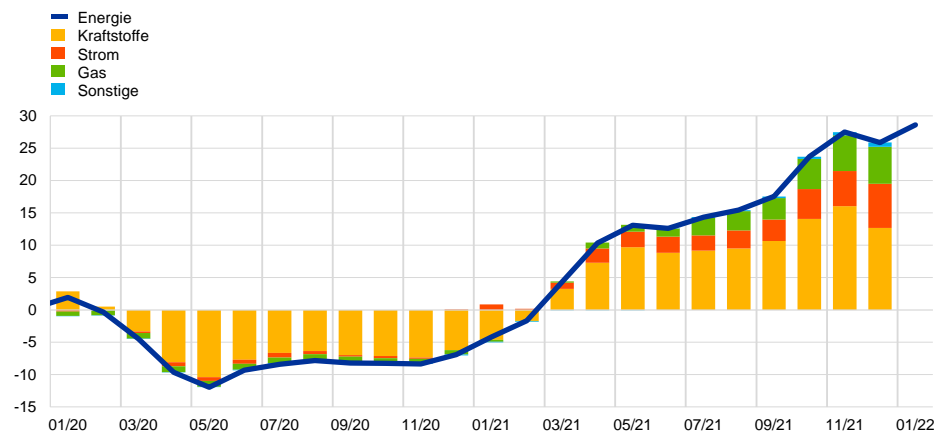
Die Entwicklung der HVPI-Inflationsrate wurde durch die volatilsten Komponenten Energie und Nahrungsmittel geprägt.

Der Preisauftrieb bei Energie, der sich im Dezember abgeschwächt hatte, gewann im Januar an Fahrt und erreichte mit 28,6 % ein neues Allzeithoch. Die bis Dezember vorliegenden Daten zu den einzelnen Komponenten der Teuerungsrate für Energie legen den Schluss nahe, dass sich die Energiepreis-inflation insgesamt in zunehmendem Maße auf die Gas- und Strompreise zurückführen lässt (siehe Abbildung 9). Der höhere Beitrag der Gaspreise ist eine Folge der am Weltmarkt und in Europa gestiegenen Großhandelspreise für Gas (siehe Abbildung 3 in Abschnitt 1). Dadurch wurden wiederum die Großhandelspreise für Strom in der EU in die Höhe getrieben, da die Strompreise auf den kurzfristigen Grenzkosten der Kraftwerke basieren. Die Gas- und Strompreise dürften auch für einen Großteil der im Januar beobachteten Energiepreisentwicklung verantwortlich sein. Dies liegt auch darin begründet, dass in einer der größeren Volkswirtschaften des Eurogebiets die Preise für regulierte Energieprodukte sprunghaft gestiegen sind. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln setzte ihre Aufwärtsentwicklung fort und stieg von 3,2 % im Dezember 2021 auf 3,6 % im Januar 2022. Darin spiegelte sich eine höhere Änderungsrate der Preise für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel wider. Diese Entwicklung mag zum Teil durch eine Zunahme der Vorleistungs- und Produktionskosten im Zuge des Preissprungs bei Energie bedingt sein, könnte aber auch mit der ungünstigen Witterung und am EU-Binnenmarkt zuvor verzeichneten Preissteigerungen für Nahrungsmittelrohstoffe zusammenhängen.

Abbildung 9

Zerlegung des Preisauftriebs bei Energie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Kraftstoffe“ bezeichnet die HVPI-Komponente „Flüssige Brennstoffe, Kraft- und Schmierstoffe für private Verkehrsmittel“. „Sonstige“ umfasst die Positionen „feste Brennstoffe“ und „Wärmeenergie“ auf der fünfstelligen COICOP-Aggregationsebene. COICOP steht für die Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs. Die jüngsten Angaben zu Energie insgesamt beziehen sich auf Januar 2022, zum Beitrag hingegen auf Dezember 2021.

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation lagen weiterhin auf hohem Niveau, wobei dies zum Teil jedoch auf indirekte Effekte der Energiepreisentwicklung und vorübergehende pandemiebedingte Faktoren zurückzuführen war

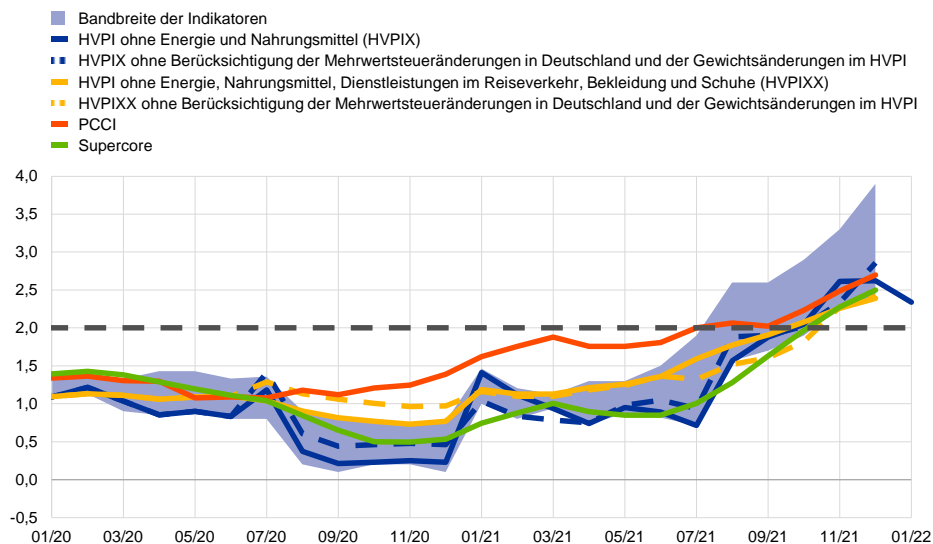
(siehe Abbildung 10). Der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich von 2,6 % im Dezember 2021 auf 2,3 % im Januar 2022. Die zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation herangezogenen Messgrößen bewegten sich bis Dezember (dem letzten Monat, für den Daten vorliegen) nach oben. Die Inflation nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe nahm von 2,1 % im Oktober auf 2,4 % im Dezember zu. Die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) stieg im selben Zeitraum von 2,2 % auf 2,7 %. Der Supercore-Indikator, der konjunkturrempfindliche Positionen umfasst, erhöhte sich den sechsten Monat in Folge und verzeichnete eine deutliche Zunahme von 2,0 % im Oktober auf 2,5 % im Dezember. Sämtliche Indikatoren für die Berechnung der zugrunde liegenden Inflation stiegen auf Werte von über 2 %. Maßgeblich hierfür sind aber auch die indirekten Auswirkungen der abrupten Energieverteuerung sowie die aus dem Wiederhochfahren der Wirtschaft und den Lieferengpässen erwachsenden Effekte.⁶ Es ist weiterhin unsicher, wie lange dieser Anstieg anhalten wird, denn es ist unklar, wann die temporären Pandemiefaktoren an Bedeutung verlieren werden.

⁶ Die getrimmten Mittelwerte (bei denen rund 5 % bzw. 15 % von beiden Rändern der Verteilungskurve der jährlichen Preisänderungen entfernt werden) liegen deutlich oberhalb des Zielwerts von 2 %, weil sie einige Energiepositionen mit derzeit sehr hohen Teuerungsraten enthalten. Weitere Angaben hierzu und zu anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation finden sich in: EZB, Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 2, in: [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018, sowie EZB, Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) als Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, Kasten 3 im selben Aufsatz.

Abbildung 10

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

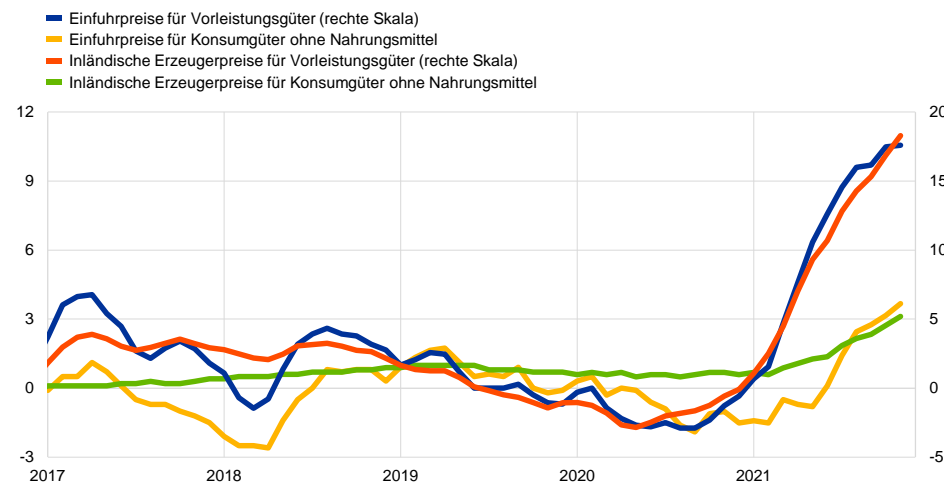
Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021, mit Ausnahme der Angaben zum HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel, die auf Basis der Schnellschätzung von Eurostat vom Januar 2022 ermittelt wurden.

Der Preisdruck bei Industrieerzeugnissen ohne Energie hat sich im November weiter erhöht (siehe Abbildung 11). Die Lieferengpässe und der sprunghafte Anstieg der weltweiten Rohstoffpreise, der sich durch die Abwertung des Euro noch verstärkt hat, wirken sich auf die Produktionskosten der Unternehmen aus. Auf den vorgelagerten Stufen der Produktions- und der Preissetzungskette nahm die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter erneut kräftig zu. Sie erhöhte sich von 16,9 % im Oktober auf 18,3 % im November, wohingegen die Vorjahresrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter im selben Zeitraum nur leicht von 17,5 % auf 17,6 % stieg. Der Preisdruck hat sich auch auf die nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette ausgedehnt. So nahm die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 2,7 % im Oktober auf 3,1 % im November zu und erreichte damit ein neues Rekordhoch. Die Steigerungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel erhöhte sich indes weiter von 3,2 % im Oktober auf 3,7 % im November. Dies dürfte zum Teil dem Rückgang des Wechselkurses des Euro im vergangenen Jahr geschuldet sein. Die jüngsten Ergebnisse der von der EZB durchgeführten Telefonumfrage bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) deuten darauf hin, dass die Preise häufiger als zuvor angepasst wurden, um ein Schrumpfen der Margen zu verhindern, und dass die Preise über weite Strecken des laufenden Jahres weiter steigen werden.⁷ Angesichts der derzeitigen Pandemielage besteht jedoch nach wie vor erhebliche Unsicherheit darüber, inwieweit der Preisdruck auf die Konsumgüterpreise durchschlägt.

⁷ Siehe Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 11 Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

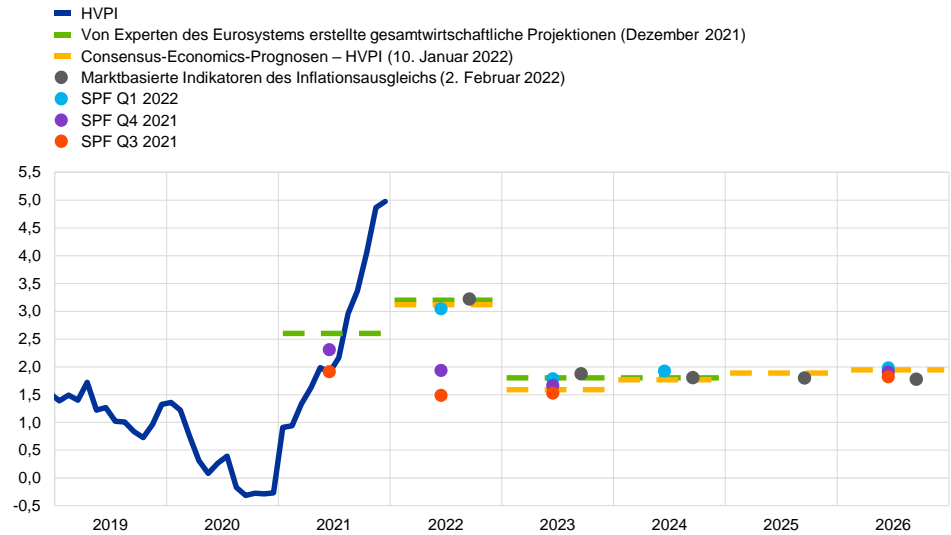
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021.

Die marktbasierten Indikatoren der Inflationserwartungen im Euroraum sind in der mittleren bis längeren Frist weitgehend unverändert. Im Gegensatz dazu haben sich die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen zu Jahresbeginn 2022 erhöht. Die längerfristigen marktbasierten Indikatoren des Inflationausgleichs bewegten sich im Berichtszeitraum weitgehend seitwärts. Angesichts der verhaltenen Handelsaktivität um das Jahresende erhöhte sich der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren Anfang Januar leicht auf einen Stand von rund 2 %. Im weiteren Verlauf ging er wieder zurück und lag am Ende der Berichtsperiode bei 1,84 %. Dennoch preisten die Märkte für die kommenden Monate höhere jährliche Inflationsraten im Eurogebiet ein. Die Tatsache, dass die am HVPI gemessene Teuerungsrate für den Euroraum im Dezember 2021 den sechsten Monat in Folge über den Erwartungen lag, könnte die Marktteilnehmer zusätzlich veranlasst haben, in den nächsten Monaten einen etwas höheren Inflationausgleich zu verlangen. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das erste Quartal 2022, der in der ersten Januarwoche durchgeführt wurde, erhöhten sich die längerfristigen Inflationserwartungen weiter auf 2,0 %, verglichen mit 1,9 % und 1,8 % in den beiden vorangegangenen Umfragerunden. Die Prognosen von Consensus Economics für Januar lagen indes bei 1,9 % (siehe Abbildung 12) und blieben damit gegenüber Oktober 2021 stabil.

Abbildung 12

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB sowie EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021, 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 sowie dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 2. Februar 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 in den Projektionen enthaltenen Daten war der Stichtag der 1. Dezember 2021.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet wurde durch die politischen Maßnahmen gestützt und normalisierte sich im Dezember 2021 aufgrund von Basiseffekten weiter. Der Erwerb von Vermögenswerten durch das Eurosystem war nach wie vor die dominierende Quelle der Geldschöpfung. Obwohl auch die Risiken im Zusammenhang mit der Pandemie zunahmen, beschleunigte sich das Wachstum der Unternehmenskredite vor dem Hintergrund günstiger Finanzierungsbedingungen und der verbesserten Konjunkturlage. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet zufolge verzeichneten die Banken im Schlussquartal 2021 erneut eine steigende Kreditnachfrage. Die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten wurden marginal verschärft, während die Vergaberichtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte unverändert blieben.

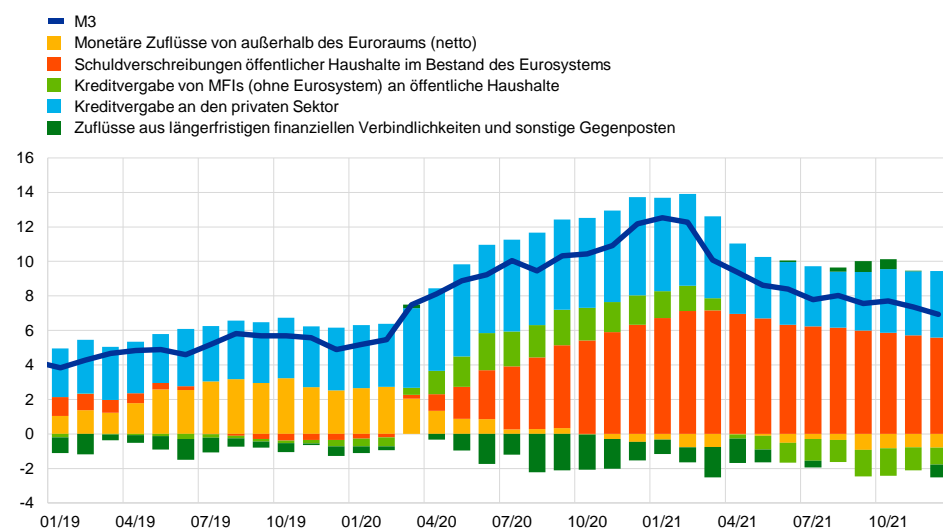
Das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 schwächte sich im Dezember 2021 weiter ab und setzte damit den seit Anfang vergangenen Jahres zu beobachtenden Trend fort. Die Jahreswachstumsrate von M3 sank im Dezember auf 6,9 %, nachdem sie im November noch bei 7,4 % gelegen hatte (siehe Abbildung 13). Ursächlich hierfür war ein negativer Basiseffekt im Zusammenhang mit dem außergewöhnlich starken Liquiditätsanstieg im Dezember 2020. In der Quartalsbetrachtung näherte sich das Geldmengenwachstum seinem längerfristigen Durchschnitt an. 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. Nachdem M1 im Jahr 2020 – dem ersten Jahr der Pandemie – hohe Zuwachsraten verzeichnet hatte, verlangsamte sich das Wachstum im Berichtsmonat weiter. So sank die Jahreswachstumsrate von M1 im Dezember auf 9,8 %, was einer Normalisierung bei den täglich fälligen Einlagen geschuldet war. Die Einlagenbestände der Unternehmen nahmen erneut kräftig zu, während das Wachstum der Einlagenströme der privaten Haushalte den dritten Monat in Folge unter dem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt lag. Die sonstigen kurzfristigen Einlagen leisteten aufgrund einer rückläufigen Nachfrage nach Termineinlagen einen negativen Beitrag zum M3-Wachstum. Die marktfähigen Finanzinstrumente hingegen trugen dank einer robusten Nachfrage nach Geldmarktfonds erneut positiv zum M3-Wachstum bei.

Die Geldschöpfung wurde weiterhin maßgeblich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems bestimmt. Wie bereits in den Vorquartalen leistete der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 13). Auch von der gestiegenen Kreditvergabe an den privaten Sektor gingen positive Impulse für das M3-Wachstum aus (siehe die blauen Balkenabschnitte). Indessen wurde die Geldschöpfung durch drei Faktoren leicht gedämpft: Erstens leistete die Kreditvergabe der Banken an öffentliche Haushalte einen negativen

Wachstumsbeitrag, weil die Banken per saldo Staatsanleihen veräußerten (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte). Zweitens wurden unter dem Strich erneut monetäre Abflüsse aus dem Euroraum verzeichnet, die mit einer Abschwächung des effektiven Euro-Wechselkurses einhergingen (siehe die gelben Balkenabschnitte). Und drittens standen den Zuflüssen aus längerfristigen Verbindlichkeiten, die von den günstigen Bedingungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) profitierten, höhere Abflüsse bei den sonstigen Gegenposten gegenüber (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte).

Abbildung 13
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 Dezember 2021.

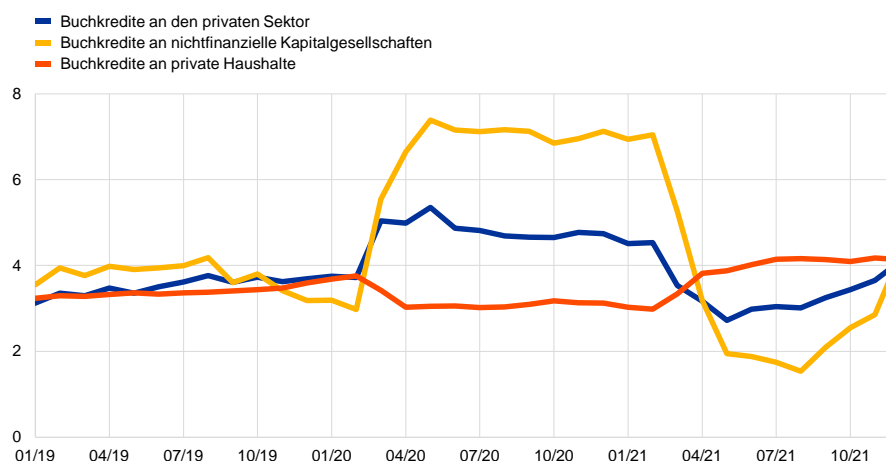
Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor beschleunigte sich im Dezember 2021. Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte

profitierte weiterhin von günstigen Finanzierungsbedingungen und der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung. Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor stieg von 3,6 % im November auf 4,0 % im Dezember und wurde von der Kreditvergabe an Unternehmen getragen; zudem schlug hier ein positiver Basiseffekt zu Buche (siehe Abbildung 14). Die Jahreswachstumsrate der Unternehmenskredite erhöhte sich deutlich von 2,9 % im November auf 4,2 % im Dezember. Dabei war sowohl bei den kurzfristigen als auch bei den längerfristigen Krediten eine Belebung zu beobachten. Die Zunahme der kürzerfristigen Kredite hing mit den anhaltenden Lieferengpässen zusammen, wobei der gestiegene Betriebsmittelbedarf durch höhere Energiekosten verstärkt wurde. Die robuste Dynamik der Ausleihungen jenseits der kurzen Laufzeiten war indes dem gestiegenen Mittelbedarf für Anlageinvestitionen geschuldet. Die jährliche Zuwachsrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich im Dezember nur geringfügig auf 4,2 % (siehe Abbildung 14). Zurückzuführen war dies weitgehend auf

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.⁸

Abbildung 14
Buchkredite an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen sowie um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021.

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Januar 2022 wurden die Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite im vierten Quartal 2021 minimal verschärft, während sie bei Wohnungsbaukrediten unverändert blieben (siehe Abbildung 15). Angesichts der allgemein positiven

Beurteilung der Wirtschaftsaussichten schätzen die Banken das Kreditrisiko der Unternehmen trotz der gestiegenen pandemiebedingten Risiken – insbesondere mit Blick auf die Lieferengpässe – weiterhin insgesamt günstig ein. So hatte die Risikoeinschätzung per saldo einen lockernenden Effekt auf die Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite, wohingegen sich die Risikotoleranz der Banken leicht verschärfend auswirkte. Bei den Wohnungsbaukrediten ging von der Risikotoleranz der Banken sowie von ihren Refinanzierungskosten unter dem Strich ein leicht verschärfender Einfluss auf die Vergaberichtlinien aus, während die Risikoeinschätzung und der Wettbewerb einen weitgehend neutralen Effekt hatten. Für das erste Quartal 2022 erwarten die Banken praktisch keine Veränderung der Richtlinien für Ausleihungen an Unternehmen, aber eine weitere Straffung bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte.

⁸ Siehe EZB, [Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie in den Ländern des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Die Banken meldeten für das vierte Quartal 2021 eine deutlich gestiegene Kreditnachfrage.

Bei den Unternehmenskrediten wurde die stärkste Zunahme seit dem außergewöhnlich hohen Nachfrageanstieg im ersten Halbjahr 2020 verzeichnet. Zurückzuführen war sie zum einen auf den höheren Betriebsmittelbedarf (bedingt durch eine Wiederaufstockung der im Zuge der Lieferengpässe dezimierten Lagerbestände) und zum anderen auf den gestiegenen Finanzierungsbedarf für längerfristige Investitionen. Aufseiten der privaten Haushalte wurde die erneute Steigerung der Kreditnachfrage im Schlussquartal 2021 von einem verbesserten Verbrauchervertrauen und den historisch niedrigen Zinsen getragen. Für das erste Jahresviertel 2022 erwarten die teilnehmenden Banken sowohl für Unternehmenskredite als auch für Wohnungsbaukredite an private Haushalte eine weitere Nachfragebelebung.

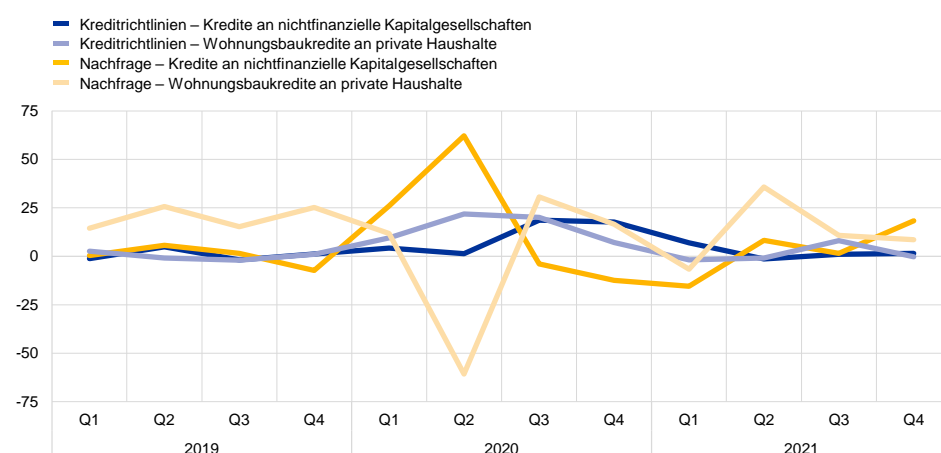
Aus der Umfrage lässt sich ferner ablesen, dass die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB die Kreditintermediation der Banken insgesamt stützten.

Die Banken im Euroraum gaben an, dass sich ihr Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen und über die Finanzmärkte im vierten Quartal 2021 weiter verbesserte. Ihr Zugang zu den Geldmärkten, zur Finanzierung über Schuldverschreibungen und zu Verbriefungsgeschäften blieb hingegen weitgehend unverändert. Zugleich wiesen sie auf die weitere Stärkung ihrer Eigenkapitalposition im Jahr 2021 vor dem Hintergrund regulatorischer und aufsichtlicher Maßnahmen hin. Der Anteil an notleidenden Krediten hatte indes den Banken zufolge per saldo einen leicht verschärfenden Effekt auf die Richtlinien für Unternehmens- und Konsumentenkredite. Gestützt wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite in der zweiten Jahreshälfte 2021 noch immer durch die staatlichen Garantien, die im Zuge der Pandemie gewährt worden waren.

Abbildung 15

Veränderung der Kreditrichtlinien und der Nettonachfrage bei Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) und Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

(prozentualer Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien oder einen Anstieg der Kreditnachfrage meldeten)



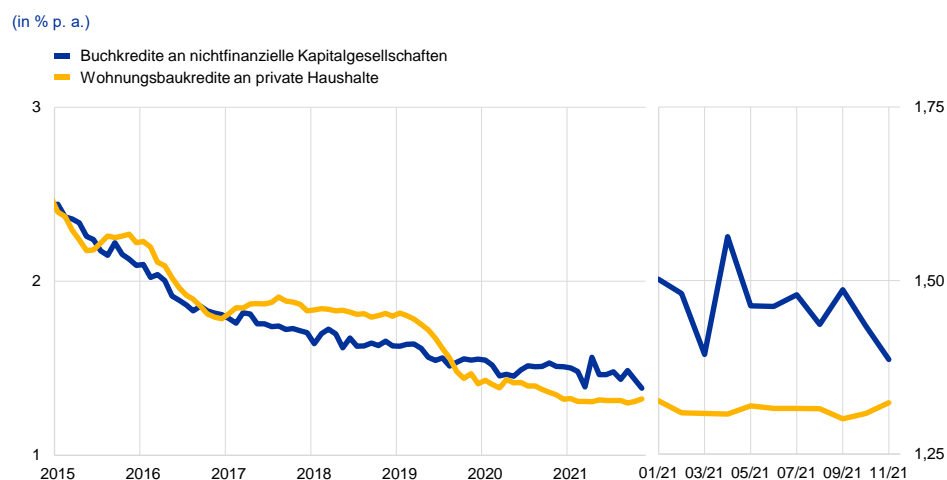
Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021.

Die Kreditzinsen der Banken liegen weiterhin auf historischen Tiefständen. Die gewichteten Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken im November 2021 wieder auf das im März verzeichnete Rekordtief von 1,39 %. Indessen blieben die gewichteten Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 1,32 % weitgehend unverändert (siehe Abbildung 16). Der Rückgang der Zinsen für Unternehmenskredite betraf alle großen Euro-Länder. Zudem vergrößerte sich der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und für große Kredite erneut. Grund hierfür war in erster Linie ein Zinsrückgang bei großen Krediten. Die Differenz war allerdings weiterhin kleiner als vor der Pandemie. Die steigenden Anleiherenditen dürften sich allmählich auch in den Renditen im Euroraum niederschlagen. Daraus ergäbe sich ein Aufwärtsdruck auf die hiesigen Kreditzinsen. Bislang ist es durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB gelungen, eine breit angelegte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu verhindern, die die negativen Auswirkungen der neuen Virusvarianten auf die Wirtschaft im Eurogebiet zusätzlich verstärkt hätte.

Abbildung 16

Gewichtete Zinsen für Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Buchkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugesäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021.

Kästen

1 Aktuelle Daten zur jüngsten Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet

Sofia Cuquerella Ricarte, Ramon Gomez-Salvador und Gerrit Koester

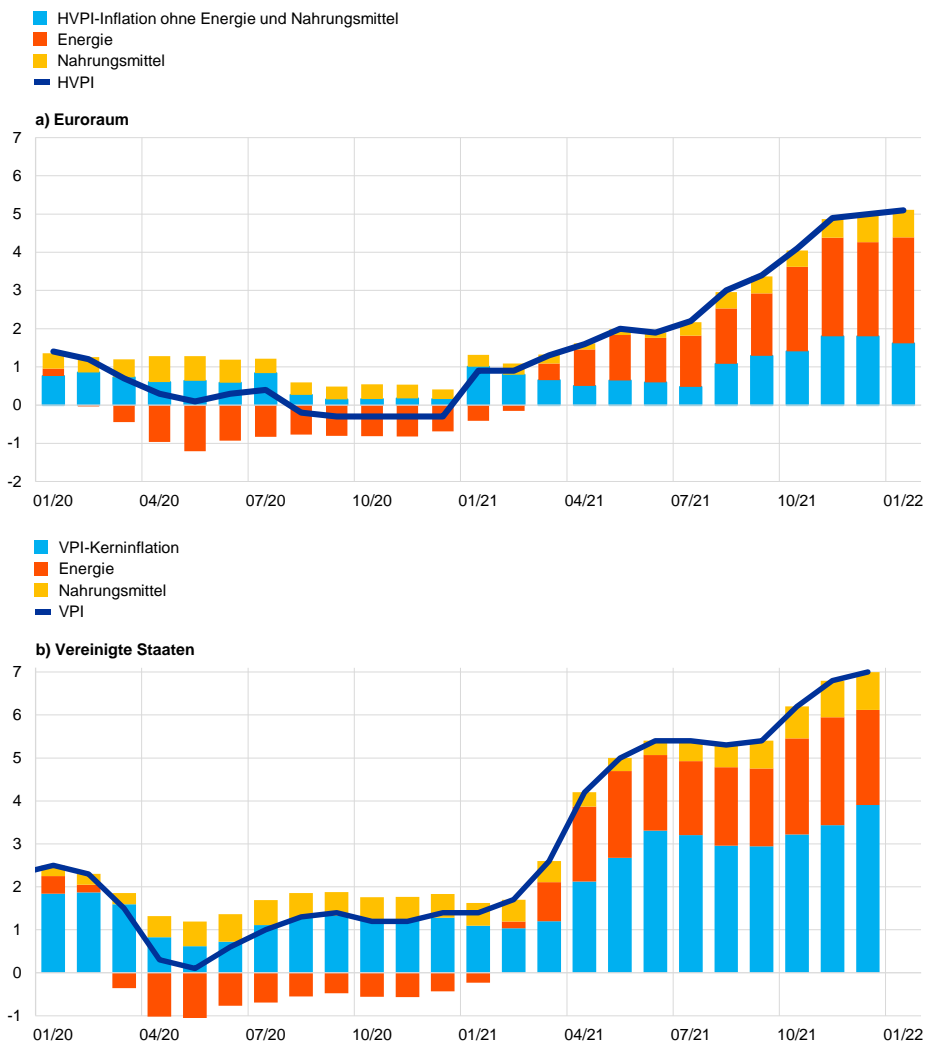
Nachdem die Gesamtinflation in den Vereinigten Staaten bereits in der ersten Jahreshälfte 2021 einen sehr hohen Stand erreicht hatte, nahm die Teuerung im zweiten Halbjahr auch im Euro-Währungsgebiet rasant zu; allerdings blieben die Preissteigerungsraten deutlich hinter jenen in den USA zurück. Ein Vergleich der Inflationsentwicklung in den beiden Wirtschaftsräumen könnte dazu beitragen, idiosynkratische Faktoren von solchen Faktoren zu trennen, die mit der Position im Konjunkturzyklus zusammenhängen. Dabei ist zu beachten, dass das Eurogebiet dem US-Konjunkturzyklus mit Verzögerung folgt. Im Dezember 2021 belief sich die Inflation in den Vereinigten Staaten – gemessen am US-amerikanischen VPI – auf 7,0 % (ein Plus von 5,6 Prozentpunkten seit Januar 2021); demgegenüber lag die am HVPI gemessene Teuerung im Euroraum bei 5,0 % und war damit seit Januar 2021 um 4,1 Prozentpunkte gestiegen (siehe Abbildung A).¹ Der Preisauftrieb bei Energie trug im Dezember 2021 mit 2,2 Prozentpunkten in den USA und 2,5 Prozentpunkten im Eurogebiet zur Gesamtinflation bei. Damit hatte er in genanntem Monat einen Anteil von rund der Hälfte der Gesamtinflation im Euroraum und von etwa einem Drittel in den Vereinigten Staaten.² Im Januar 2022 kam es laut der Schnellschätzung von Eurostat zu einem weiteren leichten Anstieg der Gesamtteuerungsrate im Eurogebiet auf 5,1 %.

¹ Für eine bessere Vergleichbarkeit mit dem Euroraum wird in diesem Kasten die Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten anhand des VPI und nicht des Preisindex der gesamten privaten Konsumausgaben (PCE-Index) betrachtet. Zwar liegt auch für die USA eine HVPI-Inflationsmessgröße vor, doch bietet der VPI zur Durchführung der Analysen einen größeren Detailgrad.

² Zur Entwicklung bis August 2021 siehe EZB, [Vergleich der jüngsten Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

Abbildung A Gesamtinflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: US Bureau of Labor Statistics und EZB-Berechnungen.

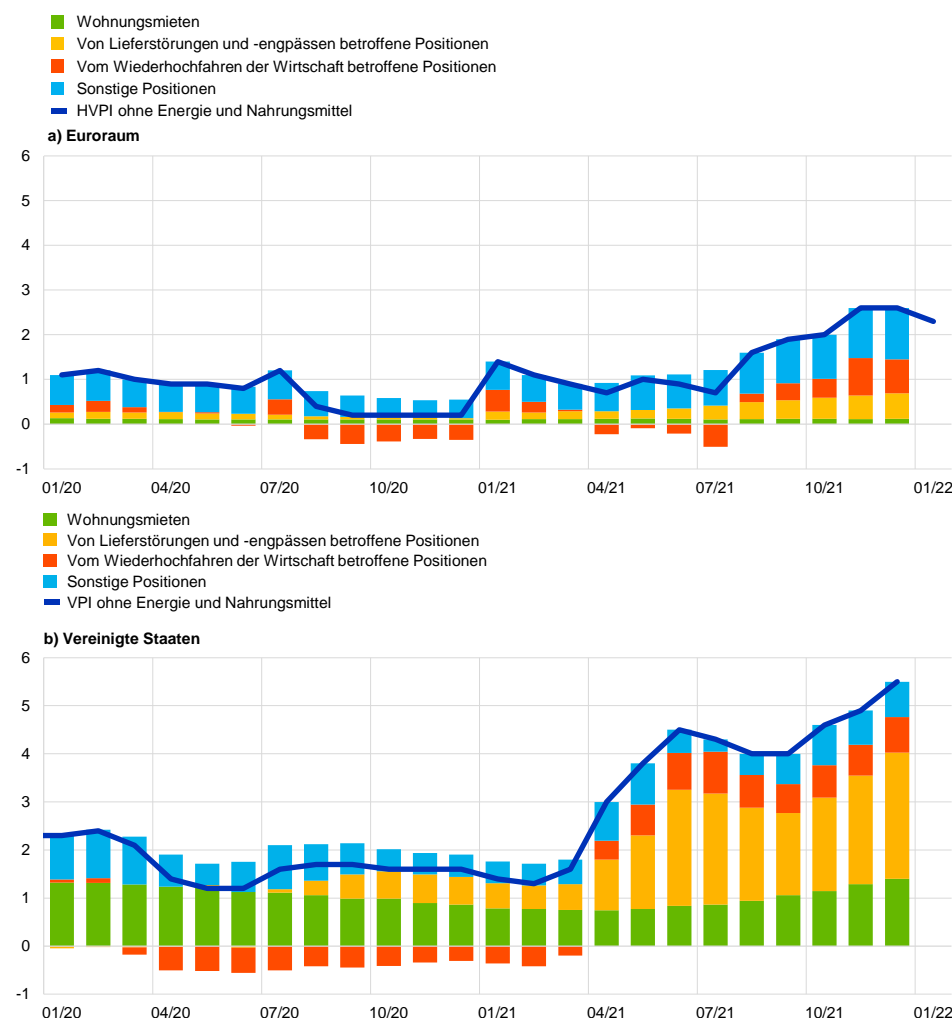
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021 (Vereinigten Staaten) bzw. Januar 2022 (Schnellschätzung für den Euroraum).

Die Unterschiede bei der Inflationsentwicklung insgesamt waren vor allem darauf zurückzuführen, dass die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel in den Vereinigten Staaten (ausgehend zudem von einem höheren Niveau) weitaus stärker anstieg als im Euroraum. Im Eurogebiet begann sich die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel im zweiten Halbjahr 2021 zu beschleunigen. Im Dezember 2021 lag der entsprechende Wert bei 2,6 %; dies war eine Zunahme um 1,4 Prozentpunkte gegenüber dem Vorkrisenstand von 1,2 % im Februar 2020. In den Vereinigten Staaten dagegen war die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete VPI-Inflation schon im Februar 2020, d. h. vor Pandemiebeginn, mit 2,4 % deutlich höher. Bereits ab April 2021 zog sie weiter an, und zwar mit einem Plus von 3,1 Prozentpunkten erheblich stärker als im Euroraum. Im Dezember 2021 belief sie sich schließlich auf 5,5 % (siehe Abbildung A und B). Die Zunahme der Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel

im Eurogebiet im zweiten Halbjahr 2021 war teilweise auf Basiseffekte aufgrund der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland in der zweiten Jahreshälfte 2020 zurückzuführen. Ohne diesen temporären Effekt wäre die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel euroraumweit in jedem Monat des zweiten Halbjahres 2021 rund 0,2 Prozentpunkte niedriger gewesen. Somit hätte sich zwischen dem Euroraum und den USA eine noch größere Differenz der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel ergeben. Im Januar 2022 sank die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel der Schnellschätzung von Eurostat zufolge auf 2,3 %.

Abbildung B
Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zu den von Lieferstörungen und -engpässen betroffenen Positionen zählen Neuwagen, Gebrauchtwagen, Ersatzteile und Zubehör für private Verkehrsmittel sowie Wohnungseinrichtung und -ausstattung (einschließlich elektronischer Geräte). Die vom Wiederhochfahren der Wirtschaft betroffenen Positionen umfassen Bekleidung und Schuhe; Freizeit und Kultur; Freizeitdienstleistungen; Hotels/Motels sowie die Preise von Inlands- und Auslandsflügen. Die Wohnungsmieten beinhalten die tatsächlich gezahlten Wohnungsmieten und für die USA auch unterstellte Mieten für selbst genutztes Wohneigentum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021 (Vereinigte Staaten) bzw. Januar 2022 (Schnellschätzung für den Euroraum).

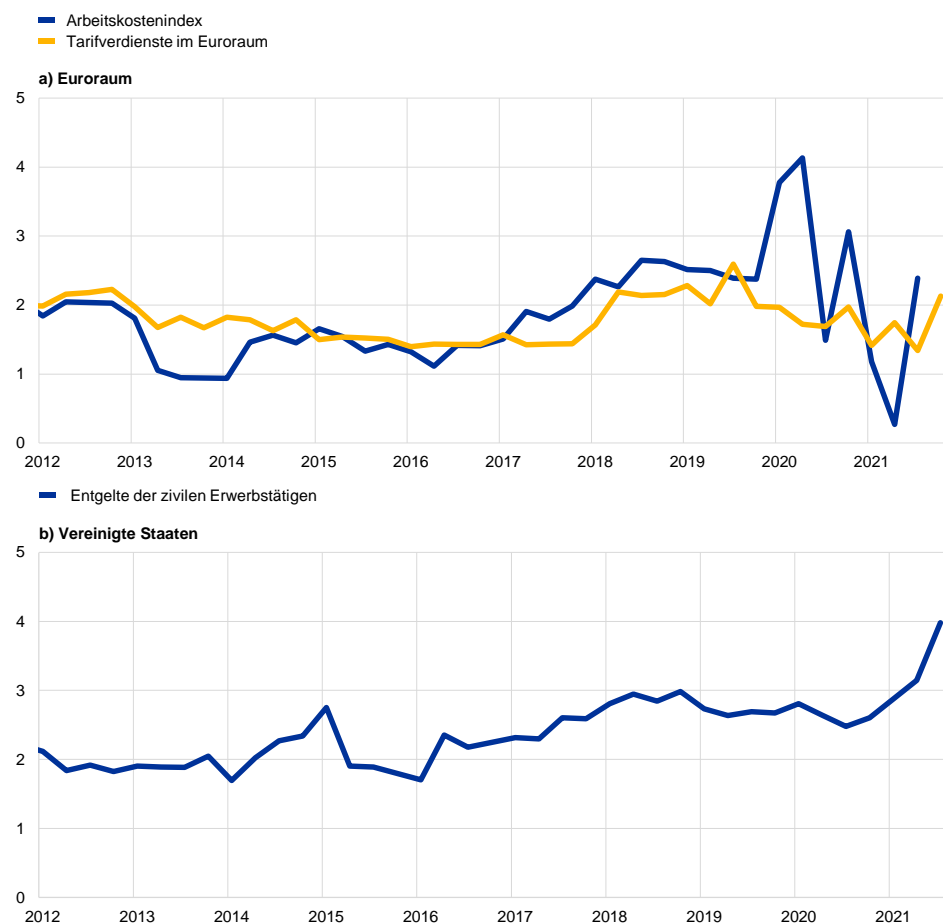
In beiden Wirtschaftsräumen wird die Inflationsentwicklung ohne Energie und Nahrungsmittel maßgeblich durch Positionen bestimmt, die von Lieferstörungen und -engpässen sowie vom Wiederhochfahren der Wirtschaft betroffen sind. Wie aus Abbildung B ersichtlich, stellen die Wohnungsmieten einen wichtigen Faktor für die Unterschiede bei der Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel in den Vereinigten Staaten und im Euroraum dar. In den USA trägt diese Position wesentlich stärker zur Inflation bei. Dies hängt zum Teil damit zusammen, dass die Wohnungsmieten in den USA ein erheblich kräftigeres Wachstum aufwiesen, spiegelt aber auch den größeren Anteil der Mieten am US-Warenkorb wider. Dieser enthält nicht nur die tatsächlich gezahlten Wohnungsmieten, sondern auch unterstellte Mieten für selbst genutztes Wohneigentum. Der Beitrag der Wohnungsmieten erklärt zu einem gewissen Teil das unterschiedliche Inflationsniveau im Eurogebiet und in den USA vor wie nach Pandemiebeginn. Allerdings ist der in jüngster Zeit hohe Stand der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel vor allem auf Lieferstörungen und -engpässe sowie auf Effekte im Zusammenhang mit dem Wiederanlaufen der Wirtschaft zurückzuführen. Engpässe in den Lieferketten wirkten sich besonders auf die Preise für Gebrauchtwagen und Neuwagen, für Fahrzeugteile sowie für Wohnungseinrichtung und -ausstattung aus. In den Vereinigten Staaten sind die Preise für diese Positionen im zweiten Quartal 2021 sprunghaft angestiegen. Nach einer kurzen Abschwächung verstärkte sich die Preisdynamik im Schlussquartal 2021 erneut. Dabei hatten im Dezember allein die Gebrauchtwagenpreise einen Anteil von rund 1,6 Prozentpunkten an der VPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel. Insgesamt gesehen trugen im Dezember die von Lieferstörungen und -engpässen betroffenen Positionen 2,6 Prozentpunkte zur Jahresänderungsrate der VPI-Kerninflation in den USA bei (siehe Abbildung D), wohingegen der durchschnittliche monatliche Beitrag dieser Positionen in den Jahren 2015 bis 2019 insgesamt leicht negativ ausfiel. Auch im Eurogebiet hat die Bedeutung dieses Aggregats zugenommen. Sein monatlicher Beitrag zur HVPIX-Inflation blieb jedoch mit rund 0,5 bis 0,6 Prozentpunkten bis Dezember 2021 wesentlich geringer als in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung B). Überdies haben die Preise für einige Waren und Dienstleistungen aufgrund des Wiederhochfahrens der Wirtschaft angezogen und liegen nun wieder auf oder sogar über ihrem Vorkrisenstand. In den USA wird diese Entwicklung an den Preisen für Bekleidung sowie für Dienstleistungen im Reiseverkehr und für Verkehrsdienstleistungen sichtbar, die seit der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen kräftig gestiegen sind. Damit leisteten sie im zweiten Quartal 2021 einen erheblichen Beitrag zur VPI-Kerninflation. Auch im Schlussquartal 2021 trugen sie mit rund 0,7 bis 0,8 Prozentpunkten gegenüber dem Vorjahr weiterhin deutlich zu deren Anstieg bei (nach 0,04 Prozentpunkten in der Vergangenheit). In den Euro-Ländern erhöhte sich der Beitrag der Effekte aus dem Wiederhochfahren der Wirtschaft erst ab dem Spätsommer, was zum Teil durch die spätere Aufhebung der Eindämmungsmaßnahmen begründet war. In den vergangenen Monaten war der Beitrag jedoch in etwa gleich hoch wie in den USA.

Was die zugrunde liegenden Antriebskräfte der Inflationsentwicklung anbelangt, so ist der Konjunkturzyklus in den Vereinigten Staaten weiter vorangeschritten als im Euroraum und die Lage am dortigen Arbeitsmarkt zunehmend angespannt, was sich allmählich auch in einem gewissen

Aufwärtsdruck auf die Löhne bemerkbar macht. Das reale BIP übertraf in den USA schon im zweiten Quartal 2021 das Vorkrisenniveau – im Eurogebiet erreichte es den Vorkrisenstand erst im vierten Quartal 2021. In den USA hat die Anspannung am Arbeitsmarkt in den vergangenen Monaten massiv zugenommen. Auch der Arbeitskostenindex für zivile Erwerbstätige wies einen recht starken Anstieg auf (siehe Abbildung C). Im Eurogebiet hingegen blieb das – an den Tariflöhnen oder beispielsweise dem Arbeitskostenindex gemessene – Lohnwachstum bislang recht gedämpft. Dabei ist zu beachten, dass die Lohnindikatoren krisenbedingt verzerrt sind, insbesondere im Euroraum auch durch die erhebliche Bedeutung der Programme zur Arbeitsplatzsicherung. Dies erschwert die Interpretation der Lohnindikatoren.

Abbildung C
Entwicklung der Löhne und Arbeitskosten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quote; Anteil der Umfrageteilnehmer)



Quellen: US Bureau of Labor Statistics, NBER, EZB, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021. Zivile Erwerbstätige in den Vereinigten Staaten ohne Arbeitskräfte in der Landwirtschaft und ohne Angestellte in Privathaushalten, aber einschließlich Beschäftigter im öffentlichen Sektor außerhalb der Bundesebene. Die Lohnindikatoren sind krisenbedingt verzerrt, was ihre Interpretation erschwert.

Die überraschend hohen Inflationszahlen wichen in den vergangenen Quartalen in den Vereinigten Staaten nach wie vor stärker von den Erwartungen nach oben ab, als es im Euroraum der Fall war. Aus den

monatlichen Prognosen von Consensus Economics (siehe Abbildung D, Grafik a) geht hervor, dass die Teuerung in den letzten Monaten im Eurogebiet höher ausgefallen ist als vorhergesagt. In den USA war die Abweichung nach oben noch stärker. Die Gesamtinflation wird laut den jüngsten monatlichen Prognosen von Consensus Economics vom Januar 2022 im größten Teil des Jahres 2022 in beiden Wirtschaftsräumen auf erhöhtem Niveau bleiben. Alles in allem dürfte sie in den USA, wo sie bereits vor Pandemiebeginn mehr als 2 % betrug, wesentlich länger über diesem Wert liegen als im Euroraum (siehe Abbildung D, Grafik a und b).

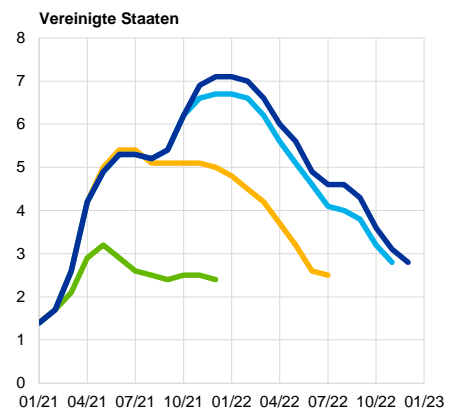
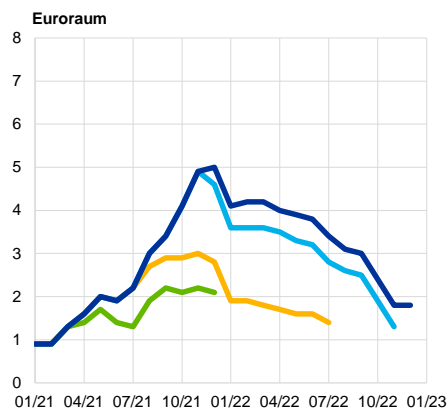
Abbildung D

Inflationserwartungen auf Basis der Umfragen von Consensus Economics für die VPI-Gesamtinflation in den Vereinigten Staaten und die HVPI-Gesamtinflation im Euroraum

a) Monatliche Inflationsprognosen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

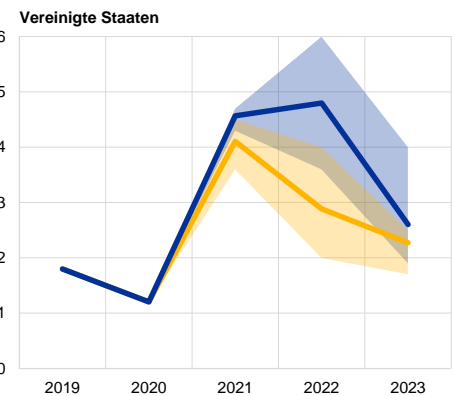
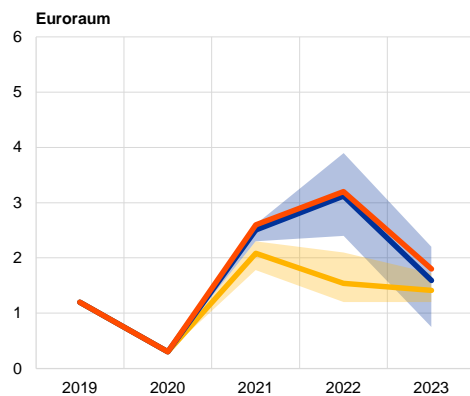
- März 2021
- August 2021
- Dezember 2021
- Januar 2022



b) Jährliche Inflationsprognosen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Von Consensus Economics erstellte mittlere Prognose vom August 2021
- Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen vom Dezember 2021
- Von Consensus Economics erstellte mittlere Prognose vom Januar 2022



Quellen: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die blau und gelb schattierten Bereiche in Grafik b markieren die Bandbreiten der in den Umfragen von Consensus Economics enthaltenen Prognosen.

In der näheren Zukunft scheint die Unsicherheit bezüglich der Inflationsaussichten für die USA erheblich größer zu sein als für das Eurogebiet.

Den aktuellen, im Januar 2022 veröffentlichten Prognosen von Consensus Economics zufolge wird die Gesamtteuerungsrate im Euroraum 2022 bei 3,1 % und 2023 bei 1,6 % liegen. Dies entspricht weitgehend den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2021, die davon ausgehen, dass sich die jährliche Inflationsrate im Eurogebiet 2022 auf 3,2 % und 2023 sowie 2024 auf jeweils 1,8 % belaufen wird. Die Bandbreite der jährlichen Prognosen, die in der Umfrage von Consensus Economics enthalten sind, kann als eine Messgröße der Unsicherheit angesehen werden. Sie ist für 2022 besonders weit und für 2023 etwas enger. Alle jährlichen Prognosen zur Teuerungsrate im Euroraum im Jahr 2023 in der von Consensus Economics im Januar 2022 veröffentlichten Umfrage liegen zwischen 0,8 % und 2,2 %. Für die Vereinigten Staaten bewegen sich sämtliche Inflationsprognosen in einer Bandbreite von 1,9 % bis 4 %, wobei nur eine Prognose unterhalb der Marke von 2 % liegt. Das höhere Inflationsniveau in den Vereinigten Staaten kann durch die Unterschiede hinsichtlich der wirtschaftlichen Unterauslastung und der Arbeitsmarktanspannung im Vergleich zum Euroraum erklärt werden, die in den USA einen stärkeren Lohndruck haben aufkommen lassen. Zugleich ist die Pandemie eine nie dagewesene Situation, die sich mit Blick auf die Inflationsentwicklung deutlich vom „normalen“ Zustand unterscheidet. Dies erfordert eine genaue Beobachtung und vergrößert die Unsicherheit im Hinblick auf die Inflationsaussichten in den USA und im Euroraum.

Mögliche Auswirkungen anhaltender Lieferkettenstörungen auf das Produktionspotenzial des Euro-Währungsgebiets

Julien Le Roux

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welche langfristigen Auswirkungen die gegenwärtigen Lieferengpässe auf das Potenzialwachstum des Euroraums haben könnten. Während zunächst die Annahme vorherrschte, dass die Lieferengpässe kurzlebig und auf einige wenige Produkte (wie Mikroprozessoren) oder Länder (etwa solche mit produktionslastiger Wirtschaft) beschränkt seien, haben sie sich mit der Zeit weiter verschärft. Je nachdem, wie lange die Störungen der globalen Wertschöpfungsketten andauern, könnten die Unternehmen nach neuen Lieferanten, Transportwegen und Produktionsstandorten oder generell neuen Lieferverflechtungen Ausschau halten. In diesem Fall könnte die trendmäßige totale Faktorproduktivität in jenen Sektoren sinken, deren Produktivitätszuwachs in hohem Maße von der internationalen Verflechtung und Globalisierung profitiert hat. Unter sonst gleichen Bedingungen könnte dies zu einem trendmäßigen Rückgang des Potenzialwachstums der am stärksten betroffenen Länder führen.

Weder Wirtschaftstheorie noch Empirie liefern schlüssige Erkenntnisse darüber, welche langfristigen Folgewirkungen die Lieferengpässe im Hinblick auf eine mögliche Restrukturierung der Lieferketten durch die Unternehmen haben könnten. Zum einen werden Unternehmen nur dann bereit sein, die hohen Kosten für den Aufbau neuer globaler Lieferketten auf sich zu nehmen, wenn sie von einer hinreichend langen Dauer der Lieferengpässe ausgehen, die diese Ausgaben rechtfertigen würde. Bislang rechnen die Unternehmensführer in Befragungen zwar nicht mit umfangreichen langfristigen Veränderungen ihrer Lieferverflechtungen, doch die jüngsten Entwicklungen bei den Wertschöpfungsketten könnten sie zu einer Neueinschätzung bewegen.¹ Zum anderen könnten die Lieferketten bedeutende geografische Veränderungen erfahren, da anhaltende Störungen zwangsläufig sehr kostspielig für die Unternehmen sind. Die mit einem solchen Reorganisationsprozess einhergehenden Herausforderungen könnten noch zunehmen, wenn die Pandemie der Ausweitung von Protektionismus und Deglobalisierung Vorschub leistet. Ob ein Unternehmen seine Lieferketten reorganisiert, ist letztlich eine Frage der Abwägung zwischen dem Aufwand einer Rückverlagerung der Produktion ins Heimatland und

¹ Im jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen erwarteten bei der Frage nach der Persistenz der angebotsseitigen Beschränkungen fast 45 % der befragten Unternehmen, dass die Lieferengpässe weniger als ein Jahr andauern würden, wohingegen über 30 % davon ausgingen, dass sie länger als ein Jahr anhalten dürften. In dem Anteil von 25 % der Befragten, die nicht antworteten, kommt die vorherrschende Unsicherheit zum Ausdruck. (Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.) Näheres dazu findet sich in: Allianz Research, [Global Trade Report – Battling Out of Supply-Chain Disruptions](#), Euler Hermes, 2021.

den Kosten fortgesetzter Lieferstörungen – beides kann sich für die Firmen als sehr teuer und schwer antizipierbar herausstellen.²

Für die Volkswirtschaften im Euro-Währungsgebiet sind die aktuellen Störungen und mögliche Umstellungen der Lieferketten von großer Bedeutung, da der Euroraum eng in die weltweiten Wertschöpfungsketten eingebunden ist. Die Länder des Eurogebiets bleiben auch weiterhin engmaschig mit den grenzüberschreitenden Produktionsketten verflochten. Verglichen mit den meisten anderen Volkswirtschaften, einschließlich Chinas und der Vereinigten Staaten, weisen sie eine relativ hohe Beteiligung an den internationalen Wertschöpfungsketten auf.³ Die unterschiedlichen Einbindungsgrade und Positionen der einzelnen Euro-Staaten in der Wertschöpfungskette haben zur Folge, dass die Auswirkungen der Corona-Pandemie von Land zu Land verschieden ausfallen. Größere Volkswirtschaften des Euroraums sind in der globalen Produktionskette tendenziell mehr vorgelagert als kleinere Euro-Länder. Bei ersteren hängt die Wirkung der globalen Lieferketten auf die totale Faktorproduktivität und das Produktionspotenzial von den Effizienzgewinnen ab, die durch eine Aufgabenteilung gemäß den jeweiligen komparativen Vorteilen erzielt werden. Auf den nachgelagerten Stufen der internationalen Wertschöpfungsketten finden sich demgegenüber eher kleinere (vor allem einige osteuropäische) Euro-Länder. Sie sind hinsichtlich der Übernahme von Technologien und des Wachstums der totalen Faktorproduktivität stark auf die globalen Wertschöpfungsketten angewiesen. Überdies ist hervorzuheben, dass die globalen Wertschöpfungsketten des Euroraums für gewöhnlich regional konzentriert sind, was sie etwas weniger empfindlich gegenüber außereuropäischen Schocks macht.⁴

Es gilt zu prüfen, ob die aktuellen Engpässe eine strukturelle Verschiebung in den globalen Wertschöpfungsketten wahrscheinlich machen. Nachdem die Einbindung in die internationalen Wertschöpfungsketten zu Beginn der 2000er-Jahre stark gestiegen war, nahm sie 2009 vorübergehend ab, um im darauffolgenden Jahr auf das Vorkrisenniveau zurückzukehren. In den letzten Jahren erfolgte eine Abflachung (siehe Abbildung A). Seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie haben sich gewisse Hinweise auf eine Reorganisation der Unternehmen und ihrer Wertschöpfungsketten manifestiert, die bislang allerdings anekdotisch und ohne

² Weiteren Aufschluss zu den beiden Seiten der Diskussion bieten P. Antràs, De-globalisation? Global Value Chains in the post-COVID-19 age, und S. Lund, De-globalisation? The Recent Slowdown of Global Trade and Prospects for Future Rebalancing, in: EZB, [Central Banks in a Shifting World](#), ECB Forum on Central Banking, Conference Proceedings, November 2020, S. 28-89.

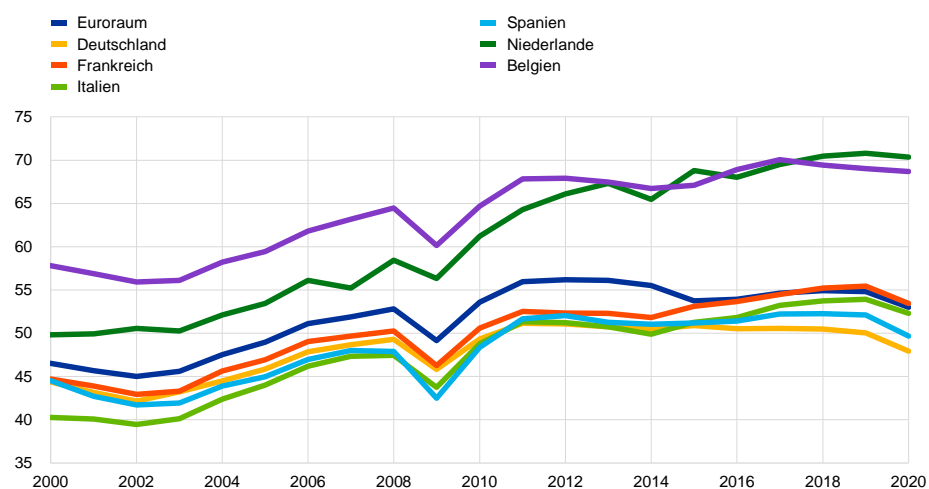
³ Die Beteiligung an den weltweiten Wertschöpfungsketten ist ein gängiger Indikator, um den Grad der Einbindung zu erfassen. Die Position eines Landes in den Wertschöpfungsketten wird als vorgelagert bzw. als nachgelagert eingestuft, je nachdem, ob der ausländische Anteil an der Produktion des Landes größer oder kleiner ist als die inländischen Vorleistungen, die das Land in andere Volkswirtschaften liefert. Nähere Definitionen finden sich in: EZB, [The impact of global value chains on the euro area economy](#), Occasional Paper Series, Nr. 221, April 2019.

⁴ Siehe S. Cigna, V. Gunnella und L. Quaglietti, [Global value chains: measurement, trends and drivers](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 289, Januar 2022.

breitere Fundierung geblieben sind.⁵ Die langfristigen Auswirkungen der Pandemie auf den internationalen Handel und die Wertschöpfungsketten liegen ungeachtet dieser anekdotischen Evidenz noch weitgehend im Ungewissen. So ist nach wie vor unklar, ob die Pandemie die lang anhaltende Stagnationsphase beendet und einen neuerlichen Rückgang der Partizipation an den globalen Wertschöpfungsketten eingeläutet hat.⁶

Abbildung A Beteiligung der größten Euro-Länder an den globalen Wertschöpfungsketten

(in % der Bruttoausfuhren)



Quelle: EZB-Berechnungen anhand der World Input-Output Database (WIOD, siehe: www.wiod.org).

Anmerkung: Die Beteiligung an den internationalen Wertschöpfungsketten wird gemessen, indem die Summe aus a) dem inländischen Wertschöpfungsgehalt in Ausfuhren von Drittländern (nachgelagerte Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten) und b) dem ausländischen Wertschöpfungsgehalt in den eigenen Ausfuhren (vorgelegte Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten) in Relation zu den Bruttoexporten gesetzt wird. Die zuletzt verfügbaren WIOD-Daten beziehen sich auf das Jahr 2014. Ab 2015 wird die Einbindung in die internationalen Wertschöpfungsketten anhand einer kleinen Panelregression der Zunahme der Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten auf den außenwirtschaftlichen Offenheitsgrad (gemessen als Summe der volumenmäßigen Importe und Exporte in % des Bruttoinlandsprodukts) geschätzt. Die Schätzung erfolgt für den Zeitraum 2000-2014 für die sechs größten Volkswirtschaften des Euroraums einschließlich länderspezifischer fixer Effekte. Alle Regressionskoeffizienten sind auf einem Niveau von 1 % statistisch signifikant.

Der Effekt der Lieferkettenstörungen auf das Potenzialwachstum dürfte davon abhängen, wie lange die Störungen letztlich anhalten. Sind die Störungen nur vorübergehender Natur, könnte das Potenzialwachstum des Eurogebiets davon theoretisch unberührt bleiben. Ein temporärer Mangel an Produkten oder Arbeitskräften führt zu einer geringeren Kapazitätsauslastung der Unternehmen, was

⁵ Beispielsweise hat zu Beginn der Pandemie das Ringen um die Beschaffung persönlicher Schutzausrüstung zu einer Rückverlagerung von Produktionslinien in europäische Länder geführt, die jedoch genauso plötzlich wieder abbrach wie sie eingesetzt hatte. Ein weiteres Beispiel ist die Erwägung des Konzerns IKEA®, einen Teil seiner für den europäischen Markt bestimmten Produktion in die Türkei zu verlegen. (Siehe Reuters, [IKEA to shift more production to Turkey to shorten supply chain](#), Oktober 2021.) Firmen aus der Textilindustrie tragen sich dem Vernehmen nach mit ähnlichen Absichten. (Siehe Financial Times, [Hugo Boss moves production closer to home to shorten supply chain](#), Dezember 2021.)

⁶ Licht in die gegenwärtige Situation könnte auch ein Blick in die Vergangenheit bringen, wenngleich es nicht allzu viele Präzedenzfälle gibt. So hat etwa das Erdbeben in Japan aus dem Jahr 2011 nicht zu einer nennenswerten Rückverlagerung ins Inland oder nahegelegene Ausland bzw. zur Diversifizierung der Produktion geführt, obwohl anfänglich für kurze Zeit davon ausgegangen worden sein dürfte, dass das Beben ebendies bewirken würde; siehe C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic und M. Ruta, [Natural Disasters and the Reshaping of Global Value Chains](#), Policy Research Working Papers der Weltbank Nr. 9719, Juni 2021; OECD, [Interconnected Economies: Benefiting from GVCs – Synthesis Report](#), 2013. Allerdings gilt es zu beachten, dass im Gegensatz zur gegenwärtigen Situation die damaligen Schocks auf die globalen Lieferketten tendenziell geografisch und/oder sektoral begrenzt waren.

wiederum die zyklische Komponente der totalen Faktorproduktivität beeinträchtigt.⁷ Der Trendverlauf der totalen Faktorproduktivität wird nur dann beeinflusst, wenn die Engpässe die Hersteller veranlassen, ihre Lieferketten zu verändern. Dabei herrscht noch immer eine gewisse Unschlüssigkeit darüber, ob der gesamtwirtschaftliche Effekt in einem solchen Fall negativ oder positiv wäre. Eine Verlagerung der Produktion ins Inland und eine Verkürzung der Lieferketten dürften das Potenzialwachstum schmälern. Denn es ist davon auszugehen, dass globalisierte Produktionsprozesse mit einer effizienteren Ressourcenallokation einhergehen, die sich die komparativen Vorteile der einzelnen Länder zunutze macht. Bei lang andauernden Störungen in den Lieferketten könnten sich Unternehmen auch genötigt sehen, ihre Investitionspläne zu überdenken oder aufzuschieben, wodurch sich die Entwicklung ihres Kapitalstocks verändern würde. Andererseits könnten globale Unternehmen aber auch ihre internationalen Wertschöpfungsketten umgestalten und optimieren. Kürzere Lieferketten und ein lokaler Zugang zu strategischen Gütern, gepaart mit Digitalisierung, Onlinehandel, Videokonferenzen und dem Einsatz von Robotern, führen zu einer höheren Widerstandsfähigkeit. Dadurch könnten sich die Handelsströme wieder beleben und in ihrer Zusammensetzung (indem sie dienstleistungslastiger werden) von Grund auf verändern. Letztlich dürfte hieraus ein positiver Einfluss auf das Trendwachstum der totalen Faktorproduktivität erwachsen.⁸

Eine Überschlagsrechnung auf der Basis historischer Elastizitäten zwischen der Beteiligung an den internationalen Wertschöpfungsketten und dem Wachstum der totalen Faktorproduktivität deutet darauf hin, dass sich die gegenwärtigen Lieferengpässe nur begrenzt auf das Produktionspotenzial auswirken würden. Sollten sich die Lieferengpässe anders als derzeit in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 projiziert⁹ als dauerhaft herausstellen, könnte das Produktionspotenzial des Euro-Währungsgebiets beeinträchtigt werden. Der geschätzte Effekt einer möglichen Reorganisation der globalen Wertschöpfungsketten auf die totale Faktorproduktivität basiert auf einer aktuellen Studie, die den Zusammenhang zwischen der Einbindung in die internationalen Wertschöpfungsketten und dem Wachstum der totalen Faktorproduktivität beleuchtet.¹⁰ Es wird davon ausgegangen, dass eine Reorganisation der globalen Wertschöpfungsketten vor allem über die totale Faktorproduktivität negativ zu Buche schlagen würde. Um die Folgen einer möglichen Rückverlagerung der Produktion ins Inland aufzuzeigen, werden hier beispielhaft zwei adverse Szenarien betrachtet.

⁷ Nähere Informationen zum Zusammenhang zwischen der totalen Faktorproduktivität und der Kapazitätsauslastung finden sich beispielsweise in: C. Planas, W. Roeger und A. Rossia, [The information content of capacity utilization for detrending total factor productivity](#), *Journal of Economic Dynamics and Control*, Bd. 37, Nr. 3, März 2013, S. 577-590.

⁸ Siehe R. Baldwin und R. Freeman, [Risks and Global Supply Chains: What We Know and What We Need to Know](#), Working Paper Series des NBER, Nr. 29444, Oktober 2021.

⁹ Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

¹⁰ Siehe F. Chiacchio, K. Gradeva und P. Lopez-Garcia, [The post-crisis TFP growth slowdown in CEE countries: exploring the role of Global Value Chains](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2143, April 2018.

Das erste Szenario basiert auf dem erwarteten Handelsrückgang infolge der Coronakrise, das zweite auf dem Handelsrückgang während der globalen Finanzkrise.

Im ersten Szenario werden die Auswirkungen der Coronakrise auf den Handel des Euroraums anhand des außenwirtschaftlichen Offenheitsgrads geschätzt.¹¹ Der außenwirtschaftliche Offenheitsgrad (bzw. die Handelsoffenheit) ist ein empirisch belegter und zeitnaher Näherungswert für die Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten, auch wenn er sich konzeptionell leicht unterscheidet.¹² Das erste Szenario weicht von der in den Projektionen vom Dezember 2021 unterstellten Annahme ab, dass sich der Offenheitsgrad im Projektionszeitraum erholen wird. Stattdessen gilt die Annahme, dass die Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten dauerhaft beeinträchtigt wird, und zwar proportional zu dem 2021 beobachteten Rückgang der Handelsoffenheit und im Vergleich zu dem in den Projektionen vom Dezember 2019 projizierten Niveau (siehe Abbildung B). Daraus ergibt sich beim außenwirtschaftlichen Offenheitsgrad des Eurogebiets eine Abweichung von -0,6 %, wobei zwischen den einzelnen Ländern große Unterschiede bestehen. Das zweite Szenario setzt direkt bei der Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten an. Es geht von einer dauerhaften Verringerung der Beteiligung entsprechend der Hälfte des während der globalen Finanzkrise verzeichneten Schocks aus. In diesem Fall nimmt die Einbindung des Euroraums in die internationalen Wertschöpfungsketten um 1,8 Prozentpunkte ab. Im zweiten Szenario divergieren die Schocks in den einzelnen Ländern weniger stark als im ersten. Grund hierfür ist, dass der Rückgang des Handels in den einzelnen Euro-Staaten während der globalen Finanzkrise gleichmäßiger verlief.

¹¹ Das Ausmaß des Schocks wird hier anhand des außenwirtschaftlichen Offenheitsgrads und nicht der Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten dargestellt, deren jüngste Daten aus dem Jahr 2014 stammen. Zwischen dem außenwirtschaftlichen Offenheitsgrad und den globalen Wertschöpfungsketten besteht ein enger Zusammenhang. Panelbasierten Schätzungen zufolge beläuft sich die Elastizität zwischen dem Grad der Handelsoffenheit und der Zunahme der Beteiligung an internationalen Wertschöpfungsketten im Zeitraum von 2000 bis 2014 auf 0,6. Die Schätzung erfolgt für die sechs größten Euro-Länder und berücksichtigt länderspezifische fixe Effekte. Alle Regressionskoeffizienten sind auf einem Niveau von 1 % statistisch signifikant.

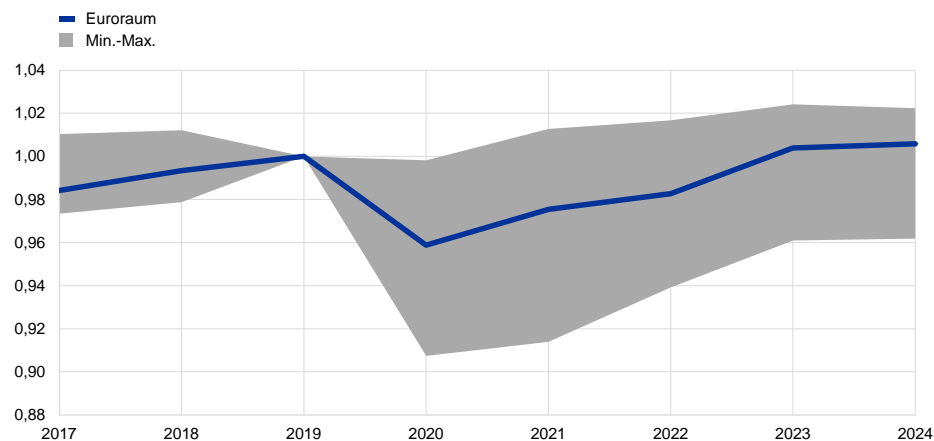
¹² Die Verwendung des außenwirtschaftlichen Offenheitsgrads als Indikator für die Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten ermöglicht den Einsatz eines kontrafaktischen Szenarios, das auf den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 basiert. Dieses könnte sich jedoch aufgrund mehrerer Faktoren (wie u. a. der Normalisierung des Handels nach dem Corona-Schock und der Wiederaufstockung der Lagerbestände) zum gegenwärtigen Zeitpunkt als weniger treffsicher in Bezug auf die globalen Wertschöpfungsketten herausstellen als in normalen Zeiten.

Abbildung B

Außenwirtschaftlicher Offenheitsgrad des Euroraums und der größten Euro-Länder

Projektionen vom Dezember 2021 im Verhältnis zu den Projektionen vom Dezember 2019

(Index)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage der gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 und Dezember 2021.

Anmerkung: Die grau schattierten Bereiche kennzeichnen die Bandbreite der Minimal- und Maximalwerte für die größten Euro-Länder (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland), bei denen die Revision der jährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen weniger Schwankungen unterliegen als bei den anderen Ländern. Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2019 wurden in die Jahre 2023 und 2024 fortgeschrieben, indem für den Handel und das BIP die gleichen Wachstumsraten wie für 2022 unterstellt wurden.

In beiden Szenarien würde sich eine rückläufige Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten nur begrenzt auf das Produktionspotenzial auswirken.

In beiden Szenarien kommen Elastizitäten zum Einsatz, die 2018 in einem Working Paper der EZB berechnet wurden¹³. Sie dienen dazu, die Auswirkung auf die totale Faktorproduktivität abzubilden. Dabei wird angenommen, dass der Effekt der Schocks zur Hälfte dauerhaft ist; somit kommt er auch zur Hälfte beim Trendverlauf zum Tragen. Infolgedessen würde die trendmäßige totale Faktorproduktivität im Euroraum um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte zurückgehen. Das Produktionspotenzial würde sich in einem ähnlichen Umfang verringern. Vor dem Hintergrund, dass die trendmäßige totale Faktorproduktivität des Eurogebiets laut Herbstprognose 2021 der Europäischen Kommission im Zeitraum 2021-2023 kumuliert um 2,1 % wachsen dürfte, handelt es sich dabei um einen geringen Effekt. Hinter dieser Schätzung verbirgt sich indessen eine gewisse Heterogenität auf Länderebene (siehe Tabelle A). In einigen Staaten könnten die Folgen für die totale Faktorproduktivität und das Produktionspotenzial schwerwiegender ausfallen, sollte der Handel dauerhaft durch die Pandemie in Mitleidenschaft gezogen werden.

¹³ Siehe F. Chiacchio, K. Gradeva und P. Lopez-Garcia, a. a. O.

Tabelle A

Auswirkungen einer rückläufigen Beteiligung an den globalen Wertschöpfungsketten auf die trendmäßige totale Faktorproduktivität

(in Prozentpunkten)

	Euroraum	Deutschland	Spanien	Frankreich	Italien	Niederlande
Szenario 1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,7	-0,3	-0,2
Szenario 2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2

Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Insgesamt weisen die einzelnen Länder in beiden Szenarien eine recht ähnliche Größenordnung der Auswirkungen auf. In Szenario 1 scheint Frankreich jedoch ein Ausreißer zu sein. Ursache hierfür ist die seit Beginn der Coronakrise anhaltend schwache Entwicklung des französischen Handels, die mit der sektoralen Spezialisierung der französischen Wirtschaft zusammenhängt; siehe A. Berthou und G. Gaulier, [French exports in 2020: aerodependence](#), Eco Notepad, Banque de France, August 2021.

3 Entwicklung der Unternehmensproduktivität im Euro-Währungsgebiet

Rodrigo Barrela, Vasco Botelho und Paloma Lopez-Garcia

Im vorliegenden Kasten wird erörtert, wie sich Bewegungen von Unternehmen auf der Verteilungskurve der Produktivität mit der Zeit auf das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum auswirken.¹ Die Analyse basiert auf Daten auf Unternehmensebene für sechs Euro-Länder, die so aufbereitet wurden, dass sie für die Gruppe der nichtfinanziellen Unternehmen mit Beschäftigten repräsentativ sind. Unternehmen bewegen sich entlang der Produktivitätsverteilung analog zu ihrer Fähigkeit, auf Schocks sowie auf strukturelle Faktoren, die Anreize für innovative Investitionen schaffen, zu reagieren. Dies gilt sowohl für Firmen mit geringer Produktivität, die am Markt um ihr Überleben kämpfen, als auch für hochproduktive Firmen, die dem Risiko ausgesetzt sind, im Wettbewerb ins Hintertreffen zu geraten. Die Unternehmensproduktivität entwickelt sich über die Länder, Sektoren und Jahre hinweg sehr dynamisch. Aus Abbildung A geht hervor, dass Firmen, die am unteren Ende der Verteilung (im 5. Perzentil) um ihr Überleben kämpfen, ihre Position in der Produktivitätsverteilung über einen Zeitraum von zwölf Jahren im Schnitt um 30 Perzentile verbessern konnten. Zugleich verzeichneten Unternehmen, die zu Beginn am oberen Ende der Verteilung (im 90. Perzentil) angesiedelt waren, eine Verschlechterung ihrer Produktivitätseinstufung um 20 Perzentile. Diese Entwicklung ist signifikant, da im Schnitt mehr als 60 % des jährlichen gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstums durch Veränderungen der Unternehmensproduktivität erklärt werden.²

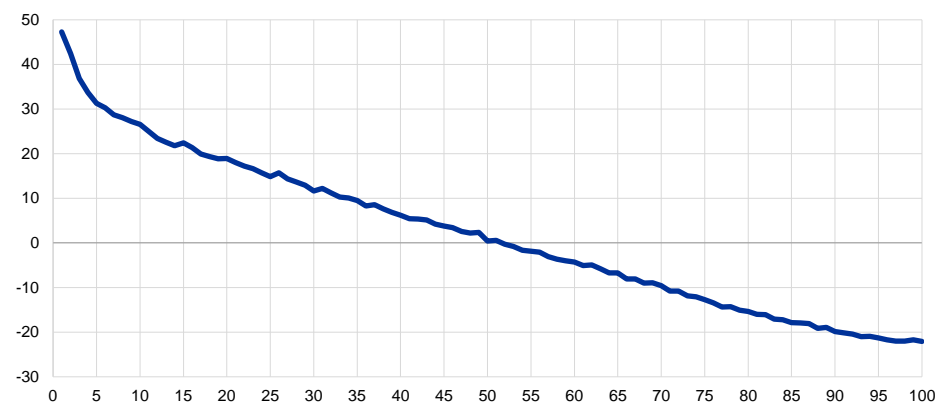
¹ Siehe hierzu auch Work stream on productivity, innovation and technological progress, [Key factors behind productivity trends in EU countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 268, 2021; EZB, [Wesentliche Bestimmungsfaktoren für Produktivitätstrends in Ländern des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

² Beim Beitrag des innerbetrieblichen Produktivitätswachstums sind zwischen den einzelnen Ländern, Sektoren und Zeiträumen gewisse Unterschiede zu beobachten. Zur Berechnung des Beitrags der Veränderungen der innerbetrieblichen Produktivität zum jährlichen gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstum siehe M. J. Melitz und S. Polanec, Dynamic Olley-Pakes productivity decomposition with entry and exit, *The RAND Journal of Economics*, Bd. 46, Nr. 2, 2015, S. 362-375.

Abbildung A

Durchschnittliche Veränderung des Produktivitätsrankings von Unternehmen im Zeitraum von 2006 bis 2018

(x-Achse: Produktivitätsranking eines Unternehmens im Jahr 2006, in Perzentilen; y-Achse: Veränderung des Produktivitätsrankings eines Unternehmens im Zeitraum 2006-2018, in Perzentilen)



Quellen: Bureau van Dijk Orbis, BACH-Datenbank (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Durchschnittliche Veränderung des Produktivitätsrankings etablierter Unternehmen über einen Zeitraum von zwölf Jahren, in Abhängigkeit vom ersten Produktivitätsranking des Unternehmens im Jahr 2006. Ungewichteter länder- und sektorenübergreifender Durchschnitt. Das Produktivitätsranking wird für jeden Sektor, jedes Land und jedes Jahr vorgenommen.

Die Unternehmensproduktivität ist bei jungen Unternehmen besonders

dynamisch. Das mittlere jährliche Produktivitätswachstum von Firmen, die weniger als sechs Jahre geschäftstätig sind, beträgt 8 %, verglichen mit 2,5 % bei Unternehmen, die mehr als 20 Jahre im Geschäft sind (siehe Abbildung B, Grafik a, gelber Balken). Der Beitrag junger Unternehmen zum gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstum ist das Ergebnis eines Selektions- und Lernprozesses. Die Firmen lernen, sich anzupassen und neue Ideen umzusetzen, während sie ihre Geschäftsmodelle und -prozesse weiter verbessern. Getragen wird die durchschnittliche Produktivitätsentwicklung junger überlebender Unternehmen von einigen wenigen jungen „Superstar“-Firmen. Diese werden definiert als die – gemessen am Produktivitätswachstum – oberen 10 % aller seit weniger als sechs Jahren geschäftstätigen Unternehmen.³ Während das Median-Jungunternehmen (dessen Produktivitätswachstum dem Median entspricht) in den ersten sechs Jahren seiner Geschäftstätigkeit eine jahresdurchschnittliche Produktivitätssteigerung von rund 4 % verzeichnet (siehe Abbildung B, Grafik a, orangefarbener Balken), erhöht sich die Produktivität junger Superstar-Firmen im Schnitt um rund 100 % pro Jahr (siehe Abbildung B, Grafik a, blauer Balken).⁴

³ Die Verteilung des Produktivitätswachstums ist über sämtliche Unternehmensaltersgruppen hinweg schief, wobei Superstar-Firmen die Produktivitätsentwicklung überlebender Unternehmen maßgeblich beeinflussen. Diese Tendenz ist jedoch bei jungen Unternehmen deutlich stärker ausgeprägt. Superstar-Firmen werden allgemein definiert als die 10 % der Unternehmen mit dem höchsten Produktivitätswachstum.

⁴ Weitere Erkenntnisse über die Bedeutung junger Superstar-Firmen für das durchschnittliche Produktivitätswachstum junger überlebender Unternehmen und über ihren Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstum im Euroraum finden sich in: EZB, [Wesentliche Bestimmungsfaktoren für Produktivitätstrends in Ländern des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

Junge Superstar-Firmen heben sich in vielfacher Hinsicht von der Masse

ab. Diese Unternehmen investieren im Schnitt mehr als ihre Mitbewerber, vor allem in immaterielle Vermögenswerte. Sie haben weniger Beschäftigte, darunter jedoch mehr Fachkräfte (siehe Abbildung B, Grafik b). Darüber hinaus zahlen sie höhere Löhne und profitieren von einer höheren Arbeitsproduktivität. Darin könnten sich die größeren Investitionen in Humankapital dieser Firmen oder aber ein kapitalintensiverer Produktionsprozess widerspiegeln, der auf einer starken komplementären Beziehung zwischen den Faktoren Arbeit und Kapital basiert.⁵

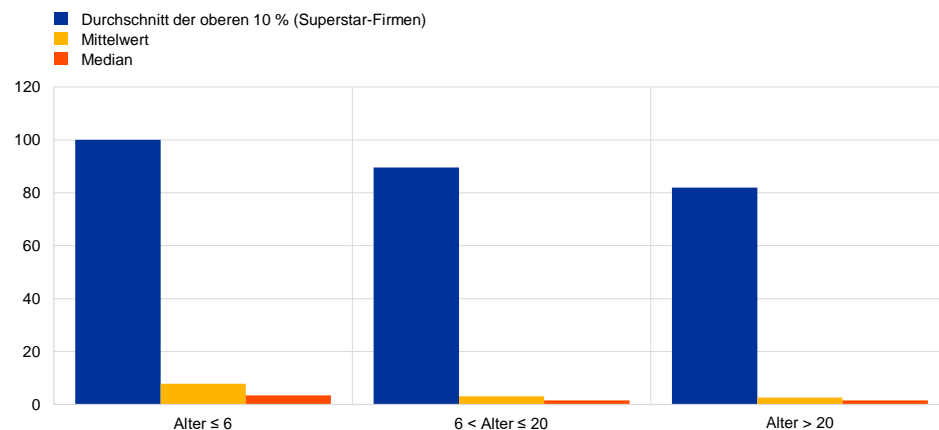
⁵ Investitionen in Humankapital sind Unternehmensinvestitionen in die Aus- und Weiterbildung sowie die persönliche Entwicklung der Beschäftigten (z. B. Unterrichtskosten und Gebühren für Schulungen) mit dem Ziel, zukünftig eine höhere Arbeitsproduktivität dieser Beschäftigten zu erreichen. Die im Haupttext aufgezeigten Ergebnisse decken sich mit jüngsten Erkenntnissen über einen Zusammenhang zwischen dem Aufstieg von Superstar-Firmen und dem Rückgang der Lohnquote. Siehe hierzu D. Autor et al., The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 135, Nr. 2, 2020, S. 645-709; M. Kehrig und N. Vincent, The Micro-Level Anatomy of the Labor Share Decline, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 136, Nr. 2, 2021, S. 1031-1087.

Abbildung B

Entwicklung der Unternehmensproduktivität nach Unternehmensalter und Merkmalen junger Unternehmen

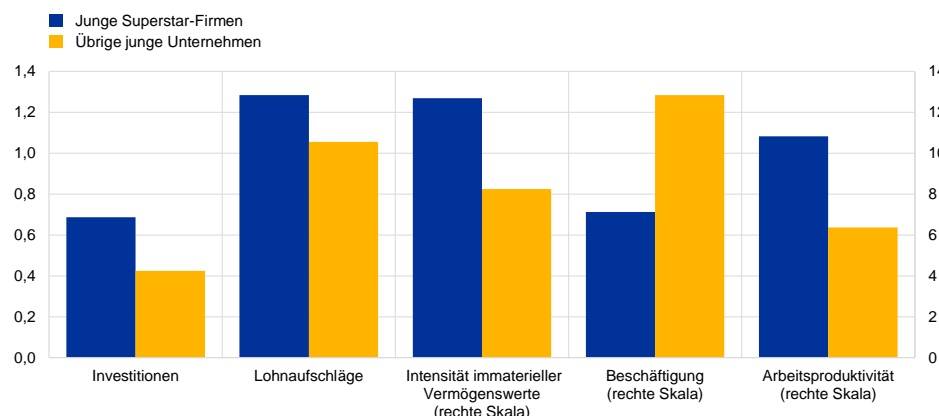
a) Jährliches Wachstum der Arbeitsproduktivität überlebender Firmen nach Altersgruppe in jedem Sektor

(in %)



b) Durchschnittliche Merkmale junger Superstar-Firmen und anderer junger Unternehmen, nach Ausschaltung des Einflusses von Land, Sektor und Jahr

(linke Skala: Verhältnis; rechte Skala: Anzahl der Beschäftigten, Intensität immaterieller Vermögenswerte in Tsd €; Arbeitsproduktivität in Zehntausend €)



Quellen: Bureau van Dijk Orbis, BACH-Datenbank (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Ein junges Unternehmen wird definiert als Firma, die seit höchstens sechs Jahren geschäftstätig ist. Junge Superstar-Firmen sind Unternehmen, die seit mindestens zwei Jahren in Folge im oberen 10. Perzentil der Verteilung des Arbeitsproduktivitätswachstums für jedes Land, jeden Sektor und jedes Jahr liegen. In Grafik a wird ein gewichteter Sektor-, Länder- und Jahresdurchschnitt zugrunde gelegt. In Grafik b stellt jeder Balken den Koeffizienten aus einer Regression von jeder der auf der x-Achse aufgeführten Variablen auf eine Dummy-Variable für ein Unternehmen, das hier eine junge Superstar-Firma ist, und für eine Reihe fixer Effekte – zur Ausschaltung des Einflusses der unterschiedlichen Länder, Sektoren und Jahre – dar. Die Produktivität wird berechnet als reale Wertschöpfung je Beschäftigten auf Unternehmensebene. Die Intensität immaterieller Vermögenswerte wird berechnet als das Verhältnis des immateriellen Kapitals zur Anzahl der Beschäftigten. Die Investitionen werden berechnet als Veränderung des realen Sachkapitals gegenüber dem im vorangegangenen Zeitraum bestehenden realen Sachkapital. Der Betrachtungszeitraum beginnt nach der globalen Finanzkrise, um mögliche Einbrüche beim Wachstum auszuschließen.

Die Unternehmensproduktivität hat im Zeitverlauf an Schwung verloren. Grund hierfür ist eine schwächere Dynamik an beiden Enden der Produktivitätsverteilung. Erstens ist der Anteil der etablierten Unternehmen mit niedriger Produktivität mit im Zeitverlauf ansteigendem Produktivitätsniveau stark gesunken (siehe Abbildung C, Grafik a). Zweitens konnten sich hochproduktive Firmen 2016 im Vergleich zu 2006 länger im oberen Bereich halten, wobei es hier zwischen den einzelnen Ländern gewisse Unterschiede gab (siehe Abbildung C, Grafik b). Der Verlust an Unternehmensdynamik entlang der Produktivitätsverteilung ist sowohl in den

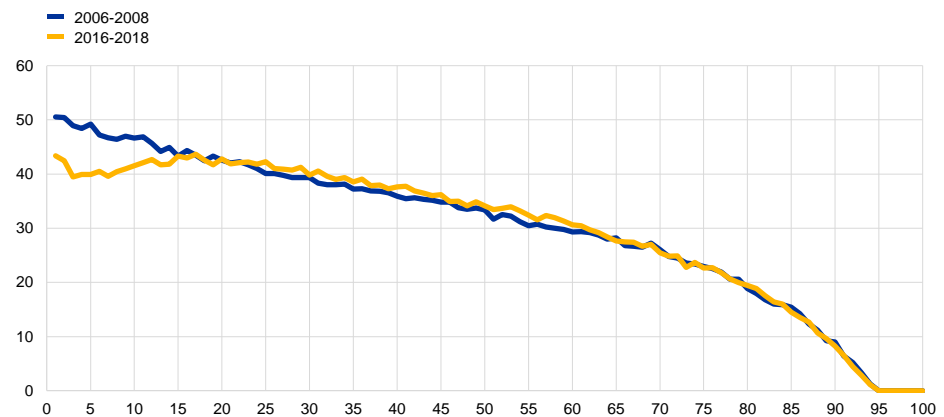
Niedrig- als auch in den Hochtechnologiesektoren zu beobachten. Diese Ergebnisse stehen mit einem Anstieg des Durchschnittsalters der produktivsten Unternehmen und mit rückläufigen Markteintrittsraten im Einklang.⁶

Abbildung C

Rückgang der Dynamik der Unternehmensproduktivität am oberen und unteren Ende der Produktivitätsverteilung in sechs Euro-Ländern

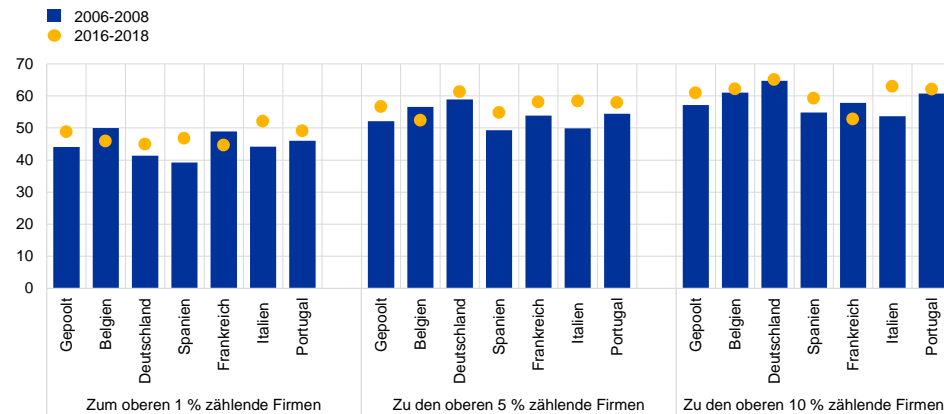
a) Anteil der Unternehmen, deren Produktivitätsranking sich von 2006-2008 bzw. 2016-2018 um mindestens fünf Perzentile verbessert hat

(in %)



b) Anteil der Unternehmen, die von 2006-2008 bzw. 2016-2018 drei Jahre in Folge zu den produktivsten Firmen gehörten

(in Prozentpunkten)



Quellen: Bureau van Dijk Orbis, BACH-Datenbank (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Das Produktivitätsranking wird für jeden Sektor, jedes Land und jedes Jahr vorgenommen. Die Produktivitätsspitze wird definiert als die 1 %, 5 % bzw. 10 % der Unternehmen mit der höchsten Produktivität in ihren Sektor-, Länder- und Jahresgruppen. Die Produktivitätsspitze für die Kohorte 2006-2008 bildet die Entwicklung der im Jahr 2006 führenden Firmen ab, und die Produktivitätsspitze für 2016-2018 die Entwicklung der führenden Unternehmen im Jahr 2016. Die gepoolten Daten stellen den ungewichteten Durchschnitt aller Firmen in den sechs untersuchten Ländern dar.

Die Ursachen für die Wachstumsverlangsamung bei der Unternehmensproduktivität müssen noch eingehender untersucht werden. Die schwächere Dynamik könnte mit „Winner-takes-it-all“-Effekten zusammenhängen, die durch die besonderen Merkmale neuer Technologien bedingt sind. Hierzu zählen

⁶ Die produktivsten Unternehmen im Euroraum waren 2018 im Schnitt 20 Jahre geschäftstätig, verglichen mit rund 14 Jahren im Jahr 2006. Dieser Anstieg betrifft alle Länder und könnte mit dem langfristig abnehmenden Markteintritt von Unternehmen und der daraus resultierenden geringeren Konkurrenz durch junge disruptive Firmen zusammenhängen.

Netzwerkeffekte oder hohe Fixkosten. Deren Wirkung könnte zu einer höheren Marktkonzentration und einer niedrigeren Markteintrittsrates führen. Dies geht aus verschiedenen Studien hervor, die vornehmlich die Vereinigten Staaten in den Blick nehmen.⁷ Für das Euro-Währungsgebiet liegen hingegen keine eindeutigen Belege vor, sodass hier weitere Forschungsarbeiten vonnöten sind. Was die geringere Unternehmensdynamik im Euroraum angeht, so lassen neue Erkenntnisse der OECD auf einen Zusammenhang mit dem Anstieg der Marktkonzentration, der Gewinnaufschläge der Unternehmen und der Anzahl von Fusionen und Übernahmen in den vergangenen zehn Jahren schließen.⁸ Die Abschwächung der Unternehmensdynamik hat ein niedrigeres Produktivitätswachstum und damit ein geringes Wachstum des Produktionspotenzials und einen niedrigeren natürlichen Zins zur Folge. Dies hebt die Bedeutung strukturpolitischer Maßnahmen hervor, die darauf abzielen, die Dauerhaftigkeit und Belastbarkeit des aus Unternehmensinvestitionen in technologische Neuerungen resultierenden Wirtschaftswachstums zu erhöhen. Zudem sollen damit die Marktmechanismen gestärkt werden, auf deren Grundlage hochproduktive Firmen florieren und weniger produktive Unternehmen schrumpfen oder komplett aus dem Markt ausscheiden.

⁷ Siehe C. Syverson, *Macroeconomics and Market Power: Context, Implications, and Open Questions*, *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 33, Nr. 3, 2019, S. 23-43; J. De Loecker, J. Eeckhout und G. Unger, *The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications*, *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 135, Nr. 2, 2020, S. 561-644.

⁸ Siehe C. Criscuolo, [Productivity and business dynamics through the lens of COVID-19: the shock, risks and opportunities](#), Zentralbankforum der EZB, 2021.

4 Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet

Vanessa Gunnella, Valerie Jarvis, Richard Morris und Máté Tóth

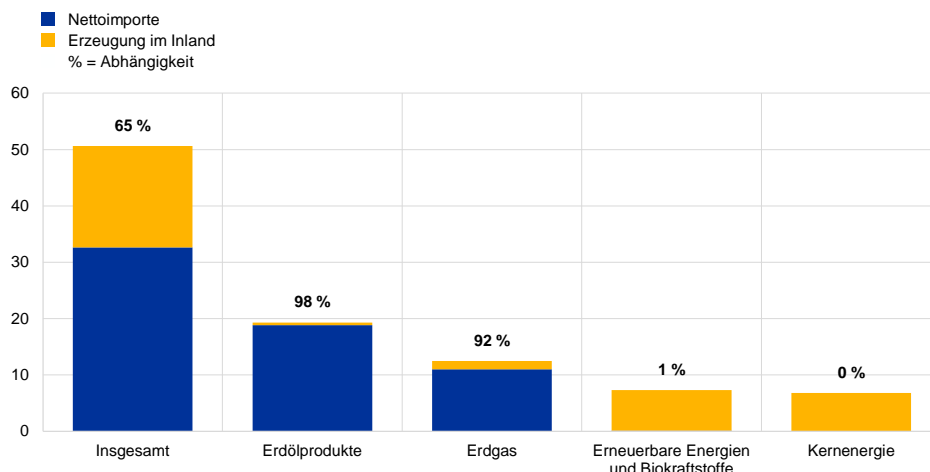
Erdgas stellt nach erdölbasierten Produkten die zweitwichtigste Primärenergiequelle im Euro-Währungsgebiet dar. Es ist die wichtigste Energiequelle des verarbeitenden Gewerbes, wobei mehr als 90 % des im Euroraum verbrauchten Erdgases importiert werden. Anders als bei erneuerbaren Energien und Kernenergie, die vornehmlich im Inland generiert werden, ist das Eurogebiet bei erdölbasierten Energieerzeugnissen und Erdgas sehr stark von Einfuhren abhängig (siehe Abbildung A, Grafik a). Gesamtwirtschaftlich betrachtet steht erdölbasierte Energie im Verbrauch an erster Stelle, vor allem wegen deren Nutzung im Verkehrssektor. Gas hingegen ist der meistgenutzte Primärenergieträger in der Industrie und im Dienstleistungsbereich (ohne Verkehr) sowie bei den privaten Haushalten (siehe Abbildung A, Grafik b). Zudem ist es die wichtigste marginale Energiequelle bei der Stromerzeugung. Dies hängt mit der Flexibilität zusammen, mit der Gaskraftwerke und die allgemeine Gasinfrastruktur (wie Vernetzungen, Speicherkapazität und Flüssiggasterminals) auf Schwankungen beim Strombedarf reagieren können. Der Übergang hin zu erneuerbaren Energien, bei denen das Angebot je nach Wetterlage variiert, hat diese Abhängigkeit erhöht. Im vorliegenden Kasten werden die Auswirkungen der Gaspreissteigerungen sowie eines möglichen Schocks, der die Versorgung einschränkt, auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet untersucht.

Abbildung A

Energieabhängigkeit und -verbrauch des Euroraums nach Primärenergieträger

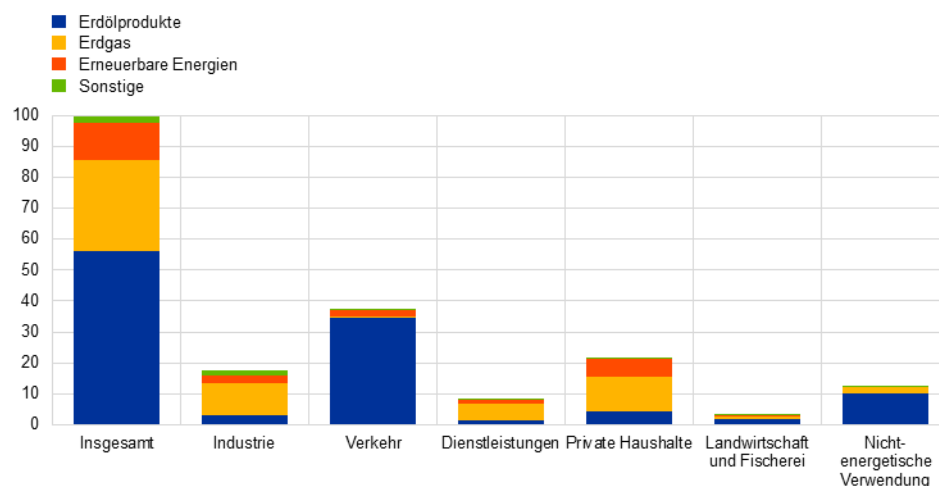
a) Energieabhängigkeit des Euroraums

(in Mio. Terajoule)



b) Verbrauch nach Primärenergieträger im Jahr 2019

(Energieverbrauch gemessen am Gesamtverbrauch in %)



Quelle: Eurostat (Energiebilanzen).

Anmerkung: Die Abhängigkeit wird berechnet als Verhältnis der Nettoimporte zur verfügbaren Bruttoenergie. Ohne Einbeziehung des Euroraum-Binnenhandels.

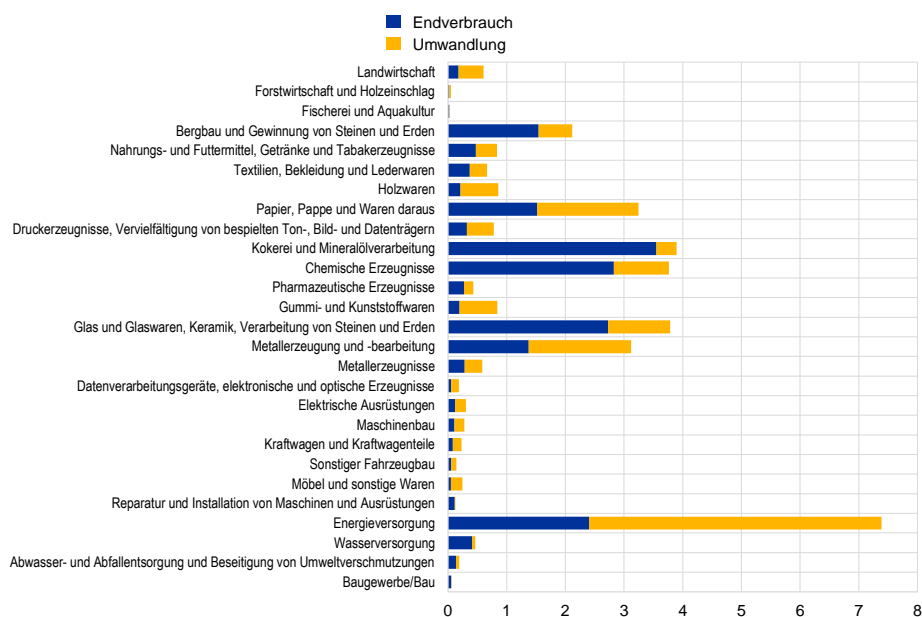
Signifikante Steigerungen des Erdgaspreises können die Wirtschaftsentwicklung sowohl über den Konsumkanal als auch über den Vorleistungsgüterkanal dämpfen.

Im Fall des Konsumkanals verringern höhere Gas- und auch Strompreise das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und mindern die Kaufkraft, da sich das reale Austauschverhältnis (Terms of Trade) aufgrund der höheren Kosten für Energieimporte verschlechtert. Folglich sinkt der private Verbrauch. Mit Blick auf den Vorleistungsgüterkanal wird Gas von vielen Firmen im Herstellungsprozess als Zwischenprodukt verwendet. Abbildung B zeigt den Verbrauch von Erdgas nach Wirtschaftszweigen in der Industrie (gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Produktionsleistung) gemäß der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 2). Dabei wird unterschieden zwischen Umwandlungsverbrauch (wenn eine Energieform in eine

andere transformiert wird) und Endverbrauch (wenn Energie verbraucht wird). Zu den Hauptverbrauchern zählen neben dem Energiesektor selbst, der Erdgas überwiegend in andere Energieformen umwandelt, die Herstellung von chemischen Erzeugnissen, die Metallherzeugung und -bearbeitung, die Herstellung von nichtmetallischen Mineralien (Glas, Zement, Keramik usw.) sowie die Herstellung von Nahrungsmitteln und Getränken.

Abbildung B
Gasverbrauch nach Wirtschaftszweigen in der Industrie im Jahr 2019

(in Terajoule je industrielle Produktionseinheit)



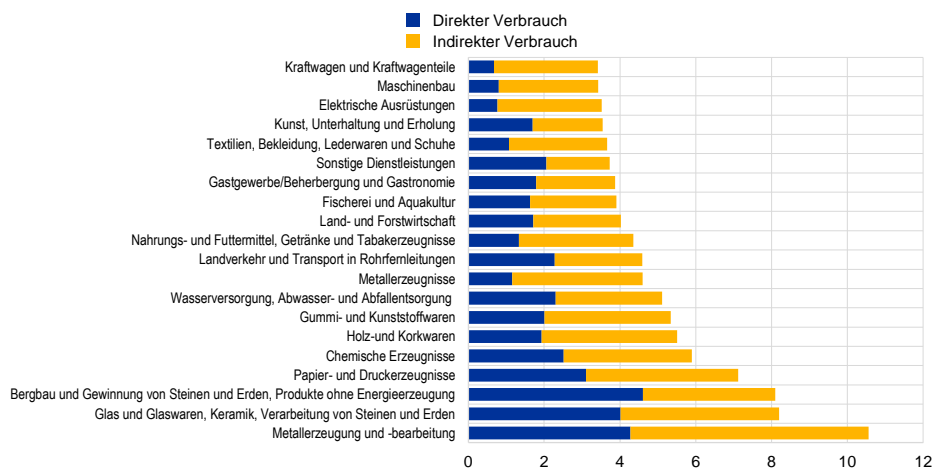
Quellen: Eurostat (Aufkommens- und Verwendungstabellen für Energie) und EZB-Berechnungen. Die Klassifizierung entspricht der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 2).

Die Reaktion von Herstellern und Dienstleistern auf Gaspreiserhöhungen wird durch Lieferkettenverflechtungen verstärkt. Dies hängt damit zusammen, dass der Energieverbrauch zu mehr als zwei Dritteln indirekt in vorgelagerten Stufen der Produktionskette erfolgt. Abbildung C zeigt, gemessen am Anteil der Vorleistungen aus der Energieversorgung, die 25 energieintensivsten Sektoren des Euroraums. Dabei wird unterschieden zwischen direktem Vorleistungsbezug und indirektem Verbrauch, der über die Vorleistungen aus anderen Branchen erfolgt. In vielen Industriezweigen wird Gas in großem Umfang direkt genutzt (insbesondere im Bergbau und bei Metallen und Mineralien), während in anderen die indirekte Verwendung überwiegt. Letzteres gilt insbesondere für nachgelagerte Industriezweige (z. B. Metallerzeugnisse, Nahrungsmittel, Textilien, elektrische Ausrüstungen, Maschinenbau sowie Kraftwagen), aber auch für Dienstleistungsbranchen (verkehrsbezogene Dienstleistungszweige, Wasserversorgung, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie). Besonders relevant ist der Gesamtinput aus der Energieversorgung in den Sektoren Metallerzeugung und -bearbeitung, Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden, Papier- und Druckerzeugnisse sowie chemische Erzeugnisse.

Abbildung C

Direkter und indirekter Gas- und Stromverbrauch nach Wirtschaftszweigen

(in % der Gesamtproduktion im Jahr 2018)



Quellen: TiVA-Datenbank (Trade in Value Added Database) der OECD 2021 und EZB-Berechnungen.

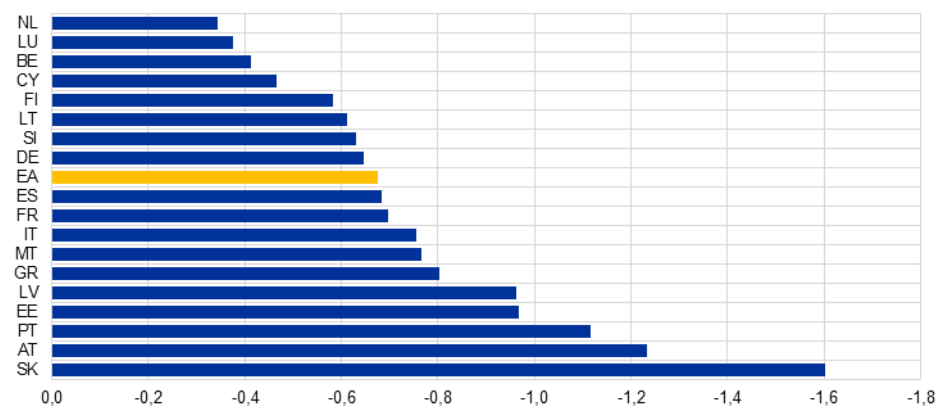
Anmerkung: Dargestellt sind die 25 energieintensivsten Sektoren, gemessen am Anteil der Vorleistungen aus der Energieversorgung, gemäß der Internationalen Standardklassifikation der Wirtschaftszweige (ISIC Rev. 4) der Vereinten Nationen.

Schätzungen der direkten und indirekten Auswirkungen von Versorgungsstörungen haben ergeben, dass ein hypothetischer Schock in Form einer Verringerung der Gasversorgung des Unternehmenssektors um 10 % einen Rückgang der Bruttowertschöpfung im Euroraum in Höhe von etwa 0,7 % herbeiführen würde. Um die Auswirkungen einer eingeschränkten Versorgung zu beurteilen, wird beispielhaft eine Verringerung der Energieerzeugung seitens der Energieversorger um 10 % für die Produktionsprozesse aller anderen Sektoren angenommen. Wie aus Abbildung B hervorgeht, ist der Energieversorgungssektor der mit Abstand größte Direktverbraucher von Gas, wobei sich die Aktivität weitgehend auf die Verteilung von Erdgas und dessen Umwandlung in Strom konzentriert. Zur Berechnung der Auswirkungen wird die aus einer vollständigen Input-Output-Struktur abgeleitete Wertschöpfung mit der aus einer hypothetischen Input-Output-Struktur abgeleiteten Wertschöpfung verglichen, bei der die End- und Vorleistungslieferungen des Energiesektors an das Eurogebiet um 10 % vermindert werden. Dabei gilt es zu berücksichtigen, dass das Rechenmodell in seiner Aussagekraft insofern begrenzt ist, als die Auswirkung von Preisänderungen, Komplementär-, Substitutions- oder Zweitunden- und allgemeinen Gleichgewichtseffekten nicht berücksichtigt wird. In Abbildung D sind die geschätzten Wertschöpfungseinbußen für die Länder des Euroraums dargestellt. Die Ergebnisse legen nahe, dass die Bruttowertschöpfung des Euroraums in diesem Rationierungsszenario um 0,7 % niedriger ausfallen könnte, wobei Länder, deren Produktion stärker gasabhängig ist und deren Energieerzeugung per se einen großen Anteil an der Wertschöpfung ausmacht, besonders hohe Verluste erleiden könnten.

Abbildung D

Auswirkung einer Einschränkung der Gasversorgung um 10 % auf die Bruttowertschöpfung gemäß Input-Output-Simulationen

(Veränderung der Wertschöpfung in %)



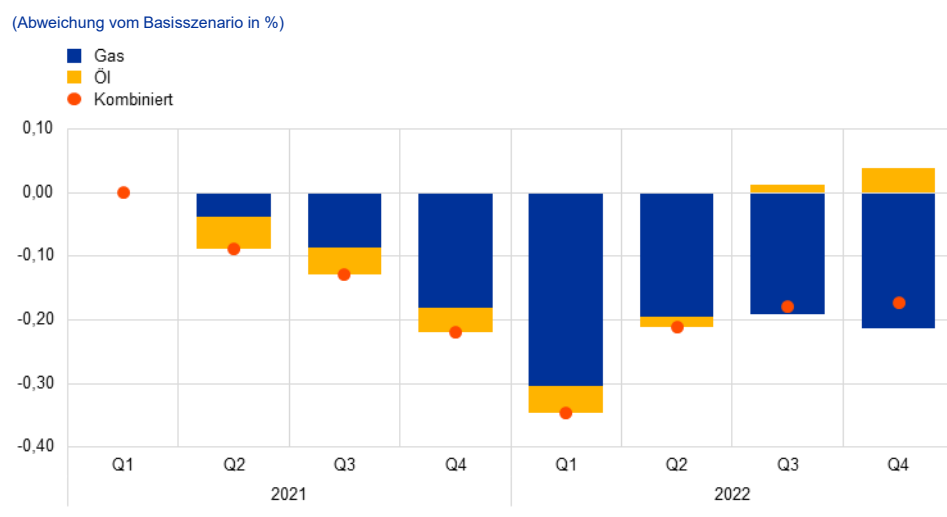
Quellen: TiVA-Datenbank (Trade in Value Added Database) der OECD 2021, Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für die Schätzung der Auswirkungen auf die einzelnen Länder wird die aus einer vollständigen Input-Output-Struktur abgeleitete Erzeugung mit der aus einer Input-Output-Struktur abgeleiteten Produktion verglichen, bei der die Energieerzeugung des Energieversorgungssektors für Produktionszwecke im Euroraum 10 % geringer ist.

Ein alternativer Ansatz zur Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Folgen von Gaspreiserhöhungen ist der Einsatz allgemeiner Gleichgewichtsmodelle mit einer detaillierten Modellierung des Energiesektors. Die detaillierte Modellierung des Energiesektors im Rahmen des National Institute Global Econometric Model (NiGEM) ermöglicht eine beispielhafte Analyse des anhaltenden Preisauftriebs bei Gas (und Öl) auf die Konjunktur im Euroraum. Das NiGEM unterscheidet zwischen vier verschiedenen Energieträgern: Öl, Gas, Kohle und erneuerbaren Energien. Obwohl das Modell keinen Mechanismus zur direkten Mengenerationierung enthält, lassen sich konjunkturelle Auswirkungen durch Generierung globaler Energiepreisschocks anhand der aktuellen Profile von Kassa- und Terminpreisen simulieren. NiGEM-basierte Schätzungen legen nahe, dass ein dauerhafter Anstieg der Erdgaspreise in Höhe einer Standardabweichung ab dem ersten Quartal 2021 im Standardprojektionszeitraum von drei Jahren (ohne Berücksichtigung von Politik- und Wechselkurseffekten) eine Abweichung des euroraumweiten BIP von rund 0,2 % gegenüber dem Basisszenario bewirken würde.

Exemplarische kontrafaktische Simulationen auf Basis des seit Anfang 2021 verzeichneten Öl- und Gaspreisanstiegs lassen auf einen deutlich negativen Effekt auf die Konjunktur des Euroraums im laufenden Jahr schließen, der im ersten Quartal 2022 kulminieren dürfte. Zum Redaktionsschluss der von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2021 deuteten die Kassa- und Terminpreise für Öl und Gas im Eurogebiet darauf hin, dass die Erdgaspreise im Euroraum im ersten Quartal 2022 einen Höchststand erreichen dürften, der fast 600 % über dem Niveau des ersten Quartals 2021 liegt, bevor sie danach deutlich

zurückgehen.¹ Bei Zugrundelegung dieses Verlaufs² sowie von Standardsimulationsannahmen ohne Wechselkurs- und Politikrückkopplung deuten die mechanischen NiGEM-basierten Simulationen darauf hin, dass der derzeitige Öl- und Gaspreisanstieg die Wirtschaftsleistung im Eurogebiet bis Ende 2022 im Vergleich zum BIP-Basisszenario um rund 0,2 % dämpfen könnte (siehe Abbildung E). Für gewöhnlich fällt der relative Effekt steigender Gaspreise zwar deutlich geringer als die Wirkung höherer Ölnotierungen aus, doch das außergewöhnliche Ausmaß der Gasverteuerung, wie es aus den Energieterminpreisen abzulesen ist, lässt die Gaspreise aktuell zum Kernfaktor der negativen Auswirkungen auf das BIP des Euroraums werden.

Abbildung E
 Simulierte Auswirkungen der anhaltenden Energiepreisentwicklung auf das BIP des Euroraums



Quellen: Bloomberg, National Institute Global Econometric Model (NiGEM) und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Das Schaubild zeigt die simulierten Auswirkungen von Abweichungen der Energiepreise vom Niveau des ersten Quartals 2021 auf das BIP des Euroraums ohne Berücksichtigung von Wechselkurs- und Politikeffekten.

¹ Während der Anstieg der Ölpreise gegenüber dem Niveau vom ersten Quartal 2021 (das weitgehend den nominalen Durchschnittswerten der Jahre 2017-2019 entspricht) mit dem historischen Verlaufsmuster im Einklang steht, das zuletzt im Vorfeld und im Gefolge der globalen Finanzkrise zu beobachten war, bewegen sich die jüngsten Gaspreissteigerungen deutlich jenseits früherer Preisausschläge. Zum Zeitpunkt, als der vorliegende Kasten verfasst wurde, wiesen sie eine weiterhin hohe Volatilität auf, obwohl die Kassapreise im Januar auf Werte fielen, die etwa der Hälfte ihrer Terminpreise vom Dezember entsprachen.

² Die in den vorliegenden Simulationen verwendeten Profile spiegeln die vierteljährlichen Durchschnittswerte der Profile wider, die in Abbildung A in Kasten 3 der Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 zu finden sind. Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

5 Bedeutung der Zuwanderung für die schwache Entwicklung der Erwerbspersonenzahl während der Covid-19-Pandemie

Katalin Bodnár und Derry O'Brien

Die unerwartet schwache Entwicklung der Erwerbspersonenzahl während der Corona-Pandemie (Covid-19) könnte teilweise mit der geringen Nettozuwanderung zusammenhängen.

Im dritten Quartal 2021 erholte sich die Zahl der Erwerbspersonen im Euro-Währungsgebiet und erreichte wieder ungefähr das Vorpandemieniveau vom Schlussquartal 2019.¹ Sie liegt jedoch nach wie vor deutlich unter dem Wert, der vor Ausbruch der Pandemie erwartet worden war. Dies zeigt, wie stark sich die Pandemie auf die Dynamik sowohl der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter als auch der Erwerbsbeteiligung ausgewirkt hat.² Hierzu könnte auch die verhaltene Nettozuwanderung beigetragen haben, die sich infolge der geringen Zuwanderungsströme und der dauerhaften Rückkehr einiger ausländischer Arbeitskräfte in ihre Heimatländer ergab. Im vorliegenden Kasten wird anhand der für die Länder des Euroraums vorliegenden Migrationsdaten untersucht, welche Rolle die Zuwanderung als Bestimmungsfaktor für die schwache Entwicklung der Erwerbspersonenzahl während der Pandemie gespielt hat, wobei auch die längerfristigen Folgen analysiert werden.

Die Abflachung des Wachstums der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter lässt sich teilweise mit der schwachen Nettozuwanderung erklären.

Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter gilt allgemein als nicht konjunkturreagibel.³ Sie wird von zwei Faktoren beeinflusst: dem natürlichen Zu- und Abgang von Personen im Alter von 15 bis 74 Jahren sowie der Nettozuwanderung von Personen in der genannten Altersgruppe. Vor der Pandemie war diese Bevölkerungsgruppe gewachsen, und die Zunahme sollte sich den Projektionen zufolge bis 2024 fortsetzen, wenn auch mit nachlassendem Tempo.⁴ Diese Projektionen basierten auf der Annahme, dass sich der natürliche Zu- und Abgang von Personen in der Bevölkerungsgruppe der 15- bis 74-Jährigen verlangsamen oder sogar per saldo ins Negative kehren würde. Die Projektionen gingen davon aus, dass die Nettozuwanderung einen positiven Beitrag zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter leisten und einen etwaigen Rückgang der Inländer im erwerbsfähigen Alter mehr als ausgleichen würde. Seit dem Ausbruch der Pandemie haben sich die Nettozuwanderungsströme jedoch erheblich schwächer entwickelt als erwartet, wodurch sich bei der Bevölkerung im

¹ Aus der Integrierten europäischen Sozialstatistik (IESS) der Europäischen Union geht hervor, dass sich die Zahl der Erwerbspersonen in der EU vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2021 um 0,2 % verringerte. Dies deckt sich mit den Ergebnissen der EU-Arbeitskräfteerhebung, die aufgrund ihrer Aufschlüsselung als Datenquelle zugrunde gelegt wird.

² Zu den Bestimmungsfaktoren der jüngsten Veränderungen der Erwerbsbeteiligung siehe EZB, [Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

³ Siehe beispielsweise Fußnote 8 in K. Havik, K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, R. Werner, A. Rossi, A. Thum-Thysen und V. Vandermeulen, [The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps](#), Economic Papers, Nr. 535, November 2014.

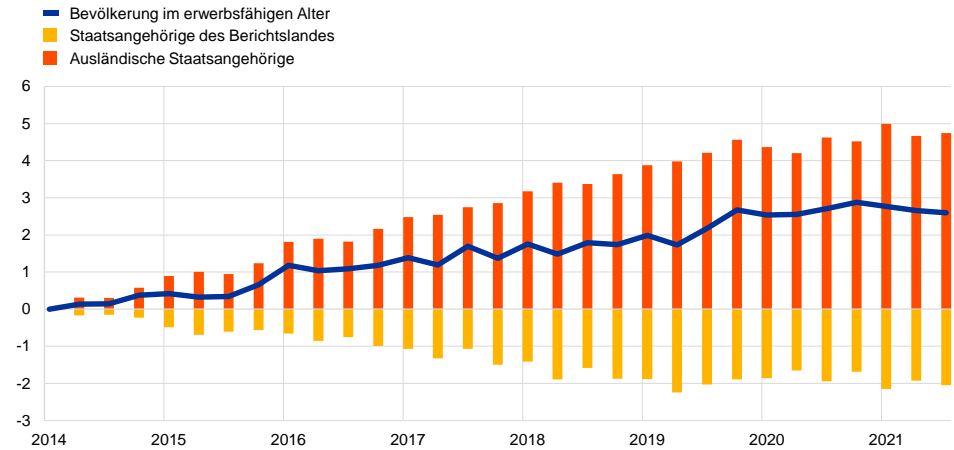
⁴ Die vor Ausbruch der Pandemie von Eurostat erstellten Basisprojektionen gingen davon aus, dass die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ab 2024 abnehmen würde.

erwerbsfähigen Alter ein weitgehend flacher Kurvenverlauf ergab (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter im Euroraum

(in Mio.; kumulierte Veränderung seit Q1 2014)



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

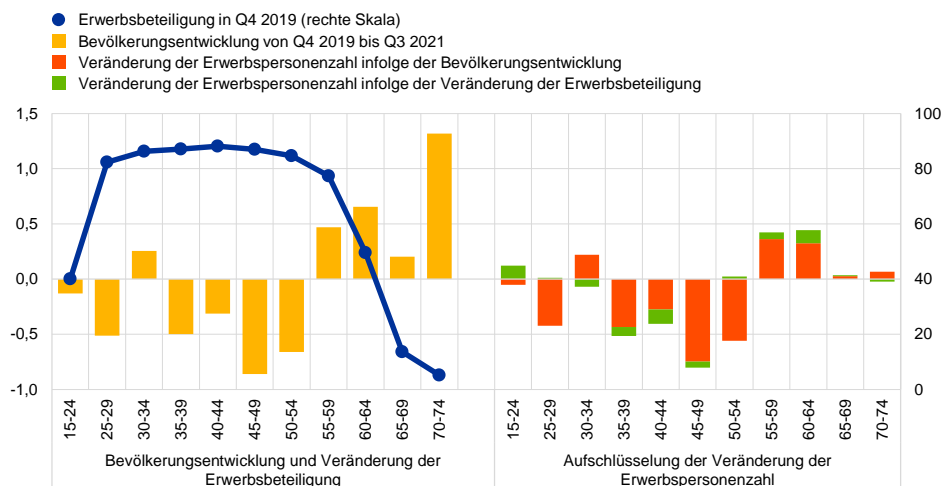
Anmerkung: Die Aufschlüsselung basiert auf der Staatsangehörigkeit. „Ausländische Staatsangehörige“ bezeichnet alle Personen, die nicht in dem Land leben, dessen Staatsangehörigkeit sie besitzen. Somit gelten auch Staatsangehörige eines Euro-Landes, die in einem anderen Euro-Land leben, als ausländische Staatsangehörige.

Der Rückgang der Arbeitskräfte im Haupterwerbsalter ist in erster Linie der längerfristigen Bevölkerungsalterung geschuldet, könnte aber auch teilweise die gedämpfte Zuwanderung in den Euroraum widerspiegeln. Insgesamt ist die Bevölkerung im Haupterwerbsalter (25 bis 54 Jahre), die sich üblicherweise durch eine relativ hohe Erwerbsbeteiligung auszeichnet, seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie stark gesunken, während die Zahl der 55- bis 64-Jährigen, bei denen die entsprechende Partizipationsquote in der Regel gering ist, zugenommen hat (siehe Abbildung B). Solche Veränderungen innerhalb der Alterskohorten sind teilweise auf allgemeine demografische Trends im Zusammenhang mit der Bevölkerungsalterung zurückzuführen. Diese haben zur Folge, dass die Kohorte der Personen, die aus dem Haupterwerbsalter in die Altersgruppe der 55- bis 64-Jährigen überwechseln, größer ist als die Kohorte der Neuzugänge bei den Personen im Haupterwerbsalter. Allerdings dürften die dargestellten Entwicklungen auch Migrationstrends während der Pandemie widerspiegeln, denn die Personen, die in den Euroraum zuwandern, gehören tendenziell der Kohorte im Haupterwerbsalter an.

Abbildung B

Bestimmungsfaktoren der Erwerbspersonenzahl nach Altersgruppe und Aufschlüsselung der Veränderungen der Erwerbspersonenzahl vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2021

(linke Skala: in Mio.; kumulierte Veränderung seit Q4 2019; rechte Skala: in % der Bevölkerung)



Quellen: Eurostat (Integrierte europäische Sozialstatistik) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Datenreihen sind saisonbereinigt.

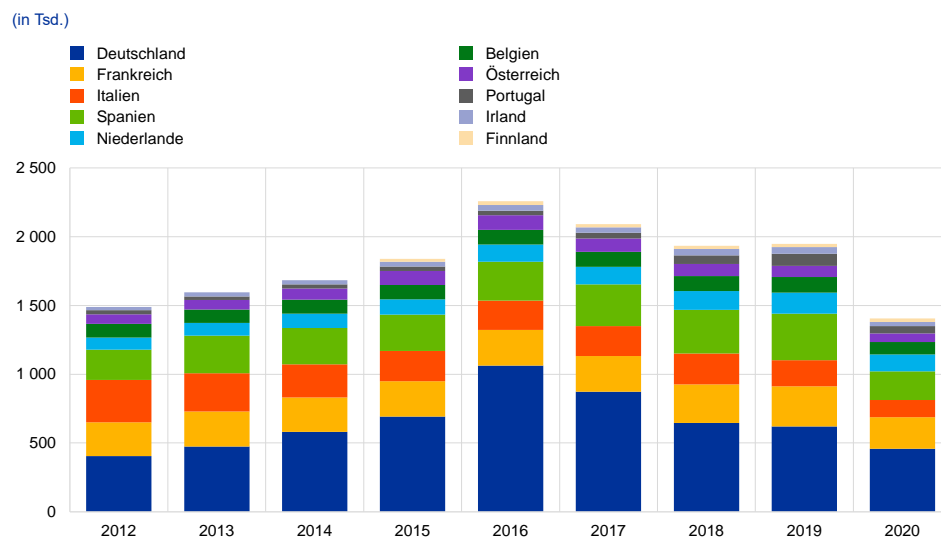
Die Nettozuwanderung in den Euroraum blieb während der Pandemie hinter der trendmäßigen Zunahme zurück, die vor Pandemiebeginn verzeichnet worden war.

Aufgrund von Datenbeschränkungen und der noch laufenden Umsetzung der Verordnung über die Integrierte europäische Sozialstatistik (IESS-Verordnung)⁵ lassen sich nur bedingt Rückschlüsse darauf ziehen, wie sich die Migrationsströme im Verlauf der Pandemie entwickelt haben. Die Untersuchung basiert auf Daten aus der EU-Arbeitskräfteerhebung, da diese nach Staatsangehörigkeit aufgeschlüsselt sind. Daraus geht hervor, dass sich die Zahl der ausländischen Staatsangehörigen im erwerbsfähigen Alter im Euroraum seit dem Beginn der Pandemie kaum verändert hat, wohingegen in den Jahren zuvor ein Aufwärtstrend zu beobachten war. Diese Abschwächung war zum Teil durch einen massiven Rückgang der Zahl der Dauerzuwanderer mit ausländischer Staatsangehörigkeit – vorwiegend aus nicht zum Euroraum zählenden Ländern – in das Eurogebiet im Jahr 2020 bedingt. Das Phänomen war in vielen Ländern des Euroraums zu beobachten (siehe Abbildung C).

⁵ In den offiziellen Statistiken dürften nicht alle Zuwanderer erfasst sein; dieses Problem könnte sich während der Pandemie verschärft haben. Die EU-Arbeitskräfteerhebung verwendet Haushalte als Stichprobeneinheit. Allerdings leben manche Zuwanderer – insbesondere Saisonarbeiter – in ihrem Zielland nicht in Haushalten. Auch werden Zuwanderer, die nur kurze Zeit im Zielland bleiben, möglicherweise nicht statistisch erfasst, weil z. B. einige Länder nur Daten zu Aufenthalten von mehr als zwölf Monaten erheben. In einigen Ländern wird zudem die Staatsangehörigkeit in der Arbeitskräfteerhebung nicht korrekt erfasst. Nichtsdestotrotz sind die Statistiken mit den allgemein verwendeten Daten zur Erwerbspersonenzahl konsistent. Problematisch ist außerdem, dass die offiziellen Migrationsstatistiken tendenziell mit einer langen Verzögerung veröffentlicht werden.

Abbildung C

Zustrom von Dauerzuwanderern mit ausländischer Staatsbürgerschaft in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quelle: OECD Migration Outlook 2021.

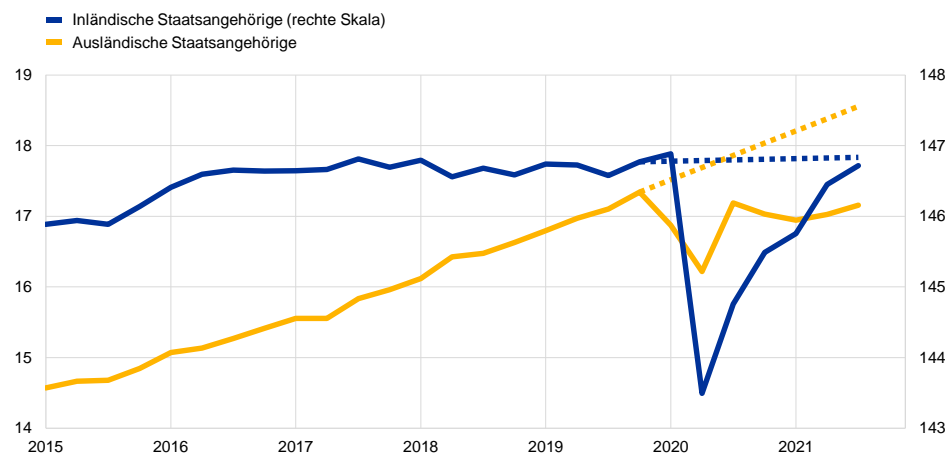
Anmerkung: Der Zustrom bezieht sich ausschließlich auf ausländische Staatsangehörige. Hierbei werden auch Zuwanderer erfasst, deren Aufenthaltsstatus sich geändert hat, die also ursprünglich mit einer befristeten Aufenthaltsgenehmigung einreisten und im Anschluss eine längerfristige Aufenthaltsgenehmigung erhielten.

Gegenwärtig ist die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte im Euroraum etwa 0,2 Millionen niedriger als vor der Pandemie und verfehlt erheblich die Trendentwicklung, die sich vor der Pandemie abgezeichnet hatte. Die Daten sind zwar mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, doch gegenüber der Zeit vor der Pandemie scheinen mehr als 0,1 Prozentpunkte der Abnahme der Erwerbspersonenzahl um 0,2 % auf den Rückgang ausländischer Arbeitskräfte zu entfallen (siehe Abbildung D). Ausschlaggebend hierfür ist vor allem das geringere Angebot an ausländischen Arbeitskräften im Haupterwerbsalter und in den jüngeren Alterskohorten. Auch ist die Arbeitslosenquote unter den ausländischen Staatsangehörigen erheblich stärker gestiegen als bei inländischen Staatsangehörigen (um 3,1 Prozentpunkte in der Zeit vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2021, verglichen mit 0,9 Prozentpunkten bei inländischen Arbeitskräften). Darin spiegelt sich die stärkere Konjunkturabhängigkeit der Arbeitslosenquote ausländischer Staatsangehöriger wider. Es ist anzunehmen, dass die höhere Arbeitslosenquote ausländischer Arbeitskräfte zu einer stärkeren Abwanderung geführt hat. Zudem dürften hierdurch potenzielle Migranten von einer Zuwanderung in den Euroraum abgeschreckt worden sein.

Abbildung D

Zahl der Erwerbspersonen im Euroraum nach Staatsangehörigkeit

(in Mio.)



Quelle: Eurostat (Arbeitskräfteerhebung der EU).

Anmerkung: Saisonbereinigt durch die EZB. Die gepunkteten Linien schreiben den Entwicklungstrend fort, der vor der Pandemie bei den Erwerbspersonen verzeichnet wurde (vom ersten Quartal 2018 bis zum vierten Quartal 2019). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Während der Pandemie wurden die Zuwanderungsströme durch mehrere

Faktoren beeinflusst.

Die ungünstigeren Beschäftigungsaussichten und die durch die Pandemie ausgelöste allgemeine Unsicherheit könnten potenzielle Zuwanderer abgeschreckt haben. Außerdem haben die Reisebeschränkungen die Zuwanderung vermutlich behindert und auch zu einer gewissen Abwanderung geführt (beispielsweise könnten Zugewanderte in ihre Heimatländer zurückgekehrt sein, weil sie befürchteten, diese nicht mehr besuchen zu können).⁶ In den Sektoren, die besonders stark von den Lockdown-Maßnahmen betroffen waren, wie etwa im Gastgewerbe, ist der Anteil ausländischer Staatsangehöriger vergleichsweise hoch (siehe Abbildung E). Darüber hinaus sind die Bedingungen, unter denen ausländische Staatsangehörige arbeiten, tendenziell ungünstiger.⁷ Ihre Arbeitsverträge sind häufiger befristet, wodurch die Wahrscheinlichkeit einer Entlassung höher ist. Zudem können sie vermutlich seltener Programme zur Arbeitsplatzsicherung oder andere staatliche Förderprogramme in Anspruch nehmen. Diese Faktoren könnten jedoch zumindest teilweise durch andere Kräfte ausgeglichen worden sein. So ist etwa der Anteil ausländischer Arbeitskräfte in einigen systemrelevanten Sektoren – beispielsweise im Einzelhandel und im Gesundheitswesen – recht hoch, was deren Beschäftigung zuträglich gewesen sein dürfte.⁸

⁶ Um dem entgegenzuwirken, wurde die Ein- und Ausreise ausländischer Saisonarbeitskräfte in einigen Fällen durch bilaterale Abkommen erleichtert. Siehe auch Z. Rasnača, [Essential but unprotected: highly mobile workers in the EU during the Covid-19 pandemic](#), ETUI Policy Brief, Nr. 9/2020.

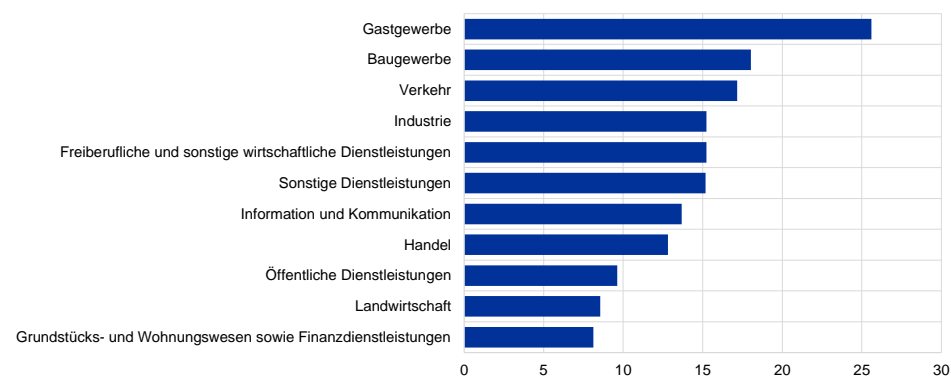
⁷ Siehe EZB, [Arbeitskräfteangebot und Beschäftigungswachstum](#), Wirtschaftsbericht 1/2018, Februar 2018.

⁸ Siehe beispielsweise L. Bossavie, D. Garrote Sanchez, M. Makovec und Ç. Özden, [Immigration and natives' exposure to COVID-related risks in the EU](#), VoxEU Column, 1. September 2021.

Abbildung E

Anteil der Beschäftigten mit ausländischer Staatsangehörigkeit im Jahr 2019 (vor Pandemiebeginn) nach Sektoren

(in % der Gesamtbeschäftigung)



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

Anmerkung: Die Angaben basieren auf einer Aggregation von Mikrodaten für elf Euro-Länder (Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland).

Der Anteil ausländischer Arbeitskräfte im Euro-Währungsgebiet könnte sich allmählich wieder dem vor der Pandemie erwarteten Niveau annähern, wobei die Risiken jedoch insgesamt abwärtsgerichtet sind. Die Zuwanderung wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach erholen, da die internationale Stellensuche und -besetzung langsam wieder an Fahrt gewinnt. Sie könnte zeitweise zusätzlichen Auftrieb erhalten, wenn Zuwanderungswillige, die derzeit darauf warten, dass sich das Infektionsrisiko verringert und die Gefahr weiterer Lockdown-Maßnahmen abnimmt, beschließen, eine Arbeit im Euroraum aufzunehmen. Allerdings könnten sich auch einige Zuwanderer, die in ihre Heimatländer zurückgekehrt sind, dort wieder permanent niedergelassen haben, etwa weil sie ihre Work-Life-Balance inzwischen anders beurteilen oder sich die Beschäftigungsaussichten in ihrem Heimatland verbessert haben. Auch Homeoffice-Angebote von Arbeitgebern aus dem Eurogebiet könnten in diesem Zusammenhang eine Rolle spielen. Insgesamt sind die Aussichten für die Zuwanderungsströme im Projektionszeitraum und darüber hinaus auch weiterhin mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet.⁹

⁹ In den aktuell vorliegenden Projektionen der Zuwanderungsströme von Eurostat sind die Auswirkungen des Covid-19-Schocks noch nicht berücksichtigt.

Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Johannes Gareis, Richard Morris und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten sind die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern aus 74 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet gewinnen konnte. Die Umfrage fand überwiegend im Zeitraum vom 10. bis zum 19. Januar 2022 statt.¹

Die Unternehmen berichteten von einer starken oder steigenden Nachfrage in den meisten Sektoren, wobei viele auch darauf hinwiesen, dass es für sie aufgrund von Lieferengpässen weiterhin schwierig sei, die Nachfrage zu bedienen. In dieser Hinsicht habe sich die Situation in den letzten Monaten wenig geändert. Die befragten Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe meldeten nach wie vor eine solide Auftragslage und lange Lieferzeiten. Allerdings sei es aufgrund von Engpässen bei Vorleistungsgütern schwierig, den Bestellungen nachzukommen. Die akute Knappheit an Halbleitern in der Automobilindustrie infolge der im Sommer in Asien grassierenden Delta-Variante des Coronavirus (Covid-19) habe sich im vierten Quartal 2021 etwas entspannt. Der branchenweite Mangel an Chips und damit zusammenhängenden elektronischen Komponenten halte jedoch an. Wegen Rückstaus in den Containerhäfen sowie mangelnden Straßentransport- und Lagerkapazitäten sei es in den vergangenen Monaten auch bei anderen Vorleistungsgütern immer wieder zu Verknappungen gekommen. Sie belasteten große Teile der Industrie und hätten sich bis zuletzt nicht verringert. Deshalb könne das Angebot an industriellen Erzeugnissen teils nicht mit der Endnachfrage der Verbraucher Schritt halten. Dementsprechend seien die Lagerbestände an Vorleistungen und Enderzeugnissen gering, die Bestände an Halbfertigerzeugnissen (und Transitwaren) hingegen tendenziell hoch. In der Bau- und Immobilienbranche war ebenfalls eine starke Nachfrage zu verzeichnen, vor allem am florierenden Wohnimmobilienmarkt. Auch die Ansprechpartner im Dienstleistungssektor gaben ungeachtet der sich seit November ausbreitenden Omikron-Variante des Coronavirus eine relativ positive Einschätzung der Geschäftslage ab. Die Nachfrageerholung im Reiseverkehr und Tourismus habe sich trotz einiger Unterbrechungen in der Grundtendenz fortgesetzt. Hierzu habe unter anderem die Wiederaufnahme des Reiseverkehrs in die Vereinigten Staaten im November beigetragen. Im Einzelhandel werde die geringe Kundenfrequenz in den Geschäften durch einen hohen Umsatz pro Kunden sowie den anhaltend kräftig zunehmenden Onlinehandel ausgeglichen. Eine Reihe anderer Dienstleistungssektoren vermeldete ebenfalls eine Belebung der Geschäftstätigkeit, wobei sich digitalintensive Branchen (wie IT und Consulting) sowie Personaldienstleistungen besonders dynamisch entwickelten.

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

Die meisten Unternehmen zeigten sich hinsichtlich der Aussichten für ihre Geschäftstätigkeit im Jahr 2022 nach wie vor optimistisch.

Durch die Ausbreitung der Omikron-Variante werde sich die Aktivität in den kommenden Wochen abschwächen, dieser Effekt wird jedoch nach Einschätzung der Befragten relativ kurzlebig sein. Anschließend dürfte das verarbeitende Gewerbe durch die soliden Auftragsbestände einige Monate Auftrieb erhalten. In den kontaktintensiven Dienstleistungsbereichen dürfte die Erholung erneut Fahrt aufnehmen, sobald die Corona-Eindämmungsmaßnahmen nach dem Abflauen der aktuellen Infektionswelle wieder gelockert werden. Die Unternehmen der Reisebranche rechneten für das laufende Jahr daher mit einem relativ normalen Sommergeschäft. Das größte Risiko für diesen günstigen Ausblick ergibt sich den Befragten zufolge aus der Möglichkeit, dass infolge einer höheren und/oder hartnäckigeren Inflation (insbesondere mit Blick auf die Energiepreise) das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte schrumpft und hierdurch die Endnachfrage der Verbraucher gedämpft wird. Aufgrund der jüngsten Ausbreitung der Omikron-Variante erwarteten die befragten Unternehmen außerdem, dass die Störungen in den Lieferketten länger anhalten werden als zuvor angenommen: Die meisten Ansprechpartner gingen davon aus, dass diese noch mindestens sechs Monate oder sogar ein Jahr fortbestehen könnten.

Die Lage am Arbeitsmarkt blieb nach Einschätzung der befragten Unternehmen weiter angespannt.

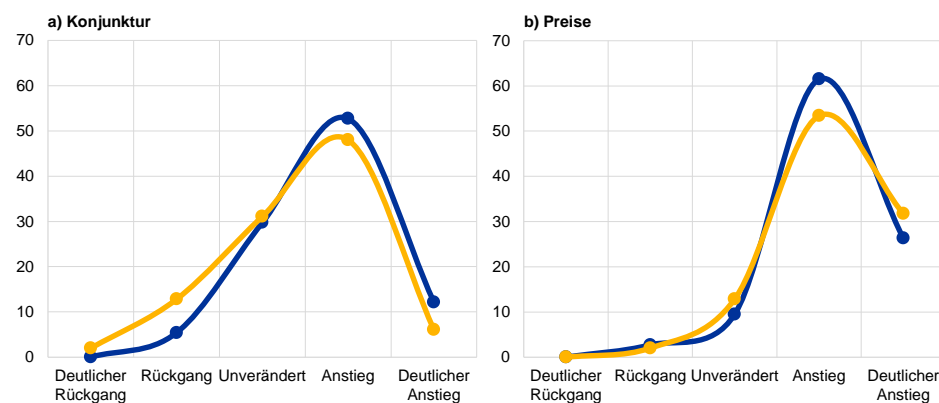
Am Arbeitsmarkt treffe eine hohe Arbeitskräftenachfrage auf ein teils knappes Angebot, wobei die Situation je nach Unternehmen, Sektor und Region deutlich variere. Diese Entwicklung sei teilweise der Pandemie geschuldet: Menschen hätten notgedrungen oder auch aus freien Stücken die Branche gewechselt, strebten eine ausgewogenere Work-Life-Balance an, oder zugewanderte Arbeitskräfte seien in ihre Heimatländer zurückgekehrt. Allerdings gebe es in einigen Sektoren und Berufsgruppen auch schon länger bestehende Personalengpässe. Im Zuge der beschleunigten Digitalisierung und Dekarbonisierung der Wirtschaft habe sich die Nachfrage nach bestimmten Qualifikationen auf breiter Front erhöht und werde durch die Bildungssysteme bislang nicht ausreichend gedeckt. Es wurde auch vorgebracht, dass Arbeitskräfte inzwischen weniger bereit seien, Stellen anzunehmen, die sie als unattraktiv empfänden, weil sie z. B. mit Schichtarbeit, Arbeit im Freien oder häufigen Geschäftsreisen einhergingen. Fast alle Unternehmen meldeten eine überdurchschnittlich hohe Fluktuationsrate. Diese führten sie mitunter darauf zurück, dass sich durch die zunehmende Verbreitung von Online-Recruiting womöglich die Personalanwerbung beschleunigt habe. Hinzu komme der Wegfall geografischer Hürden für einige hochqualifizierte Arbeitsplätze durch die zunehmende Etablierung von Homeoffice-Lösungen.

Abbildung A

Überblick über die Konjunktur- und Preiseinschätzungen – Entwicklung und Aussichten

(in % der Befragten)

- Vergangenes Quartal
- Aktuelles Quartal



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Werte für das vergangene Quartal spiegeln die Einschätzung der EZB wider, wie die Befragten die Entwicklung der Konjunktur (Umsatz, Produktion und Auftragseingang) und der Preise im vierten Quartal 2021 bewerteten. Die Werte für das aktuelle Quartal spiegeln die Einschätzung wider, wie die Befragten die Aussichten für die Konjunktur- und Preisentwicklung im ersten Quartal 2022 bewerteten.

Die meisten Befragten – insbesondere jene aus der Industrie – berichteten von steigenden Preisen und einem dynamischeren preislichen Umfeld. Im

verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe seien die Verkaufspreise im letzten Quartal 2021 gestiegen, und zwar teilweise erheblich. Dieser Anstieg dürfte sich im ersten Quartal 2022 fortsetzen. Die Preisschübe, die im Jahr 2021 bei vielen Rohstoffen und auch bei den Logistikkosten verzeichnet wurden, wirkten noch immer entlang der Wertschöpfungskette durch, und die sehr guten Nachfragebedingungen in den meisten Sektoren würden nach wie vor eine Weitergabe dieser Kosten an die Preise begünstigen. Viele der befragten Unternehmen rechneten damit, dass der starke Energiepreisanstieg Ende 2021 die Kosten und Preise im Jahr 2022 weiter in die Höhe treiben werde. Zahlreiche Ansprechpartner gaben an, dass Preisanpassungen häufiger als zuvor vorgenommen würden, um sinkende Margen zu verhindern. Darüber hinaus gingen sie davon aus, dass die Preise wohl über weite Strecken des laufenden Jahres weiter steigen würden. Auch in vielen Teilen des Dienstleistungssektors seien Preiserhöhungen zu beobachten. Dies sei nicht nur in den unternehmensbezogenen Sektoren wie Transport und Beratung der Fall, sondern auch in einigen verbrauchernahen Dienstleistungsbereichen wie der Telekommunikationsbranche. Die Ansprechpartner im Einzelhandel und den damit zusammenhängenden Sektoren berichteten von einem anhaltend starken Wettbewerb und einer weiteren Zunahme des Onlinehandels. Dadurch werde zwar die Weitergabe der steigenden Kosten an die Endverbraucher etwas gebremst, dennoch sei in den kommenden Monaten aber mit einem weiteren Anstieg der Verkaufspreise zu rechnen.

Die meisten Unternehmen rechneten für das laufende Jahr mit etwas höheren Lohnzuwächsen. Zum Teil werde es sich dabei um Nachholeffekte handeln, nachdem es 2020 und 2021 pandemiebedingt vielfach Nullrunden oder nur minimale

Lohnerhöhungen gegeben habe. Zu berücksichtigen seien aber auch die mancherorts angespannte Arbeitsmarktlage und die höheren Energiepreise, die sich stark in den Lebenshaltungskosten der privaten Haushalte bemerkbar machten. Dabei hoben einige befragte Unternehmen hervor, dass bei den Tarifabschlüssen auf die im Zeitverlauf erwartete durchschnittliche Inflation abgestellt werden sollte statt auf die sich durch die volatilen Energiepreise ergebenden monatlichen Spitzen. Die Befragten gingen überwiegend davon aus, dass sich die durchschnittlichen Lohnzuwächse von zuletzt rund 2 % in diesem Jahr auf 3 % oder mehr erhöhen würden. Für Bereiche, in denen es schwierig sei, Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten, wurden jedoch erheblich höhere Lohnsteigerungen gemeldet oder erwartet. Dies gilt beispielsweise für das Baugewerbe und den Straßengüterverkehr, aber auch für die Informationstechnologie und die Softwareentwicklung.

Einschätzungen der Wohnkosten basierend auf Umfragen und Preisstatistiken

David Wittekopf, Friderike Kuik, Omiros Kouvavas und Gerrit Koester

Im Zuge der Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB wurde die Veranstaltungsreihe „Die EZB hört zu“ durchgeführt. Die Finanzierbarkeit von Wohnraum und eine angemessenere Einbeziehung von Wohnkosten in den HVPI wurden dort als Themen immer wieder angesprochen.¹ Mehr als 80 % der Umfrageteilnehmer waren der Ansicht, der Wohnkostenanstieg sei für die Inflationsmessung relevant. Diesem Aspekt wurde in der Strategieüberprüfung mit dem Vorschlag Rechnung getragen, die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum (owner-occupied housing – OOH) auf Basis des Nettoerwerbskonzepts in die Berechnung der Inflationsrate einzubeziehen.²

Die Wahrnehmung der Wohnkosten lässt sich anhand verschiedener Datenquellen analysieren. Im vorliegenden Kasten wird zunächst auf der Basis von umfragebasierten Mikrodaten untersucht, wie Mieter und Eigentümer die Wohnkosten wahrnehmen. Diese Daten werden zu der auf gesamtwirtschaftlichen Preisstatistiken basierenden Entwicklung der Wohnkosten in Relation gesetzt. Dabei werden konzeptionelle Unterschiede zwischen verschiedenen Messgrößen aufgezeigt, die für die Interpretation der Daten von Bedeutung sind.

Eine Primärquelle für die Wahrnehmung von Wohnkosten in den Euro-Ländern sind Verbraucherumfragen. In Abbildung A (Grafik a) ist das Verhältnis der Wohnkosten zum verfügbaren Einkommen dargestellt. Die zugrunde gelegten Daten stammen aus der EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) für das Jahr 2019 (das letzte Jahr, für das entsprechende Daten vorliegen)³ sowie aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES), für die aktuellere Daten vorliegen (Oktober 2021). Die beiden Umfragen unterscheiden sich unter anderem im Hinblick auf Definitionen und Messunsicherheit, vor allem aber in Bezug auf die Entwicklungen während der Corona-Pandemie (die aufgrund des Umfragezeitraums in den EU-SILC-Daten nicht zum Ausdruck kommen).

¹ Siehe [Wichtigste Ergebnisse – Das Portal „Die EZB hört zu“](#). Die Umfrage erstreckte sich über den Zeitraum vom 24. Februar 2020 bis zum 31. Oktober 2020.

² Weitere Informationen zu den Ergebnissen der Strategieüberprüfung und zum betreffenden Preisindex finden sich in Aufsatz 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

³ Die EU-SILC-Daten für Italien beziehen sich auf 2018, weil für das Jahr 2019 keine Daten vorlagen.

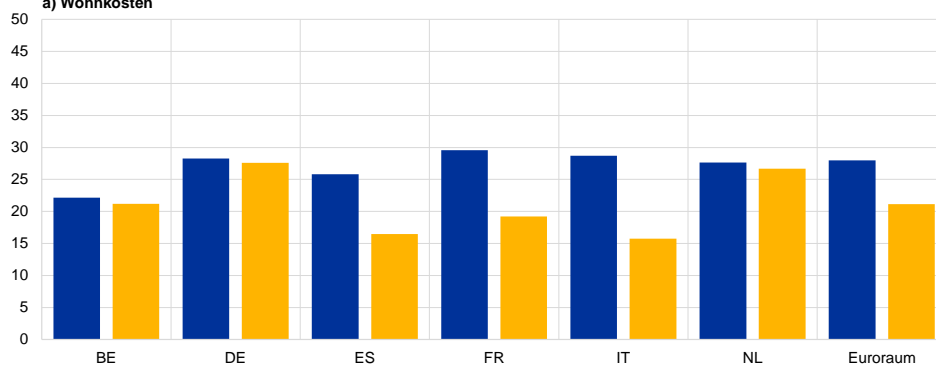
Abbildung A

Verhältnis der selbst angegebenen Wohnkosten zum Einkommen und Anteil der durch Wohnkosten übermäßig belasteten privaten Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Anteile in %)

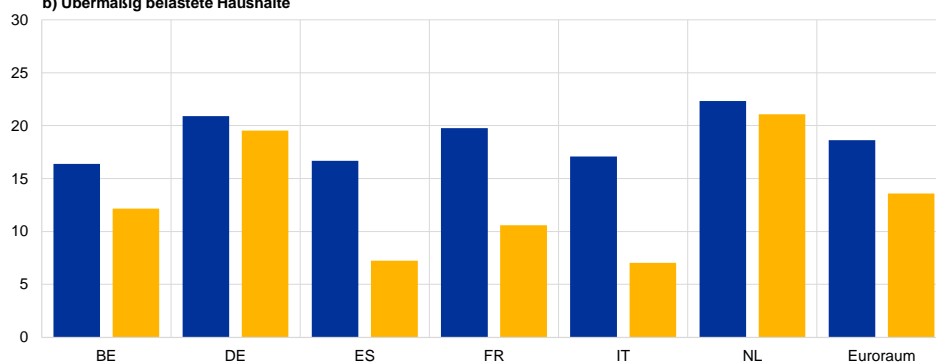
- Anteil der Wohnkosten am verfügbaren Einkommen 2021 – CES
- Anteil der Wohnkosten am verfügbaren Einkommen 2019 – EU-SILC

a) Wohnkosten



- Übermäßig belastete Haushalte 2021 – CES
- Übermäßig belastete Haushalte 2019 – EU-SILC

b) Übermäßig belastete Haushalte



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die CES-Daten beziehen sich auf Oktober 2021, die EU-SILC-Daten auf die im Jahr 2020 veröffentlichten Umfrageergebnisse. Die Messgrößen der EU-SILC und des CES wurden anhand der jeweiligen Mikrodaten berechnet. Auch die Messgröße der übermäßigen Belastung basiert auf den Mikrodaten. Sie spiegelt das Verhältnis der von den privaten Haushalten angegebenen Wohnkosten zu ihrem verfügbaren Einkommen wider. Als übermäßig belastet gelten Haushalte, deren Wohnkosten mehr als 40 % ihres verfügbaren Einkommens einnehmen.

Beide Umfragen zeigen, dass Wohnkosten den größten Ausgabenposten der privaten Haushalte ausmachen und von vielen Haushalten in der Tat als Herausforderung wahrgenommen werden. Den EU-SILC-Daten zufolge beliefen sich die Wohnkosten im Euroraum 2019 auf durchschnittlich 21 % des verfügbaren Einkommens, wobei die Zahlen von Land zu Land sehr unterschiedlich waren. Unter den größten Euro-Ländern lag dieses Verhältnis in Deutschland und in den Niederlanden deutlich über dem Durchschnitt des Währungsgebiets, während es in Italien und Spanien deutlich darunterlag. Die CES-Daten für Oktober 2021 deuten auf einen höheren durchschnittlichen Anteil der Wohnkosten am verfügbaren Einkommen im Euroraum (basierend auf Daten für Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, die Niederlande und Belgien) sowie eine geringere Heterogenität unter den

großen Euro-Ländern hin.⁴ Den EU-SILC-Daten für 2019 zufolge sind rund 14 % der Haushalte im Euroraum durch Wohnkosten übermäßig belastet (d. h., ihre Wohnkosten machen mehr als 40 % des verfügbaren Einkommens aus) – mit beträchtlichen Unterschieden zwischen den großen Euro-Ländern. Die CES-Daten für Oktober 2021 ergeben einen höheren durchschnittlichen Anteil übermäßig belasteter Haushalte im Euroraum (19 %) und zeigen eine geringere Heterogenität zwischen den großen Euro-Ländern auf.

Es bestehen erhebliche konzeptionelle Unterschiede zwischen der Erfassung der Wohnkosten in den Umfragedaten und in der Preisstatistik. Wie auch in dem Aufsatz „Berücksichtigung von selbst genutztem Wohneigentum bei der Inflationsmessung“ im vorliegenden Wirtschaftsbericht ausgeführt, gibt es mehrere Möglichkeiten, die Entwicklung der Wohnkosten zu messen. Einige Ansätze (z. B. das Nettoerwerbskonzept) orientieren sich unmittelbar an den Kosten des Erwerbs von Wohneigentum, die eng mit den Wohnimmobilienpreisen zusammenhängen. Andere Ansätze (Zahlungsansatz, Nutzerkostenansatz, Mietäquivalenzansatz) stützen sich auf die laufenden Kosten für selbst genutztes Wohneigentum oder den Schattenpreis. Die sich ergebenden Messgrößen weichen in der Praxis erheblich voneinander ab. Preisindizes für selbst genutztes Wohneigentum (OOHPIs) folgen dem Nettoerwerbskonzept. Im Gegensatz dazu folgen die in der EU-SILC erfassten Gesamtwohnkosten einem Quasi-Zahlungsansatz und beinhalten Hypothekenzinsen (Eigentümer), Mieten (Mieter) sowie Ausgaben für Versorgungsleistungen, Versicherungen, Dienstleistungen und Gebühren, Steuern, Instandhaltung und Reparaturen, jedoch keine Erwerbskosten (Eigentümer). In Tabelle A werden die Wohnkosten in drei Kategorien unterteilt (rein mieterbezogene Kosten, rein eigentümerbezogene Kosten sowie Kosten, die sowohl Mieter als auch Eigentümer betreffen). Die in der EU-SILC enthaltenen mieterbezogenen Wohnkosten entsprechen weitgehend jenen, die im HVPI erfasst werden (siehe Tabelle A). Bei den Eigentümern gibt es in konzeptioneller Hinsicht nur einen schwachen Bezug zu den Makrostatistiken, wie sie in den OOHPIs zum Ausdruck kommen. Der wichtigste Unterschied besteht darin, dass Hypothekenzinszahlungen in der EU-SILC-Messgröße berücksichtigt werden, im OOHPI jedoch nicht. Umgekehrt sind die Kategorien sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb von Wohnimmobilien, Eigenbau von Wohnimmobilien und umfangreiche Renovierungen sowie der Erwerb neuer Wohnimmobilien wesentliche Bestandteile des OOHPi (und machen insgesamt 77 % des Index aus), wohingegen sie in der EU-SILC unberücksichtigt bleiben. Die Schnittmenge zwischen den in der EU-SILC enthaltenen Eigentümerkosten und dem Nettoerwerbskonzept des OOHPi ist demzufolge recht gering. Dadurch sind Vergleiche schwierig, und die EU-SILC-Daten eignen sich nur teilweise für eine Ermittlung der eigentümerbezogenen Wohnkosten.⁵

⁴ Da für die beiden Umfragen keine Datenschnittmengen vorliegen, ist unklar, inwieweit die Unterschiede zwischen EU-SILC-Daten für 2019 und CES-Daten für Oktober 2021 die Entwicklungen im Zeitverlauf bzw. die konzeptionellen Unterschiede zwischen den Umfragen widerspiegeln.

⁵ Weitere Informationen zu den verschiedenen Ansätzen finden sich im Kasten „Internationale Praxis bei der Erfassung von selbst genutztem Wohneigentum in Verbraucherpreisindizes“ in Aufsatz 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Tabelle A

Wohnkosten für Mieter und Eigentümer: Erfassung in OOHPIs, in den HVPI-Teilkomponenten und in der EU-SILC

Wohnkosten	Im HVPI erfasste Wohnkosten	In OOHPIs erfasste Wohnkosten, die in den HVPI aufgenommen werden sollen ¹⁾	In der EU-SILC erfasste Gesamtwohnkosten
Mieterbezogene Kosten			
Mieten	Im HVPI erfasste Mieten (7,47 %)		Mietzahlungen (Mieter)
Kosten, die sowohl Mieter als auch Eigentümer betreffen			
Instandhaltungskosten	Instandhaltung und Reparaturen (4,35 %)	Größere Instandhaltungs- und Reparaturarbeiten (19,89 %)	Laufende Instandhaltung und Reparaturen
Versorgungsleistungen	Energie (Strom und Gas) (4,28 %)		Kosten für Versorgungsleistungen (Wasser, Strom, Gas, Heizung)
Versicherungen	Versicherungen im Zusammenhang mit dem Wohnraum (0,32 %)	Versicherungen im Zusammenhang mit dem Wohnraum (2,64 %)	Gebäudeversicherung
Kosten für Müll- und Abwasserentsorgung	Müllabfuhr und Abwasserentsorgung (1,09 %)		Dienstleistungen/Gebühren (Müllabfuhr/Abwasserentsorgung usw.)
Steuern			Wohnraumsteuer
Eigentümerbezogene Kosten			
Hypothekenzahlungen			Hypothekenzinszahlungen (Eigentümer; abzüglich Steuererleichterungen, ohne Abzug von Wohnraumförderung)
Kosten im Zusammenhang mit dem Erwerb von Wohnimmobilien		Sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb von Wohnimmobilien (12,52 %)	
Wohnimmobilienpreise		Eigenbau von Wohnimmobilien und umfangreiche Renovierungen (43,40 %)	
		Erwerb neuer Wohnimmobilien (19,39 %)	

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die in der EU-SILC erfassten Gesamtwohnkosten liegen nur als Aggregat vor, weshalb keine Daten oder Gewichte zu einzelnen Komponenten verfügbar sind. Bei den OOHPI- und HVPI-Teilkomponenten sind die Beiträge zum Gesamtindex (Gewichte) in Klammern angegeben.

1) Einzelheiten zu den OOHPI-Komponenten und dazu, welche Komponenten gemäß dem Nettoerwerbskonzept in die Berechnung des HVPI einfließen würden, finden sich in Aufsatz 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

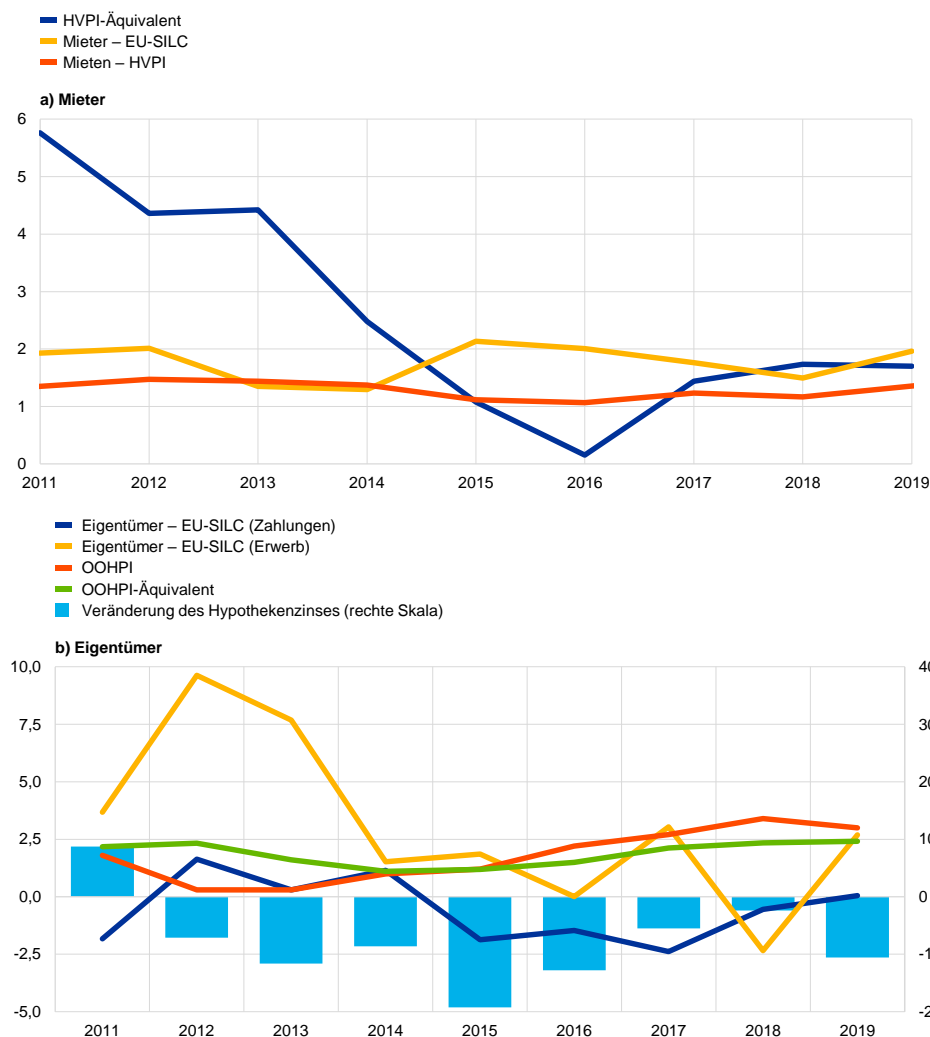
In den letzten zehn Jahren wiesen die Wohnkosten von Mietern im Euroraum nach deren Selbsteinschätzung – basierend auf EU-SILC-Daten – eine ähnliche Dynamik auf wie die im HVPI erfassten Mieten. Der EU-SILC zufolge erhöhten sich die aggregierten selbst angegebenen Wohnkosten über den Großteil des betrachteten Zeitraums mit einer jährlichen Wachstumsrate von etwa 2 % (siehe Abbildung B, Grafik a). Damit nahmen sie – mit Ausnahme der letzten drei Jahre – etwas weniger stark zu als die entsprechenden Komponenten der im HVPI erfassten Wohnkosten für Mieter. Mit der Dynamik der im HVPI erfassten Mieten wiesen sie hingegen einen engeren Gleichlauf auf. Diese Diskrepanz könnte damit zusammenhängen, dass die Teilnehmer der EU-SILC-Umfrage die Kosten für Versorgungsleistungen, Versicherungen, Dienstleistungen und Gebühren, Steuern,

Instandhaltung und Reparaturen nicht so genau vor Augen haben wie die Mietkosten.

Abbildung B

Anstieg der selbst angegebenen Wohnkosten verglichen mit ausgewählten HVPI-Komponenten (Mieter) und mit ausgewählten OOHPI-Komponenten und dem Hypothekenzins (Eigentümer)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Aggregate für den Euroraum. Einzelheiten zu den Zeitreihen finden sich in Tabelle A. Die Wachstumsraten der Gesamtwohnkosten nach Eigentumsverhältnis, Land und Jahr werden nach einem zweistufigen Ansatz ermittelt. Dabei werden zunächst Angaben zu den Gesamtwohnkosten auf Ebene der privaten Haushalte unter Zugrundelegung der in der EU-SILC verwendeten Haushaltsgewichte auf Länderebene aggregiert. Um die euroraumweite Wachstumsrate zu ermitteln, wird anschließend jede länderspezifische Jahreswachstumsrate mit der Größe des betreffenden Wohnimmobilienmarktes (preisaktualisierte Ausgaben für selbst genutztes Wohneigentum) gewichtet. In den so abgeleiteten Wachstumsraten der Wohnkosten könnten sich folglich z. B. auch die Auswirkungen einer Verbesserung der durchschnittlichen Wohnqualität widerspiegeln. Als Hypothekenzins wird der annualisierte vereinbarte Jahreszinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euro-Währungsgebiet herangezogen.

Demgegenüber weicht die Entwicklung der auf der EU-SILC basierenden Kosten für Wohneigentum stark von der Preisentwicklung gemäß dem OOHPI

ab. Die OOHPI-Inflation nahm kontinuierlich zu und lag schließlich von 2015 bis 2019 deutlich über 2 %. Demgegenüber wiesen die in der EU-SILC erfassten, auf Eigenangaben basierenden Kosten für selbst genutztes Wohneigentum eine

wesentlich höhere Volatilität auf. Sie haben sich seit 2016 im Schnitt jährlich entweder verringert oder kaum erhöht (siehe Abbildung B, Grafik b). Diese Divergenz könnte unter anderem damit zusammenhängen, dass der Anstieg des OOPHI von 2016 bis 2019 größtenteils der Entwicklung der Kosten für sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb von Wohnimmobilien, den Eigenbau von Wohnimmobilien und umfangreiche Renovierungen sowie für den Erwerb neuer Wohnimmobilien zuzuschreiben war, die in der EU-SILC-Messgröße gar nicht erfasst werden. Hinzu kommt, dass der Hypothekenzins in der EU-SILC berücksichtigt wird, im OOHPI jedoch nicht. Da die Hypothekenzinsen seit 2012 stark gesunken sind, lässt sich der Rückgang der EU-SILC-Messgröße der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum möglicherweise auch dadurch erklären.

Werden indes nur diejenigen privaten Haushalte betrachtet, die in jüngster Zeit eine Wohnimmobilie erworben haben, weisen die Wohnkosten für Eigentümer in der EU-SILC einen stärkeren Gleichlauf mit dem OOHPI auf. Diese Haushalte konnten zwar von günstigen Hypothekenzinsen profitieren, mussten jedoch steigende Wohnimmobilienpreise – und folglich häufig auch höhere Hypothekenkredite – hinnehmen. Um diese Effekte zu veranschaulichen, wird eine Messgröße abgeleitet, die lediglich die auf der EU-SILC beruhenden Kosten für selbst genutztes Wohneigentum im Jahr des Wohnimmobilienerwerbs erfasst. In dieser Messgröße wird der Wohnimmobilienpreisentwicklung als Bestimmungsfaktor der Wohnkosten ein größeres Gewicht beigemessen. Dadurch ähnelt sie stärker den OOHPIs, bei denen die Entwicklung der Immobilienpreise eine große Rolle spielt. Anders als die breiter gefasste Messgröße der EU-SILC-basierten Kosten für selbst genutztes Wohneigentum scheint diese enger gefasste – wenn auch unvollkommene – Messgröße stärker mit der Entwicklung des OOHPI zu korrelieren (siehe Abbildung B).

Die aus der EU-SILC gewonnenen Umfragedaten zu den wahrgenommenen Wohnkosten bieten den großen Vorteil, dass sie Analysen für verschiedene Gruppen von Mietern und Wohneigentümern ermöglichen. Der allgemeine Anstieg der Wohnkosten für Mieter in den Jahren 2018 und 2019 war in erster Linie auf neuere Mietverträge zurückzuführen (die stärksten Mietkostensteigerungen waren bei höchstens zwei Jahre alten Mietverträgen zu beobachten), während die Mieten bei mehr als zehn Jahre alten Mietverträgen im selben Zeitraum sanken (siehe Abbildung C, Grafik a). Eine Aufschlüsselung nach Alter der Käufer ergibt, dass Wohneigentum, das von jüngeren Haushalten erworben wurde, im Schnitt stärker von Preissteigerungen betroffen war. Abbildung C (Grafik b) zeigt die Ergebnisse für die Altersgruppen der 16- bis 39-Jährigen und der ab 40-Jährigen.⁶ Seit 2017 zeigt sich eine signifikante Divergenz zwischen den Wachstumsraten der beiden Kategorien, die in ähnlichem Maße auch bei den Mieten zu beobachten ist. Darin kommt zum Ausdruck, dass jüngere Menschen mit einem dynamischeren Wohnimmobilienmarkt konfrontiert sind.

⁶ Die Beschränkung auf zwei Altersgruppen ist dem begrenzten Stichprobenumfang geschuldet und soll sicherstellen, dass in jeder Gruppe genügend Beobachtungen vorhanden sind. Auf die Stichprobe wird das in den Anmerkungen zu Abbildung C beschriebene Verfahren zur Näherung der Anschaffungskosten angewendet, d. h., es werden nur die Umfrageteilnehmer erfasst, die im selben Jahr Wohneigentum erwarben.

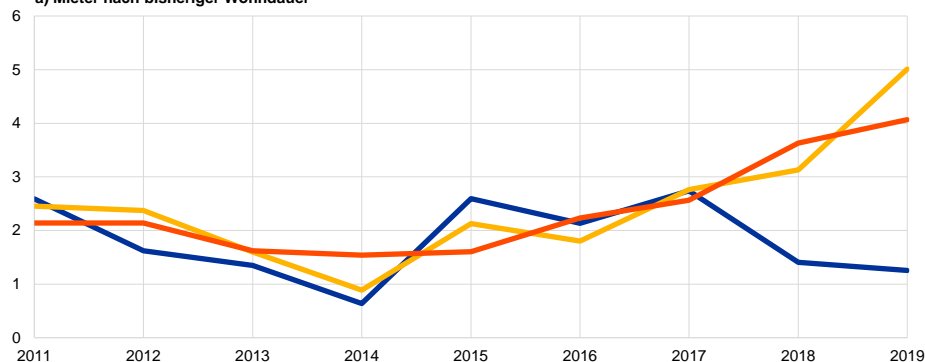
Abbildung C

Anstieg der selbst angegebenen Wohnkosten für Mieter nach bisheriger Wohndauer und für Eigentümer (Näherung der Anschaffungskosten) nach Alter

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

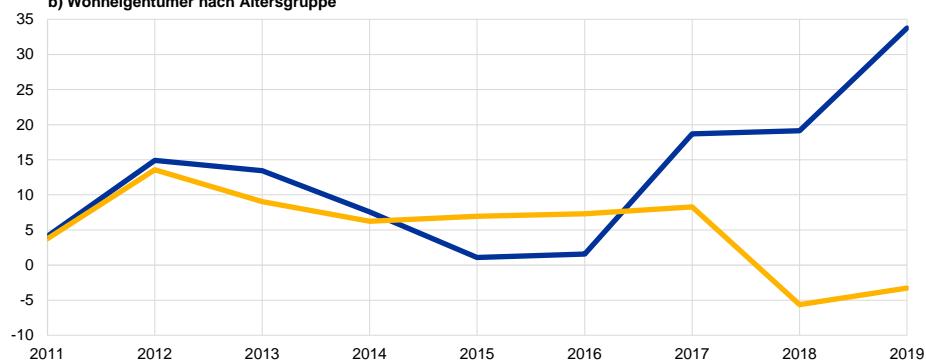
- Wohndauer von mehr als 10 Jahren
- Wohndauer von 1-2 Jahren
- Wohndauer von 2-10 Jahren

a) Mieter nach bisheriger Wohndauer



- Alter 16-39 Jahre
- Alter ab 40 Jahre

b) Wohneigentümer nach Altersgruppe



Quelle: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Beide Messgrößen basieren auf den von den Umfrageteilnehmern angegebenen Gesamtwohnkosten. Die Wachstumsraten werden aus den Mikrodaten der EU-SILC abgeleitet. Um zu verhindern, dass es durch mögliche Abweichungen der Referenzzeiträume zu Messfehlern kommt, wird ein rollierender Dreijahresdurchschnitt zugrunde gelegt. In Grafik b werden zur Näherung der Anschaffungskosten ausschließlich Eigentümer erfasst, die ihr Wohneigentum im Berichtsjahr erwarben. Eigentümer, die älter als 70 Jahre sind, werden nicht berücksichtigt.

Indexierung von Arbeitsentgelten im öffentlichen Sektor und von staatlichen Renten im Euro-Währungsgebiet

Cristina Checherita-Westphal

Ein Inflationsschock kann nachhaltiger sein, wenn die Arbeitsentgelte – im privaten wie auch im öffentlichen Sektor – und staatlichen Renten auf ihn reagieren und auf diese Weise Zweitrundeneffekte ausgelöst werden. Eine solche Reaktion ist wahrscheinlicher, wenn die Entgelte und Renten automatisch indexiert sind. Insbesondere in Zeiten hoher Inflation kann sie aber auch bei Tarifverhandlungen eine herausragende Rolle spielen. Die Verbindung über Entgelte dürfte vor allem im privaten Sektor stärker zum Tragen kommen und die Preise sowohl nachfrage- als auch produktionsseitig beeinflussen; Renten dürften sich über das verfügbare Einkommen in der Nachfrage niederschlagen. Auf der Basis aktueller Analysen der EZB und des Eurosystems zu Löhnen im privaten Sektor ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Lohnsetzung aufgrund einer Inflationsindexierung Zweitrundeneffekten Vorschub leistet, im Euroraum relativ gering.¹ Dies gilt umso mehr, wenn die Teuerung durch einen Preisauftrieb bei Energie bestimmt wird.

Der vorliegende Kasten enthält einen Überblick über die Indexierung von Entgelten im öffentlichen Sektor und von staatlichen Renten im Eurogebiet. Er beruht auf einem Fragebogen, den die Mitglieder der Working Group on Public Finance (WGPF) im Zuge der Erstellung der Stabsprojektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 ausfüllten. Des Weiteren wird kurz auf die Entwicklung der Entgelte im Staatssektor und der staatlichen Renten im Euroraum insgesamt eingegangen.

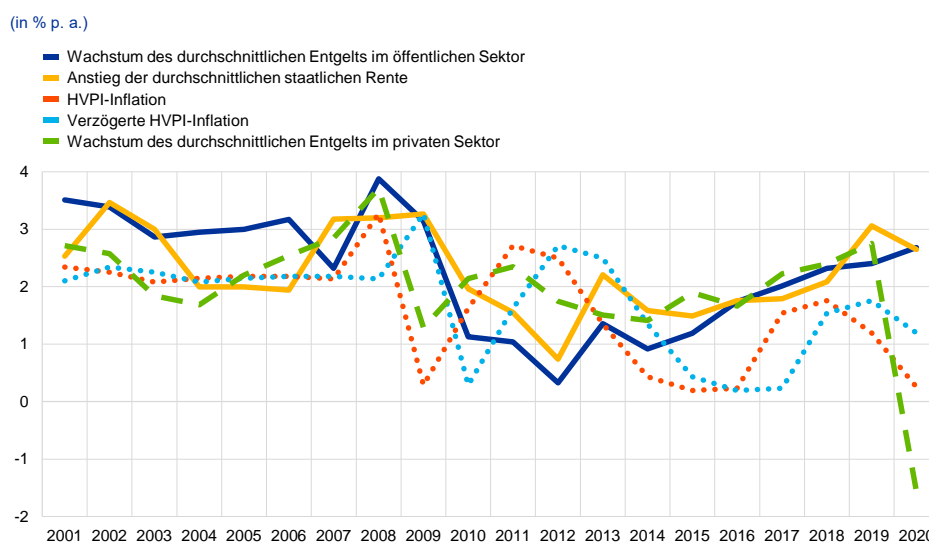
Die öffentlichen Ausgaben für Arbeitsentgelte und Renten machen einen großen Teil der Staatshaushalte aus; dieser hat sich in jüngster Zeit noch erhöht. Im Jahr 2020 entfielen auf staatliche Personalausgaben (Arbeitnehmerentgelt ohne Sozialbeiträge der Arbeitgeber) schätzungsweise rund 7,8 % des BIP, während Alters- und Hinterbliebenenrenten mit rund 12,7 % zu Buche schlugen. In den knapp zwei Jahrzehnten bis zum Beginn der Coronakrise (Covid-19), d. h. von 2001 bis 2019, wiesen die Entgelte je Beschäftigten im privaten und öffentlichen Sektor sowie die staatlichen Renten auf Euroraumebene im Durchschnitt bemerkenswert ähnliche Änderungsraten auf.² Mit rund 2,2 % bis 2,3 % lagen sie oberhalb der durchschnittlichen HVPI-Teuerungsrate von 1,7 %. Dahinter verbergen sich jedoch unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Zeitabschnitten. So stiegen die Entgelte im öffentlichen Dienst vor und während der Weltfinanzkrise stärker und zur Zeit der Staatsschuldenkrise langsamer als die Inflation (und als die Entgelte im privaten Sektor) (siehe Abbildung A). Ab 2015 lag

¹ Siehe z. B. EZB, [Lohnindexierung im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets: mögliche Relevanz für den Einfluss der Inflation auf die Löhne](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021; EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

² Zur Berechnung der durchschnittlichen Entgelte im öffentlichen Sektor und der durchschnittlichen Renten siehe die Anmerkung in Abbildung A.

die Zunahme des durchschnittlichen Entgelts im öffentlichen Sektor und der durchschnittlichen staatlichen Rente auf Euroraumebene deutlich über der jeweils aktuellen oder verzögerten HVPI-Inflationsrate, was auf eine Erholung nach dem gedämpften Wachstum zur Zeit der Staatsschuldenkrise zurückzuführen war.³ Im Jahr 2020, als das Eurogebiet von der Covid-19-Pandemie erfasst wurde, stand die Entgeltentwicklung im Zeichen von Einmaleffekten. So war der Entgeltanstieg im Staatssektor u. a. Bonuszahlungen im Gesundheitswesen geschuldet, und das geringere Lohnwachstum in der Privatwirtschaft war teilweise den Regelungen zur Kurzarbeit zuzuschreiben. Die staatlichen Renten wiesen insbesondere nach der Staatsschuldenkrise einen engeren Gleichlauf mit der verzögerten Inflation auf.

Abbildung A
Durchschnittliche Änderungsrate der Entgelte im öffentlichen Sektor und der staatlichen Renten im Euroraum



Quellen: Datenbank der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2021; EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten zu den durchschnittlichen Entgelten im öffentlichen Sektor werden auf Landesebene ermittelt, indem die in der Finanzstatistik unter „Löhne und Gehälter“ erfassten Ausgaben (in diesem Kasten u. a. auch als Entgelte im Staatssektor oder staatliche Personalausgaben bezeichnet) durch die Anzahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst geteilt werden. Die durchschnittliche Rente bezieht sich auf die gesetzlichen Alters- und Hinterbliebenenrenten und wird als Gesamtausgaben geteilt durch die Rentenzahl berechnet. Bei den Angaben für den Euroraum insgesamt handelt es sich um den mit dem BIP gewichteten Durchschnitt der nationalen Angaben. Das Durchschnittsentgelt im privaten Sektor bezieht sich auf das Entgelt je Beschäftigten in der Privatwirtschaft. Konsistente Daten zur durchschnittlichen Rente liegen für Frankreich ab 2010, für Griechenland ab 2014 und für Luxemburg ab 2007 vor. Bei fehlenden Daten sind diese Länder nicht in dem Gesamtergebnis für den Euroraum enthalten. Ausgewiesen sind Jahresänderungsraten. Bei der verzögerten Inflation handelt es sich um die jährliche Teuerungsrate am Ende des Betrachtungszeitraums mit einer Verzögerung um ein Jahr.

³ Im Allgemeinen werden bei der Indexierung von Entgelten im öffentlichen Sektor und von staatlichen Renten nationale Preisindizes zugrunde gelegt, die sich von ihren harmonisierten Pendanten unterscheiden können. Des Weiteren schließen diese Indizes mitunter bestimmte Komponenten – zumeist Artikel mit gesundheitlicher Relevanz, z. B. Tabak – aus. Im italienischen Preisindex (HVPI) für die Indexierung der Löhne im öffentlichen Sektor wird Energie ausgeklammert.

Die Entgelte im öffentlichen Sektor werden nur relativ selten an einen Preisindex gekoppelt; im Euroraum geschieht dies für rund ein Fünftel der staatlichen Personalausgaben (siehe Abbildung B). Eine vollständige oder teilweise Inflationsindexierung wird für fünf Länder gemeldet, was 19 % der staatlichen Personalausgaben im Jahr 2021 entspricht. Von diesen Ländern koppeln Belgien und Luxemburg die Entgelte im öffentlichen Dienst vollautomatisch an den vorangegangenen Preisindex für die Lebenshaltungskosten. In Zypern und Malta ist das Indexierungssystem ähnlich, aber restriktiver gestaltet und wird als teilautomatisch kategorisiert.⁴ In Italien wird bei Tarifverhandlungen der erwartete Preisaufrtrieb ohne Energie berücksichtigt. Liegt die Inflationsrate während der dreijährigen Laufzeit des Tarifvertrags über dem Wachstum der Entgelte im öffentlichen Sektor, wird für den darauffolgenden Dreijahreszeitraum ein entsprechender Ausgleich vereinbart. In den meisten Euro-Ländern sind weder die Entgelte im Staatssektor automatisch an einen Index gekoppelt, noch fließt die Teuerungsrate formell in den Lohnsetzungsprozess ein. Allerdings kann es sein, dass die Inflation informell bei den Tarifverhandlungen im öffentlichen Dienst berücksichtigt wird.⁵ Im öffentlichen Sektor Griechenlands und Frankreichs ist derzeit ein Lohnmoratorium in Kraft (in Frankreich ist dies bis zum Jahresende 2022 der Fall; ausgeschlossen sind das Bildungs- und Gesundheitswesen sowie die unteren Entgeltgruppen).

⁴ So werden in Zypern die Löhne im Staatssektor und die gesetzlichen Renten vergangenheitsbezogen angepasst, indem eine Zahlung in Höhe von 50 % des Preisaufrtriebs gemäß dem Lebenshaltungskostenindex COLA (der um Verbrauchsteuern bereinigte Verbraucherpreisindex des Vorjahres) erfolgt. Voraussetzung ist ein im zweiten und dritten Quartal des betreffenden Jahres positives Wirtschaftswachstum; zudem kann die Anpassung nicht negativ sein. In Malta kann die Regierung für den Staatssektor eine über dem Anstieg des Lebenshaltungskostenindex liegende Lohnerhöhung beschließen; für Teilzeitbeschäftigte gilt diese anteilmäßig.

⁵ Im öffentlichen Dienst Sloweniens ist nur ein geringer Entgeltanteil (z. B. Verpflegungszuschüsse, Reisekostenzuschüsse bei Dienstreisen, Wohnkostenzuschüsse usw.) an die Inflationsrate der Vergangenheit gekoppelt; der Mindestlohn wird entsprechend der Teuerungsrate (als Minimum) angehoben. In der Slowakei gilt für rund 12 % der Beschäftigten des Staatssektors eine vergangenheitsbezogene automatische Entgeltindexierung entsprechend der Entgeltentwicklung in der Gesamtwirtschaft. In anderen Ländern wird die Inflationsrate z. B. als Indikator für Tarifverhandlungen herangezogen; in Litauen und Österreich gilt hierfür ein Vergangenheitsbezug, in Portugal ein Zukunftsbezug.

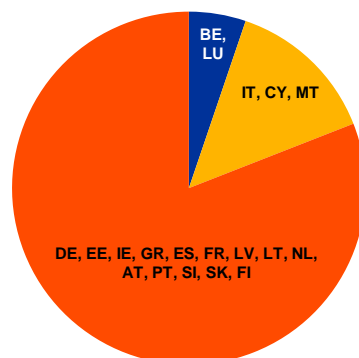
Abbildung B

Indexierung der Entgelte im öffentlichen Sektor der Euro-Länder

a) Inflationsindexierung nach Land

(Anteil an den staatlichen Personalausgaben 2021 im Euroraum)

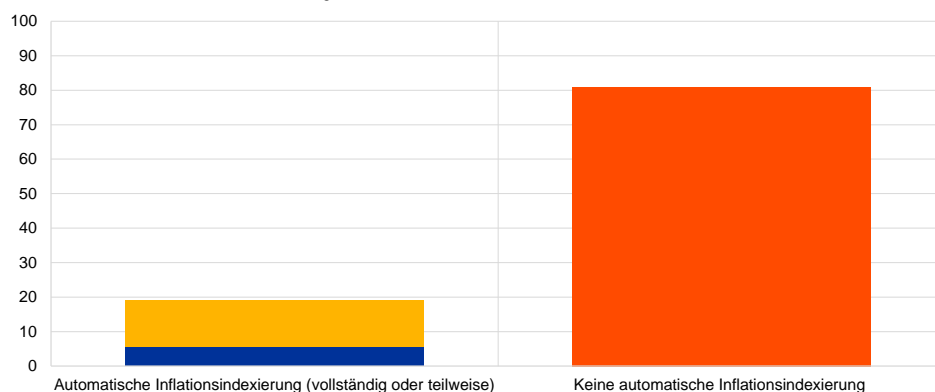
- Vollautomatische Inflationsindexierung
- Teilautomatische Inflationsindexierung
- Keine automatische Indexierung



b) Art der Indexierung

(in % der staatlichen Personalausgaben 2021 im Euroraum)

- Vergangenheitsbezogen
- Zukunftsbezogen
- Keine formelle Inflationsindexierung



Quellen: WGPf-Fragebogen; EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2021; EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Kategorienbeschreibung siehe Haupttext. In Grafik a bezieht sich „teilautomatische Inflationsindexierung“ auf die Beschränkungen gegenüber einer vollständigen Inflationsindexierung entweder in Bezug auf den Betrag (Anpassung niedriger als 100 % eines bestimmten Preisindex) oder je nach sonstigen Schlüsselgrößen und/oder Verwaltungsbeschlüssen. In Grafik b beinhaltet der linke Balken Belgien, Luxemburg, Zypern und Malta (blau) sowie Italien (gelb). Der rechte Balken weist den Prozentanteil der Euro-Länder aus, in denen die Inflationsrate nicht formell in die Lohnsetzung für den Staatssektor einfließt, aber informell in Tarifverhandlungen berücksichtigt werden kann.

Die staatlichen Renten werden in fast allen Ländern voll- oder teilautomatisch an die Entwicklung der Preise und Entgelte gekoppelt, was zumeist vergangenheitsbezogen geschieht (siehe Abbildung C). Anhand des Fragebogens lassen sich vier Kategorien unterscheiden:

a) vollständige Inflationsindexierung der staatlichen Renten; dies trifft auf sechs Länder zu (Belgien, Griechenland, Spanien, Italien, Luxemburg⁶, Slowakei), auf die 2021 ein Anteil von 37 % der staatlichen Rentenausgaben im Euroraum entfiel. In Spanien ist diese Indexierung in einem neuen Gesetz verankert, welches ab dem laufenden Jahr in Kraft ist. In den Vorjahren gab es seit 2014 keinerlei automatische Indexierung. In Griechenland gilt zurzeit eine nominale Nullrunde für staatliche Renten. Die automatische Rentenindexierung wird ab 2023 wieder angewandt.

b) teilautomatische Inflationsindexierung; diese gilt in zehn Euro-Ländern, auf die ein Drittel der staatlichen Rentenausgaben im Eurogebiet entfällt. Die Indexierung fällt in die Kategorie „teilautomatisch“, weil es einige Beschränkungen gegenüber einer vollständigen Inflationsindexierung gibt und/oder weil andere Schlüsselgrößen (vor allem das Entgeltwachstum in der Gesamtwirtschaft oder im privaten Sektor) automatisch zum Tragen kommen. In vier Staaten dieser Gruppe (Frankreich, Zypern, Österreich, Portugal) kann die vollständige Inflationsindexierung im Rahmen des Entscheidungsprozesses zur Rentenanpassung geändert oder eingeschränkt werden.⁷ In den übrigen sechs Ländern (Estland, Lettland, Litauen, Malta, Slowenien, Finnland) sind die Renten automatisch und überwiegend vergangenheitsbezogen an das Preis- und Lohnniveau gekoppelt.⁸

c) Indexierung an die Entgelte in der Gesamtwirtschaft und an den Mindestlohn; dies ist in Deutschland bzw. den Niederlanden der Fall. Auf beide Länder zusammengenommen entfielen 2021 rund 30 % der staatlichen Rentenausgaben im Euroraum.

d) keine automatische Indexierung; dies trifft nur auf Irland zu, wo Erhöhungen der staatlichen Renten grundsätzlich mit der Aufstellung des jährlichen Haushalts beschlossen werden.

⁶ In Luxemburg sind die gesetzlichen Renten darüber hinaus in zweijährigem Turnus an die reale Lohnentwicklung im privaten Sektor gekoppelt.

⁷ So gilt in Frankreich die Indexierung für die Grundrente, während die Anpassung der Zusatzrenten gesonderten Regeln ohne Automatismus folgt. In Estland, Frankreich, Zypern und Österreich können die staatlichen Entscheidungsträger Abweichungen von der Indexformel beschließen. In Portugal werden die Renten an einen vergangenheitsbezogenen Index gekoppelt. Dabei wird die wichtigste Inflationsreferenzgröße je nach dem realen BIP-Wachstum der Vergangenheit nach oben oder unten angepasst. In den letzten Jahren gewährte die Regierung für Niedrigrenten außerordentliche Erhöhungen.

⁸ Mit Ausnahme Finnlands und (derzeit noch) Maltas werden Entgelte stärker gewichtet.

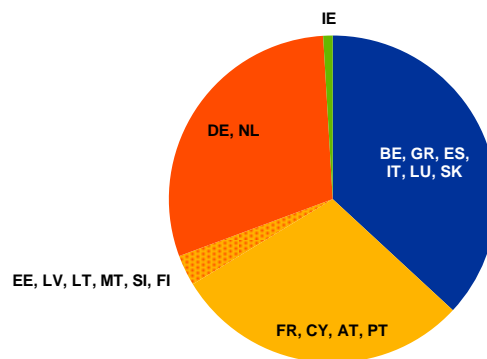
Abbildung C

Indexierung der staatlichen Renten in den Euro-Ländern

a) Indexierung nach Land

(Anteil an den staatlichen Rentenausgaben 2021 im Euroraum)

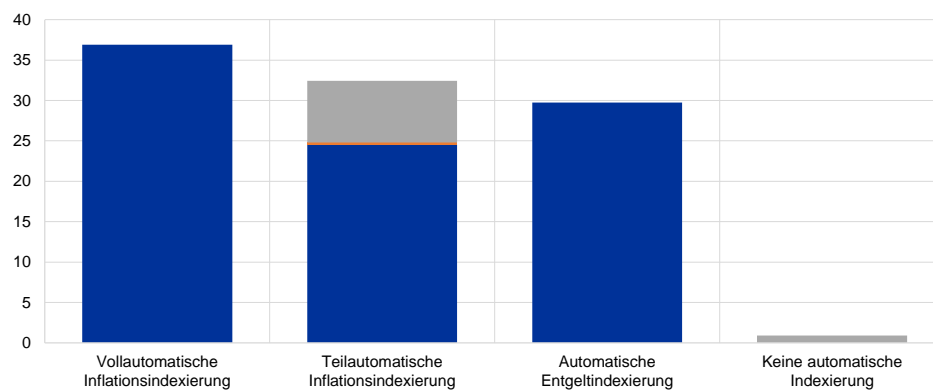
- Vollautomatische Inflationsindexierung
- Teilautomatische Inflationsindexierung
- Automatische Entgeltindexierung
- Keine automatische Indexierung



b) Art der Indexierung

(in % der staatlichen Rentenausgaben 2021 im Euroraum)

- Vergangenheitsbezogen
- Gemischt
- Kein Automatismus



Quellen: WGPf-Fragebogen; EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2021; EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vier Kategorien in den beiden Grafiken sind hinsichtlich der Länder identisch (siehe Beschreibung im Haupttext). Der zweite Balken in Grafik b beinhaltet Frankreich. Dort entfallen die staatlichen Rentenausgaben größtenteils auf die Grundrente, die automatisch und vergangenheitsbezogen an die Preise gekoppelt wird (siehe blaues Balkensegment). Der übrige Teil dieser Ausgaben fällt für Zusatzrenten an, bei denen Anpassungen gesonderten Regeln folgen (ohne Automatismus; graues Balkensegment). Das schmale gelbe Segment des zweiten Balkens zeigt die Renten in Litauen an, die nach einem kombiniert zukunfts- und vergangenheitsbezogenen Index angepasst werden.

Den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 zufolge ist in der näheren Zukunft nicht damit zu rechnen, dass Erhöhungen der Entgelte im öffentlichen Sektor und der staatlichen Renten zu signifikanten Zweitrundeneffekten führen.⁹ Auf der Ebene des Eurogebiets dürfte das

Entgeltwachstum im Staatssektor kontinuierlich hinter der Entwicklung im privaten Sektor zurückbleiben, sodass positive Übertragungseffekte vom öffentlichen auf den privaten Sektor unwahrscheinlich sind. Entsprechend den zumeist vergangenheitsbezogenen Indexierungssystemen weist der Anstieg der durchschnittlichen gesetzlichen Rente einen engen Gleichlauf mit der um ein Jahr verzögerten HVPI-Inflation auf, liegt im gesamten Projektionszeitraum aber über dieser. In den einzelnen Ländern sollte mittelfristig auch den Effekten von Erhöhungen der Entgelte im öffentlichen Dienst und der staatlichen Renten auf die Staatsfinanzen gebührende Beachtung geschenkt werden. Hier gilt es vor allem für hoch verschuldete Staaten, deren Haushalte stark durch die Bevölkerungsalterung belastet sind, Stabilisierungs- und Tragfähigkeitsziele miteinander zu vereinbaren.

⁹ Die Stabsprojektionen vom Dezember 2021 beziehen sich auf den Zeitraum von 2021 bis 2024. Sie wurden am 1. Dezember 2021 auf der Grundlage der Politikmaßnahmen fertiggestellt, die seinerzeit bereits verabschiedet worden waren oder mit deren Verabschiedung zu rechnen war. Die angekündigte Erhöhung des Mindestlohns in Deutschland wurde in der Basisprojektion nicht berücksichtigt, da Zeitplan und Umsetzung noch ungewiss waren. Siehe hierzu im Einzelnen EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

Aufsätze

1 Berücksichtigung von selbst genutztem Wohneigentum bei der Inflationmessung

Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves und Omiros Kouvas

Im Rahmen des geldpolitischen Entscheidungsprozesses werden als Inflationmessgröße primär Verbraucherpreisindizes (VPIs) herangezogen. Die kürzlich von der EZB durchgeführte Überprüfung der geldpolitischen Strategie zeigte, dass der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) weiterhin die geeignete Messgröße zur Beurteilung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet darstellt. Zugleich wurde aber eingeräumt, dass die für private Haushalte relevante Teuerung besser abgebildet würde, wenn die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum (kurz auch „OOH“ für „owner-occupied housing“) mit einfließen würden. Der vorliegende Aufsatz beschäftigt sich mit der Erfassung von selbst genutztem Wohneigentum in VPIs im Allgemeinen und im HVPI im Besonderen. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf dem Nettoerwerbsansatz, den der EZB-Rat in diesem Bereich als die bevorzugte Methode erachtet. Zudem wird der neue, auf EZB-Berechnungen beruhende vierteljährliche analytische HVPI beschrieben, in dem der Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum (owner-occupied housing price index – OOHPI) eingebunden ist.¹

1 Selbst genutztes Wohneigentum im HVPI: Konzept, Entwicklungen und Besonderheiten des Wohnimmobilienmarkts

Selbst genutztes Wohneigentum und HVPI

Das Europäische Statistische System (ESS)² stellt seit dem Beginn der Harmonisierung der VPIs in der EU Überlegungen darüber an, wie selbst genutztes Wohneigentum erfasst werden kann. Das ESS begann in den 1990er-Jahren mit der Harmonisierung der VPIs in der EU. Allerdings wurde selbst genutztes Wohneigentum bislang noch nicht in diese harmonisierten Indizes mit aufgenommen. Da selbst genutztes Wohneigentum in den nationalen VPIs der EU-Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich behandelt wird, konnte keine Einigung über einen einheitlichen Ansatz zu dessen Einbeziehung im HVPI erzielt werden.

¹ Eine technischere Darstellung findet sich in: I. Ganoulis et al., Owner-occupied housing and inflation measurement, Statistical Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

² Zum ESS gehören Eurostat und die nationalen Statistikämter der EU-Mitgliedsstaaten.

Überdies waren Preisindizes für Wohnimmobilien, die auf tatsächlich getätigten Haus- und Wohnungskäufen basierten, kaum verfügbar.

Seit der Einführung des HVPI im Jahr 1997 ist nur ein kleiner Teil der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum in den Index eingeflossen. Der HVPI enthält OOH-Ausgaben in Bezug auf Material und Dienstleistungen für kleinere Reparaturarbeiten, Versicherungen im Zusammenhang mit der Wohnung, Strom, Gas und andere Brennstoffe, Wasserversorgung, Abwasserentsorgung und Müllabfuhr. Der bedeutendste Teil der OOH-Kosten der privaten Haushalte, nämlich der Erwerb von Häusern und Wohnungen und die Ausgaben im Zusammenhang mit dem Immobilienbesitz bzw. alternativ die geschätzten Kosten des Wohnens in selbst genutztem Wohneigentum, sind im HVPI jedoch nicht enthalten.

Im Einklang mit der konzeptionellen Grundlage des HVPI, wonach Transaktionen zwischen privaten Haushalten und anderen Wirtschaftssektoren erfasst werden, werden die OOHPIs gemäß dem Nettoerwerbsansatz berechnet. Anfang der 2000er-Jahre beschloss das ESS, die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum nach dem Nettoerwerbsansatz zu quantifizieren. Im weitesten Sinn umfasst der Erwerb von Häusern und Wohnungen durch private Haushalte sämtliche Käufe von Wohnimmobilien. Bei der Erfassung der OOH-bezogenen Kosten in einem Verbraucherpreisindex wie dem HVPI bleibt der Erwerb von Vermietungsobjekten allerdings unberücksichtigt. Da die Käufer in diesem Fall nicht die Absicht haben, selbst in der Immobilie zu wohnen, ist das Wohneigentum nicht selbst genutzt; derartige Käufe dienen eher der Kapitalanlage als dem Konsum.³ Der HVPI ist zudem so konzipiert, dass Transaktionen zwischen privaten Haushalten und anderen Wirtschaftssektoren einfließen. Bezogen auf selbst genutztes Wohneigentum bedeutet dies, dass jene Transaktionen nicht berücksichtigt werden, bei denen ein Privathaushalt die Wohnimmobilie eines anderen Privathaushalts erwirbt.⁴ Der Nettoerwerb wird errechnet, indem die Verkäufe an Sektoren außerhalb des Sektors der privaten Haushalte (Abflüsse) von den Käufen von anderen Sektoren (Zuflüssen) subtrahiert werden. Somit müssen Verkäufe von selbst genutztem Wohneigentum an Parteien außerhalb des Haushaltssektors vom Gesamterwerb an selbst genutzten Eigenheimen durch Privathaushalte abgezogen werden.⁵ Das ESS hat zudem Preisindizes für die weiteren Komponenten der OOHPIs entwickelt: für selbst gebaute Häuser, für Instandhaltungs- und größere Reparaturarbeiten sowie für Ausgaben, die durch den Kauf (Eigentumsübertragung) und den Besitz von selbst genutztem Wohneigentum (wie etwa Wohngebäudeversicherungen) entstehen. Seit dem Jahr 2013 werden OOHPIs und die entsprechenden Aufschlüsselungen von den Mitgliedstaaten auf Grundlage eines gesonderten Rechtsakts bereitgestellt; dies geschah zunächst nur innerhalb des ESS. Seitdem wurden weitere Verbesserungen vorgenommen. Eurostat begann 2016, eine Reihe von eigenständigen OOHPIs zu veröffentlichen.

³ Der Kauf von Wohnimmobilien durch Privathaushalte, um diese an andere private Haushalte zu vermieten, dient der Einkommenserzielung. Hierbei handelt es sich um Investitionen und nicht um die im HVPI erfassten Konsumausgaben.

⁴ Gleichwohl können diese Transaktionen umfangreiche Umverteilungs- und generationsübergreifende Effekte zwischen den Haushalten mit sich bringen.

⁵ In der Praxis sind solche Verkäufe indes selten.

Für den Euroraum und die EU wurden erstmals im Oktober 2021 aggregierte OOHPI-Daten veröffentlicht.

Die Bedeutung einer Einbeziehung von selbst genutztem Wohneigentum in den HVPI

Die Berücksichtigung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI – soweit dies statistisch möglich ist – würde den HVPI als Inflationsindikator aufwerten und eine größere Repräsentativität und Vergleichbarkeit zwischen den Ländern ermöglichen.

Auf den im Rahmen der Strategieüberprüfung der EZB durchgeführten öffentlichen Veranstaltungen mit dem Titel „Die EZB hört zu“ kristallisierte sich heraus, dass die Bürgerinnen und Bürger in Europa die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise als ein wichtiges Element der Teuerung insgesamt erachten.⁶ Eine Analyse dazu, wie Verbraucher die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum wahrnehmen, findet sich in Kasten 7 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Hohe Wohneigentumsquote sprechen für die Einbindung von OOH-bezogenen Kosten in den HVPI.

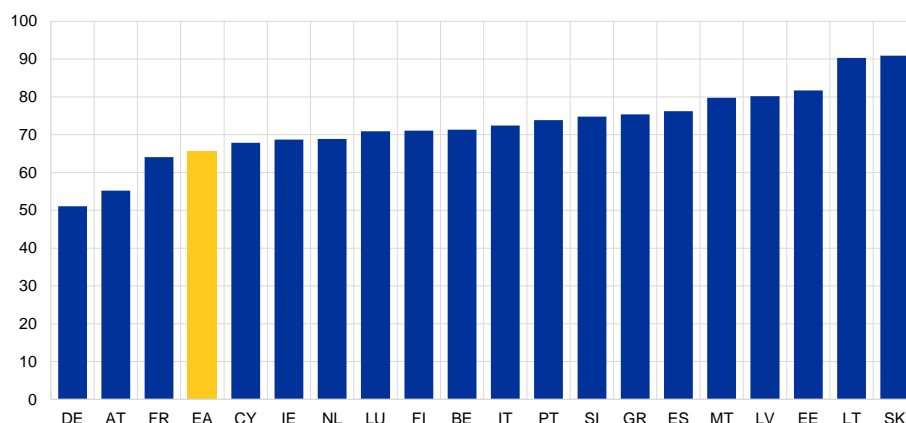
In Abbildung 1 ist der prozentuale Anteil der Eigennutzer von Wohnimmobilien an den gesamten privaten Haushalten in den Ländern des Eurogebiets dargestellt. Dieser reicht von 50 % bis 90 %, wobei er in 16 der 19 Euro-Länder bei rund 70 % oder darüber liegt. Angesichts der relativ hohen Wohneigentumsquoten und der großen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern wird die Berücksichtigung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI die Repräsentativität der Inflationsmessgröße in Hinblick auf die Ausgaben der privaten Haushalte innerhalb eines Landes verbessern. Zudem wird die Vergleichbarkeit zwischen den Ländern erleichtert. Die zwischen den Ländern zu verzeichnende Heterogenität der OOH-bezogenen Kosten spiegelt sich im Preisindex für den Euroraum über die gewichteten Durchschnittswerte wider, denn die Ausgabengewichte können sich je nach Land erheblich unterscheiden. Die größere Repräsentativität der Ausgaben für Wohnimmobilien bei einer Einbeziehung der OOH-Kosten nach dem Nettoerwerbsansatz bezieht sich allerdings hauptsächlich auf die Nettokäufe von selbst genutztem Wohneigentum der privaten Haushalte (also für den per saldo verbuchten Anstieg des OOH-Bestands). Die Kosten für das Eigentum (den OOH-Bestand) werden über Instandhaltung, Reparaturen, Versicherungen und andere Ausgabenarten abgebildet.

⁶ Siehe das [Portal „Die EZB hört zu“](#).

Abbildung 1

Wohneigentumsquoten in den Euro-Ländern im Jahr 2019

(in %)



Quelle: Eurostat (EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen – EU-SILC).

2 Ansätze für die Einbindung von selbst genutztem Wohneigentum in Verbraucherpreisindizes

Grundsätzlich können Veränderungen der Verbraucherpreise im Zeitverlauf auf Basis von Erwerb (Ausgaben), Nutzung (Verbrauchs- oder Nutzerkosten) oder Zahlungen gemessen werden.⁷ Bei erwerbsbasierten Preisindizes werden die Transaktionspreise von Produkten, einschließlich Gebrauchsgütern, zum Zeitpunkt des Erwerbs verbucht.⁸ Dagegen zielen Nutzungskonzepte darauf ab, die Kosten der Nutzung von Gebrauchsgütern über den Zeitraum zu quantifizieren, in dem diese konsumiert werden. Preisindizes, die gemäß dem Zahlungskonzept erstellt werden, bilden Veränderungen der Preise im Zeitverlauf ab, und zwar in Bezug auf monetäre Aufwendungen in allen Zeiträumen, in denen die privaten Haushalte tatsächlich Zahlungen für Produkte leisten, die sie in früheren Perioden erworben haben. Bei der Umsetzung von Verbraucherpreisindizes weltweit zeigt sich, dass Erwerbs-, Nutzungs- und Zahlungsansätze vor allem im Bereich des selbst genutzten Wohneigentums voneinander abweichen. Dabei werden Nutzungsansätze mithilfe von Mietäquivalenten oder Nutzerkosten umgesetzt.

Alternative Ansätze zur Berücksichtigung der Wohnkosten bei der Inflationsmessung stellen auf bestimmte Aspekte der Segmente am Wohnimmobilienmarkt ab. Abbildung 2 veranschaulicht die Wohnkosten gemessen an den Mieten, den Wohnimmobilienpreisen und den OOHPIs. Aus der Entwicklung der Mietpreise im Euroraum lässt sich ablesen, dass die Preissteigerungsraten mit einem längerfristigen Durchschnitt von 1,6 % (über 20 Jahre) erstaunlich stabil sind.⁹

⁷ Siehe IWF, [Consumer Price Index Manual: Concepts and Methods](#), 2020, S. 3-4.

⁸ Im HVPI werden Preise für Dienstleistungen wie etwa Pauschalreisen zum Zeitpunkt der Leistungserbringung erfasst.

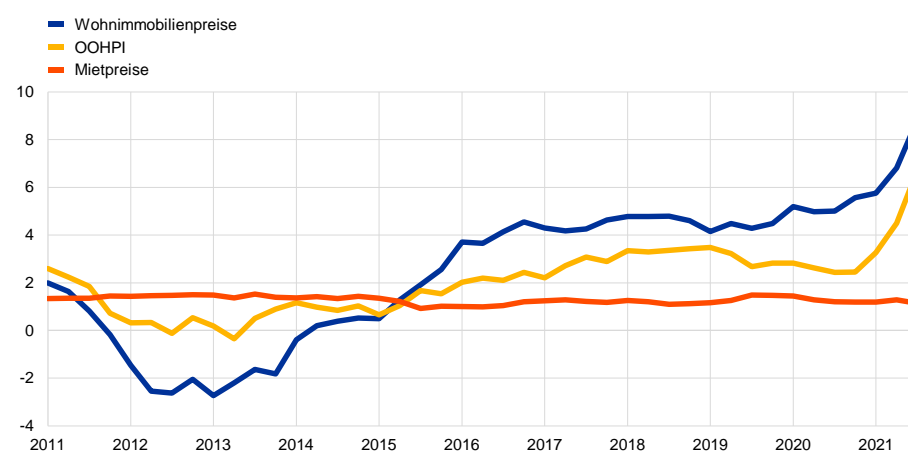
⁹ Die langjährige HVPI-Datenreihe zu den tatsächlichen Mieten für Wohnimmobilien enthält auch sonstige Mieten, z. B. entrichtete Mietzahlungen für Zweitwohnsitze.

Dies ist zum Teil der Indexierung an die vergangene Inflationsentwicklung wie auch der Starrheit von langfristigen Mietverträgen geschuldet. Die Änderungen der Hauspreise korrelieren demgegenüber tendenziell stärker mit den Konjunkturzyklen und teilweise auch mit der Entwicklung am Finanzmarkt; dabei zeigen sich erhebliche Schwankungen um den längerfristigen Durchschnitt von 3,3 %¹⁰. OOHPIs können als eine zwischen diesen Maßen liegende Messgröße gesehen werden, die die Erfassung der Preisdynamik von Wohnimmobilien und von Preisänderungen der eigentumsbezogenen Ausgaben optimiert. Die OOHPI-Jahreswachstumsraten sind auf lange Sicht weniger volatil als die Hauspreisänderungen. Welcher Ansatz zur Einbeziehung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum in die Inflationsmessung gewählt wird – ob auf Basis von unterstellten Mieten oder auf Grundlage der Preisentwicklung beim Kauf von Häusern (und Wohnungen) –, hat daher Einfluss auf den daraus resultierenden Index. OOH-Preisindizes, die auf Mietäquivalenten basieren, schwächen die Zyklizität der Inflationsentwicklung ab. Wird hingegen ein auf Wohnimmobilienpreisen fußender OOH-Index verwendet, bedeutet dies, dass eine Komponente mit höherer Zyklizität (zumindest während des hier betrachteten Zeitraums) einbezogen wird (siehe Abbildung 2).¹¹

Abbildung 2

Messgrößen der Wohnkosten: Wohnimmobilienpreise, Mietpreise und OOHPI für den Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

¹⁰ Gemäß den langjährigen Zeitreihen des von der EZB erstellten Preisindex für Wohnimmobilien. Daten für das vierte Quartal 2021 lagen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Aufsatzes noch nicht vor. Der Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre enthält daher eine Schätzung für dieses Quartal.

¹¹ Zu beachten ist, dass Wohnimmobilienzyklen stärker mit Finanz- als mit Konjunkturzyklen korrelieren. Sofern diese Zyklen voneinander abweichen, könnte die Zyklizität, die sich dann in den OOHPIs äußert, unterschiedlich hoch ausfallen. Dessen ungeachtet weisen der OOHPI für das Eurogebiet und der Wohnimmobilienpreisindex im dargestellten Zeitraum einen engen Gleichlauf auf.

Zwar ist das Gewicht von selbst genutztem Wohneigentum bei einer Einbindung in die VPIs in der Regel hoch, doch unterscheidet es sich merklich, je nachdem, nach welcher Methode das Wohneigentum berücksichtigt wird.

Das Gewicht von selbst genutztem Wohneigentum hängt davon ab, ob sich die diesbezüglichen Preise auf den Bestand an selbst genutzten Häusern und Wohnungen beziehen (wie beim Mietäquivalenz- und beim Nutzerkostenansatz) oder auf den Erwerb von Eigenheimen vom Nichthaushaltssektor, d. h. den Nettozufluss von selbst genutztem Wohneigentum („neu dem Sektor der privaten Haushalte zuzurechnendes OOH“). EZB-Schätzungen deuten darauf hin, dass sich das Gewicht für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI für den Euroraum auf 12 % beläuft, wenn Mieten für bestehendes selbst genutztes Wohneigentum unterstellt würden. Gemäß dem Nettoerwerbssatz läge das OOH-Gewicht bei rund 9 %.

Der EZB-Rat hat sich stets dafür ausgesprochen, selbst genutztes Wohneigentum im HVPI zu berücksichtigen, allerdings unter bestimmten Voraussetzungen.

Eine breite Abdeckung der Ausgaben der Privathaushalte in der Gesamtinflation gibt die für die Haushalte relevante Teuerungsrate besser wieder. Voraussetzung für die Integration der Preisänderungen von selbst genutztem Wohneigentum in den HVPI ist jedoch, dass die OOHPIs an die HVPI-Standards angepasst werden. Der EZB-Rat hat argumentiert, dass die vollständige Einbeziehung der Preisänderungen von selbst genutztem Wohneigentum in die HVPIs deren Meldefrequenz und zeitliche Verfügbarkeit beeinträchtigen könnte. OOH-Preisindizes werden derzeit vierteljährlich mit einer Verzögerung von rund 100 Tagen veröffentlicht. Die vollständigen Datenreihen zum HVPI werden indes monatlich mit einer Verzögerung von rund zwei Wochen zur Verfügung gestellt.¹² Zudem sollte der HVPI dem Grundsatz nach Preisänderungen bei für Verbraucher relevanten Gütern und Dienstleistungen erfassen und nicht Änderungen der Vermögenspreise. Eine selbst genutzte Wohnimmobilie ist jedoch nicht nur ein Konsumgut, sondern auch ein Vermögenswert, der sowohl der Wertaufbewahrung dient als auch konsumierbare Wohnungsdienstleistungen generiert. OOHPIs enthalten somit ebenfalls eine Vermögenspreiskomponente. Dass Vermögenspreisentwicklungen über OOHPIs teilweise im HVPI berücksichtigt werden, könnte somit ein Problem darstellen.

Im Zuge der Überprüfung der geldpolitischen Strategie erörterte der EZB-Rat die Erfassung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum gemäß dem Mietäquivalenz- und dem Nettoerwerbskonzept.¹³

Die Überprüfung befasste sich vor allem mit den statistischen Besonderheiten der Erfassung dieser Kosten im HVPI und den möglichen Auswirkungen auf die Geldpolitik, auch was die Kommunikation betrifft. Der Nutzerkosten- und der Zahlungsansatz wurden als ungeeignet erachtet, was in erster Linie daran liegt, dass beide Ansätze auch Zinszahlungen umfassen, wodurch eine direkte Verbindung zu den Zinssätzen der EZB entstände.

¹² Schnellschätzungen zum HVPI werden am Ende des jeweiligen Berichtsmonats veröffentlicht. Rund zwei Wochen später werden die Daten mit einer vollständigen Aufgliederung nach Verwendungszweck und Produktkategorie bereitgestellt.

¹³ Siehe hierzu [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 265, 2021.

Der Mietäquivalenzansatz beruht auf der Doppelrolle der privaten Haushalte in Bezug auf selbst genutztes Wohneigentum: Sie sind zum einen Konsumenten und zum anderen Produzenten von Wohnungsdienstleistungen. Wenn

Privathaushalte Eigentümer der Wohnimmobilie sind, in der sie leben, kann lediglich ein Schattenpreis für die produzierten und konsumierten Wohnungsdienstleistungen (Unterkunft) beziffert werden. Der Mietäquivalenzansatz dient also der Bemessung der Opportunitätskosten, die entstehen, wenn der Eigentümer eine Immobilie selbst bewohnt, anstatt sie zu vermieten. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird selbst genutztes Wohneigentum üblicherweise durch unterstellte Mieten quantifiziert, um so zu messen, wie hoch der Beitrag zum BIP ist.¹⁴

Im Rahmen des Erwerbskonzepts wird die Erfassung des Erwerbs von Wohnimmobilien dem Erwerb von Gebrauchsgütern gleichgestellt. Beim Erwerbsansatz wird selbst genutztes Wohneigentum zum Zeitpunkt des Kaufs verbucht und nicht über den Zeitraum, in dem die Wohnungsdienstleistungen den Eigennutzern von Wohneigentum zur Verfügung stehen. Nach dem Konzept des Nettoerwerbs wird selbst genutztes Wohneigentum also so erfasst wie alle anderen Gebrauchsgüter (z. B. Autos oder Möbel). In den OOHPIs wird der Erwerb von Eigenheimen berücksichtigt, die vom Sektor der privaten Haushalte erstmals gekauft werden. Dabei handelt es sich in erster Linie um neue Wohngebäude, die von Bauträgern gekauft oder selbst gebaut wurden. Bereits bestehende Häuser und Wohnungen, die zum Zweck der Selbstnutzung von anderen institutionellen Sektoren (z. B. dem öffentlichen Sektor) erworben werden, werden ebenfalls eingerechnet. Der Verkauf von Wohnimmobilien durch private Haushalte an den Nichthaushaltssektor wird hierbei abgezogen. Da OOHPIs keine Verkäufe von Wohngebäuden durch private Haushalte an andere private Haushalte abdecken, sind sie tendenziell weniger volatil als Hauspreisindizes (siehe Abbildung 2). Hierfür gibt es zwei Gründe: a) Hauspreisindizes bilden Änderungen der Preise für alle von Privathaushalten getätigten Haus- und Wohnungskäufe ab, also auch Sekundärmarkttransaktionen, und b) OOHPIs enthalten auch andere, weniger volatile Kosten für selbst genutztes Wohneigentum, etwa solche für Versicherungen und für größere Reparatur- und Instandhaltungsarbeiten. Sowohl der enge Erfassungsgrad bei den Eigenheimkäufen in den OOHPIs als auch der Einfluss der zusätzlichen Komponenten sind zu berücksichtigen, besonders im Hinblick darauf, dass sich die Ergebnisse von der üblichen Preisentwicklung am Wohnimmobilienmarkt insgesamt unterscheiden. Mögliche Ansätze, mit denen der Einfluss der Vermögenspreisentwicklung in den OOHPIs abgeschwächt werden soll, hätten zur Folge, dass die daraus resultierenden angepassten Indizes noch stärker von den Hauspreisindizes abweichen könnten.

¹⁴ In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird die Produktion von Dienstleistungen aus eigengenutzten Wohnungen als Produktion der privaten Haushalte ausgewiesen. Diese kann jedoch nicht direkt beobachtet oder verbucht werden. Daher wird der Produktionswert dieser Dienstleistungen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in der Regel durch den Mietäquivalenzansatz quantifiziert. In manchen Fällen – wenn zum Beispiel die Mietmärkte nicht repräsentativ für den OOH-Markt sind, etwa, weil sie sehr eng sind – kann dies auch über die Gesamtkosten der Haushalte für die Produktion von Dienstleistungen aus eigengenutzten Wohnungen erfolgen.

Nach Abschluss der EZB-Strategieüberprüfung empfahl der EZB-Rat die Anwendung des Nettoerwerbsansatzes, um OOH-bezogene Kosten in den HVPI einzubeziehen. Eine umfassendere Berücksichtigung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI würde die für private Haushalte relevante Inflationsrate besser abbilden. Obwohl die Kosten im Zusammenhang mit der Unterkunft einen großen Teil der Haushaltsausgaben ausmachen, bezieht der HVPI momentan die OOH-bezogenen Kosten von Eigenheimbesitzern nur teilweise ein. Um OOH-bezogene Kosten umfassend zu berücksichtigen, empfiehlt der EZB-Rat den Nettoerwerbsansatz. Dieser beruht auf Transaktionspreisen, die die Privathaushalte tatsächlich für den Erwerb eines Eigenheims bezahlen. Allerdings enthalten OOH-Preisindizes, die auf dem Nettoerwerbsansatz beruhen, derzeit einen Investitionsanteil. Für die Geldpolitik relevant ist jedoch die Konsumkomponente. Aus diesem Grund muss der Fokus bei der Erstellung der OOHPIs stärker auf dem Konsumanteil liegen als auf Vermögenspreisen. Verbesserungen bei der Meldefrequenz und der zeitlichen Verfügbarkeit der OOHPIs wären ebenfalls wünschenswert.

Kasten 1

Internationale Praxis bei der Erfassung von selbst genutztem Wohneigentum in Verbraucherpreisindizes

Bernhard Goldhammer

International betrachtet wird die Erfassung selbst genutzten Wohneigentums in VPIs sehr unterschiedlich gehandhabt; dies gilt auch in Bezug auf Preisindizes, die von Zentralbanken zur Messung der Preisstabilität herangezogen werden (siehe Tabelle A). In den meisten der in Tabelle A aufgeführten Fälle wird der „Mietäquivalenzansatz“ zur Einbeziehung von selbst genutztem Wohneigentum verwendet. Australien und Neuseeland legen den „Nettoerwerbsansatz“ bei ihren vierteljährlichen VPIs zugrunde. In der EU werden erwerbsbasierte OOHPIs als eigenständige vierteljährliche Indizes veröffentlicht. Kanada, Island und Schweden (in seinem nationalen VPI) bemessen das selbst genutzte Wohneigentum auf Basis des „Nutzerkostenansatzes“. Die Zentralbanken dieser Länder ziehen für ihre geldpolitischen Erwägungen ebenfalls die Indizes heran. Das Konzept der Nutzerkosten beinhaltet Hypothekenzinszahlungen, Abschreibungen und wiederkehrende Kosten. Zwar sind Kapitalgewinne und -verluste sowie Opportunitätskosten theoretisch Teil der gesamten Nutzerkosten, die im Zeitverlauf erfahrenen Wertsteigerungen und -verluste des Wohnimmobilienvermögens fließen bei der VPI-Erfassung gemäß dem Nutzerkostenansatz in der Praxis jedoch nicht mit ein. Opportunitätskosten in Bezug auf alternative Anlagen (z. B. Aktien) bleiben entweder unberücksichtigt (Kanada und Schweden) oder werden näherungsweise bestimmt. Der „Zahlungsansatz“ beinhaltet Hypothekenzinszahlungen, Kosten wie etwa Anwalts-/Notar- und Maklergebühren sowie laufende Kosten. Dieser Ansatz wird (bzw. wurde) für zwei nationale VPIs verwendet (in Irland und bis 2019 für Wohnungen in Österreich), aber auch als eine alternative eigenständige OOH-Messgröße im Vereinigten Königreich.

Tabelle A

Erfassung von selbst genutztem Wohneigentum in den nationalen VPIs ausgewählter Länder

OOH-Ansätze	Für geldpolitische Zwecke	Für andere Zwecke
Kapitalnutzungskosten	Kanada, Island, Schweden (VPI mit konstantem Hypothekenzinssatz)	Kanada, Island, Schweden
Mietäquivalenzansatz	Japan, Norwegen, Schweiz, Vereinigte Staaten (Personal Consumption Expenditures Price Index)	Dänemark, Deutschland, Zypern, Japan, Niederlande, Norwegen, Schweiz, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten (Personal Consumption Expenditures Price Index und VPI).
Nettoerwerbsansatz	Tschechische Republik, Australien*, Neuseeland*	Euro-Länder (HVPI – separate OOH-Preisindizes), Tschechische Republik, Australien*, Neuseeland*, Finnland**
Zahlungsansatz		Irland, Österreich (bis 2019 für Wohnungen)
Keine Berücksichtigung im VPI	Euroraum, Vereinigtes Königreich	Die meisten nationalen VPIs in den zuvor nicht genannten EU-Mitgliedstaaten, Österreich (ab 2020) und VPIs vieler anderer Länder

Quelle: [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), a. a. O., S. 49, aktualisiert mit neueren Informationen.

Anmerkung: Sofern EU-Mitgliedstaaten explizit aufgeführt sind, bezieht sich deren Nennung auf den nationalen VPI und nicht auf den HVPI.

* Vierteljährliche VPIs.

** Monatlich aktualisiert mit näherungsweise berechnetem Index.

Sowohl Australien als auch Neuseeland verwenden den Nettoerwerbsansatz für selbst genutztes Wohneigentum in ähnlicher Form: Die OOH-Preisindizes basieren im Wesentlichen auf den Verkaufspreisen von neu errichteten Standardhäusern abzüglich der Grundstückskosten.¹⁵ Der Mietäquivalenzansatz kommt in Japan und den Vereinigten Staaten (in beiden Fällen auch für geldpolitische Zwecke) zur Anwendung, ebenso im Vereinigten Königreich. Die Umsetzung dieses Konzepts im Rahmen des US-VPI macht deutlich, wie schwierig die Berechnung von Mietäquivalenten sein kann, wenn eine bessere Repräsentativität der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum erreicht werden soll. Der geschätzte Mietwert von selbst genutztem Wohneigentum (owners' equivalent rent – OER) in den USA beruht nämlich auf Preisinformationen, die sich von den Daten unterscheiden, die zur Erstellung des Preisindex für die tatsächlich entrichteten Wohnungsmieten genutzt werden. Diese „wirtschaftliche Miete“, die für den Preisindex der tatsächlichen Mietzahlungen verwendet wird, umfasst auch Versorgungsleistungen, die der Vermieter bereitstellt. Derartige Leistungen fließen bei der „reinen Miete“, die für die OER herangezogen wird, jedoch nicht ein.¹⁶ Die Gesamtgewichte für die tatsächlichen und die unterstellten Mieten werden aus dem US-Consumer Expenditure Survey abgeleitet. Im Rahmen dieser Umfrage werden Mieter gebeten, ihre tatsächlich gezahlte Miete zu melden. Bei Eigenheimbesitzern wird die hypothetische Miete abgefragt, die sie von einem Mieter verlangen würden.¹⁷ Die für jedes Stratum des Wohnimmobilienbestands abgeleiteten Gewichte tragen der Anzahl der Mieter und Wohnimmobilienbesitzer in der jeweiligen Region Rechnung.¹⁸ Der US-amerikanische Ansatz für die OER lässt darauf schließen, dass eine einfache Anpassung der Gesamtgewichte der tatsächlichen Mieten, um so die tatsächlich gezahlten und die unterstellten Mieten abzudecken, womöglich keine hinreichend repräsentativen Ergebnisse liefert. Beim Preisindex für private Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures – PCE) – der

¹⁵ Siehe M. Eiglsperger und B. Goldhammer, [Consumer price indices, owner-occupied housing and measures of underlying inflation in monetary policy of selected central banks](#), Beitrag zum „Meeting of the Group of Experts on Consumer Price Indices“, 7.-9. Mai 2018, Genf, Schweiz, korrigierte Version vom August 2018, S. 10 und 12.

¹⁶ Siehe F. Ptacek, [Updating the rent sample for the CPI Housing Survey](#), Monthly Labor Review, Bureau of Labor Statistics, August 2013, S. 9-10.

¹⁷ Siehe Bureau of Labor Statistics, [How the CPI measures price change of Owners' equivalent rent of primary residence \(OER\) and Rent of primary residence \(Rent\)](#), CPI Factsheets, April 2009, S. 1-2.

¹⁸ Siehe F. Ptacek, a. a. O., S. 10-11.

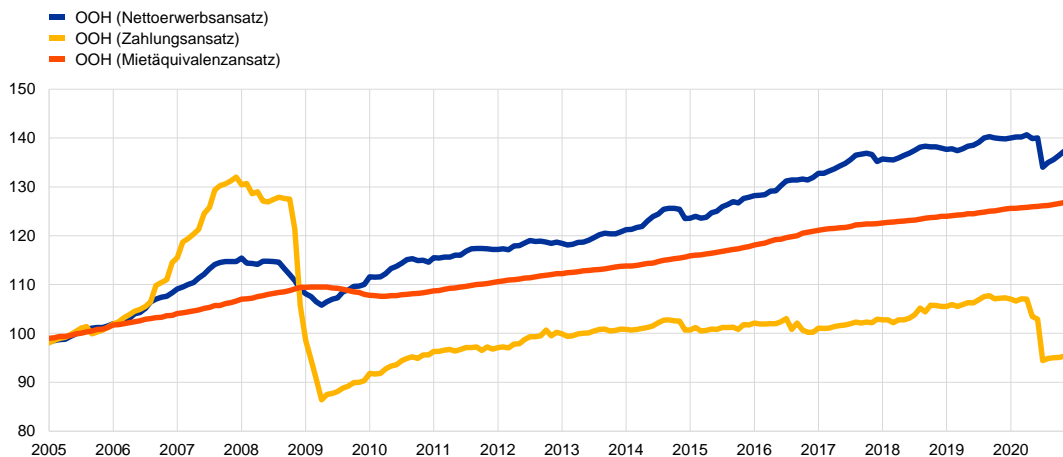
wichtigsten Inflationsmessgröße des Federal Reserve System für geldpolitische Zwecke – werden dieselben Preisdaten herangezogen wie bei der OER für den VPI der Vereinigten Staaten. Allerdings kommt den unterstellten Mieten hier ein wesentlich geringeres Gewicht zu als beim US-VPI. Grund hierfür sind die unterschiedlichen Anwendungsbereiche. So deckt der PCE-Preisindex mehr Ausgaben im Zusammenhang mit dem Konsum der privaten Haushalte ab (einschließlich Ausgaben, die die Haushalte nicht selbst tätigen, etwa für öffentliche Bildung), und es werden zudem unterschiedliche Datenquellen für die Gewichte genutzt (Consumer Expenditure Survey für den VPI und Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den PCE-Preisindex).¹⁹

Im Vereinigten Königreich berücksichtigt das nationale Statistikamt (ONS) ebenfalls unterstellte Mieten im Verbraucherpreisindex, der die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum enthält (CPIH). Für geldpolitische Zwecke greift die Bank of England jedoch auf den VPI ohne Berücksichtigung der Kosten für selbst genutzte Eigenheime zurück. Das ONS veröffentlicht drei alternative eigenständige OOH-Preisindizes, die jeweils auf dem Mietäquivalenz-, dem Nettoerwerbs- und dem Zahlungsansatz basieren.²⁰ Ein Vergleich dieser drei Indizes zeigt große Unterschiede bei der Preisentwicklung (siehe Abbildung A). Während der Preisindex nach dem Mietäquivalenzkonzept über den Zeitverlauf eine recht stabile Entwicklung ausweist, ist bei der Preisdynamik des erwerbsbasierten OOHPI und vor allem bei dem auf dem Zahlungsansatz fußenden Preisindex eine erhebliche Volatilität festzustellen.

Abbildung A

OOH-Preisindizes im Vereinigten Königreich nach dem Nettoerwerbs-, dem Zahlungs- und dem Mietäquivalenzansatz

(Index: Januar 2005 = 100)



Quelle: Office for National Statistics (ONS).

¹⁹ Siehe N. Johnson, [A comparison of PCE and CPI: Methodological Differences in U.S. Inflation Calculation and their Implications](#), Bureau of Labor Statistics, 2017.

²⁰ Siehe beispielsweise Office for National Statistics, [Measures of owner occupier's housing costs, UK: January to March 2020](#), 2020. In der Veröffentlichung vom 17. Juni 2020 war als Datum für die nächste Veröffentlichung der 16. Juni 2021 angegeben, dies hat sich jedoch verzögert. Das Datum der nächsten Veröffentlichung ist noch nicht bekannt. Angaben bis Dezember 2020 finden sich in: Office for National Statistics, [Measures of owner occupiers' housing costs](#), 2021.

Kanada und Schweden nutzen in ihren VPIs Varianten des Nutzerkostenansatzes. In beiden Fällen werden Abschreibungen und Zinszahlungen berücksichtigt, aber weder Opportunitätskosten noch Kapitalgewinne. Da die Einbeziehung von Zinssätzen die Gefahr bergen kann, dass die Geldpolitik eine Eigendynamik entwickelt, erstellt das schwedische Statistikamt für die Sveriges riksbank einen Verbraucherpreisindex, bei dem ein konstanter Zinssatz zugrunde gelegt wird (CPIF). Im Rahmen des Nutzerkostenansatzes in Kanada werden das tatsächliche Profil der Zinszahlungen für laufende Hypothekendarlehen wie auch die Preise für Häuser und Wohnungen, deren Erwerb über diese Darlehen finanziert wurde, geschätzt. Diese langfristige Perspektive ermöglicht eine Darstellung der Wohnimmobilienpreisentwicklung über einen Zeitraum von 25 Jahren hinweg.²¹

3 Der neue vierteljährliche analytische Index der EZB auf Basis des Nettoerwerbsansatzes

Der neue analytische Index zur Berücksichtigung von Preisindizes für selbst genutztes Wohneigentum in den HVPIs

Bei den neuen von der EZB erstellten vierteljährlichen analytischen Indizes werden OOHPIs in die HVPIs für das Euro-Währungsgebiet und die einzelnen Euro-Länder einbezogen; als Grundlage dienen öffentlich zugängliche Daten.

Im Rahmen der Überprüfung der geldpolitischen Strategie wurde ein Fahrplan für die Aufnahme eines Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum in den HVPI festgelegt.²² Der erste Schritt in diesem Prozess ist ein kombinierter Index, bei dem die vierteljährlichen OOHPIs (die eine Vermögenspreiskomponente enthalten) in die HVPIs eingebunden werden. Die EZB hat entsprechende analytische Aufbereitungen für alle Euro-Länder außer Griechenland²³ und für den Euroraum als Ganzes vorgenommen. Diese analytischen Indizes werden im Wesentlichen für interne Zwecke genutzt, bis das ESS experimentelle Indikatoren veröffentlicht (Eurostat und die Statistikämter der EU führen ihre Arbeit unabhängig von den internen Überlegungen der EZB durch). Die für die OOHPIs verwendeten Ausgabengewichte, die in diesen neuen EZB-Berechnungen näherungsweise bestimmt werden müssen, stammen hauptsächlich aus den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.²⁴ Dabei wurden nur bereits veröffentlichte Statistiken verwendet. Detaillierte Angaben zu den Ausgaben (in Mio €), aufgeschlüsselt nach OOHPI-Komponenten, sind derzeit noch nicht öffentlich zugänglich. Bei den Berechnungen müssen daher einige Näherungswerte verwendet werden, wobei die

²¹ Siehe A. Xu, C. Yélou und A. Soumare, [New approach for estimating the mortgage interest cost index](#), Prices Analytical Series, Statistics Canada, November 2017.

²² Siehe EZB, [Überblick über die geldpolitische Strategie der EZB](#), Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

²³ Der OOHPI für Griechenland wurde vom griechischen Statistikamt noch nicht zur Verfügung gestellt.

²⁴ Im Rahmen der Überprüfung der geldpolitischen Strategie wurden für die EZB-internen Berechnungen der um OOHPIs erweiterten HVPIs die Gewichte der OOHPIs anhand von Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für unterstellte Mieten näherungsweise ermittelt. Die Ergebnisse dieser Berechnungen finden sich beispielsweise in: EZB, [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), a. a. O., S. 48-65.

„Bruttoanlageinvestitionen“²⁵ für neue Wohnimmobilien die wichtigsten allgemein verfügbaren Daten darstellen, aus denen andere Ausgabenkategorien abgeleitet werden. Die um OOHPIs erweiterten HVPIs werden als vierteljährliche verkettete Laspeyres-Indizes erstellt. Die Gewichte sind gemäß der HVPI-Methodik preisaktualisiert.²⁶

Anhand der vorläufigen EZB-Berechnungen ist festzustellen, dass in den vergangenen zehn Jahren der um den OOHPI erweiterte HVPI im Eurogebiet Preissteigerungsraten aufwies, die sich kaum von jenen des HVPI unterschieden, bei dem die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum nicht berücksichtigt wurden (siehe Abbildung 3). Seit 2011 fiel die Differenz zwischen den HVPIs im Euroraum mit und ohne OOH-bezogene Kosten recht gering aus und betrug höchstens 0,3 Prozentpunkte. Da die Gesamtinflation einige sehr volatile Positionen abbildet, die möglicherweise keine Informationen über die mittelfristigen Aussichten liefern, werden für geldpolitische Zwecke üblicherweise auch Messgrößen herangezogen, bei denen bestimmte Positionen nicht berücksichtigt werden. Hierdurch kann die zugrunde liegende Inflation näherungsweise bestimmt werden. Ein bekanntes Beispiel ist der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX). Wird bei diesen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation der OOHPI einbezogen, hat dies auch Einfluss auf das Ergebnis dieser Messgrößen. Das liegt zum Teil daran, dass der OOHPI bei Inflationsraten, bei denen bestimmte Positionen ausgeschlossen sind, relativ gesehen stärker ins Gewicht fällt. Für die am HVPIX gemessenen Teuerung für das Eurogebiet fiel die Differenz daher besonders in den letzten Jahren, aber auch im ersten Halbjahr 2012, größer aus. Mit rund 0,4 Prozentpunkten bis 0,6 Prozentpunkten wurden dabei im zweiten und dritten Quartal 2021 die höchsten Werte verzeichnet, zu einer Zeit also, als die HVPI-Inflation (ohne Berücksichtigung des OOH) nach wie vor durch coronabedingte Faktoren beeinflusst wurde. In der Zeit von 2012 bis 2020 beliefen sich die Abstände absolut betrachtet indes auf höchstens 0,3 Prozentpunkte. Dies war selbst dann der Fall, als die Berücksichtigung von OOHPI-Änderungen zu rückläufigen Änderungsraten des um selbst genutztes Wohneigentum erweiterten Index führte. Allgemein ist festzustellen, dass die erweiterten Indizes in Bezug auf die Konjunktur-, Wohnimmobilienmarkt-, Bau- und Finanzzyklen eingehender beurteilt werden müssen, sobald längere Zeitreihen mit offiziellen OOHPI-Daten vorliegen.

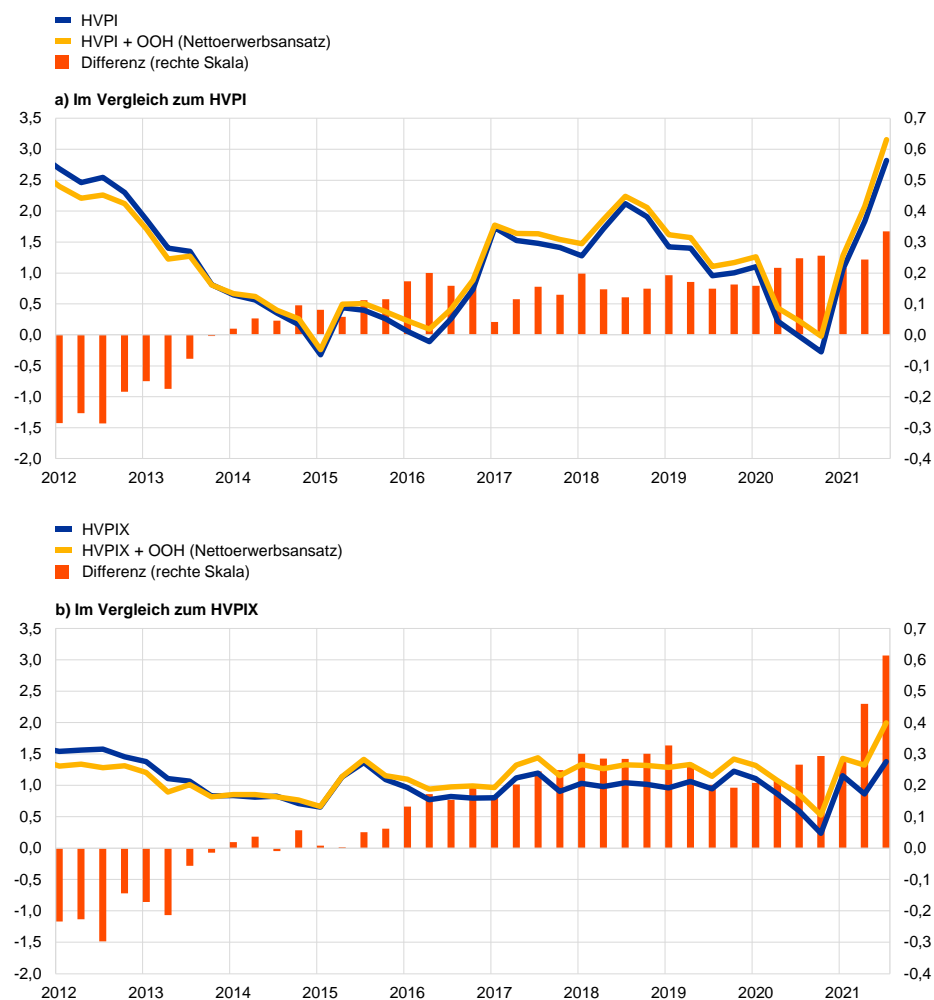
²⁵ Bei den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen handelt es sich um die Ausgaben für den Erwerb einer neuen Wohnimmobilie, wobei die Grundstückskosten nicht berücksichtigt werden.

²⁶ Einzelheiten zur HVPI-Methodik finden sich in: Eurostat, [Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) – Methodological Manual](#), November 2018.

Abbildung 3

Der neue um selbst genutztes Wohneigentum erweiterte analytische Index auf Basis des Nettoerwerbsansatzes: vorläufige Ergebnisse der EZB-Berechnungen

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Differenz in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

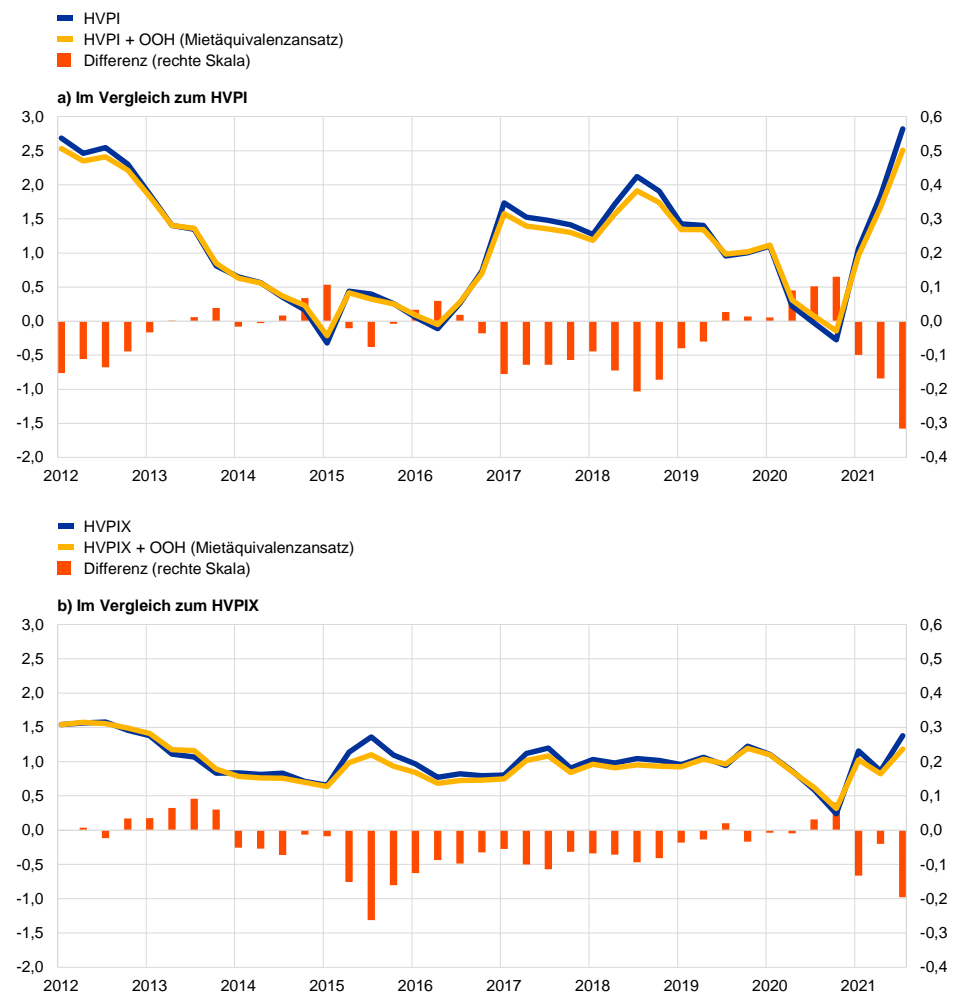
Ein Vergleich mit dem Mietäquivalenzansatz

Im Rahmen der Überprüfung der geldpolitischen Strategie wurden der Nettoerwerbsansatz und der Mietäquivalenzansatz anhand vorläufiger Schätzungen der EZB miteinander verglichen. Die EZB-Schätzungen der unterstellten Mieten für selbst genutztes Wohneigentum wurden dabei direkt aus der HVPI-Ausgabenkategorie für Wohnungsmieten abgeleitet. Die Gewichtung, mit der der OOH-Preisindex auf Basis der unterstellten Mieten in das kombinierte HVPI-Maß eingeht, wurde aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu den unterstellten Mieten abgeleitet, die Teil der Statistiken über den privaten Konsum sind.

Auf die Gesamtinflation im Eurogebiet wirkt sich die Berücksichtigung des OOHPI sowohl nach dem Nettoerwerbskonzept als auch nach dem Mietäquivalenzkonzept in absoluten Zahlen nur begrenzt aus. Qualitativ unterscheiden sich die Ansätze jedoch sehr wohl. Der Index mit OOHPIs auf Basis des Nettoerwerbsansatzes weist eine stärkere Zyklizität auf, wohingegen die Verwendung der anhand des Mietäquivalenzansatzes erstellten Messgröße zu geringeren zyklischen Ausschlägen führt. Aus Abbildung 4 geht hervor, dass sich die Berücksichtigung des selbst genutzten Wohneigentums in Form von unterstellten Mieten nur sehr wenig und im Gegensatz zum Nettoerwerbskonzept zumeist antizyklisch auf die Teuerung auswirkt. Die Ergebnisse für den HVPIX (Grafik b) und für die Gesamtinflation (Grafik a) ähneln sich sehr stark, wobei der Einfluss auf den HVPIX etwas größer ausfällt. Dass die Unterschiede bei den Inflationsraten so klein sind, liegt hauptsächlich an der geringen Volatilität der Mietpreise (siehe Abbildung 2).

Abbildung 4
Index auf Basis des Mietäquivalenzansatzes für selbst genutztes Wohneigentum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Differenz in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Basierend auf vorläufigen EZB-Schätzungen anhand von Daten seit 2011 ist festzustellen, dass die Gewichte auf Grundlage des Nettoerwerbsansatzes für den Euroraum als Ganzes nicht deutlich volatiler waren als die Gewichte auf Basis der unterstellten Mieten. Eine mögliche Sorge im Zusammenhang mit der Verwendung des Nettoerwerbskonzepts besteht darin, dass die OOHPI-Gewichte im Zeitverlauf erheblich variieren könnten. Hierdurch würde die durchschnittliche Inflation in einem kombinierten Index – bedingt durch das übliche zyklische Verlaufsmuster am Wohnimmobilienmarkt in Kombination mit der Vorgabe, die HVPI-Ausgabengewichte jährlich anzupassen – möglicherweise nach oben verzerrt.²⁷ In Abbildung 5 (Grafik a) werden die Gewichte des Nettoerwerbsansatzes für den Euroraum, die auf EZB-Schätzungen beruhen (abgeleitet aus den Bruttoanlageinvestitionen in Mrd € und aus den relativen Gewichten der OOHPI-Teilindizes gemäß Eurostat), mit den unterstellten Mieten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in Form von preisaktualisierten relativen Ausgabenanteilen verglichen.²⁸ Für die Jahre 2011 bis 2020 betrug der Variationskoeffizient der Gewichte nach dem Nettoerwerbsansatz 0,044 und derjenige nach den unterstellten Mieten 0,025. Der Mindestwert der Gewichte des Nettoerwerbsansatzes belief sich auf 8,3 % und der Höchstwert auf 9,5 %.²⁹ In einzelnen Ländern dürfte eine größere Volatilität der OOHPI-Gewichte im Zeitverlauf allerdings wahrscheinlicher sein, insbesondere dort, wo die Bauzyklen ausgeprägter sind. Während der Covid-19-Krise waren solche massiven Ausschläge in mehreren Staaten (u. a. in Frankreich und Italien) zu beobachten. Bislang ist noch nicht bekannt, wie die nationalen Statistikämter für das jeweilige Vorjahr repräsentative Gewichte nach dem Nettoerwerbsansatz im Einklang mit den OOHPI-Standards erstellen wollen. Doch die in Abbildung 5 (Grafik b) dargestellten Schätzungen der EZB legen die Vermutung nahe, dass sich die Zeiträume, in denen sich die Gewichte nach dem Nettoerwerbskonzept deutlich ändern, von den Zeiträumen abweichen könnten, in denen die Anteile der unterstellten Mieten variieren. Bei den Auswirkungen, die sich aus der Berücksichtigung der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI nach dem Nettoerwerbsansatz bzw. nach dem Mietäquivalenzansatz ergeben, dürfte daher auch die unterschiedliche Berechnung der Gewichte eine Rolle spielen.³⁰

²⁷ Siehe K. Whelan, [How Should Housing Be Treated in the HICP? – In-Depth Analysis Requested by the ECON Committee](#), Monetary Dialogue Papers, Europäisches Parlament, November 2021, S. 12-13. Da die OOHPI-Gewichte nach denselben Konzepten erstellt werden müssen wie die HVPI-Gewichte, sollen sie auf das Ausgabeverhalten im Vorjahr abstellen, wobei die wichtigsten Daten aus dem vorletzten Jahr stammen.

²⁸ Einzelheiten zur Erstellung dieser Gewichte finden sich in: Ganoulis et al., a. a. O.

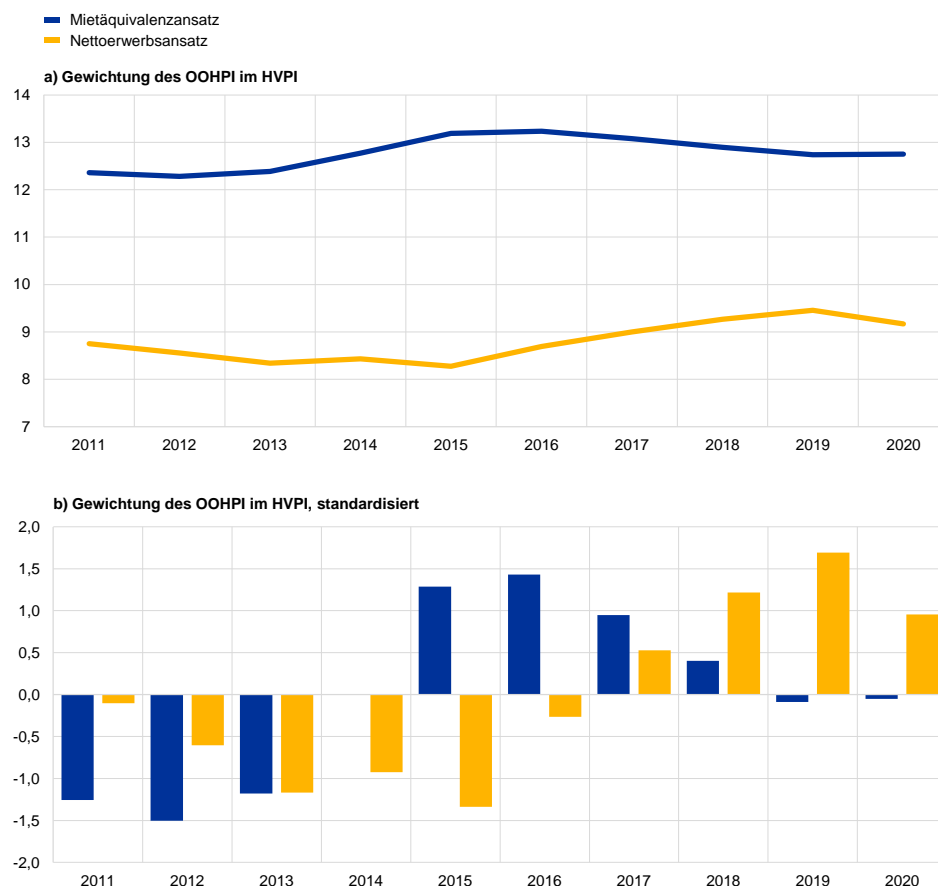
²⁹ Mittelwert: 8,8 %, Standardabweichung: 0,39 Prozentpunkte.

³⁰ Bei der Überprüfung der geldpolitischen Strategie wurden für die EZB-Schätzungen der kombinierten Indizes nach dem Nettoerwerbsansatz (OOHPIs) und nach dem Mietäquivalenzansatz jedoch dieselben näherungsweise ermittelten Gewichte für das selbst genutzte Wohneigentum als HVPI-Komponente zugrunde gelegt. Diese Gewichte wurden aus den Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu unterstellten Mieten abgeleitet. Die Ergebnisse dieser Berechnungen finden sich beispielsweise in: EZB, [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), a. a. O., S. 48-65. Siehe hierzu auch Fußnote 24.

Abbildung 5

Gewichtung des OOHPI im HVPI nach dem Mietäquivalenzansatz und dem Nettoerwerbsansatz

(Grafik a: in %; Grafik b: standardisierte Einheiten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die in Grafik b dargestellten standardisierten Abweichungen ergeben sich aus den Abweichungen vom Durchschnittswert im Zeitraum 2011 bis 2020 geteilt durch die entsprechende Standardabweichung.

Einbindung der OOH-Preisindizes in die HVPIs: Wie verändern sich die Variabilität zwischen den einzelnen Ländern und die jeweiligen Beiträge?

Den vorläufigen Schätzungen der EZB zufolge scheinen die Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern durch die Berücksichtigung von OOHPIs insgesamt nicht sonderlich stark beeinflusst zu werden.

Abbildung 6 zeigt die niedrigsten und die höchsten Teuerungsraten in den Euro-Ländern je Quartal seit Anfang 2012, und zwar sowohl für den HVPI als auch für den neuen Index unter Einbeziehung des OOHPI. Die Unterschiede zwischen der Bandbreite dieser beiden Messgrößen scheinen für die Gesamtinflation wie auch für den HVPIX sehr gering zu sein. In Abbildung 7 werden die Standardabweichungen der Inflation in den verschiedenen Ländern für den HVPI und den HVPIX dargestellt. Ebenso wie in Abbildung 6 scheint der Einfluss, den eine Berücksichtigung des

selbst genutzten Wohneigentums auf die Inflationsunterschiede insgesamt hat, begrenzt zu sein.

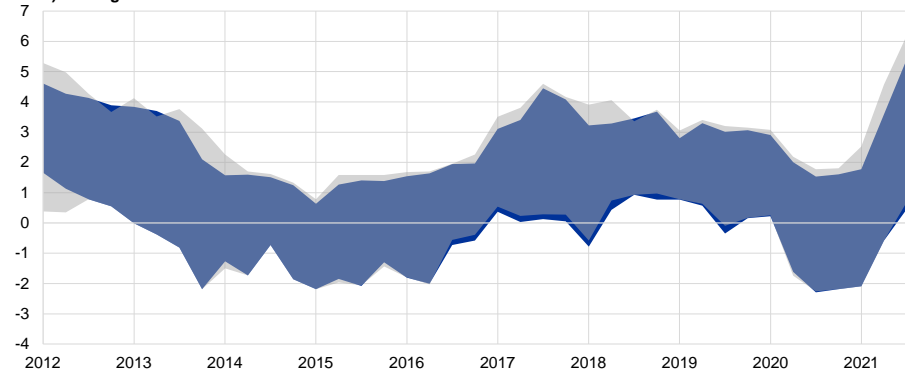
Abbildung 6

Bandbreite der HVPIs in den Euro-Ländern unter Einbeziehung der OOHPIs³¹

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

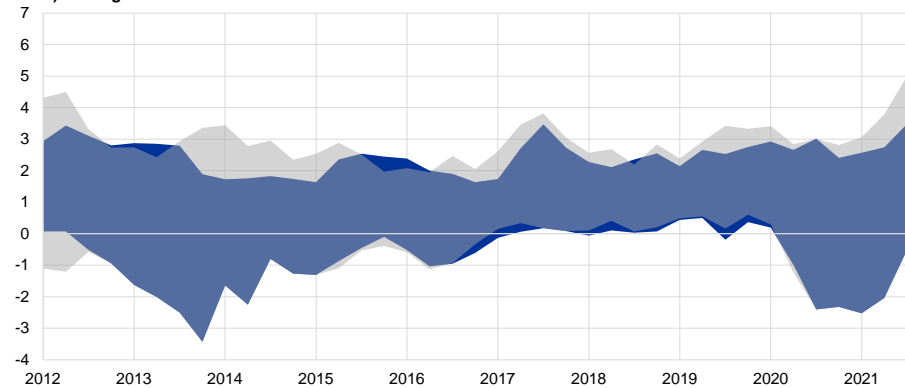
■ Bandbreite des HVPI
■ Bandbreite des HVPI + OOH

a) Im Vergleich zum HVPI



■ Bandbreite des HVPIX
■ Bandbreite des HVPIX + OOH

b) Im Vergleich zum HVPIX



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a und b zeigen die Bandbreite der Inflationsraten nach dem HVPI und nach dem HVPIX in den Euro-Ländern, wenn selbst genutztes Wohneigentum (OOH) berücksichtigt wird (grau) und wenn es unberücksichtigt bleibt (dunkelblau). Überlappende Bereiche sind in einem helleren Blau kenntlich gemacht.

³¹ Für Griechenland liegt kein OOHPI vor. In dem um den OOHPI erweiterten HVPI für den Euroraum ist der HVPI von Griechenland enthalten.

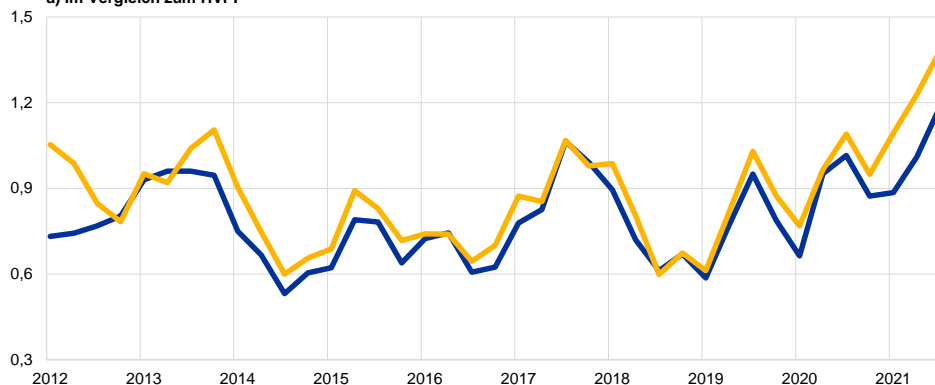
Abbildung 7

Standardabweichung der HVPIs in den Euro-Ländern unter Einbeziehung der OOHPIs

(in Prozentpunkten)

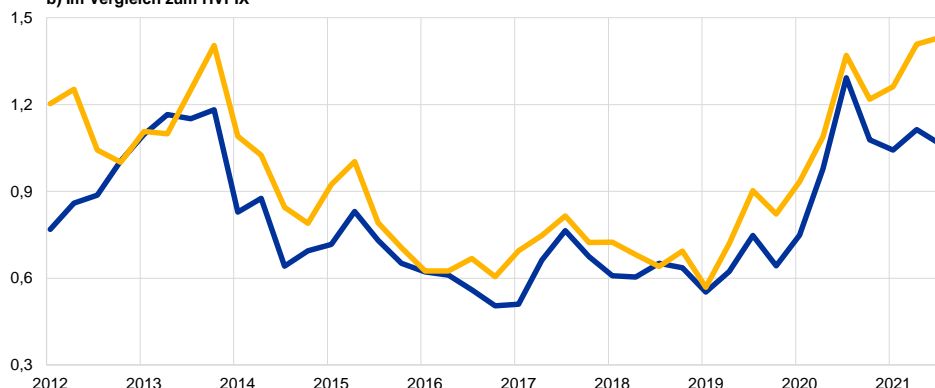
— Standardabweichung des HVPI in den 19 Euro-Ländern
— Standardabweichung des HVPI + OOH in den 19 Euro-Ländern

a) Im Vergleich zum HVPI



— Standardabweichung des HVPIX in den 19 Euro-Ländern
— Standardabweichung des HVPIX + OOH in den 19 Euro-Ländern

b) Im Vergleich zum HVPIX



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Da die zyklische Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts spezifische Auswirkungen auf die HVPI-Gesamtinflation haben könnte, wenn OOHPIs berücksichtigt werden, ist es erforderlich, derartige Entwicklungen zu identifizieren, zu beobachten und vorherzusagen.

Angesichts dessen werden die von der EZB vorgenommenen Inflationsanalysen ausgeweitet und vertieft. Die aktuell verfügbaren Zeitreihen sind häufig nicht lang genug, um eine erweiterte Analyse der zyklischen Eigenschaften der Wohnimmobilienmärkte in den Euro-Ländern vor dem Jahr 2011 durchzuführen. Aus den Entwicklungen im ersten Jahrzehnt dieses Jahrhunderts lassen sich jedoch bereits einige Rückschlüsse ziehen. Internen Schätzungen der EZB zufolge hätten sich die rapiden Preisanstiege an den Wohnimmobilienmärkten mehrerer Euro-Länder, die im Vorfeld der Weltfinanzkrise 2008 zu beobachten waren, auch dann nicht sonderlich stark in der HVPI-Inflation des Eurogebiets niedergeschlagen, wenn selbst genutztes Wohneigentum schon damals berücksichtigt worden wäre. Grund hierfür ist, dass sich die Wohnimmobilienpreise in anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets zu

jener Zeit gedämpft entwickelten und damit die Preissteigerungen ausgeglichen hätten.

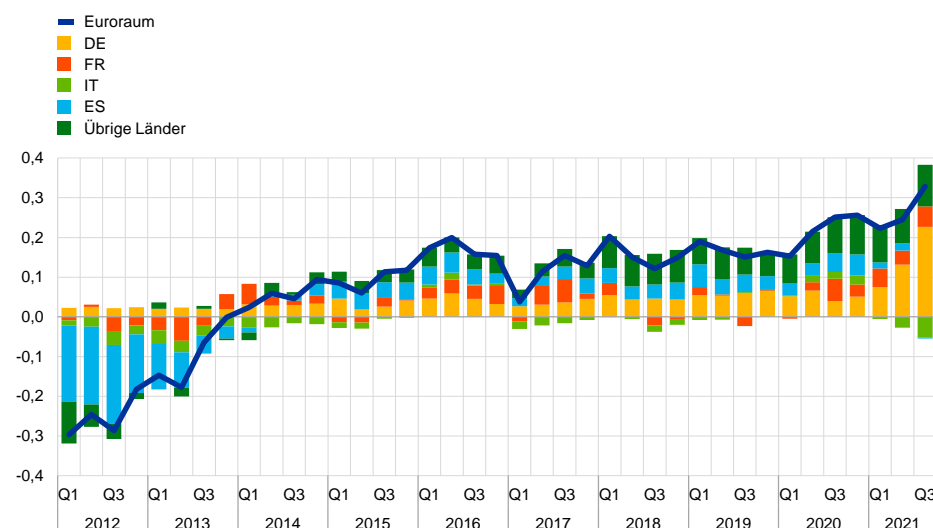
Seit 2012 ist die Gesamtdifferenz zwischen der HVPI-Inflation des Euroraums und der entsprechenden HVPI-Inflation unter Einbeziehung des OOHPI in erster Linie durch die Entwicklung in einigen wenigen Ländern bestimmt worden. Abbildung 8 zeigt den Beitrag einzelner Länder zu dieser Differenz. In den Jahren 2012 und 2013 wurde die Differenz vor allem durch die Entwicklung in Spanien beeinflusst. Seither verteilen sich die Bestimmungsfaktoren für die Unterschiede zwischen der Euroraum-Inflation unter Berücksichtigung des OOHPI und der Teuerung nach dem HVPI gleichmäßiger über die Euro-Länder, wobei sich die Veränderungen in den letzten Quartalen vornehmlich durch den starken Anstieg in Deutschland erklären lassen.

Abbildung 8

HVPI-Inflation im Euroraum und Inflationsmaß unter Einbeziehung des OOHPI: Beiträge zur Differenz zwischen beiden Messgrößen

Beiträge der einzelnen Länder zur Differenz im Euroraum

(in Prozentpunkten und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Entwicklung des OOHPI hängt häufig mit Bestimmungsfaktoren der Wohnimmobilienpreise zusammen, die von Land zu Land variieren können. Die Finanzierung (über Hypothekarkredite) spielt bei den Transaktionspreisen für selbst genutztes Wohneigentum eine wichtige und deutlich größere Rolle als bei Gebrauchsgütern wie Pkws und Möbeln. Die Bedeutung von Wohnraum als Anlagemöglichkeit kann sich im Zeitverlauf ebenfalls ändern, je nachdem, wie sich die Ertrags-Risiko-Profile in den unterschiedlichen Anlageklassen entwickeln. Auch angebotsseitige Restriktionen wie die begrenzte Verfügbarkeit von Bauland sind allgemein bekannte Triebkräfte der Teuerung bei Wohnimmobilien und somit auch der OOHPIs. Mittel- bis längerfristige Entwicklungen wie demografische und sozioökonomische Veränderungen (z. B. die Anzahl der in einem Haushalt lebenden

Personen und die Altersstruktur) üben möglicherweise einen dauerhafteren Einfluss auf die Wohnkosten und mithin auch auf die OOHPIs aus.

4 Künftige Herausforderungen: Schritte zur Einbindung von OOHPIs in die HVPIs

Die vierteljährliche Bereitstellung von OOHPIs durch das ESS war ein wichtiger Erfolg bei dem Vorhaben, die Ausgaben privater Haushalte für Wohnimmobilien in den HVPIs des Euro-Währungsgebiets und der Euro-Länder besser zu erfassen. Um OOHPIs vollständig in die HVPIs einbinden zu können, sind jedoch monatliche und zeitnahe Meldungen erforderlich. Damit ein HVPI für den Euroraum, in dem selbst genutztes Wohneigentum fest integriert ist, auch für geldpolitische Zwecke genutzt werden kann, muss außerdem die Problematik in Augenschein genommen werden, dass OOHPIs derzeit zum Teil Investitionsüberlegungen widerspiegeln. Die EZB unterstützt weitere Forschungsprojekte, die sich mit optimalen Messmethoden befassen. Ziel sollte dabei eine bessere Abgrenzung der Konsum- und der Investitionskomponente sein, wobei erstere die für die Geldpolitik relevante Komponente darstellt.

Bei seiner Überprüfung der geldpolitischen Strategie hat der EZB-Rat einen Fahrplan für das weitere Vorgehen in Bezug auf die OOHPIs skizziert. Das ESS ist dabei der Hauptakteur. Folgende vier Meilensteine sind angedacht: a) die Bereitstellung vierteljährlicher HVPIs, in die OOHPIs eingebunden sind und die der EZB als analytische Indizes dienen (wie im vorliegenden Aufsatz dargestellt); b) die Bereitstellung eines experimentellen Index durch das ESS – voraussichtlich im Jahr 2023 (die Entscheidung des ESS hierzu erfolgt unabhängig von den internen Überlegungen der EZB); c) die Anpassung des rechtlichen Rahmens des HVPI, damit vierteljährliche HVPIs mit integrierten OOHPIs als Teil der offiziellen Statistik ausgewiesen werden können (dieser Schritt wird frühestens für 2026 erwartet); d) die Einbindung von Kosten für selbst genutztes Wohneigentum in den HVPI auf monatlicher und zeitnaher Basis (dies würde den Weg dafür ebnen, dass ein HVPI, der auch OOH-bezogene Kosten berücksichtigt, als Hauptindex für geldpolitische Zwecke genutzt werden kann).

Das ESS arbeitet derzeit daran, die Rechtsakte für einen OOH-Preisindex voranzubringen und anzupassen. Die demnächst erscheinende OOHPI-Durchführungsverordnung, in der überarbeitete und erweiterte Anforderungen für die Erstellung vierteljährlicher OOHPIs durch die Statistikämter in der EU festgelegt werden, soll voraussichtlich im zweiten Halbjahr 2022 in Kraft treten und von den nationalen Statistikämtern ab Januar 2024 angewendet werden. Zur offiziellen Statistik können die HVPIs mit eingebundenen OOHPIs jedoch erst dann gerechnet werden, wenn die HVPI-Rahmenverordnung³² entsprechend angepasst wurde. Je

³² Siehe [Verordnung \(EU\) Nr. 2016/792 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2016 über harmonisierte Verbraucherpreisindizes und den Häuserpreisindex sowie zur Aufhebung der Verordnung \(EG\) Nr. 2494/95 des Rates](#) (AbL. L 135 vom 24.5.2016, S. 1).

nachdem, wie die Arbeiten des ESS voranschreiten, wird die Aktualisierung dieser Verordnung in Bezug auf OOHPIs einige Zeit in Anspruch nehmen.

Im Rahmen des Prozesses zur Berücksichtigung von OOHPIs in HVPIs wird die EZB die Eigenschaften dieser Indizes ausführlich untersuchen. Die EZB wird den statistischen Fortschritt bei der Erstellung von OOHPIs und kombinierten Indizes genau verfolgen. Dies gilt sowohl für die Methoden als auch für die Anpassung der rechtlichen Rahmenwerke, die den HVPIs und OOHPIs zugrunde liegen. Die statistischen Besonderheiten neuer Entwicklungen bei den OOHPIs müssen umfassend beurteilt werden, insbesondere bezüglich des Einflusses auf die geldpolitische Nutzung solcher Indikatoren durch die EZB.

In diesem Zusammenhang ist auch die statistische Qualität der OOHPIs vor allem in Bezug auf regelmäßige Datenrevisionen zu analysieren. Ein wichtiger Aspekt bei den OOHPI-Daten ist, dass sie zum Veröffentlichungszeitpunkt lediglich vorläufige Ergebnisse darstellen. Im Gegensatz zu HVPIs werden OOHPIs häufig korrigiert, wenn im Zeitverlauf immer mehr Daten für die entsprechenden Referenzzeiträume verfügbar werden. Bei der Verwendung von OOHPIs ist daher die größere statistische Unsicherheit von OOHPI-Daten aus den jüngsten Berichtszeiträumen zu berücksichtigen.

Innerhalb des Eurosystems sind Anschlussarbeiten geplant, die sich mit der Prognose von OOH-Preisindizes befassen. Ein solches Unterfangen stellt eine besondere Herausforderung dar, denn die Vermögenspreiskomponente von OOHPIs ist – im Gegensatz zur Baukostenkomponente – von der Art her nicht mit anderen zyklischen Indikatoren vergleichbar.

Inwiefern sich die Konsum- und die Investitionskomponente von OOHPIs voneinander abgrenzen lassen, wird davon abhängen, ob eine gemeinsame Auslegung erreicht und ein Verfahren entwickelt werden kann, das praktisch umsetzbar ist. Bislang gibt es noch keinen allgemeinen Konsens darüber, was Konsum- und was Investitionsausgaben beim Kauf von Wohnimmobilien durch private Haushalte sind. Der Wohnimmobilienerwerb stellt eine große Komponente der OOH-Preisindizes dar, und die Frage bezüglich des Konsum- und des Investitionsmotivs beeinflusst sowohl die Preisänderungen als auch die Gewichte. Bei den Berechnungen im vorliegenden Aufsatz wurden „Bruttopreise“ und „Nettogewichte“ wie in den ESS-Berechnungen der OOHPIs verwendet. Bei den Bruttopreisen handelt es sich um tatsächliche Transaktionspreise. Wohnbauten, die von Privathaushalten zur Vermietung (d. h. als Investition) erworben wurden, bleiben bei den OOHPI-Preisen und -Gewichten unberücksichtigt. Die Ausgaben für Bauland werden als nichtproduziertes Vermögensgut lediglich aus den Nettoerwerbsgewichten herausgerechnet. Der Preisindex für selbst genutztes neu erworbenes Wohneigentum spiegelt dagegen Preisänderungen wider, wobei auch die Grundstückspreise (Bruttopreis) berücksichtigt werden, die im Preisindex für selbst gebaute Wohnungen nicht enthalten sind. Eine weitere Verfeinerung dessen, was in den Gewichten und Preisindizes berücksichtigt und nicht berücksichtigt wird, erfordert einen gemeinsamen Konsens darüber, was als Konsumausgaben und was als Investitionsausgaben zu betrachten ist. Dies gilt auch in Bezug auf die Behandlung von Bauland.

Die Aufbereitung monatlicher OOHPIs ist eine statistische Herausforderung.

Um Transaktionspreise für Neubauten verwenden zu können, müssen in jedem Berichtszeitraum ausreichend viele Transaktionen getätigt worden sein. Auf Monatsbasis kann die Transaktionszahl vor allem in kleinen Ländern jedoch gering sein. Überdies fallen Meldeverzögerungen, die sich schon in der vierteljährlichen Statistik der Wohnimmobilientransaktionen negativ bemerkbar machen, bei einer monatlichen Erhebung noch mehr ins Gewicht.

In Bezug auf die Erstellung monatlicher und zeitnaher OOHPIs sind daher weitere Untersuchungen vonnöten. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die beiden genannten Aspekte die Anwendung von Methoden erforderlich machen, die es bei den HVPIs noch nicht gibt. Angesichts der potenziellen Folgen für die Aufbereitungsmethoden und die Verwendung des Index ist daher ein innovativer, aber vorsichtiger Ansatz notwendig.

Langfristige Forschungsprojekte, die in Kooperation mit dem ESS, dem IWF und der OECD durchgeführt werden, könnten mehr Klarheit über die optimalen Messmethoden schaffen. Es sollten insbesondere solche Forschungsprojekte gefördert werden, die es sich zum Ziel gesetzt haben, die Vermögenskomponente der auf Basis des Nettoerwerbsansatzes erstellten OOHPIs besser zu isolieren. Insgesamt ist die Einbindung von OOHPIs in den HVPI ein langfristiges Projekt, bei dem das ESS als Hauptakteur fungiert. Angesichts der künftigen Herausforderungen unterstützt das Eurosystem die statistischen Aktivitäten bei Bedarf durch regelmäßige Nutzer-Feedbacks.

Während des Übergangszeitraums bleibt der aktuelle HVPI der Hauptreferenzindex für die Geldpolitik. Der Übergangszeitraum wird so lange andauern, bis der OOHPI alle erforderlichen Standards hinsichtlich zeitnaher Verfügbarkeit und Qualität erfüllt, die für eine vollständige Einbindung in den monatlichen HVPI notwendig sind. In Anbetracht der Tatsache, dass eine vollständige Einbindung des selbst genutzten Wohneigentums in den HVPI noch mehrere Jahre dauern kann, wird der EZB-Rat zwischenzeitlich für seine geldpolitischen Beurteilungen Inflationsmessgrößen heranziehen, die anfängliche Schätzungen der Kosten für selbst genutztes Wohneigentum berücksichtigen und zu seinem Spektrum an zusätzlichen Inflationsindikatoren gehören.

2 Next Generation EU in der Perspektive des Euro-Währungsgebiets

Maximilian Freier, Charlotte Grynberg, Marguerite O'Connell, Marta Rodríguez-Vives und Nico Zorell

1 Einleitung

Next Generation EU (NGEU) bildet ein Kernstück der gemeinsamen politischen Reaktion der EU auf die wirtschaftlichen Herausforderungen der Corona-Pandemie (Covid-19). Die Pandemie löste in der EU einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung aus und führte zu einer neuerlichen Vertiefung von Divergenzen zwischen den Ländern. Die energische Reaktion der EU hierauf folgte im Juli 2020 mit der Ankündigung des EU-weiten Investitions- und Reformprogramms NGEU. In der kurzen Frist soll NGEU die Erholung stützen. Auf mittlere Sicht soll das Programm als Katalysator für die Modernisierung der Volkswirtschaften in der EU wirken, indem es positive Effekte auf Wachstum, Widerstandskraft und Konvergenz generiert. Mit Blick auf diese Ziele ist die finanzielle Unterstützung, die die EU-Mitgliedstaaten aus dem NGEU-Programm erhalten, an die Durchführung konkreter Investitions- und Reformprojekte im Zeitraum 2021-2026 geknüpft. Eine wirksame Umsetzung von NGEU sollte mithin zu einer deutlichen Steigerung des Kapitalstocks und Produktionspotenzials der EU-Länder führen.

NGEU bietet die einmalige Gelegenheit, die Transformationsdynamik in den Mitgliedstaaten zu stärken. Ausschlaggebend hierfür sind das Finanzierungsvolumen, die programmimmanente Solidarität zwischen den Staaten und die Tatsache, dass die Finanzierung an die politische Umsetzung auf nationaler Ebene gekoppelt ist. Durch NGEU wird ein bislang nicht gekanntes Finanzierungsvolumen von bis zu 807 Mrd € in jeweiligen Preisen freigesetzt, was 6 % des EU-weiten BIP im Jahr 2020 entspricht. Bislang haben die EU-Mitgliedstaaten 581 Mrd € angefordert. Von den sieben NGEU-Programmen hat die Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) mit 90 % des Gesamtvolumens bei Weitem den größten Umfang.¹ Die Mittel der RRF entfallen etwa zur Hälfte auf nicht rückzahlbare Transfers an die Staaten, die andere Hälfte wird als Kredite vergeben. Ferner erhalten Länder, die am härtesten von der Krise getroffen werden – und auch ein niedrigeres Pro-Kopf-BIP und/oder eine vergleichsweise höhere staatliche Schuldenquote aufweisen –, verhältnismäßig mehr Mittel. Diese Merkmale des NGEU-Programms sind Ausdruck der starken Solidarität zwischen den EU-Mitgliedstaaten. Zugleich ist die Finanzierung aus RRF-Mitteln an die Bedingung geknüpft, dass die Mitgliedstaaten Aufbau- und Resilienzpläne umsetzen, die

¹ Die RRF besteht aus Krediten (bis zu 385,8 Mrd €) und Transfers (338,0 Mrd €). Die übrigen sechs NGEU-Programme sind niedriger dotiert: REACT-EU (50,6 Mrd €), Horizont Europa (5,4 Mrd €), InvestEU (6,1 Mrd €), Entwicklung des ländlichen Raums (8,1 Mrd €), Fonds für einen gerechten Übergang (10,9 Mrd €) und RescEU (2 Mrd €).

konkrete Investitionen und Reformen im Einklang mit den EU-Empfehlungen enthalten müssen.² Jeder Aufbau- und Resilienzplan muss von der Europäischen Kommission beurteilt und vom Rat der EU gebilligt werden.

Aus NGEU könnten sich wertvolle Erkenntnisse zu dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen sowie zu einer potenziellen dauerhaften Fiskalkapazität für das Eurogebiet gewinnen lassen. Das Programm ist als Einmalmaßnahme konzipiert. Gleichwohl befürwortet die EZB seit Langem einen gemeinsamen makroökonomischen Stabilisierungsmechanismus zur Vollendung des wirtschaftlichen und institutionellen Ordnungsrahmens der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Eine Fiskalkapazität für das Eurogebiet sollte so ausgestaltet werden, dass sie die Anreize für eine solide Finanz- und Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten ergänzt; dies gilt insbesondere für notwendige Strukturreformen und die stärkere Einhaltung des EU-Rahmens zur haushaltspolitischen und makroökonomischen Überwachung.^{3,4}

Der vorliegende Beitrag betrachtet NGEU aus dem Blickwinkel des Euro-Währungsgebiets und stellt dabei die Investitions- und Reformpläne der Länder in den Vordergrund. Ende 2021 waren alle Aufbau- und Resilienzpläne von der Kommission beurteilt und vom Rat gebilligt worden, sodass sie sich nun in der Umsetzungsphase befinden. Eine Ausnahme bilden die Niederlande, die bislang keinen Plan eingereicht haben. Die Pläne unterlagen einheitlichen EU-Regeln, der operativen Hilfestellung durch die Kommission und der gegenseitigen Begutachtung in den EU-Foren, was die horizontale Analyse erleichtert. Vor diesem Hintergrund befasst sich Abschnitt 2 mit den fiskalischen Aspekten der Aufbau- und Resilienzpläne und hier insbesondere mit den Investitionsvorhaben und deren voraussichtlichen gesamtwirtschaftlichen Wirkungen. In den Plänen fehlende Angaben, z. B. zu Zeitprofil und statistischer Klassifikation finanzpolitischer Maßnahmen, werden durch Annahmen des Eurosystems und der EZB ergänzt, die mit einer gewissen Unsicherheit behaftet sind. Abschnitt 3 beurteilt die in den Plänen aufgezeigten Strukturreformen. Abschnitt 4 untersucht die in Bezug auf die RRF

² Die RRF-Mittel werden in zwei Stufen zur Verfügung gestellt. In der Genehmigungsphase wird nach der Beurteilung der Aufbau- und Resilienzpläne durch die Kommission und ihre Billigung durch den Rat an den jeweiligen Mitgliedstaat eine Vorfinanzierung von bis zu 13 % seiner bewilligten Transfers und Kredite ausbezahlt. Weitere Auszahlungen werden im Umsetzungsstadium Zug um Zug je nach der zufriedenstellenden Verwirklichung der in den Plänen dargelegten Meilensteine und Ziele geleistet. Die Aufbau- und Resilienzpläne werden regelmäßig überwacht.

³ Siehe Europäische Kommission, [Der Bericht der fünf Präsidenten: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden](#), 2015; EZB, [Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 9. November 2018 zu einem Vorschlag für eine Verordnung zur Schaffung einer Europäischen Investitionsstabilisierungsfunktion](#) (CON/2018/51; ABl. C 444 vom 10.12.2018, S. 11).

⁴ NGEU baut auf früheren Versuchen auf, politische Anreize für die Durchführung erforderlicher Strukturreformen in den Ländern zu schaffen. Diesbezügliche Vorschläge zu einem Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit – dieses sollte Strukturreformen in den Euro-Ländern vorantreiben – und zu einem Reformhilfeprogramm – welches EU-Staaten finanziell und technisch bei ihren Reformen unterstützen sollte – beruhen darauf, Politikmaßnahmen zur Stärkung der wirtschaftspolitischen Koordinierung in der EU zu honorieren und so die Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz zu fördern. Siehe Europäische Kommission, [Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über einen Steuerungsrahmen für das Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit für das Euro-Währungsgebiet](#) (COM(2019) 354 final); Europäische Kommission, [Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Aufstellung des Reformhilfeprogramms](#) (COM(2018)391 final).

bestehenden Governance-Elemente, die eine erfolgreiche Umsetzung von NGEU ermöglichen können. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Geplante finanzpolitische Maßnahmen

Alle Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets beabsichtigen, die verfügbaren RRF-Transfers in voller Höhe auszuschöpfen; indes haben nur wenige Regierungen bisher einen Kredit beantragt.⁵ Die Transfers für die Euro-Länder belaufen sich auf insgesamt 262,1 Mrd € (siehe Abbildung 1, Grafik a). RRF-Kredite bis zur Obergrenze von 6,8 % des Bruttonationaleinkommens wurden lediglich von Griechenland und Italien beantragt. Slowenien, Portugal und Zypern nutzen die ihnen zur Verfügung stehende Kreditfinanzierung bislang nur in begrenztem Umfang, sodass sich der insgesamt von Euro-Staaten beantragte Kreditbetrag auf 138,9 Mrd € beläuft. Im Vergleich zu Marktkonditionen vergünstigte Kredite könnten im Rahmen der RRF auch von anderen Ländern des Euroraums in Anspruch genommen werden; diese machen jedoch vorerst keinen Gebrauch davon.

Nahezu zwei Drittel der im Euroraum beantragten Mittel aus der Aufbau- und Resilienzfazilität sind derzeit Italien und Spanien zugeteilt. Die Gesamtfinanzierung für Euro-Länder im Zeitraum 2021-2026 dürfte den aktuellen Erwartungen zufolge 401 Mrd € (3,5 % des euroraumweiten BIP 2020) betragen. Knapp die Hälfte hiervon (48 %) entfällt auf Italien (siehe Abbildung 1, Grafik b). Damit würde Italien 191,5 Mrd € an Transfers und Krediten abrufen, was 11,6 % seines BIP 2020 entspricht. Spanien dürfte weitere 17 % der beantragten RRF-Mittel abrufen. Konkret schlägen hier 69,5 Mrd € an Transfers (6,2 % des nationalen BIP 2020) zu Buche. Frankreich und Deutschland zusammengenommen werden wohl 16 % der RRF-Mittel erhalten. Rund 19 % dürften an kleinere Länder des Eurogebiets fließen. In dieser Gruppe wäre Griechenland mit einem Anteil von 8 % in Form von Transfers und Krediten der größte Empfänger.

Im Rahmen des NGEU-Programms ist die EU befugt, auf europäischer Ebene Schuldtitel in bedeutender Höhe auszugeben. So sollen zwischen Mitte 2021 und 2026 Anleihen im Umfang von jährlich bis zu 150 Mrd € zur Gegenfinanzierung der nicht zurückzahlenden Transfers und der RRF-Kredite emittiert werden.^{6,7} Damit wird die Kapitalmarktposition der Kommission als ein wichtiger Akteur zur Bereitstellung sicherer Anlageformen in Euro gestärkt.⁸ NGEU verleiht der EU neue

⁵ Das NGEU-Programm und die RRF-Fazilität sind zwar EU-weite Programme, aber 81 % der gesamten RRF-Mittel werden Staaten des Eurogebiets zugewiesen.

⁶ Die Europäische Kommission trat erstmals 2020 als Akteur an den Rentenmärkten auf, als sie zur Finanzierung des EU-Kurzarbeitsprogramms SURE 100 Mrd € aufnahm. Nachdem der Eigenmittelbeschluss zur Finanzierung des EU-Haushalts am 31. Mai 2021 von allen Mitgliedstaaten gebilligt worden war, begann die Kommission im Juni 2021 mit der Mittelaufnahme zur Finanzierung von NGEU. Eine weitere Neuerung besteht darin, dass 30 % der NGEU-Mittel (250 Mrd €) durch „grüne“ Anleihen (Green Bonds) beschafft werden. Diese Mittel sollen ausschließlich in umweltfreundliche und nachhaltige Investitionen in der gesamten EU fließen.

⁷ Die RRF-Transfers werden als Verschuldung der EU verbucht, während die RRF-Kredite zur Verschuldung der Mitgliedstaaten hinzugerechnet werden, die einen solchen Kredit erhalten.

⁸ Siehe EZB, [EU and ECB policy responses to the COVID-19 pandemic and the international role of the euro](#), in: The international role of the euro, Juni 2021.

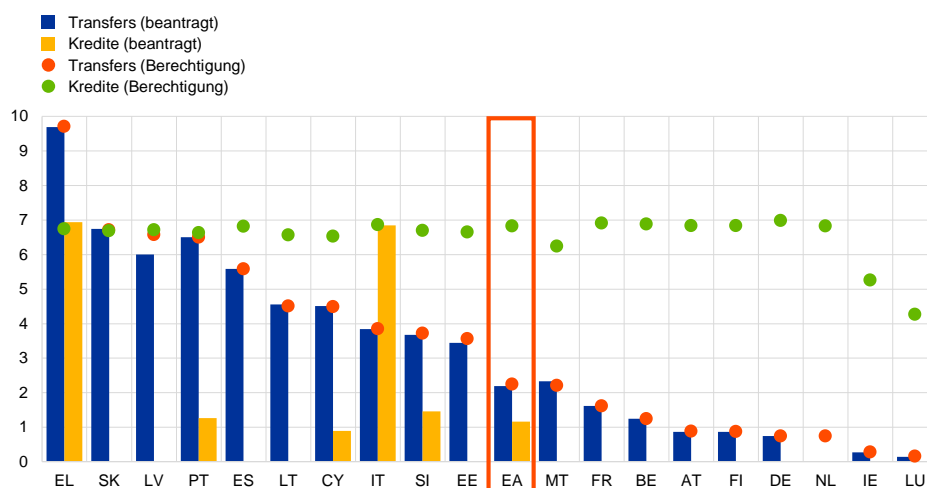
Impulse, ihr Eigenmittelsystem zu reformieren und in den kommenden Jahren neue Eigenmittel unter anderem für den Schuldendienst zu generieren.⁹

Abbildung 1

Herkunft der RRF-Mittel, Euro-Länder

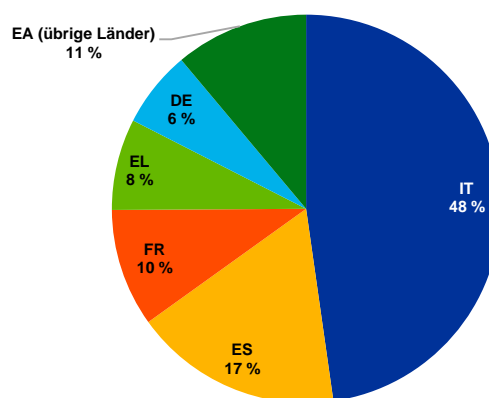
a) RRF-Mittel – Berechtigung und Beantragung

(2021-2026, in % des BIP 2020)



b) RRF-Mittel – Beantragung

(2021-2026, Anteil am Gesamtabruf von Transfers und Krediten)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Transferberechtigung gemäß Angaben der Europäischen Kommission. Kreditberechtigung der Staaten berechnet als 6,8 % des jeweiligen Bruttonationaleinkommens 2019. Ohne die Niederlande, da das Land der Europäischen Kommission noch keinen Aufbau- und Resilienzplan vorgelegt hat.

Die Aufbau- und Resilienzpläne sehen eine wachstumsfreundliche Zusammensetzung der RRF-finanzierten Staatsausgaben der Euro-Länder vor.

Im Einklang mit den politischen Zielen von NGEU dürften knapp 80 % der im Rahmen der Aufbau- und Resilienzpläne anfallenden Staatsausgaben in Investitionsprojekte fließen, deren Fiskalmultiplikatoren im Vergleich zu anderen Ausgabenkategorien recht hoch sind. Nahezu 50 % dieser Ausgaben werden in Form von direkten staatlichen Investitionen getätigt, und rund 30 % entfallen auf Vermögenstransfers zur Förderung privater Investitionen (Transferzahlungen an den privaten Sektor, öffentlich-private Partnerschaften usw.). Auf diese Weise könnte die

⁹ Siehe Europäischer Rat, [Schlussfolgerungen](#), 17.-21. Juli 2020.

Nutzung der RRF-Fazilität den Anteil staatlicher Investitionen am euroraumweiten BIP im Zeitraum 2021-2026 um rund 2,5 Prozentpunkte erhöhen (siehe Abbildung 2, Grafik a und b). Die übrigen Maßnahmen sehen insbesondere in den Anfangsjahren der Aufbau- und Resilienzpläne primär Subventionen, Sozialausgaben und sonstige laufende Transfers vor. Insgesamt ergeben sich aus den Plänen der Euro-Länder für die Nutzung der RRF-Finanzhilfen stärkere makroökonomische Effekte, als wenn diese ausschließlich zur Gegenfinanzierung von Sozialausgaben oder für den Abbau der Staatsverschuldung eingesetzt würden.¹⁰

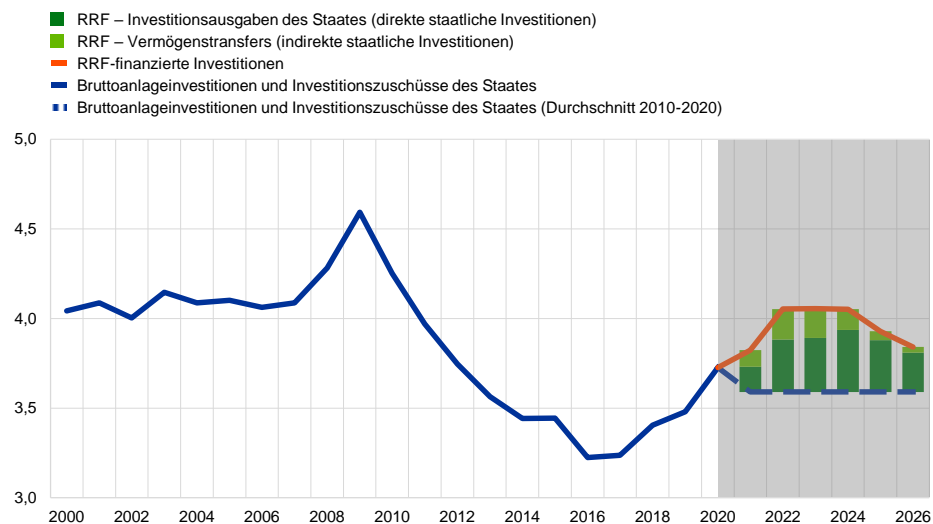
¹⁰ In früheren Studien der EZB wurde die zu erwartende gesamtwirtschaftliche Wirkung verschiedener stilisierter Szenarios herausgearbeitet, darunter auch die Verwendung von NGEU-Krediten und -Transfers für a) produktive staatliche Investitionen, b) unproduktive Staatsausgaben und c) die Umschuldung oder Rückzahlung bestehender Staatsschulden; siehe K. Bańkowski, M. Ferdinandusse, S. Hauptmeier, P. Jacquinot und V. Valenta, [The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 255, 2021.

Abbildung 2

RRF-finanzierte Staatsausgaben im Euroraum nach Statistikkategorie

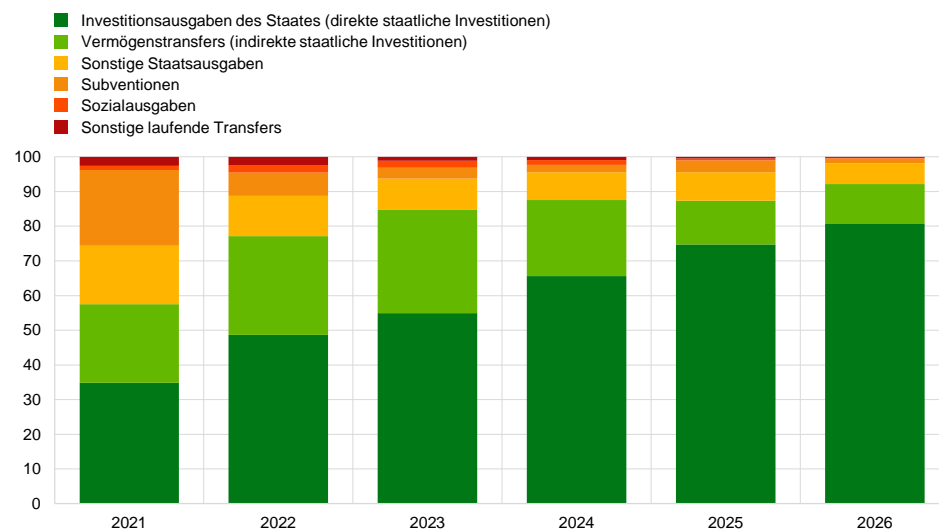
a) Staatliche Investitionen

(in % des BIP)



b) Staatsausgaben gemäß Beantragung

(2021-2026, in % der insgesamt beantragten Mittel)



Quellen: Annahmen und Berechnungen des Eurosystems und der EZB.

Anmerkung: RRF-finanzierte Investitionen: a) Investitionsausgaben des Staates (direkte staatliche Investitionen, dunkelgrüne Balken) und b) Vermögenstransfers (indirekte staatliche Investitionen, hellgrüne Balken). Bruttoanlageinvestitionen gemäß VGR, d. h. Investitionen. Die staatliche Investitionsquote (blaue Linien) beinhaltet staatliche Bruttoanlageinvestitionen und Investitionszuschüsse. Ohne die Niederlande, da das Land der Europäischen Kommission noch keinen Aufbau- und Resilienzplan vorgelegt hat. Im Fall Griechenlands beinhalten die Vermögenstransfers direkte Zahlungen an den privaten Sektor zur Durchführung neuer Investitionsprojekte, die statistisch als Deficit-Debt-Adjustments erfasst werden.

Die gesamtwirtschaftlichen Simulationsrechnungen der EZB lassen den Schluss zu, dass von NGEU ein signifikant positiver Beitrag zur Konjunkturerholung im Eurogebiet ausgeht. Modellrechnungen der EZB zufolge werden die zusätzlichen, durch RRF-Mittel finanzierten Staatsausgaben das reale BIP im Jahr 2023 auf Euroraumebene um rund 0,5 % erhöhen, und dieser Effekt wird sich in den Folgejahren größtenteils fortsetzen (siehe Kasten 1). In den Ländern, die in besonderem Maße von NGEU profitieren, werden diese Effekte

stärker spürbar sein. Allerdings wird sich die positive Wirkung u. a. wegen Übertragungseffekten auf den Handel infolge des Nachfrageschubs im EU-Binnenmarkt in allen Staaten bemerkbar machen. Dies steht im Einklang mit anderen Analysen, die gleichfalls die Bedeutung von Übertragungseffekten hervorheben.¹¹ Die länderübergreifende Ausrichtung einiger Investitionsvorhaben (z. B. zu Wasserstoff und 5G-Technologie) dürfte ebenfalls zur Stärkung des EU-Binnenmarkts beitragen.¹²

In der mittleren Frist könnte die gesamtwirtschaftliche Wirkung des NGEU-Programms aufgrund von Vertrauenseffekten und Strukturreformen die jetzigen Schätzungen letztendlich übersteigen.

So zeitigte die politische Übereinkunft über NGEU – im Verbund mit unterstützenden geldpolitischen Maßnahmen – nach dem Pandemieschock im Euroraum signifikant positive Vertrauenseffekte. Dies ist anhand des Rückgangs der Renditeabstände von Staatsanleihen der anfälligsten Volkswirtschaften erkennbar, welcher den solidarischen Zusammenhalt der EU-Mitgliedstaaten in Krisenzeiten widerspiegelte.¹³ Ferner berücksichtigen die aktuellen Simulationsrechnungen der EZB und der Kommission nicht die – potenziell deutlich – positiven Wirkungen von Strukturreformen. Werden die RRF-finanzierten Investitionen durch angemessene Strukturreformen untermauert, dürften sie besonders fruchtbringend sein. Investitionen sowie sonstige produktive Ausgaben vergrößern unmittelbar den Kapitalstock, was die totale Faktorproduktivität steigern und/oder Arbeitsplätze entstehen lassen kann. Infolgedessen erhöht sich das Produktionspotenzial. Die in den Aufbau- und Resilienzplänen vorgesehenen Strukturreformen können die Effekte der geplanten Investitionen verstärken (siehe Abschnitt 3).

Allerdings unterliegen die Aufbau- und Resilienzpläne während ihrer Laufzeit auch mehreren Abwärtsrisiken, die sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt nur schwer quantifizieren lassen.

So könnte der Mittelabruf niedriger als erwartet ausfallen. Des Weiteren könnten nicht über die RRF-Fazilität finanzierte Investitionen gedrosselt werden, sodass die RRF-Mittel für weniger produktive Staatsausgaben eingesetzt würden.¹⁴ Daher kommt es entscheidend darauf an, die vereinbarten Meilensteine und Ziele während der Umsetzungsphase der Aufbau- und Resilienzpläne zu erreichen (siehe Abschnitt 4).

¹¹ Siehe P. Pfeiffer, J. Varga und J. in 't Veld, [Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment](#), Discussion Paper der Europäischen Kommission, Nr. 144, European Economy, Juli 2021; K. Bańkowski, J. Domingues, E. Dorrucchi, M. Freier, P. Jacquinet, W. Modery, M. Rodríguez-Vives, V. Valenta und N. Zorell, [The economic impact of Next Generation EU: A euro area perspective](#), [Occasional Paper Series](#) der EZB (im Erscheinen).

¹² Vorläufigen Schätzungen zufolge werden allerdings nur rund 4 % der Euro-Ländern insgesamt zugeordneten Mittel in Investitionsprojekte fließen, an denen mehrere Staaten beteiligt sind.

¹³ Die Ausstrahlungswirkung der RRF-Mittel auf die Staatskonten lässt ein Umverteilungselement erkennen. Die Risikoteilung wird durch eine gemeinsame Fiskalkapazität gesteigert, da in diesem Fall ein Teil der Gelder vom Empfängerland nicht zurückzahlen ist. Das sich aus der Transferkomponente ergebende Umverteilungselement entlastet die Haushaltslage des Empfängerstaates, weil es nicht unmittelbar das Defizit oder den Schuldenstand erhöht. Das „Pooling“-Element spiegelt sich über die Nettobeitragszahlungen der einzelnen Mitgliedstaaten zum EU-Haushalt in deren Nettositionen zum EU-Haushalt wider.

¹⁴ Im Vergleich zu früheren EU-Programmen könnte sich die Mittelabrufbarkeit für einige Staaten verbessert haben, da sie in ihren Aufbau- und Resilienzplänen Reformen der wirtschaftspolitischen Steuerung aufzeigen. Zu diesen Reformen zählen beispielsweise die Einrichtung von Revision und Projektmanagement.

Werden die Aufbau- und Resilienzpläne wie vorgesehen umgesetzt, können sie auch einen Beitrag zur Verringerung der Divergenzen zwischen den Euro-Ländern leisten, die sich durch die Pandemie weiter verschärft haben. Auf

mittlere Sicht können die NGEU-Mittel dazu beitragen, die krisenbedingte Fragmentierung im Euroraum zu reduzieren. Aus Abbildung 3, Grafik a geht hervor, dass die durch NGEU im Jahr 2026 schätzungsweise zu verzeichnende Steigerung des BIP umso höher ausfällt, je niedriger das Pro-Kopf-BIP der Länder im Jahr 2019 war. Auf diese Weise lockert die Finanzierung durch NGEU auch die Budgetrestriktion der anfälligen Länder und trägt zur Vermeidung einer möglicherweise deutlich kontraktiven Haushaltspolitik bei, wie sie beispielsweise im Zusammenhang mit der Weltfinanzkrise in einigen Staaten zu beobachten war.

In der längeren Frist könnte sich durch NGEU teilweise auch das stark verfestigte Strukturgefälle zwischen den Euro-Staaten verringern.

Möglicherweise wird die RRF-Finanzierung einen Aufholprozess im Bereich der Investitionen in Gang setzen. Die über die RRF-Fazilität finanzierten Staatsausgaben sind in Relation zum BIP in jenen Ländern besonders hoch, die einen verhältnismäßig niedrigen Netto-Pro-Kopf-Kapitalstock aufweisen (siehe Abbildung 3, Grafik b). Des Weiteren könnten perspektivische Wachstumssteigerungen sowie niedrigere Finanzierungskosten die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung in den anfälligen Ländern verbessern.¹⁵ Hierdurch könnte sich der fiskalische Spielraum für eine künftige wirtschaftliche Stabilisierung auf nationaler Ebene vergrößern.

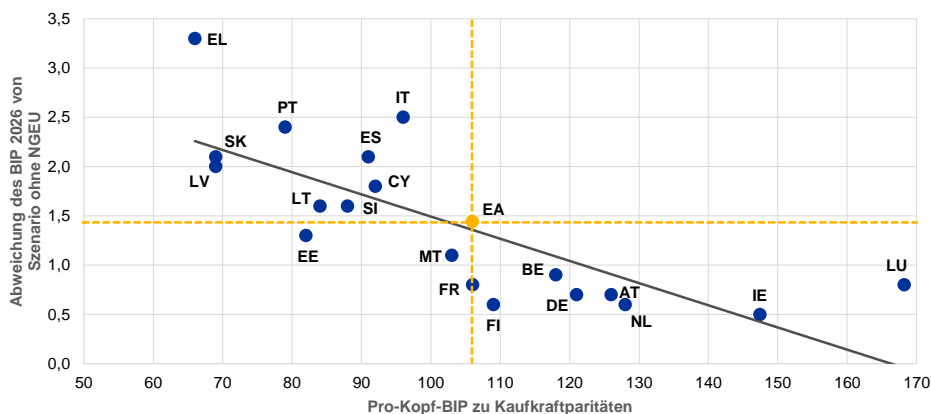
¹⁵ Den Erwartungen zufolge wird NGEU auch die Schulden tragfähigkeit von Staaten mit hohem Schuldenstand verbessern. Dies kann über vier Hauptkanäle erfolgen: a) Vertrauenseffekte; b) Solidaritätseffekte aufgrund des großen Anteils an Transfers an den NGEU Mitteln; diese fallen für stark verschuldete Länder verhältnismäßig höher aus; c) verbesserte Wachstumsaussichten; d) längerfristige positive Ausstrahlung auf das Produktionspotenzial.

Abbildung 3

Beitrag von NGEU zur Verringerung wirtschaftlicher Divergenzen

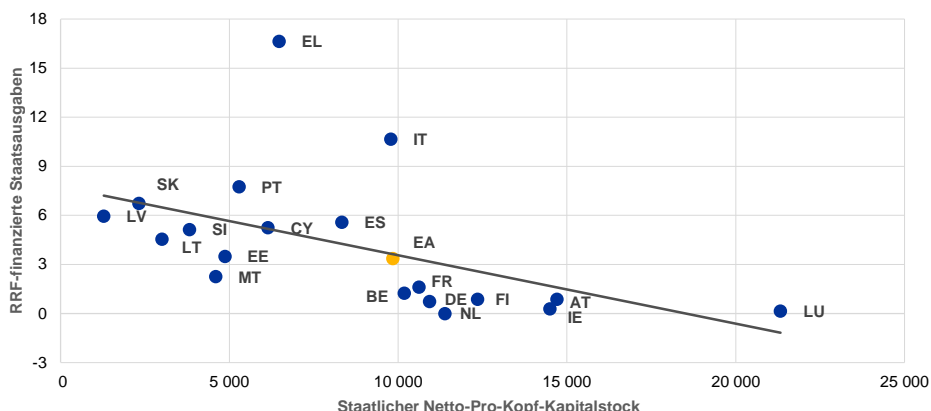
a) Geschätzter Effekt auf das BIP 2026 und Pro-Kopf-BIP 2019

(x-Achse: EU27 = 100, 2019; y-Achse: in %)



b) Gesamte RRF-finanzierte Staatsausgaben und staatlicher Pro-Kopf-Kapitalstock

(x-Achse: in €, 2019; y-Achse: in % des BIP 2019)



Quellen: Europäische Kommission; P. Pfeiffer, J. Varga und J. in 't Veld, a. a. O.; EZB-Annahmen und -Berechnungen.
Anmerkung: Grafik a: Für Irland und Luxemburg wurde das Pro-Kopf-BNE (Bruttonationaleinkommen) zu Kaufkraftparitäten herangezogen. P. Pfeiffer et al. schätzen das auf NGEU zurückführbare Wirtschaftswachstum anhand des QUEST-Modells unter der Annahme einer linearen Auszahlung über sechs Jahre und ausbleibender Strukturreformen. Das dargestellte Szenario berücksichtigt Übertragungseffekte und unterstellt eine hohe Produktivität. Weitere Einzelheiten zur geschätzten Wirkung von NGEU auf das BIP finden sich bei P. Pfeiffer et al. Grafik b: Staatsausgaben gemäß den insgesamt von den Euro-Ländern beantragten Transfers und Krediten.

Die Aufbau- und Resilienzfazilität soll nicht nur zur Erholung und Widerstandskraft der Wirtschaft beitragen, sondern auch den ökologischen und digitalen Wandel in der EU vorantreiben. Die RRF-Verordnung¹⁶ verlangt von den Mitgliedstaaten, dass sie mindestens 37 % der geförderten Ausgaben für den ökologischen Umbau der Wirtschaft einsetzen, wie z. B. für eine nachhaltige Mobilität, Energieeffizienz sowie emissionsfreie Energie und Datennetze. Ferner müssen mindestens 20 % der gesamten Ausgaben in die Digitalisierung der Wirtschaft – insbesondere in Bezug auf öffentliche Dienstleistungen und den Unternehmenssektor – sowie in Investitionen in den Bereichen Humankapital und Konnektivität fließen. Diese Bedingungen werden – freilich mit deutlichen

¹⁶ Siehe Verordnung (EU) 2021/241 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Februar 2021 zur Einrichtung der Aufbau- und Resilienzfazilität (ABl. L 57 vom 18.2.2021, S. 17).

Unterschieden von Land zu Land – in den Aufbau- und Resilienzplänen aller Euro-Staaten erfüllt.

Kasten 1

Die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der NGEU-finanzierten Ausgabenpläne

Krzysztof Bańkowski, Maximilian Freier und Pascal Jacquinot

Um die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen des Aufbaupakets „Next Generation EU“ (NGEU) beurteilen zu können, werden im vorliegenden Kasten die Spezifikationen, Annahmen und Ergebnisse zweier EZB-Modelle betrachtet. Hierbei handelt es sich um das breit angelegte DSGE-Modell EAGLE und das semistrukturale Modell ECB-MC.¹⁷ Da die Auswirkungen des NGEU-Programms schwer abzuschätzen sind, werden diese Modelle so angewendet, dass am Ende eine Gegenprüfung der Ergebnisse möglich ist.

Modellspezifikationen und -annahmen

Beide Modelle enthalten ein umfassendes finanzpolitisches Instrumentarium und tragen zahlreichen fiskalischen Schocks Rechnung. Sie sind daher geeignet, um Maßnahmen wie die Umsetzung des NGEU-Programms zu analysieren. Außerdem weisen sie einige besondere Eigenschaften auf. Das EAGLE-Modell etwa berücksichtigt detaillierte Handelsbeziehungen, sodass Übertragungseffekte einer höheren Nachfrage im EU-Binnenmarkt betont werden. Des Weiteren erhöhen in diesem Modell staatliche Investitionen die totale Faktorproduktivität. Zudem ermöglicht der zukunftsgerichtete Charakter des Modells die Ermittlung des Deflationsdrucks, der die künftigen angebotsseitigen Auswirkungen der NGEU-Investitionen widerspiegelt. Das ECB-MC-Modell hingegen stützt sich auf rückwärtsgewandte Erwartungen, bei denen die Wirtschaftsakteure die künftigen Ergebnisse des Programms nicht entsprechend internalisieren. Der Vorteil dieses Modells liegt in seinem semistrukturellen Charakter und seiner Datennähe. Ungeachtet gewisser Unterschiede fallen die jeweiligen Fiskalmultiplikatoren für staatliche Investitionen in die typische, auch in der Literatur genannte Bandbreite (d. h. um einen Wert nahe eins); darin bestätigt sich die relativ starke Wirksamkeit dieses Fiskalinstruments.^{18,19} Die unten genannten Schätzungen bilden weder den Einfluss der Strukturreformen im Zusammenhang mit NGEU noch Vertrauenseffekte (reflektiert in Renditeabständen von Staatsanleihen) ab.

Im Euroraum insgesamt werden die aus RRF-Mitteln finanzierten Ausgaben während der Förderperiode (Mitte 2021 bis 2026) zeitlich etwas vorgezogen (siehe Abbildung A). Schätzungen

¹⁷ DSGE steht für dynamisch-stochastisches allgemeines Gleichgewicht. Zu den beiden verwendeten Modellen siehe S. Gomes, P. Jacquinot und M. Pisani, *The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area*, *Economic Modelling*, Bd. 29, Ausgabe 5, 2012, S. 1686-1714; E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli und S. Zimic, [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, 2019.

¹⁸ Eine Beschreibung typischer Werte zu Fiskalmultiplikatoren, die auch solche im Zusammenhang mit öffentlichen Investitionen umfassen, findet sich in: Coenen et al., *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Bd. 4(1), Januar 2012, S. 22-68 (basierend auf Strukturmodellen, die von unterschiedlichen politischen Institutionen eingesetzt werden); S. Gechert und A. Rannenberg, *Which Fiscal Multipliers are Regime-dependent? A Meta-regression Analysis*, *Journal of Economic Surveys*, Bd. 32, Ausgabe 4, September 2018, S. 1160-1182 (basierend auf verschiedenen Studien, bei denen sowohl strukturelle Modelle als auch Modelle in reduzierter Form zum Einsatz kommen).

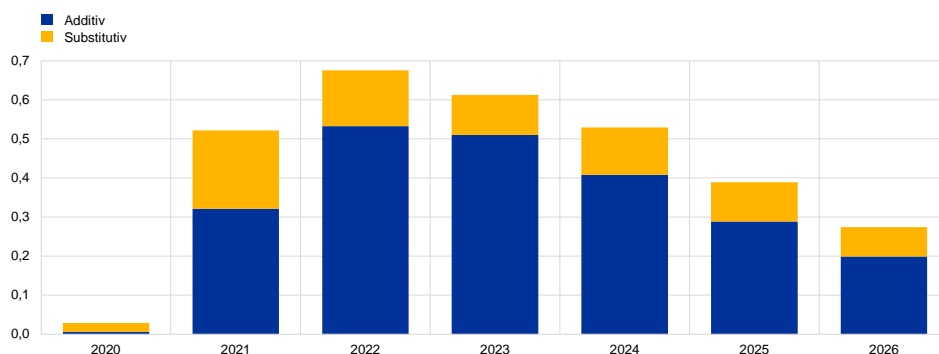
¹⁹ Der langfristige Multiplikator für öffentliche Investitionen liegt im EAGLE-Modell (nicht diskontiert) zwischen 2,5 und 5 (je nachdem, wie gering bzw. hoch die Produktivität der staatlichen Investitionsausgaben ist). Zu technischen Einzelheiten siehe D. Clancy, P. Jacquinot und M. Lozej, *Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union*, *Journal of Macroeconomics*, Bd. 48, Ausgabe C, 2016, S. 305-326.

zufolge werden nahezu 77 % der Transfers und Kredite dazu verwendet, um zusätzliche („additive“) Fiskalmaßnahmen im Eurogebiet zu finanzieren.²⁰ Für sich betrachtet, d. h. ohne Berücksichtigung des EU-Kurzarbeitsprogramms SURE und anderer NGEU-Komponenten, geht von diesen Maßnahmen ein zusätzlicher Fiskalimpuls von 0,3 % des BIP im Jahr 2021 und von jeweils rund 0,5 % des BIP in den Jahren 2022 und 2023 aus. In den darauffolgenden Jahren dürfte diese Wirkung allmählich nachlassen.

Abbildung A

Verwendung von RRF-Mitteln für additive und substitutive finanzpolitische Maßnahmen

(in % des BIP)



Quellen: Annahmen des Eurosystems und der EZB.

Modellergebnisse

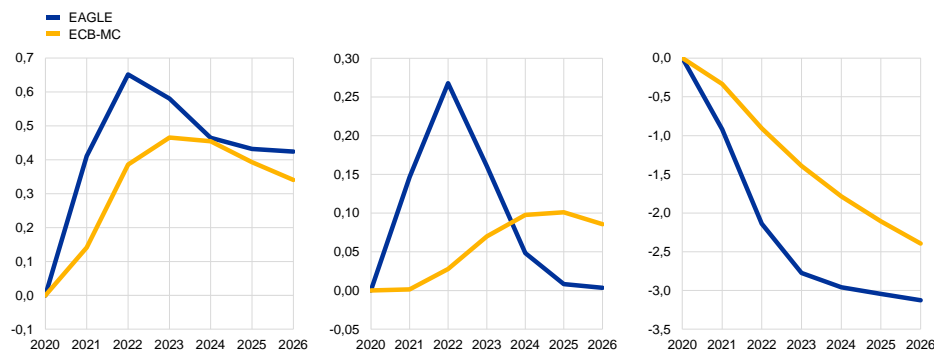
Die Analyse zeigt, dass die NGEU-bedingte Steigerung des euroraumweiten BIP-Niveaus – um rund 0,5 % in den Jahren 2022 und 2023 – in den Folgejahren weitgehend anhalten dürfte (siehe Abbildung B). Die Auswirkungen werden in Ländern, die in besonderem Maße von dem EU-Programm profitieren, schätzungsweise stärker ausfallen, aber in allen Ländern sichtbar sein. Die kurzfristigen Effekte auf die Inflation sind dabei jedoch eher modellabhängig. Zukunftsgerichtete Modelle wie EAGLE, die vollkommen rational handelnde Akteure zugrunde legen, heben tendenziell hervor, dass eine rasch ansteigende nachfragebedingte Inflation durch den Disinflationsdruck, der aufgrund des erwarteten künftigen Anstiegs der Produktionskapazität entsteht, zügig ausgeglichen wird. Modelle mit rückwärtsgerichteten Erwartungen wie das ECB-MC reflektieren hingegen tendenziell vor allem die vergangene und die aktuelle zusätzliche Nachfrage, was den Preisen nach und nach Auftrieb verleiht. Aus diesem Grund hängen die Inflationsergebnisse davon ab, welche Kräfte letztendlich zum Tragen kommen. Der Einfluss auf die Inflation im Euroraum dürfte den Erwartungen zufolge auf mittlere Sicht nicht signifikant sein. Die Umsetzung von NGEU sollte zu einer leichten Verringerung der gesamtstaatlichen Schuldenquote im Eurogebiet führen, sofern lediglich die Schuldenstände der einzelnen Mitgliedstaaten aggregiert und die emittierten EU-Anleihen nicht berücksichtigt werden. Hierin kommen weitgehend die NGEU-Transfers zur Finanzierung von Projekten, die auch ohne NGEU durchgeführt würden – d. h. ein substitutives Element – zum Ausdruck.

²⁰ Die verbleibenden 23 % der Transfers und Kredite sind „substitutiver“ Art, d. h., sie dienen der Finanzierung von Fiskalmaßnahmen, die auch ohne NGEU ergriffen würden, weshalb von ihnen kein zusätzlicher wirtschaftlicher Impuls ausgeht. Dies trifft allerdings nur auf einige wenige Länder zu.

Abbildung B

Simulation der Auswirkung von RRF-Maßnahmen auf das BIP (linke Grafik), die jährliche HVPI-Inflation (mittlere Grafik) und die gesamtstaatliche Schuldenquote (rechte Grafik) im Euroraum

(Abweichung vom Basisszenario in % (linke Grafik) bzw. in Prozentpunkten (mittlere und rechte Grafik))



Quelle: EZB-Berechnungen.

Im Vergleich zu früheren Analysen zeichnet die aktuelle Untersuchung ein moderateres Bild des makroökonomischen Einflusses von NGEU.²¹ Das liegt daran, dass sie auf den tatsächlichen Zahlen zu Investitionen und anderen Ausgaben basiert, die in den nationalen Resilienz- und Aufbauplänen der Euro-Länder enthalten sind. Die Annahmen, die in der Vergangenheit im Rahmen stilisierter Szenarios getroffen werden mussten, werden damit ersetzt.

3 Geplante Strukturreformen

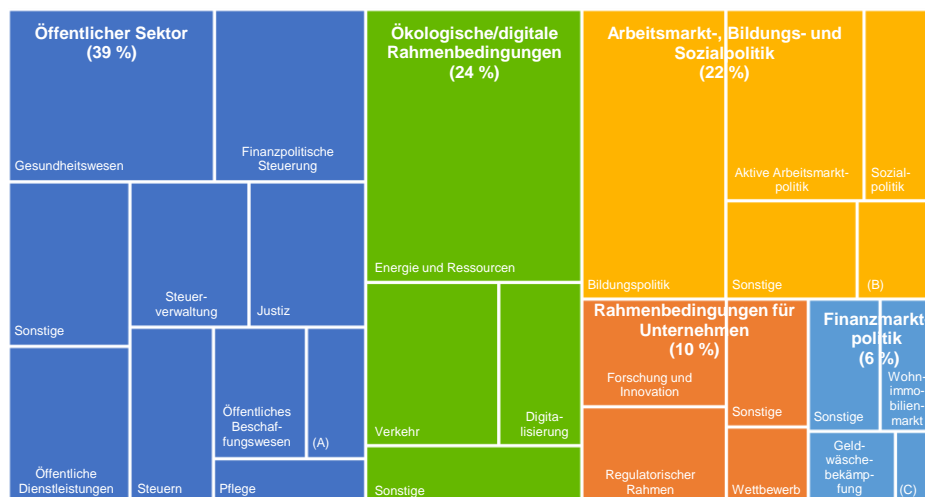
Die in den Aufbau- und Resilienzplänen enthaltenen Strukturreformen sind in hohem Maße auf den öffentlichen Sektor, die Rahmenbedingungen für den ökologischen und digitalen Wandel und die Durchführung „weicher“ arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen ausgerichtet. Die Pläne der Euro-Länder sehen mehr als 600 Strukturreformen vor, wovon sich 39 % auf den öffentlichen Sektor beziehen (siehe Schaubild 1). Die Maßnahmen in diesem Bereich zielen beispielsweise darauf ab, die Funktionsweise des Justizsystems oder Gesundheitswesens zu verbessern. Auf die Änderung ökologischer/digitaler Rahmenbedingungen, etwa durch die Überarbeitung von Bauvorschriften unter Berücksichtigung von Umweltaspekten, entfallen 24 % der Reformen. Darüber hinaus bestehen Synergien mit anderen Reformbereichen. So könnte eine Förderung der E-Governance im öffentlichen Sektor auch den ökologischen und digitalen Wandel unterstützen. Des Weiteren betreffen 22 % der gesamten Maßnahmen die Arbeitsmarkt-, Bildungs- und Sozialpolitik. Besondere Schwerpunkte bilden dabei die Entwicklung digitaler Kompetenzen und eine aktive Arbeitsmarktpolitik. Eine weniger wichtige Rolle spielen Reformen, die sich auf die Rahmenbedingungen für Unternehmen und auf die Finanzmarktpolitik beziehen.

²¹ Frühere Analysen ergaben, dass die reale Produktion im Euroraum auf mittlere Sicht um rund 1,5 % des BIP steigen würde, wenn NGEU-Mittel für produktive öffentliche Investitionen eingesetzt würden. Siehe hierzu K. Bańkowski, M. Ferdinandusse, S. Hauptmeier, P. Jacquinet und V. Valenta, a. a. O.

Schaubild 1

Aufschlüsselung der in den Aufbau- und Resilienzplänen der Euro-Länder vorgesehenen Reformen nach Politikbereich

(in % des Gesamtumfangs)



Quelle: EZB.

Anmerkung: (A) Altersversorgung; (B) Kündigungsschutzregelungen, Arbeitsvertragsrecht; (C) Insolvenzordnungen. Die Zuordnung basiert auf einer Einschätzung der EZB und wurde anhand der Meilensteine und Ziele der Länder vorgenommen.

Mit dem Mix an Reformen, die in den Aufbau- und Resilienzplänen enthalten sind, werden Synergien mit den RRF-finanzierten staatlichen Investitionen genutzt; NGEU könnte daher die Modernisierung der Volkswirtschaften des Euroraums verstärken. Insgesamt ermöglicht der Reform-Mix eine rasche und effektive Durchführung der geplanten Projekte, da administrative und regulatorische Engpässe beseitigt werden. Dieser Aspekt ist von besonderer Bedeutung, weisen doch einige Länder eine vergleichsweise schwache Bilanz hinsichtlich der Umsetzung von Reformen und der wirksamen Nutzung von EU-Mitteln auf.²² Mit den Reformplänen könnten darüber hinaus Ineffizienzen im öffentlichen Sektor auf breiterer Basis verringert und die Rahmenbedingungen für private Investitionen in umweltfreundliche und digitale Projekte verbessert werden. Auf mittlere Sicht dürfte sich dies positiv auf das Produktionspotenzial auswirken. Die geplanten Aktivierungsmaßnahmen und qualifikationsspezifischen Initiativen wiederum könnten Arbeitsmarktanpassungen in der Zeit nach der Pandemie erleichtern.

Durch einen stärkeren Fokus auf Arbeits- und Gütermarktinstitutionen und das Geschäftsumfeld für Unternehmen hätte die Wirksamkeit des NGEU-Programms im Hinblick auf das Produktionspotenzial und die Widerstandsfähigkeit erhöht werden können. Klassischen Reformen, die auf eine Liberalisierung der Arbeits- und Gütermärkte oder die Rahmenbedingungen für Unternehmen abzielen, kommt in den Plänen eine geringere Bedeutung zu. Reformen dieser Art sind wichtig, denn solide strukturpolitische Maßnahmen in diesen Bereichen wirken sich nach allgemeiner Einschätzung förderlich auf die Allokationseffizienz, das Potenzialwachstum und die wirtschaftliche Widerstandskraft

²² Siehe Z. Darvas, [Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?](#), Bruegel Blog, 24. September 2020.

aus.²³ Aus dem Blickwinkel des Euroraums sind stabile Wirtschaftsstrukturen und Institutionen auch hilfreich, um das Auftreten und die Folgen asymmetrischer Schocks zu verringern und die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen der EZB zu unterstützen, was zum reibungslosen Funktionieren der WWU beiträgt.²⁴ Die entsprechenden Reformanstrengungen müssten daher in einem anderen Rahmen als den Aufbau- und Resilienzplänen unternommen werden. Hier ist insbesondere das Europäische Semester – der jährliche Zyklus der wirtschafts- und finanzpolitischen Koordinierung der EU – zu nennen.

Länder, die höhere RRF-Mittel erhalten, haben sich verpflichtet, mehr Strukturreformen als andere Empfängerländer durchzuführen, wodurch die wirtschaftliche Konvergenz im Eurogebiet gefördert wird. Der Europäischen Kommission zufolge stehen die Pläne der Euro-Länder relativ gut mit den länderspezifischen Empfehlungen des Europäischen Semesters im Einklang (siehe Abbildung 4). Diese Anforderung wurde in der RRF-Verordnung festgelegt. Zugleich sehen die Aufbau- und Resilienzpläne der Länder, die gemessen am BIP besonders hohe Beträge aus der RRF-Fazilität erhalten, insgesamt eine höhere Zahl an Reformen vor.²⁵ Alles in allem deuten die genannten stilisierten Fakten zu Breite und Tiefe der Reformen darauf hin, dass die Pläne der Hauptempfängerländer von RRF-Mitteln besonders ehrgeizig sind. Dies entspricht weitgehend den Bestimmungen der RRF-Verordnung, wonach ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Investitionen und Reformen erforderlich ist. Durch die länderspezifische Verteilung der Reformen wird auch die wirtschaftliche Konvergenz gefördert, da die Hauptempfänger im Hinblick auf die Qualität der Institutionen und das Pro-Kopf-Einkommen tendenziell schlechter abschneiden als andere Empfängerländer.

²³ Siehe K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer und N. Benalal (Hrsg.), [Structural policies in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 210, 2018; D. Sondermann, [Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#), Journal of Policy Modeling, Bd. 40(1), 2018, S. 97-117.

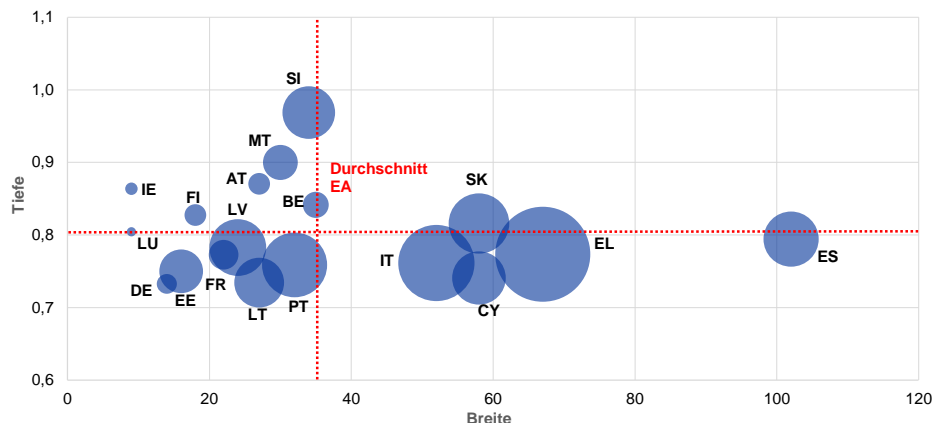
²⁴ Siehe Masuch et al., ebd.

²⁵ Diese länderübergreifende Feststellung trifft auch bei Verwendung alternativer Indikatoren wie der Anzahl an reformbezogenen Meilensteinen und Zielen zu und wird durch eine fundierte qualitative Analyse der Aufbau- und Resilienzpläne bestätigt. Dabei ist allerdings zu beachten, dass sich je nachdem, welche Messgröße zugrunde gelegt wird, die relative Position der einzelnen Länder ändern kann. Daher eignen sich Indikatoren dieser Art nicht für die Erstellung einer Länderrangfolge.

Abbildung 4

Tiefe und Breite der Aufbau- und Resilienzpläne

(x-Achse: Anzahl der Reformen; y-Achse: Scorewert, 0 = keine Berücksichtigung, 1 = vollständige Berücksichtigung; Größe der Kreise: RRF-Transfers und -Kredite, in % des BIP 2019)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Daten der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Auf der x-Achse („Breite“) ist die Anzahl der in den Aufbau- und Resilienzplänen enthaltenen Reformen dargestellt, während die y-Achse („Tiefe“) Auskunft darüber gibt, inwieweit sich laut Kommissionsbeurteilung die länderspezifischen Empfehlungen in den einzelnen Plänen widerspiegeln. Die Tiefe wird als ungewichteter durchschnittlicher Scorewert aus den einzelnen Elementen der länderspezifischen Empfehlungen berechnet. Die Größe der Kreise gibt den Umfang der RRF-Transfers und -Kredite an, die von den jeweiligen Ländern in % des BIP 2019 beantragt wurden. Die gepunkteten Linien stehen für den ungewichteten Durchschnitt des Euroraums.

Die umfassenden Reformpläne im Zusammenhang mit der Aufbau- und Resilienzfähigkeit stehen in einem Gegensatz zu der schwachen Reformdynamik, die im vergangenen Jahrzehnt in Bezug auf das Europäische Semester beobachtet wurde. So stellte die Europäische Kommission für lediglich 6 % der im Zeitraum 2011-2019 ausgesprochenen länderspezifischen Empfehlungen im Rahmen des Europäischen Semesters eine vollständige Umsetzung fest. Mithilfe der RRF ist es bislang offenbar besser gelungen, die nationalen Maßnahmenpläne mit den politischen Prioritäten der EU in Einklang zu bringen. Allerdings wird es hier noch entscheidend auf die Durchführung ankommen. Zudem sind einige Reformen nicht als additive Maßnahmen anzusehen, da sie bereits vor Verabschiedung der Aufbau- und Resilienzpläne geplant oder realisiert wurden.

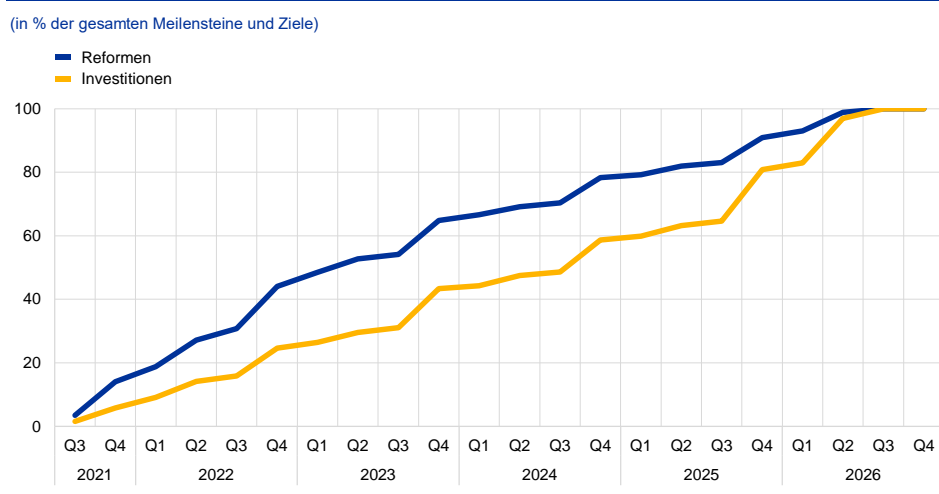
Auch wenn sich aus der frühen Umsetzung der Reformen kurzfristig gesamtwirtschaftliche Nachteile ergeben, dürften diese relativ gering ausfallen und von dem RRF-bedingten positiven Fiskalimpuls überwogen werden. Die Aufbau- und Resilienzpläne sehen vor, dass die Meilensteine und Ziele der Reformen insgesamt früher erreicht werden als jene der Investitionen (siehe Abbildung 5). Diese Reihenfolge ist aus gesamtwirtschaftlicher Sicht bedeutsam, da sich bestimmte Reformen kurzfristig negativ auf die Konjunktur auswirken können, bevor die positiven Effekte im Lauf der Zeit zum Tragen kommen.²⁶ Auf Grundlage der derzeit verfügbaren Informationen über die Aufbau- und Resilienzpläne ist es jedoch schwierig, eindeutige Beispiele für Reformen zu finden, die auf kurze Sicht geplant sind und die Erholung gefährden könnten. So zielen nur wenige der ins Auge gefassten Arbeitsmarktreformen auf Veränderungen bei den Kündigungsschutzregelungen ab, die einigen Studien zufolge mit erheblichen kurzfristigen

²⁶ Siehe IWF, Time for a supply-side boost? Macroeconomic effects of labor and product market reforms in advanced economies, Weltwirtschaftsausblick (World Economic Outlook), Kapitel 3, April 2016.

Übergangskosten verbunden sind. Die dynamischen Effekte von Reformen, die sich auf den öffentlichen Sektor sowie den ökologischen und digitalen Wandel beziehen, sind schwieriger einzuschätzen, da die Evidenz hierzu in der einschlägigen Literatur begrenzt ist. Gleichwohl erscheint es plausibel, dass private Haushalte und Unternehmen unmittelbar von Maßnahmen profitieren, die administrative Prozesse beschleunigen, Gerichte entlasten, schnellere Zahlungsverfahren im öffentlichen Beschaffungswesen gewährleisten und die digitale Bildung verbessern.

Abbildung 5

Kumulierte Darstellung der in den Aufbau- und Resilienzplänen dargelegten Meilensteine und Ziele



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die gesamten Meilensteine und Ziele. Unter Meilensteinen sind qualitative Ergebnisse wie die Verabschiedung von Gesetzen zu verstehen, während es sich bei Zielen um quantitative Ergebnisse handelt.

4 Governance

Durch die Aufbau- und Resilienzfazilität wurde ein neuer Steuerungsrahmen mit mehreren innovativen Elementen geschaffen, der für den Erfolg von NGEU entscheidend sein könnte. Zudem lassen sich hieraus auch Lehren für den wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen ziehen. Erstens wird mit der Fazilität ein klares Regelwerk für die Genehmigung der nationalen Reform- und Investitionspläne sowie deren Umsetzung festgelegt. Zweitens sieht die RRF-Verordnung eine ausgewogene Aufteilung der Funktionen zwischen den Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und dem Rat vor, was zu einer engen Zusammenarbeit zwischen den nationalen Regierungen und diesen Institutionen geführt hat. Auch könnten sich so die Eigenverantwortung der Staaten für die Ausgestaltung der Maßnahmen sowie die Wirksamkeit der gegenseitigen Begutachtung erhöhen. Vor allem aber werden drittens die Auszahlungen an die Bedingung geknüpft, dass die in den Aufbau- und Resilienzplänen der jeweiligen Mitgliedstaaten dargelegten Meilensteine und Ziele erreicht werden. Dadurch werden positive Anreize und eine Rechenschaftspflicht im Hinblick auf produktive Investitionen und Reformen geschaffen. So könnten sich aus der RRF wertvolle

Erkenntnisse für den wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen und für eine potenzielle dauerhafte Fiskalkapazität auf Euroraumebene gewinnen lassen.

Die Genehmigung der Aufbau- und Resilienzpläne sowie der Auszahlungsanträge erfolgt unter Beteiligung der Kommission und des Rates.

Wie in Schaubild 2 dargestellt, legen die Mitgliedstaaten in der Genehmigungsphase ihre Aufbau- und Resilienzpläne vor, in denen die Reform- und Investitionsvorhaben einschließlich der für ihre Umsetzung angestrebten Meilensteine und Ziele festgelegt sind. Die Pläne werden von der Kommission beurteilt und vom Rat gebilligt.²⁷ In der nachfolgenden Umsetzungsphase reichen die Mitgliedstaaten bis zu zweimal jährlich Auszahlungsanträge ein. Die Kommission hat zu prüfen, ob die mit jeder Zahlung verbundenen Meilensteine und Ziele erreicht wurden, und berücksichtigt dabei die Stellungnahme des Wirtschafts- und Finanzausschusses (WFA) des Rates.²⁸ Danach trifft die Kommission eine Entscheidung zur Genehmigung entsprechender Teilauszahlungen von Transfers und Krediten an den jeweiligen Mitgliedstaat.²⁹ Ende 2021 waren die Pläne aller Euro-Länder (mit Ausnahme der Niederlande, die noch keinen Plan vorgelegt haben) gebilligt und Vorfinanzierungszahlungen in Höhe von 50 Mrd € geleistet worden. Am 27. Dezember 2021 erfolgte die erste Zahlung der Kommission an Spanien in Höhe von 10 Mrd €. Während der Genehmigungs- und der Umsetzungsphase hat die Kommission dem Europäischen Parlament vollständig zu berichten, indem sie ihm in periodischen Abständen Informationen zukommen lässt und sich an dem regelmäßigen Dialog über Aufbau und Resilienz beteiligt. Ferner hat die Kommission Berichte über die Umsetzung der Fazilität zu verfassen. Der erste Prüfbericht wird bis 31. Juli 2022 erstellt. Dabei werden die gemeinsamen Indikatoren und das Aufbau- und Resilienzscoreboard gemäß der RRF-Verordnung berücksichtigt. Bis 20. Februar 2024 folgt eine umfassende Zwischenevaluierung.

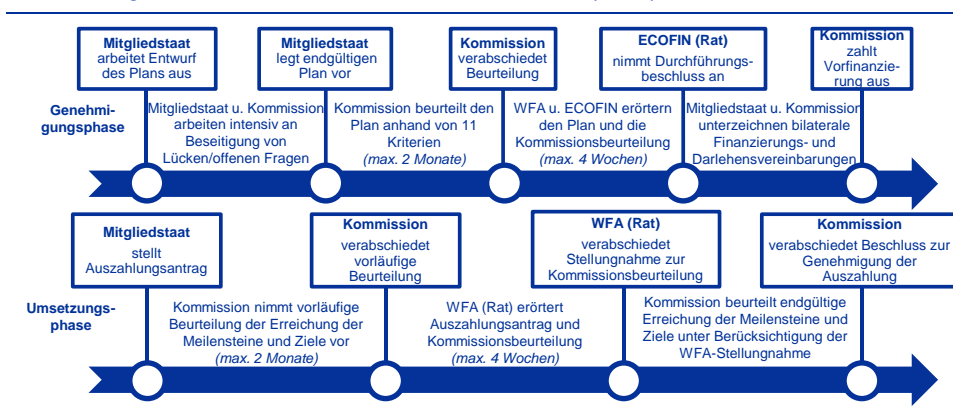
²⁷ Auf dieser Grundlage leistet die Kommission erste Vorfinanzierungszahlungen in einer Höhe von bis zu 13 % des dem jeweiligen Land zugewiesenen Gesamtbetrags.

²⁸ Der Rat kann einen Auszahlungsbeschluss der Kommission im Rahmen des Prüfverfahrens durch qualifizierte Mehrheit verhindern. Darüber hinaus kann im WFA jeder Mitgliedstaat, der Befürchtungen im Hinblick auf schwerwiegende Abweichungen von den Meilensteinen und Zielen hegt, die Angelegenheit an den Europäischen Rat eskalieren.

²⁹ Siehe K. Bańkowski, J. Domingues, E. Dorrucchi, M. Freier, P. Jacquinet, W. Modery, M. Rodríguez-Vives, V. Valenta und N. Zorell, a. a. O.

Schaubild 2

Verfahren gemäß der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF)



Quelle: Autorinnen und Autoren auf Grundlage der RRF-Verordnung.
Anmerkung: WFA steht für Wirtschafts- und Finanzausschuss.

Die Aufbau- und Resilienzfazilität kann aufgrund ihrer Ausgestaltung und der vorgesehenen Abläufe eine engere Zusammenarbeit zwischen der Kommission und den Mitgliedstaaten bewirken. Die Mitgliedstaaten haben ihre Aufbau- und Resilienzpläne im Einklang mit der RRF-Verordnung und mit Hilfestellung durch die Kommission erstellt. Anders als bei vorangegangenen Strukturreformen wurden die Planentwürfe im Rahmen eines bilateralen Dialogs zwischen den jeweiligen Mitgliedstaaten und der Kommission ausführlich besprochen, bevor sie formell eingereicht wurden. Dadurch sollten Lücken beseitigt und offene Fragen geklärt werden. Der Kommission zufolge ermöglicht es dieses Verfahren, das gegenseitige Vertrauen zu festigen, das Verständnis für die politischen Prioritäten und Herausforderungen sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene zu fördern und dabei zugleich die Eigenverantwortung der Staaten für ihre Pläne sicherzustellen.³⁰

Durch die Aufbau- und Resilienzfazilität kann darüber hinaus der Prozess der gegenseitigen Begutachtung im Rat gestärkt werden. Der Rat spielt sowohl in der Genehmigungs- als auch in der Umsetzungsphase der Aufbau- und Resilienzpläne eine wichtige Rolle. Dies ermöglicht es den Mitgliedstaaten, die Ausgestaltung und Anwendung wichtiger Elemente der Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern sorgfältig zu prüfen. Die Konkretisierung der Pläne durch Meilensteine und Ziele fördert die Transparenz und Rechenschaftspflicht. Allerdings wird die Wirksamkeit der gegenseitigen Begutachtung entscheidend davon abhängen, inwieweit die Mitgliedstaaten willens und in der Lage sind, die Anträge anderer Mitgliedstaaten eingehend zu prüfen. In der Umsetzungsphase entsteht beispielsweise ein hoher administrativer Aufwand bei der Beurteilung, ob die einzelnen Meilensteine und Ziele, die sehr technischer Natur sind, tatsächlich erreicht wurden. Bei seinen Erörterungen vor allem zu kleineren Mitgliedstaaten muss sich der Rat unter Umständen auf die Kommissionsbeurteilung stützen, sodass die Mitgliedstaaten weniger Möglichkeiten haben könnten, die Pläne

³⁰ Siehe Mitteilung der Europäischen Kommission, [Die EU-Wirtschaft nach COVID-19: Auswirkungen auf die wirtschaftspolitische Steuerung](#), COM(2021) 662 final, 19. Oktober 2021.

eingehend zu prüfen. Daher ist es wichtig, die Vorteile der multilateralen Überwachung zu verstärken.

Aufgrund ihrer Ausgestaltung und vorgesehenen Verfahrensweisen eröffnet die Aufbau- und Resilienzfazilität auch einen neuen Blick auf die wirtschaftspolitische Koordinierung. Durch die Koppelung der RRF-Transfers und -Kredite an die erfolgreiche Umsetzung von Reformen und Investitionen entsteht ein größerer Anreiz für die Mitgliedstaaten, Reformen durchzuführen. Die RRF verfolgt auch einen zukunftsorientierten Ansatz im Hinblick auf die Wirtschaftspolitik, denn das Hauptaugenmerk wird darauf gelegt, die Volkswirtschaften in der EU nachhaltiger und widerstandsfähiger zu machen und sie besser für neue Herausforderungen zu rüsten. Während sich die länderspezifischen Empfehlungen im Rahmen des Europäischen Semesters im Wesentlichen auf makroökonomische Ungleichgewichte und Strukturreformen konzentrieren, wird bei der RRF-Fazilität darüber hinaus eine hohe Priorität auf Maßnahmen gelegt, die den ökologischen und digitalen Wandel fördern. So enthält sie drei wesentliche Aspekte eines Systems positiver finanzieller Anreize, für die auch in der Literatur zur politischen Ökonomie plädiert wird (siehe Kasten 2). Die Aufbau- und Resilienzpläne sind so konzipiert, dass wichtige gemeinsame Herausforderungen angegangen werden können und die Lösungen dabei auf jeden Mitgliedstaat individuell zugeschnitten sind. Zugleich fördert die laufende Bewertung der Umsetzung von Meilensteinen und Zielen die Eigenverantwortung und Rechenschaftspflicht der Länder sowie den fortlaufenden Dialog zwischen ihnen und der Europäischen Kommission.

Kasten 2

Mechanismen finanzieller Anreize für Strukturreformen in der Literatur zur politischen Ökonomie

Navid Armeli und Marguerite O’Connell

In der Literatur zur politischen Ökonomie werden verschiedene Möglichkeiten erörtert, wie finanzielle Anreize zur Förderung von Strukturreformen eingesetzt werden können. Eine Schlussfolgerung lautet, dass solche Anreize überzeugender auf die Umsetzung von Reformen hinwirken als die bloße Androhung von Sanktionen.³¹ Außerdem könnten finanzielle Anreize hilfreich sein, um dem Problem von Vetospielern zu begegnen, die im politischen System bestimmte Interessen vertreten und vom institutionellen Status quo profitieren.³²

³¹ Siehe M. Dolls, C. Fuest, C. Krolage, F. Neumeier und D. Stöhlker, Incentivising structural reforms in Europe? A blueprint for the European Commission’s Reform Support Programme, EconPol Policy Brief, Bd. 3, Nr. 14, Februar 2019; H. Grüner, [The political economy of structural reform and fiscal consolidation revisited](#), Economic Papers, Nr. 487, Europäische Kommission, April 2013; A. Steinbach, Structural reforms in EU member states: exploring sanction-based and reward-based mechanisms, European Journal of Legal Studies, Bd. 9, Nr. 1, 2016, S. 173-210; S. Kiess, D. French, N. Sloan, D. Vallance und D. Williams, The use of sanctions and rewards in the public sector, UK National Audit Office, 2008; S. Welch und K. Thompson, The impact of Federal Incentives on State Policy Innovation, American Journal of Political Science, Bd. 24, Nr. 4, 1980, S. 715-729.

³² Siehe A. Banerji, C. Ebeke, K. Koloskova, H. Schölermann und J. Siminitz, Can Structural Reforms Foster Real Convergence in the Euro Area?, IMF Country Reports, Nr. 17/236, IWF, Juli 2017, S. 15-22; R. Fernandez und D. Rodrik, Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty, American Economic Review, Bd. 81, Nr. 5, S. 1146-1155, 1991. Die Europäische Kommission griff das Anreizkonzept in ihrem [Vorschlag eines Reformhilfeprogramms](#) (COM(2018) 391 final) auf, mit dem Strukturreformen mittels der Finanzierung von Reformagenden im Kontext des Europäischen Semesters gefördert werden sollen.

Der Literatur zufolge sollten zwei Hauptkriterien erfüllt sein, damit positive Anreize eine möglichst starke Wirkung entfalten können. Erstens müssen zur Vermeidung von Moral Hazard eine Vorab-Qualifizierung (Ex-ante-Konditionalität) und transparente Auswahlkriterien gewährleistet sowie die europäischen und nationalen Zuständigkeiten klar verteilt und kommuniziert werden.³³ Die finanzielle Unterstützung sollte an Bedingungen geknüpft sein und auf einem transparenten Regelwerk basieren. Ferner sollten Anreizsysteme zu Komplementäreffekten im Hinblick auf die Reihenfolge von Reformen führen. Zweitens müssen positive Anreize die Eigenverantwortung und Rechenschaftspflicht untermauern. Hierzu ist es erforderlich, dass sie hinreichend auf die einzelnen Länder zugeschnitten sind und den nationalen institutionellen Strukturen und administrativen Kapazitäten Rechnung tragen.³⁴ Reformagenden zur Bewältigung gemeinsamer Herausforderungen sollten mit den spezifischen Problemen eines Landes in Zusammenhang stehen und nicht den Eindruck vermitteln, sie seien von externen Akteuren aufgestellt worden. Die Eigenverantwortung wird gestärkt, wenn die nationale Wählerschaft den Mehrwert der Durchführung von Reformen erkennt.³⁵ Daher kommt es entscheidend darauf an zu kommunizieren, dass die EU Reformen positiv unterstützt und sich ihre Rolle nicht auf das Sanktionieren von Verstößen beschränkt. Zudem sollten die zur Verfügung stehenden Mittel gezielt und effizient genutzt werden, um entscheidende Reformen mit länderübergreifenden Effekten in der EU zu fördern.

Die Ausgestaltung der RRF und ihr klarer Fokus auf die Umsetzung von Reformen entspricht im Großen und Ganzen den in der Literatur aufgezeigten Kriterien. Die Voraussetzung, dass die RRF-Mittel nur bei erfolgreicher Durchführung von Reformen bereitgestellt werden, bietet einen Anreiz zur Einhaltung der Vorgaben. Des Weiteren fördert die RRF die Umsetzung von Reformen dadurch, dass kurzfristige negative Effekte gemindert und die Länder in die Lage versetzt werden, Gesetzesänderungen durch adäquate Ressourcen wie z. B. verbesserte digitale Systeme zu ergänzen. Die Aufbau- und Resilienzpläne sind so konzipiert, dass wichtige gemeinsame Herausforderungen angegangen werden können und dabei den Gegebenheiten jedes einzelnen Mitgliedstaats Rechnung getragen wird. Daher dürfte die Finanzierung in signifikantem Maße grenzüberschreitend wirken und im Zuge dessen etwa durch die Förderung des ökologischen und digitalen Wandels einen Beitrag zu europäischen öffentlichen Gütern³⁶ leisten. Während der Laufzeit der RRF müssen bestimmte Meilensteine und Ziele erreicht werden, und die diesbezüglichen Maßnahmen dürfen von den Mitgliedstaaten nicht rückgängig gemacht werden.³⁷ Hierdurch wird der fortlaufende Dialog zwischen den Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission gefördert und ein effektiverer Prozess der gegenseitigen Begutachtung ermöglicht.

³³ Siehe Dolls et al., a. a. O.

³⁴ Siehe A. Banerji, B. Barkbu, J. John, T. Kinda, S. Saksonovs, H. Schölermann T. Wu und K. Kang, Building a Better Union: Incentivizing Structural Reforms in the Euro Area, Working Paper Series des IWF, Nr. 201, 2015; Steinbach, a. a. O.

³⁵ Siehe H. Grüner, Externalities, Institutions and Public Perception: The Political Economy of European Integration Revisited, Discussion Paper Nr. 57 der Europäischen Kommission, European Economy, 2017.

³⁶ Das Konzept der europäischen öffentlichen Güter beruht auf dem Begriff der öffentlichen Güter in der Wohlfahrtsökonomik. Im Gegensatz zu privaten Gütern ist bei öffentlichen Gütern in bestimmten Fällen von Marktversagen eine Bereitstellung von Dienstleistungen durch den Staat gerechtfertigt. In einem föderalen System können öffentliche Güter durch verschiedene Gebietskörperschaften bereitgestellt werden. Von einem europäischen öffentlichen Gut ist die Rede, wenn die Bereitstellung auf europäischer Ebene vorteilhafter ist als auf nationaler Ebene, d. h. ein europäischer Mehrwert geschaffen wird. Siehe M. Thöne und H. Kreuter, European public goods – their contribution to a strong Europe, Vision Europe, Paper 3, Finanzwissenschaftliches Forschungsinstitut FiFo und Bertelsmann Stiftung, September 2020.

³⁷ Siehe Artikel 24 Absatz 3 der RRF-Verordnung.

Dennoch entsprechen einige Aspekte der RRF-Fazilität nicht gänzlich den in der Literatur genannten Kriterien für eine maximale Wirksamkeit finanzieller Anreize. So sind die Aufbau- und Resilienzpläne in manchen Fällen möglicherweise nicht detailliert genug, um Transparenz und Klarheit für die Umsetzung zu gewährleisten. Nicht zuletzt ist die RRF als Einmalprogramm mit einer Laufzeit bis 2026 ausgelegt; es bleibt also abzuwarten, inwieweit sie langfristige Strukturreformen über diesen Zeithorizont hinaus fördern kann.

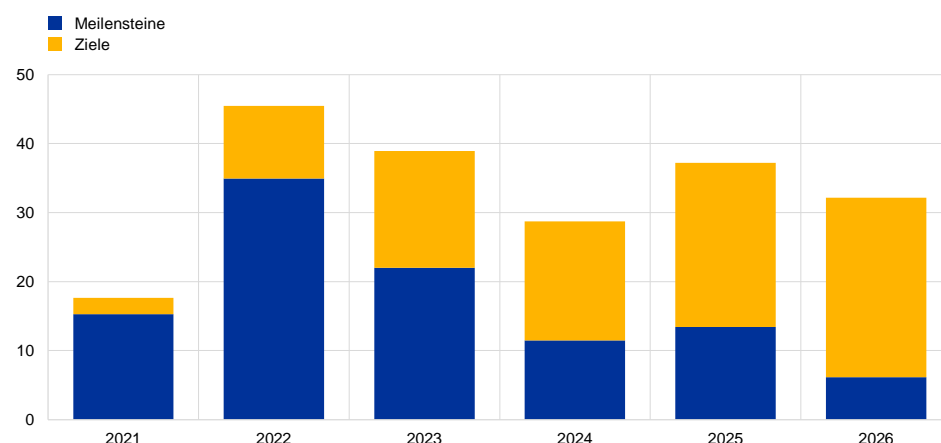
Unzulänglichkeiten bei der Ausgestaltung der Aufbau- und Resilienzpläne könnten die wirksame Umsetzung von NGEU erschweren und die Aufdeckung von Fehlentwicklungen verzögern. Bei einigen in den Plänen dargelegten Reformen wird der Inhalt nicht näher spezifiziert. Dies könnte zu Unklarheiten führen, welche politischen Maßnahmen von den Mitgliedstaaten erwartet werden. Zudem werden unverrückbare quantitative Zielvorgaben für Reformen eher vereinzelt festgelegt, und eine Erreichung der Ziele von Reformen wie auch Investitionen ist erst im späteren Programmzeitraum vorgesehen (siehe Abbildung 6). Hierdurch erhöht sich die Gefahr, dass einige Reformen nicht wirksam umgesetzt und Fehlentwicklungen relativ spät entdeckt werden. Ein klares Bild der Wirksamkeit von NGEU ergibt sich also möglicherweise erst gegen Ende der Laufzeit der Pläne.

Abbildung 6

Verteilung der in den Aufbau- und Resilienzplänen dargelegten Meilensteine und Ziele

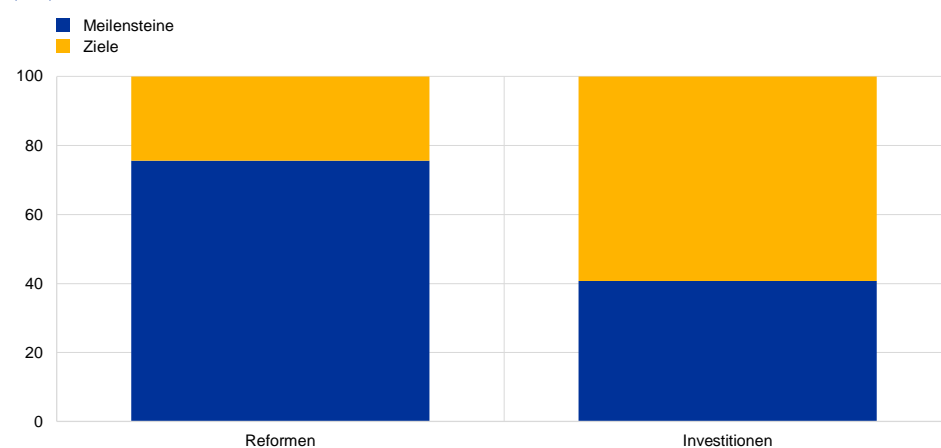
a) Zeitprofil

(durchschnittliche Anzahl der Investitionen und Reformen je Land)



b) Aufgliederung nach Art der politischen Maßnahme

(in %)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unter Meilensteinen sind qualitative Ergebnisse wie die Verabschiedung von Gesetzen zu verstehen, während es sich bei Zielen um quantitative Ergebnisse handelt.

5 Schlussbemerkungen

Als Sofortreaktion auf die Covid-19-Krise dürfte NGEU einen spürbaren Beitrag zur Konjunkturerholung in Europa leisten. Die über dieses Hilfsprogramm bereitgestellte Finanzierung lockert während des Förderzeitraums die Budgetrestriktion in den Mitgliedstaaten. Hierdurch lässt sich leichter die Notwendigkeit einer möglicherweise stark restriktiven Haushaltspolitik, wie sie im Zusammenhang mit der Weltfinanzkrise in einigen Ländern zu beobachten war, vermeiden. Simulationsrechnungen der EZB deuten auf einen kurzfristig hohen Fiskalimpuls hin, der das reale BIP steigern dürfte. Darüber hinaus dürfte die Bedingung, dass die NGEU-Mittel erst ausgezahlt werden, wenn die Meilensteine und Ziele der Aufbau- und Resilienzpläne erreicht wurden, positive Vertrauenseffekte

hervorbringen. Im Verbund mit der akkommodierenden Geldpolitik kann die finanz- und strukturpolitische Reaktion einen Beitrag zur Verhinderung negativer Folgen leisten.

In der mittleren Frist hat NGEU das Potenzial, als Katalysator für die Modernisierung und wirtschaftliche Konvergenz der Volkswirtschaften im Eurogebiet zu wirken. Die in den Aufbau- und Resilienzplänen der Euro-Länder vorgesehenen Investitionen und Reformen ergänzen einander. Insgesamt sind sie geeignet, den ökologischen und digitalen Wandel nicht zuletzt durch das Anstoßen erforderlicher privater Investitionen zu unterstützen. Die Pläne der Staaten enthalten auch Strukturreformen, die das Potenzialwachstum und die Widerstandskraft vor allem der größten Empfängerländer zusätzlich steigern können. Verbesserte Wachstumsaussichten und geringere Finanzierungskosten (d. h. niedrigere Zinsausgaben) werden wiederum zur Verringerung der Bedenken hinsichtlich der Schulden Tragfähigkeit anfälliger Staaten beitragen und möglicherweise den fiskalischen Spielraum für eine künftige wirtschaftliche Stabilisierung vergrößern. In den Ländern mit staatschuldenbedingt hohen Risiken ist dies auch mit Blick auf die Senkung des öffentlichen Schuldenstands durch günstigere Wirtschaftsbedingungen und eine qualitative Verbesserung der öffentlichen Finanzen von großer Bedeutung. Zugleich könnten Strukturreformen und der Aufholprozess bei Investitionen in einigen Ländern die wirtschaftliche Konvergenz vorantreiben.

NGEU dürfte sich unter dem Strich für alle Euro-Staaten bezahlt machen.

Erstens wird in einem eng verbundenen Wirtschaftsraum wie dem Eurogebiet die Hilfe für die Erholung der anfälligeren Länder zu positiven Übertragungseffekten für alle Länder führen; diese ergeben sich nicht zuletzt aus den Vertrauenseffekten von NGEU auf die Wirtschaft des Eurogebiets. Zweitens kann die von NGEU ausgehende Transformationsdynamik den strukturellen Übergang zu nachhaltigeren Volkswirtschaften im gesamten Euroraum zusätzlich stützen.

Die Wirksamkeit von NGEU wird entscheidend davon abhängen, ob die Aufbau- und Resilienzpläne der Staaten zeitnah und effektiv umgesetzt werden.

Fiskalische Umsetzungsrisiken bestehen dergestalt, dass der Mittelabruf geringer als erwartet sein könnte und produktive Investitionsausgaben durch staatliche Konsum- und Sozialausgaben ersetzt werden. Einige Strukturreformmaßnahmen wurden nicht detailliert ausformuliert, und unverrückbare Reformziele werden eher vereinzelt und meist für die spätere Förderperiode aufgeführt. Insgesamt erhöht sich hierdurch die Gefahr, dass einige Reformen nicht wirksam umgesetzt und Fehlentwicklungen erst relativ spät entdeckt werden. Vor diesem Hintergrund hängt der Erfolg des NGEU-Projekts wesentlich davon ab, ob die auf europäischer und nationaler Ebene vorhandenen Melde- und Prüfmechanismen sorgfältig überwacht und angewandt werden. Diesbezügliche Mängel könnten die Wirksamkeit von NGEU sowie das Vertrauen der Öffentlichkeit in dieses neuartige Politikinstrument beeinträchtigen. Je nach der Erfolgsbilanz des befristeten Projekts NGEU könnte eine eher auf Dauer angelegte zentrale Fiskalkapazität auf längere Sicht eine Schlüsselrolle bei einer stärkeren makroökonomischen Stabilisierung und Konvergenz im Eurogebiet innehaben.

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
- .
- ... 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	-9,7	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2021	.	5,7	.	.	8,1	.	.	.	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2021 Q1	0,7	1,5	-1,3	-0,7	0,2	-0,2	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1	
Q2	0,4	1,6	5,4	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8	
Q3	1,7	0,6	1,1	-0,9	3,5	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8	
Q4	.	1,7	.	.	1,6	0,3	.	.	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6	
2021 Aug.	-	-	-	-	-	-	4,4	3,1	5,3	3,2	-0,4	0,8	3,0	
Sept.	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4	
Okt.	-	-	-	-	-	-	5,2	3,5	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1	
Nov.	-	-	-	-	-	-	5,8	3,8	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9	
Dez.	-	-	-	-	-	-	.	.	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0	
2022 Jan. ³⁾	-	-	-	-	-	-	5,1	

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	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-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	.	.	.
2021 Q1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	4,5	1,9	7,3
Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,9	1,8	1,9
Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-1,1	-0,5	-1,8
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	.	.	.
2021 Aug.	51,2	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,6	51,5	49,5	-0,8	-0,2	-1,5
Sept.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,1	-0,5	-1,8
Okt.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,5	-0,6	-0,3
Nov.	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,2	55,6	50,7	-0,1	0,1	-0,3
Dez.	54,5	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	.	.	.
2022 Jan.	.	50,8	.	.	.	52,4	50,8	.	49,0	.	.	.

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)	Sechsmontatsgeld (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 Juli	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
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

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 Juli	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
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

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	Verbrauchernaher Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 Juli	453,8	4 062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4 363,7	28 118,8
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

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	
2020 Dez.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,77	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 Jan.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,80	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
Febr.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	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	15,77	4,88	5,12	5,72	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	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
Mai	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
Juni	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,71	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
Juli	0,01	0,34	0,19	0,58	4,77	15,67	5,31	5,24	5,85	1,98	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,71	5,70	5,30	5,90	2,04	1,33	1,47	1,24	1,28	1,59	1,32
Sept.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,64	5,43	5,24	5,87	1,93	1,32	1,46	1,25	1,29	1,58	1,30
Okt.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,55	5,21	5,83	2,01	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
Nov. ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,90	5,04	5,19	5,81	2,08	1,32	1,48	1,30	1,32	1,60	1,32

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	
2020 Dez.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 Jan.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
Febr.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
März	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
April	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	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	1,84	1,89	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	1,82	2,14	2,00	1,59	1,43	1,37	1,28	1,32	1,16	1,48
Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,79	1,94	2,02	1,56	1,45	1,37	1,23	1,11	1,14	1,44
Sept.	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	2,00	2,00	1,52	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Okt.	-0,03	-0,36	0,17	1,73	1,81	2,09	1,99	1,55	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
Nov. ^(p)	-0,03	-0,35	0,16	1,69	1,80	2,02	2,03	1,50	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,39

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 Juni	1 542	481	152	.	90	694	126	451	216	57	.	34	106	39
Juli	1 540	478	150	.	101	688	124	473	224	46	.	39	113	50
Aug.	1 540	493	148	.	99	678	121	415	232	41	.	25	93	25
Sept.	1 571	506	142	.	99	697	127	474	220	45	.	39	124	46
Okt.	1 527	485	136	.	103	686	117	419	203	39	.	41	105	32
Nov.	1 525	498	136	.	97	680	113	427	223	44	.	31	102	27
Langfristig														
2018	15 748	3 688	3 162	.	1 249	7 022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16 315	3 817	3 397	.	1 324	7 152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17 290	3 892	3 203	.	1 464	8 006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 Juni	18 092	3 980	3 361	.	1 498	8 473	780	341	75	87	.	29	136	15
Juli	18 187	3 992	3 397	.	1 503	8 515	780	300	56	97	.	18	119	10
Aug.	18 214	3 990	3 390	.	1 501	8 554	779	132	27	32	.	4	66	3
Sept.	18 313	4 021	3 423	.	1 522	8 558	788	303	72	79	.	22	114	15
Okt.	18 399	4 039	3 493	.	1 527	8 553	787	294	64	102	.	22	92	13
Nov.	18 548	4 063	3 541	.	1 555	8 597	792	268	49	84	.	35	90	9

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	16 962,7	4 190,4	3 332,4	.	1 320,6	7 445,8	673,5	7 023,4	465,0	1 099,2	5 459,2
2019	17 598,3	4 367,4	3 577,7	.	1 408,7	7 558,1	686,5	8 586,6	538,4	1 410,6	6 637,6
2020	18 819,4	4 346,8	3 347,6	.	1 561,4	8 720,3	843,3	8 448,2	469,3	1 321,5	6 657,4
2021 Juni	19 634,2	4 461,5	3 512,9	.	1 588,3	9 166,3	905,1	9 773,2	564,9	1 521,5	7 686,9
Juli	19 727,4	4 470,0	3 546,6	.	1 603,3	9 202,9	904,7	9 895,0	559,2	1 526,8	7 809,0
Aug.	19 753,9	4 483,4	3 538,1	.	1 600,1	9 232,7	899,6	10 166,4	587,9	1 612,9	7 965,7
Sept.	19 883,7	4 527,4	3 565,2	.	1 620,6	9 255,6	914,9	9 899,5	597,2	1 616,9	7 685,4
Okt.	19 926,0	4 524,1	3 628,6	.	1 629,9	9 239,3	904,0	10 292,4	613,8	1 700,7	7 977,8
Nov.	20 072,9	4 560,7	3 676,6	.	1 652,2	9 277,6	905,7	9 991,8	566,5	1 608,4	7 816,9
Wachstumsraten											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,1	3,1	0,8
2021 Juni	4,4	-0,3	4,0	.	4,1	6,6	9,7	2,3	1,9	6,4	1,5
Juli	4,5	0,3	4,7	.	3,8	6,1	10,1	2,3	1,9	6,5	1,5
Aug.	4,0	0,8	3,8	.	3,5	5,3	9,2	2,3	1,8	7,7	1,3
Sept.	4,0	1,0	4,0	.	3,7	5,0	8,6	2,4	1,8	8,0	1,4
Okt.	4,2	1,4	4,8	.	4,0	5,3	5,6	2,2	1,7	6,3	1,4
Nov.	4,9	2,2	6,3	.	4,8	5,7	5,3	2,0	1,9	6,2	1,2

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

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	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 Aug.	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
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
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2022 Jan.	-0,1	0,1	-3,1	0,1	-2,4	0,9	-1,3	-1,6	-0,1	0,8	-0,1	0,1
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2022 Jan.	-8,6	-0,5	-6,4	0,0	-0,1	2,9	0,4	-6,5	1,5	2,6	-3,6	-7,0

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	258,1	260,3	-2,3	97,0	78,6	101,8	119,2	-0,8	51,7	62,5	8,3	131,0
Transaktionen												
2020 Q4	80,6	-48,6	129,1	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,2	2,1	-
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	-
2021 Juni	-21,0	-52,0	31,0	-8,4	18,4	81,3	33,3	3,7	-102,1	-103,7	4,5	-
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.	262,8	249,6	13,1	15,2	-7,0	39,9	19,3	4,6	199,9	237,4	3,2	-
Nov.	118,9	76,0	43,0	42,5	30,7	54,8	-40,5	21,9	-0,9	85,8	0,6	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2021 Nov.	1 238,0	880,6	357,4	52,9	-99,8	877,9	164,6	17,7	158,2	815,8	131,3	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2021 Nov.	10,3	7,3	3,0	0,4	-0,8	7,3	1,4	0,1	1,3	6,8	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	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2018	11 600,2	11 132,8	6 223,1	2 369,5	2 430,6	1 177,5	746,1	500,5	109,6	467,4	5 571,6	5 104,2
2019	11 982,5	11 576,9	6 378,6	2 456,6	2 652,7	1 253,7	770,3	621,7	89,0	405,6	5 765,4	5 359,7
2020	11 400,3	10 976,3	5 902,0	2 573,6	2 494,9	1 216,4	681,9	589,6	5,8	424,0	5 173,4	4 749,5
2020 Q4	2 927,3	2 787,0	1 486,4	661,0	642,0	318,7	183,2	138,3	-2,4	140,3	1 364,7	1 224,4
2021 Q1	2 940,0	2 806,3	1 469,6	662,3	646,7	325,3	185,5	134,0	27,7	133,8	1 401,7	1 268,0
Q2	3 010,9	2 888,5	1 531,7	675,5	661,9	337,5	187,6	135,0	19,4	122,4	1 465,0	1 342,6
Q3	3 113,7	2 985,6	1 609,8	686,6	669,1	343,6	186,7	136,9	20,1	128,1	1 525,4	1 397,3
<i>In % des BIP</i>												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,9	10,7	6,0	5,2	0,1	3,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2021 Q1	-0,2	-0,3	-2,3	-0,6	0,0	0,5	1,8	-3,7	-	-	1,2	1,0
Q2	2,2	2,4	3,9	2,1	1,2	1,9	0,3	0,8	-	-	2,5	3,0
Q3	2,3	2,1	4,3	0,5	-0,9	-0,9	-1,5	0,2	-	-	1,4	1,0
Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,9	3,7	0,4	-	-	3,6	3,8
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,7	3,3	1,8	22,0	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,3	-7,0	-4,6	-12,0	-5,9	-	-	-9,1	-9,1
2021 Q1	-1,1	-3,8	-5,7	2,8	-5,9	2,7	6,9	-31,5	-	-	-0,1	-5,8
Q2	14,4	12,3	12,3	7,8	18,5	19,7	30,0	3,4	-	-	26,0	21,7
Q3	3,9	3,9	2,7	2,7	3,1	3,2	2,4	3,5	-	-	9,7	10,1
Q4	4,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2021 Q1	-0,2	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
Q2	2,2	2,3	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,4	-0,1	-	-
Q3	2,3	2,0	2,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
Q4	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021 Q1	-1,1	-3,7	-3,0	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,1	2,5	-	-
Q2	14,4	11,9	6,3	1,9	3,9	2,1	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-
Q3	3,9	3,6	1,4	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	1,0	0,3	-	-
Q4	4,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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 (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2018	10 395,4	175,4	2 055,6	525,8	1 963,1	499,9	477,2	1 170,0	1 210,2	1 960,3	358,0	1 204,8
2019	10 740,8	178,3	2 100,7	561,2	2 041,4	531,3	478,8	1 204,6	1 249,8	2 025,5	369,3	1 241,7
2020	10 268,7	176,6	1 971,0	552,4	1 799,8	544,9	469,0	1 210,9	1 167,9	2 054,3	321,8	1 131,6
2020 Q4	2 634,0	43,8	521,7	146,7	458,4	139,5	117,2	305,6	301,7	522,1	77,5	293,3
2021 Q1	2 647,1	44,0	533,3	145,9	455,6	141,4	118,2	306,0	302,1	523,3	77,3	292,9
Q2	2 699,8	44,9	536,0	150,3	480,5	144,7	118,1	308,2	305,9	530,4	80,9	311,1
Q3	2 783,6	45,6	545,1	150,5	521,1	146,1	118,9	310,8	316,1	541,8	87,7	330,1
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2020 Q4	-0,4	0,7	3,5	2,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,4	1,7	-1,4	-11,5	0,0
2021 Q1	0,1	-2,7	1,0	-1,0	-1,0	1,9	1,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-2,6
Q2	1,9	0,5	0,6	1,9	4,6	1,9	0,6	0,8	1,3	1,7	6,0	4,9
Q3	2,3	-0,9	0,1	-0,6	7,2	1,3	0,4	0,5	2,9	1,5	10,8	1,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2018	1,8	-0,7	1,9	2,2	1,5	6,4	0,2	1,4	4,0	0,7	1,3	1,7
2019	1,6	1,6	0,2	2,1	2,4	5,7	0,3	1,5	1,7	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-0,5	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,2	-6,5
2020 Q4	-4,5	-0,6	-1,2	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,7	-5,7	-1,5	-21,9	-3,6
2021 Q1	-1,3	-0,9	3,1	0,6	-8,1	3,6	1,5	0,1	-2,8	0,8	-16,5	0,4
Q2	14,3	-0,7	21,7	18,6	23,0	11,1	4,3	3,6	15,5	9,9	15,8	15,3
Q3	4,0	-2,5	5,2	2,3	7,0	4,0	1,9	0,9	6,2	1,9	3,6	3,8
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2020 Q4	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 Q1	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
Q3	2,3	0,0	0,0	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2018	1,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 Q4	-4,5	0,0	-0,2	0,0	-2,4	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,8	-
2021 Q1	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
Q2	14,3	0,0	4,0	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,7	2,0	0,5	-
Q3	4,0	0,0	1,0	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-

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>													
2018	100,0	85,9	14,1	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
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
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	1,6	1,9	0,0	-0,4	1,5	2,6	1,6	3,8	-1,0	2,4	2,8	1,4	0,3
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	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,4	-1,8	0,7	-3,6	1,4	-0,5	-0,2	-2,4	0,9	-3,4
2020 Q4	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-2,3	0,8	-4,7	1,6	-0,4	1,7	-2,2	1,2	-4,0
2021 Q1	-1,7	-1,8	-1,5	0,0	-2,2	1,4	-5,4	2,1	-0,5	1,3	-1,6	1,4	-4,8
Q2	2,0	2,4	-0,2	3,4	-0,4	4,8	0,5	4,6	0,7	2,2	4,5	2,6	1,6
Q3	2,0	2,3	0,5	0,9	0,3	3,0	1,5	5,5	0,7	1,4	4,4	2,1	1,0
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
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	15,0	6,9	24,3	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	1,8	2,2	0,0	-0,1	1,5	3,2	1,8	3,8	-0,9	3,1	3,1	1,2	0,7
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	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	-2,6	-7,5	-6,3	-13,7	-1,7	-2,8	-6,6	-8,0	-2,0	-13,4
2020 Q4	-6,3	-5,8	-8,8	-1,2	-5,5	-2,9	-13,5	-0,5	-1,7	-2,6	-5,6	-0,7	-12,4
2021 Q1	-2,8	-3,1	-1,7	2,0	-1,4	4,9	-11,1	1,8	1,0	3,5	-1,8	2,1	-8,6
Q2	16,4	14,9	23,3	7,7	14,6	25,2	23,8	11,7	6,2	20,2	18,5	8,4	25,0
Q3	3,0	3,3	1,9	-0,3	2,2	2,8	3,9	7,6	1,3	4,7	6,3	1,3	1,2
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2018	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,2	0,4
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	-6,3	-5,6	-9,7	-0,3	-5,8	-7,0	-10,5	-3,1	-2,3	-6,4	-5,8	-2,9	-10,4
2020 Q4	-4,7	-4,0	-7,4	0,3	-3,3	-3,6	-9,2	-2,1	-1,2	-4,2	-3,5	-1,9	-8,7
2021 Q1	-1,1	-1,3	-0,2	2,0	0,8	3,5	-6,0	-0,4	1,4	2,2	-0,2	0,7	-3,9
Q2	14,0	12,2	23,5	4,1	15,1	19,5	23,1	6,8	5,5	17,6	13,4	5,6	23,0
Q3	1,0	1,0	1,4	-1,2	1,9	-0,2	2,4	2,0	0,5	3,3	1,9	-0,7	0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVO 2010.

3 Konjunktorentwicklung

3.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio	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 Erwerbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,6		19,4		51,4		48,6		
2019	164,133	3,6	12,448	7,6	3,3	10,131	6,8	2,316	16,0	6,373	7,3	6,074	8,0	2,2
2020	162,271	3,6	12,817	7,9	3,0	10,325	7,0	2,492	17,8	6,592	7,6	6,225	8,2	1,8
2021	.	.	12,652	7,7	.	10,174	6,8	2,479	16,9	6,425	7,4	6,228	8,2	.
2021 Q1	162,187	3,7	13,445	8,3	3,2	10,849	7,3	2,596	18,3	6,829	7,9	6,616	8,8	2,1
Q2	163,542	3,5	13,016	8,0	3,3	10,431	7,0	2,585	17,7	6,582	7,5	6,433	8,4	2,3
Q3	164,423	3,3	12,448	7,6	3,1	10,002	6,7	2,446	16,4	6,323	7,2	6,125	8,0	2,6
Q4	.	.	11,700	7,1	.	9,413	6,3	2,287	15,3	5,964	6,8	5,737	7,5	.
2021 Juli	-	-	12,560	7,7	-	10,118	6,8	2,442	16,5	6,345	7,3	6,215	8,1	-
Aug.	-	-	12,371	7,5	-	9,965	6,7	2,405	16,2	6,270	7,2	6,101	7,9	-
Sept.	-	-	12,102	7,4	-	9,724	6,5	2,378	15,9	6,165	7,1	5,937	7,7	-
Okt.	-	-	11,953	7,3	-	9,614	6,4	2,340	15,6	6,083	7,0	5,870	7,6	-
Nov.	-	-	11,666	7,1	-	9,366	6,3	2,300	15,4	5,927	6,8	5,739	7,5	-
Dez.	-	-	11,481	7,0	-	9,260	6,2	2,222	14,9	5,881	6,7	5,600	7,3	-

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	Vorleis- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2019	-1,1	-1,1	-2,6	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,4	-7,2	-11,8	-4,2	-4,6	-5,8	-0,9	3,7	-2,4	-14,4	-8,6	-25,0
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,1
2021 Q1	4,7	5,1	4,9	8,7	1,3	-0,1	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,2	0,0	3,4
Q2	23,1	25,2	25,6	31,3	18,5	5,5	17,9	11,9	2,1	18,7	29,8	25,1	53,8
Q3	6,1	6,9	7,7	5,1	9,3	-0,9	0,8	2,5	0,2	4,1	3,5	13,1	-23,5
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-25,2
2021 Juli	8,5	9,5	11,2	7,6	11,1	-0,6	2,2	3,4	1,3	4,9	4,2	-	-22,0
Aug.	5,7	6,7	6,9	4,8	9,8	-1,9	-2,3	1,4	-1,4	3,3	1,4	-	-24,8
Sept.	4,1	4,5	5,0	2,9	7,1	-0,1	2,2	2,8	0,7	4,0	4,9	-	-24,2
Okt.	0,2	0,5	2,4	-2,3	1,7	-1,1	3,6	1,7	-1,4	3,0	8,6	-	-28,6
Nov.	-1,5	-2,0	1,9	-9,8	5,9	3,7	0,5	7,8	0,9	11,8	19,5	-	-21,8
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-25,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2021 Juli	0,8	1,3	0,3	2,3	1,8	-0,4	-0,6	-2,2	-0,5	-3,8	0,9	-	-4,8
Aug.	-1,7	-2,0	-1,3	-2,5	-2,3	0,6	-1,0	0,8	-0,9	2,4	-0,5	-	-3,4
Sept.	-0,9	-1,0	-0,3	-1,5	0,2	1,2	1,2	0,0	0,8	-1,3	1,1	-	2,0
Okt.	-1,3	-1,3	-0,2	1,3	-4,1	0,5	0,6	0,3	0,1	0,3	0,7	-	-2,1
Nov.	2,3	2,4	0,9	1,5	2,6	1,2	-0,2	1,0	0,6	1,6	-1,5	-	0,5
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	2,8

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
2018	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020	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 Aug.	116,3	13,9	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0
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	3,8	9,1	88,1	58,7	55,4	51,2	52,4

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	
2020 Q4	1 022,3	938,1	84,2	583,9	480,7	224,0	200,2	183,9	177,6	30,5	79,6	23,8	24,6
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
2021 Juni	351,5	329,2	22,2	202,2	177,6	78,7	68,1	60,6	59,8	9,9	23,6	8,0	4,9
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.	375,0	355,7	19,4	215,3	199,0	90,2	72,6	59,0	58,7	10,6	25,4	8,5	4,3
Nov.	389,5	365,9	23,6	225,5	209,9	92,7	69,8	60,7	60,6	10,7	25,6	5,6	3,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2021 Nov.	4 336,9	4 017,2	319,7	2 483,4	2 162,8	967,4	854,0	752,8	702,2	133,3	298,2	93,5	58,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2021 Nov.	36,2	33,5	2,7	20,7	18,0	8,1	7,1	6,3	5,9	1,1	2,5	0,8	0,5

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>													
2020 Q4	-2,7	-5,5	567,4	264,9	114,8	177,0	479,2	491,7	260,5	87,2	134,8	379,8	35,2
2021 Q1	0,7	0,3	581,8	280,7	115,0	174,2	487,3	512,5	284,7	91,6	129,8	383,3	46,9
Q2	34,4	33,9	596,2	291,4	117,0	177,3	493,4	559,1	324,0	92,2	136,0	405,3	53,5
Q3	13,6	22,7	606,9	304,7	118,4	171,6	500,9	579,4	343,9	93,3	135,2	414,7	59,0
2021 Juni	24,0	29,0	198,3	98,4	38,3	58,0	163,7	187,2	109,1	30,7	45,2	135,5	18,2
Juli	12,0	18,1	201,7	99,4	40,7	57,6	167,0	188,9	112,5	30,5	43,9	134,8	19,7
Aug.	19,5	29,2	202,9	103,1	39,2	56,7	166,9	194,1	115,1	31,6	45,2	140,2	19,7
Sept.	10,2	21,6	202,2	102,3	38,4	57,2	167,1	196,4	116,3	31,2	46,1	139,8	19,6
Okt.	7,3	24,3	207,0	104,1	37,6	60,6	170,5	205,2	123,6	30,4	47,4	143,0	22,7
Nov.	14,4	32,0	213,2	.	.	.	174,2	214,5	.	.	.	147,1	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q4	-1,4	-0,8	104,0	105,6	100,1	105,7	103,5	105,2	102,0	108,0	110,7	109,1	84,4
2021 Q1	0,8	0,2	104,5	108,6	100,8	101,5	103,9	104,9	103,3	112,7	105,5	108,3	85,5
Q2	29,3	20,4	104,7	109,1	101,7	101,7	103,4	109,8	110,4	113,7	108,4	112,1	85,0
Q3	4,4	5,4	103,4	109,6	100,8	96,5	101,9	107,9	108,9	111,8	105,0	110,7	85,3
2021 Mai	29,3	20,5	105,0	109,6	101,2	101,9	103,5	110,1	111,1	113,6	108,0	113,0	87,3
Juni	19,1	15,9	104,4	110,1	100,0	100,2	102,8	109,3	109,3	114,4	108,1	112,1	83,7
Juli	4,8	3,1	104,2	109,0	104,5	97,7	103,0	106,8	108,6	109,6	108,6	108,7	86,1
Aug.	9,1	11,4	103,3	110,7	100,1	95,5	101,3	108,7	109,4	114,5	105,3	112,4	86,2
Sept.	0,1	2,5	102,7	109,2	97,9	96,4	101,3	108,3	108,7	111,4	106,0	110,9	83,5
Okt.	-2,9	2,5	104,0	109,6	95,0	101,3	102,7	110,1	111,8	105,2	108,0	111,6	88,8

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	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
	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	1,3	0,5	-0,6	1,5	6,5	0,6	1,0	1,4	
Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,3	1,8	2,4	
Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,7	0,6	1,2	4,3	0,5	2,7	3,5	
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,5	0,9	1,1	-0,2	9,1	1,0	4,6	5,1	
2021 Aug.	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,3	0,7	0,1	1,0	0,2	2,9	3,5	
Sept.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,3	-0,6	1,4	0,4	3,3	3,6	
Okt.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,1	-0,1	5,6	0,3	4,0	4,6	
Nov.	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,2	0,7	0,2	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	0,3	0,4	0,1	4,9	5,6	
2022 Jan. ³⁾	110,7	5,1	2,3	.	2,4	.	0,6	0,8	1,4	6,0	.	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (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 Aug.	2,0	1,7	3,0	6,0	2,6	15,4	1,4	1,1	2,3	0,7	1,0	1,6
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⁾	3,6	3,1	5,2	.	2,3	28,6	.	.	.	.	.	.

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			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
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
2020 Q4	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9
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	9,0	.
2021 Juni	110,9	10,3	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-
Juli	113,7	12,4	8,4	6,8	12,8	2,5	2,7	2,8	1,9	30,1	-	-	-
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	66,0	-	-	-

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- sam- men	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	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	59,8	29,5	21,3	37,2	28,9	21,7	37,1
2021 Q1	108,1	1,5	1,5	1,1	2,4	1,1	0,9	0,7	50,4	18,3	9,2	27,3	14,1	5,5	24,6
Q2	108,3	0,5	1,5	1,5	-1,3	2,4	4,3	7,0	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
Q3	109,5	2,7	3,5	2,6	3,0	4,4	7,1	9,5	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	69,4	30,7	30,1	31,3	33,7	33,4	34,0
2021 Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	29,9	29,0	30,7	32,1	32,5	31,8
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	29,2	32,6	26,4	33,8	38,2	29,4
2022 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	75,5	.	.	.	.	.	.

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 Aug.	37,0	27,1	11,7	28,0	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
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.	47,7	42,5	21,0	37,0	57,9	83,5	70,4	72,7	58,0

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	
2018	104,4	2,5	2,3	3,2	2,6	2,4	2,0
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
2020 Q4	116,6	2,9	3,5	0,6	2,2	4,3	2,0
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

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 Forst- wirt- schaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungswirtschaft	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												
2018	103,4	1,9	1,2	1,5	2,6	2,1	0,1	1,1	3,9	1,5	2,6	2,0
2019	105,4	1,9	-0,8	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,3	2,8	4,7	6,5	0,7	0,2	1,6	5,6	6,3	13,6
2020 Q4	109,8	3,7	-0,7	-1,1	3,0	5,4	1,9	1,0	4,9	4,9	6,1	22,4
2021 Q1	110,3	1,5	2,9	-3,3	5,2	2,1	0,6	1,1	4,4	3,1	2,8	15,3
Q2	108,9	-4,4	7,0	-10,6	-3,1	-7,7	1,3	-2,2	8,7	-2,3	-4,6	-2,5
Q3	109,7	1,1	5,7	-1,3	2,1	-0,8	4,8	0,8	4,1	0,7	2,3	0,7
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2018	105,2	2,1	0,9	1,8	2,2	2,0	2,6	2,3	2,9	2,7	1,9	2,9
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	-0,6	0,5	-2,3	-1,6	-4,6	0,4	-0,3	0,9	-0,4	2,4	-2,6
2020 Q4	109,0	0,9	0,2	0,0	1,5	-3,5	1,4	0,7	2,4	1,1	3,3	-0,4
2021 Q1	109,3	2,1	1,9	2,0	4,3	-0,8	2,1	3,1	3,1	1,9	2,2	1,2
Q2	109,6	7,2	2,7	9,2	9,6	13,0	7,6	1,2	10,2	8,0	2,1	11,1
Q3	111,7	3,0	2,1	3,5	1,4	4,6	3,3	2,0	3,6	2,4	2,2	3,2
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2018	101,7	0,2	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	2,5	1,2	-1,0	1,1	-0,7	1,0
2019	102,0	0,3	4,0	-0,9	-0,4	0,9	2,4	0,3	-0,2	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	1,9	-5,0	-6,0	-10,5	-0,2	-0,5	-0,7	-5,6	-3,7	-14,3
2020 Q4	99,3	-2,7	1,0	1,1	-1,4	-8,4	-0,4	-0,4	-2,4	-3,6	-2,6	-18,7
2021 Q1	99,2	0,6	-0,9	5,5	-0,8	-2,8	1,4	1,9	-1,2	-1,2	-0,6	-12,3
Q2	100,6	12,1	-4,0	22,2	13,1	22,3	6,2	3,5	1,4	10,6	7,1	14,0
Q3	101,9	1,9	-3,4	4,9	-0,7	5,4	-1,4	1,2	-0,4	1,7	-0,2	2,5
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2018	104,9	1,9	1,3	1,8	1,5	1,4	2,4	2,3	2,0	2,2	2,2	2,4
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	3,2	4,0	5,9	2,8	1,3	5,6	4,5	4,9	6,7
2020 Q4	113,6	5,2	1,9	3,0	3,9	6,1	2,5	1,3	6,1	3,8	4,9	7,1
2021 Q1	114,4	3,4	0,8	1,1	1,2	6,3	2,6	1,6	3,2	2,5	1,7	4,6
Q2	112,6	-4,5	-2,2	-4,2	-7,1	-6,6	1,6	-3,3	-0,6	-3,0	-2,5	-5,6
Q3	113,5	2,0	2,7	1,6	1,5	1,9	1,7	1,7	0,5	0,7	3,1	2,6
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2018	101,9	0,1	-0,5	0,4	-0,9	-0,4	2,4	1,1	-1,7	0,8	-0,5	0,6
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,2	0,8	1,0	0,0	3,0	1,8	6,2	0,2	-0,8	-4,3
2020 Q4	104,7	2,1	0,6	4,5	2,3	0,9	1,7	0,9	1,9	-0,1	-0,8	-10,9
2021 Q1	104,8	1,7	-2,8	4,6	-4,1	3,4	1,8	0,5	-3,3	-1,0	-1,2	-8,7
Q2	104,3	-1,7	-7,8	6,2	-5,3	-0,6	-0,6	-1,9	-13,8	-2,5	1,4	-7,3
Q3	104,3	0,9	-2,2	2,9	-0,5	3,0	-3,3	0,6	-3,6	-0,2	0,6	2,4

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											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	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	8			9	10
1	2	3	4	5								
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 ^(p)	1 464,6	9 793,1	11 257,8	927,2	2 507,7	3 434,9	14 692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15 483,5
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	1 444,4	9 617,8	11 062,2	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,7	120,4	601,0	38,7	760,1	15 218,8
Q4 ^(p)	1 464,6	9 793,1	11 257,8	927,2	2 507,7	3 434,9	14 692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15 483,5
2021 Juli	1 427,4	9 428,9	10 856,3	931,1	2 490,4	3 421,5	14 277,8	115,7	618,0	35,6	769,3	15 047,1
Aug.	1 435,8	9 519,2	10 955,1	914,2	2 487,1	3 401,3	14 356,4	112,7	617,9	37,2	767,8	15 124,1
Sept.	1 444,4	9 617,8	11 062,2	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,7	120,4	601,0	38,7	760,1	15 218,8
Okt.	1 451,6	9 664,2	11 115,8	926,9	2 495,7	3 422,6	14 538,5	133,5	618,9	39,8	792,2	15 330,7
Nov.	1 459,8	9 697,8	11 157,5	928,7	2 499,4	3 428,1	14 585,7	126,0	645,0	38,9	809,9	15 395,6
Dez. ^(p)	1 464,6	9 793,1	11 257,8	927,2	2 507,7	3 434,9	14 692,6	117,2	660,0	13,7	790,9	15 483,5
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 ^(p)	105,1	901,0	1 006,1	-118,7	67,3	-51,4	954,7	11,6	24,0	11,6	47,2	1 001,9
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	25,0	254,5	279,4	-34,4	11,7	-22,6	256,8	5,5	-12,8	10,0	2,7	259,5
Q4 ^(p)	21,2	190,3	211,5	16,8	14,4	31,2	242,8	-3,7	59,0	-28,2	27,1	269,8
2021 Juli	8,0	77,6	85,6	-5,0	0,9	-4,1	81,5	3,8	4,3	8,1	16,2	97,6
Aug.	8,4	81,1	89,5	-17,2	4,7	-12,5	76,9	-3,1	-0,1	1,3	-2,0	75,0
Sept.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,4	4,8	-16,9	0,6	-11,5	86,9
Okt.	8,2	47,4	55,6	23,9	2,3	26,2	81,8	13,2	18,0	1,5	32,7	114,5
Nov.	8,1	44,2	52,3	-5,1	3,6	-1,5	50,8	-8,0	26,2	-4,1	14,0	64,8
Dez. ^(p)	4,9	98,7	103,6	-2,0	8,5	6,5	110,1	-8,9	14,9	-25,6	-19,6	90,5
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 ^(p)	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	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	12,6	1,0	-	7,5	7,6
Q4 ^(p)	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	6,9
2021 Juli	8,9	11,3	11,0	-13,7	3,5	-1,8	7,6	5,0	6,8	-	10,5	7,8
Aug.	8,6	11,4	11,0	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,3	7,7	-	12,7	8,0
Sept.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	1,0	-	7,5	7,6
Okt.	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,8	3,9	199,2	11,2	7,7
Nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,5	8,2	94,8	12,2	7,4
Dez. ^(p)	7,7	10,1	9,8	-11,5	2,7	-1,5	6,9	11,5	3,8	-	6,4	6,9

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	2 988,5	2 531,8	310,0	143,5	3,2	7 651,2	4 956,1	437,2	2 257,1	0,9	1 097,1	234,6	501,2
2021 ^(p)	3 248,5	2 823,0	290,3	128,7	6,5	8 081,7	5 373,6	373,1	2 334,2	0,7	1 236,0	228,9	550,2
2021 Q1	3 060,5	2 609,4	300,2	143,5	7,5	7 813,5	5 104,5	422,0	2 286,1	0,9	1 133,2	217,0	491,1
Q2	3 100,2	2 660,9	290,8	140,0	8,5	7 906,0	5 197,8	407,0	2 300,5	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	1 210,5	227,4	515,6
Q4 ^(p)	3 248,5	2 823,0	290,3	128,7	6,5	8 081,7	5 373,6	373,1	2 334,2	0,7	1 236,0	228,9	550,2
2021 Juli	3 108,6	2 679,9	284,9	135,9	7,8	7 944,3	5 236,6	399,2	2 307,7	0,8	1 186,6	227,3	499,3
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	1 186,9	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	1 210,5	227,4	515,6
Okt.	3 187,9	2 758,2	292,6	128,9	8,2	8 040,1	5 332,2	383,5	2 323,3	1,0	1 244,5	239,3	508,6
Nov.	3 211,8	2 783,6	291,2	129,5	7,5	8 058,1	5 353,6	377,9	2 325,6	1,0	1 233,0	232,0	517,1
Dez. ^(p)	3 248,5	2 823,0	290,3	128,7	6,5	8 081,7	5 373,6	373,1	2 334,2	0,7	1 236,0	228,9	550,2
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	515,7	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 ^(p)	254,4	279,9	-21,7	-6,9	3,0	421,4	408,8	-64,8	77,6	-0,2	146,3	-7,7	46,8
2021 Q1	67,0	72,8	-9,9	0,0	4,2	160,8	146,1	-15,7	30,5	0,0	27,5	-18,2	-10,0
Q2	42,0	53,6	-9,2	-3,4	1,1	93,3	93,9	-14,9	14,4	-0,1	34,2	5,6	3,6
Q3	61,0	69,3	-8,0	-1,2	0,9	108,3	111,2	-18,3	15,4	-0,1	44,2	1,9	21,9
Q4 ^(p)	84,3	84,3	5,4	-2,3	-3,1	59,0	57,6	-15,9	17,2	0,1	40,4	2,9	31,3
2021 Juli	16,0	23,3	-5,9	-0,8	-0,7	30,0	33,8	-7,8	4,1	0,0	21,9	4,7	4,7
Aug.	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,4	-4,6	5,0	0,0	-0,6	-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.	27,9	22,6	8,7	-2,0	-1,4	19,4	18,1	-5,3	6,2	0,4	34,6	12,0	-7,0
Nov.	19,8	23,1	-2,9	0,5	-0,8	16,9	20,5	-5,8	2,2	-0,1	-1,5	-5,8	5,3
Dez. ^(p)	36,6	38,7	-0,4	-0,7	-1,0	22,7	18,9	-4,8	8,8	-0,2	7,3	-3,3	33,0
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 ^(p)	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3
2021 Q1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	6,0	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	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
Q4 ^(p)	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3
2021 Juli	6,8	10,4	-14,2	-5,4	47,1	7,3	10,6	-12,6	4,3	-28,6	14,7	-4,1	4,4
Aug.	6,9	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,6	-1,8	6,1
Sept.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
Okt.	7,4	10,5	-10,1	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,2	-0,4	6,0
Nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	8,9	-14,4	3,4	0,0	15,5	-3,9	6,9
Dez. ^(p)	8,5	11,0	-7,0	-4,9	98,2	5,5	8,2	-14,8	3,4	-18,6	13,3	-3,3	9,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investitionsfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungs- und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2019	4 654,5	989,2	3 653,5	13 856,8	11 446,4	11 835,1	4 474,3	5 930,1	891,0	151,0	1 560,6	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 721,5	6 118,8	911,7	167,8	1 548,1	865,3
2021 ^(p)	6 551,8	997,2	5 552,9	14 811,2	12 337,8	12 721,6	4 865,7	6 366,1	944,8	161,1	1 584,7	888,6
2021 Q1	6 069,4	994,5	5 073,2	14 457,5	12 058,9	12 411,5	4 777,0	6 176,5	953,7	151,6	1 518,4	880,2
Q2	6 217,0	1 003,7	5 211,7	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 746,7	6 239,8	942,0	149,1	1 523,1	887,2
Q3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,6	12 182,5	12 536,2	4 774,8	6 311,0	952,0	144,7	1 532,4	896,7
Q4 ^(p)	6 551,8	997,2	5 552,9	14 811,2	12 337,8	12 721,6	4 865,7	6 366,1	944,8	161,1	1 584,7	888,6
2021 Juli	6 305,8	1 006,9	5 297,2	14 530,9	12 114,7	12 475,5	4 747,8	6 273,3	945,7	147,9	1 527,9	888,3
Aug.	6 347,9	1 004,0	5 342,2	14 556,8	12 137,3	12 492,9	4 759,2	6 292,7	939,4	146,0	1 524,0	895,5
Sept.	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,6	12 182,5	12 536,2	4 774,8	6 311,0	952,0	144,7	1 532,4	896,7
Okt.	6 392,0	987,4	5 402,9	14 682,5	12 231,0	12 591,9	4 795,0	6 334,3	947,1	154,6	1 556,0	895,5
Nov.	6 476,2	987,3	5 487,3	14 738,6	12 309,2	12 658,5	4 820,3	6 359,6	968,7	160,6	1 542,0	887,4
Dez. ^(p)	6 551,8	997,2	5 552,9	14 811,2	12 337,8	12 721,6	4 865,7	6 366,1	944,8	161,1	1 584,7	888,6
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	1 042,0	13,5	1 028,4	737,0	538,1	559,9	288,2	209,1	23,9	16,9	170,7	28,2
2021 ^(p)	665,6	-0,6	675,8	558,5	469,6	501,7	172,2	259,3	47,8	-9,7	80,3	8,6
2021 Q1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,8	39,2	-16,4	2,7	8,3
Q2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,5	75,3	-10,9	-2,4	4,8	5,0
Q3	150,5	-4,7	155,2	132,0	117,5	120,5	39,9	65,8	18,8	-7,0	9,6	4,9
Q4 ^(p)	201,2	-1,2	202,2	222,6	169,1	218,3	95,0	57,4	0,6	16,0	63,2	-9,6
2021 Juli	63,1	3,2	59,9	44,5	42,7	42,5	14,6	25,3	4,1	-1,2	4,1	-2,3
Aug.	51,1	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1
Sept.	36,4	-4,8	41,2	54,9	44,2	49,0	15,0	20,7	12,4	-3,9	8,6	2,1
Okt.	31,9	-12,0	43,9	79,2	47,5	59,5	19,2	23,0	-4,6	9,9	35,4	-3,7
Nov.	65,0	1,0	64,0	52,1	72,6	65,4	25,3	23,0	18,7	5,6	-13,8	-6,7
Dez. ^(p)	104,2	9,7	94,3	91,4	49,0	93,5	50,5	11,4	-13,4	0,5	41,6	0,8
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 ^(p)	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0
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	5,8	-10,1	3,0	7,3
Q4 ^(p)	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0
2021 Juli	12,4	1,0	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,1	-4,9	4,5	6,9
Aug.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,1	-6,0	2,7	7,1
Sept.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	5,8	-10,1	3,0	7,3
Okt.	10,5	-1,2	13,1	3,7	3,3	3,4	1,9	4,3	5,8	-5,6	4,6	7,7
Nov.	10,8	-1,2	13,5	3,7	3,6	3,7	2,4	4,4	5,6	0,5	3,2	6,2
Dez. ^(p)	11,3	-0,1	13,8	3,9	3,9	4,1	3,7	4,2	5,2	-4,7	5,3	1,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und 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	4 721,5	4 842,9	898,1	1 011,2	2 812,1	6 118,8	6 387,3	700,2	4 723,8	694,8
2021 ^(p)	4 865,7	4 996,3	887,2	1 006,8	2 971,7	6 366,1	6 628,7	697,7	4 970,2	698,2
2021 Q1	4 777,0	4 899,0	894,4	1 017,8	2 864,9	6 176,5	6 439,7	696,3	4 786,6	693,6
Q2	4 746,7	4 867,8	832,9	971,6	2 942,2	6 239,8	6 498,6	693,7	4 851,9	694,2
Q3	4 774,8	4 889,8	835,1	972,0	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
Q4 ^(p)	4 865,7	4 996,3	887,2	1 006,8	2 971,7	6 366,1	6 628,7	697,7	4 970,2	698,2
2021 Juli	4 747,8	4 861,9	828,2	968,1	2 951,4	6 273,3	6 531,5	695,6	4 874,6	703,1
Aug.	4 759,2	4 873,8	828,1	969,4	2 961,7	6 292,7	6 552,2	695,4	4 894,9	702,4
Sept.	4 774,8	4 889,8	835,1	972,0	2 967,7	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
Okt.	4 795,0	4 912,9	859,2	971,4	2 964,3	6 334,3	6 590,2	698,9	4 935,1	700,3
Nov.	4 820,3	4 932,4	869,8	979,7	2 970,8	6 359,6	6 615,2	702,3	4 956,8	700,5
Dez. ^(p)	4 865,7	4 996,3	887,2	1 006,8	2 971,7	6 366,1	6 628,7	697,7	4 970,2	698,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	115,0	142,5	-13,1	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	193,9	-11,8	210,6	10,4
2021 ^(p)	172,2	203,6	-3,5	1,7	174,0	259,3	263,7	8,3	254,4	-3,3
2021 Q1	55,9	58,1	-3,9	6,8	52,9	60,8	58,1	-2,2	63,3	-0,3
Q2	-18,5	-22,2	-57,6	-42,9	82,0	75,3	70,6	2,4	72,0	0,9
Q3	39,9	44,2	4,0	1,8	34,1	65,8	67,6	4,1	63,9	-2,2
Q4 ^(p)	95,0	123,5	53,9	36,0	5,1	57,4	67,3	4,0	55,1	-1,7
2021 Juli	14,6	10,5	-3,0	-1,2	18,8	25,3	25,0	1,7	23,8	-0,2
Aug.	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,3	-0,7
Sept.	15,0	19,6	7,0	2,2	5,8	20,7	21,4	2,1	19,9	-1,3
Okt.	19,2	25,4	23,8	-1,0	-3,6	23,0	22,8	2,7	20,3	0,0
Nov.	25,3	22,5	10,6	9,3	5,4	23,0	24,0	4,6	18,7	-0,3
Dez. ^(p)	50,5	75,6	19,5	27,8	3,3	11,4	20,5	-3,3	16,1	-1,4
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 ^(p)	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	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 ^(p)	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	5,4	-0,5
2021 Juli	1,3	1,7	-11,4	-3,1	7,2	4,5	4,1	0,4	5,7	0,4
Aug.	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,2	0,1	5,8	0,2
Sept.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Okt.	1,9	2,5	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,2
Nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	5,9	4,4	4,2	1,6	5,5	-0,3
Dez. ^(p)	3,7	4,2	-0,4	0,2	6,2	4,2	4,1	1,2	5,4	-0,5

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	6 961,3	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,5	1 437,6	489,7	130,1	139,2
2021 ^(p)	796,9	6 889,2	1 839,1	37,1	1 998,3	3 014,7	1 371,8	434,8	118,8	136,4
2021 Q1	704,0	6 891,1	1 897,4	41,2	1 985,5	2 967,0	1 409,5	400,7	127,2	130,2
Q2	680,1	6 847,1	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,1	1 411,7	359,7	123,7	134,5
Q3	690,9	6 856,4	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,1	1 379,8	410,0	139,0	146,0
Q4 ^(p)	796,9	6 889,2	1 839,1	37,1	1 998,3	3 014,7	1 371,8	434,8	118,8	136,4
2021 Juli	686,8	6 889,7	1 860,9	39,4	1 962,6	3 026,7	1 441,8	345,2	133,4	133,2
Aug.	708,7	6 873,4	1 851,2	39,0	1 960,7	3 022,5	1 450,1	351,5	125,3	128,4
Sept.	690,9	6 856,4	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,1	1 379,8	410,0	139,0	146,0
Okt.	739,5	6 872,1	1 842,8	38,1	2 002,6	2 988,6	1 397,0	470,9	140,0	147,6
Nov.	706,9	6 905,2	1 831,0	37,7	2 011,9	3 024,6	1 398,5	394,3	144,5	149,9
Dez. ^(p)	796,9	6 889,2	1 839,1	37,1	1 998,3	3 014,7	1 371,8	434,8	118,8	136,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	-25,0	107,9	-5,5	-2,9	28,0	88,3	312,6	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-35,0	-14,9	-8,0	-101,2	89,0	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021 ^(p)	53,0	-39,5	-74,4	-5,0	-38,5	78,5	-114,4	-94,3	-11,3	-2,8
2021 Q1	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,0	10,9	-120,7	-2,9	-8,9
Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
Q3	10,8	0,0	-18,6	-1,5	8,3	11,8	-40,8	28,6	15,3	11,5
Q4 ^(p)	106,6	7,3	-13,1	-1,6	7,3	14,6	-67,9	27,9	-20,2	-9,6
2021 Juli	6,7	-0,6	-7,6	-0,7	8,1	-0,4	7,8	-11,6	9,7	-1,3
Aug.	22,0	-9,4	-10,0	-0,4	-3,9	4,9	4,3	-0,5	-8,0	-4,8
Sept.	-17,9	10,0	-1,0	-0,4	4,1	7,3	-52,9	40,7	13,7	17,6
Okt.	48,6	17,1	-7,6	-0,5	23,9	1,3	4,9	64,2	0,9	1,6
Nov.	-32,3	-12,1	-13,3	-0,5	0,8	0,9	-32,7	-63,9	4,6	2,2
Dez. ^(p)	90,2	2,3	7,8	-0,6	-17,3	12,4	-40,2	27,5	-25,7	-13,5
Wachstumsraten										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 ^(p)	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0
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	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Q4 ^(p)	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0
2021 Juli	-9,5	-0,5	-3,0	-9,4	-4,0	3,7	-	-	-17,9	-23,5
Aug.	-12,0	-0,8	-3,9	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
Sept.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Okt.	-11,3	-0,3	-3,9	-10,5	-2,1	3,4	-	-	-5,9	-4,3
Nov.	-5,6	-0,5	-5,1	-11,2	-1,4	3,4	-	-	-2,4	1,9
Dez. ^(p)	7,1	-0,6	-3,9	-11,9	-1,9	2,6	-	-	-8,7	-2,0

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
2018	12,5	11,0	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
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
2020 Q3	15,8	14,4	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
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
2021 Juli	15,4	14,1	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
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	1,4	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5

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 2. Februar 2022.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-22-001-DE-N (Online-Version)