



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2021



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2 Finanzielle Entwicklungen	19
3 Konjunkturentwicklung	26
4 Preise und Kosten	35
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	43
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	52
Kästen	56
1 Störungen der Lieferketten und ihre Auswirkungen auf die Weltwirtschaft	56
2 Die Arbeitsmärkte in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich während der Erholung von der Pandemie	64
3 Finanzierungsbedingungen aus Sicht der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet	69
4 Zerlegung der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs in Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien	77
5 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 28. Juli bis zum 2. November 2021	82
6 Kommunikation der EZB über den Wirtschaftsausblick – eine vergleichende Analyse	89
7 Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet	95
8 Auswirkungen der aktuellen Übersichten über die Haushaltsplanung auf die Finanzpolitik im Jahr 2022	101
Aufsätze	106
1 Eine Einführung in die Umfrage unter geldpolitischen Analysten durch die EZB	106
2 Kommunikation der EZB mit der breiten Öffentlichkeit	132
Statistik	155

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Überblick

Wirtschaftstätigkeit

Die Weltwirtschaft bleibt auf einem Pfad der Erholung, wenngleich anhaltende Lieferengpässe, steigende Rohstoffpreise und das Aufkommen der Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) die kurzfristigen Wachstumsaussichten nach wie vor belasten. Aktuelle Konjunkturumfragen deuten darauf hin, dass die Wachstumsdynamik zu Beginn des vierten Quartals schwach geblieben ist. Dies galt wegen der Lieferengpässe vor allem für das verarbeitende Gewerbe, während dem Dienstleistungssektor das Wiederhochfahren großer Volkswirtschaften zugutekam. Die Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft wurden in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 gegenüber den vorangegangenen Projektionen für 2021 nach unten korrigiert, für 2022 unverändert belassen und für 2023 nach oben revidiert. Demnach wird das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) 2021 auf 6,0 % zunehmen und sich 2022 auf 4,5 %, 2023 auf 3,9 % sowie 2024 auf 3,7 % verlangsamen. Die Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Euroraums wird sich den Projektionen zufolge 2021 um 8,9 %, 2022 um 4,0 %, 2023 um 4,3 % und 2024 um 3,9 % erhöhen. Damit ist sie allerdings für 2021 und 2022 verglichen mit den vorangegangenen Projektionen nach unten revidiert worden. Hierin spiegeln sich die negativen Auswirkungen der bestehenden Lieferengpässe auf die weltweiten Einfuhren wider. Es wird erwartet, dass sich die Engpässe ab dem zweiten Quartal 2022 allmählich zurückbilden und bis 2023 vollständig auflösen. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts des Zusammenwirkens von gestiegenen Rohstoffpreisen, Lieferengpässen und einer sich erholenden Nachfrage für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert. Aus dem künftigen Verlauf der Pandemie ergibt sich nach wie vor das größte Risiko für die Basisprojektionen zur weltwirtschaftlichen Entwicklung. Die sonstigen Risiken für die Wachstumsaussichten werden als abwärtsgerichtet eingeschätzt, während die Risiken für die globale Inflation unter dem Strich mit mehr Unsicherheit behaftet sind.

Die Wirtschaft des Euroraums bleibt auf Erholungskurs. Zwar schwächt sich das Wachstum aktuell ab, doch im Laufe des Jahres dürfte es wieder deutlich anziehen. Die sich fortsetzende Konjunkturerholung sollte von einer robusten Binnennachfrage getragen werden. Die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich. So steigt die Zahl der Erwerbstätigen, und es befinden sich weniger Menschen in Arbeitsplatzsicherungsmaßnahmen. Dies untermauert die Aussicht der privaten Haushalte auf steigende Einkommen und höhere Konsumausgaben. Letztere dürften auch von den im Zeichen der Pandemie aufgebauten Ersparnissen gestützt werden.

Die Wirtschaftstätigkeit hat sich im Schlussquartal 2021 etwas abgeschwächt. Das langsamere Wachstum dürfte sich bis in die Anfangsphase des Jahres 2022 erstrecken. Es wird nun davon ausgegangen, dass die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal ihr Niveau vor Pandemiebeginn übersteigen wird. Einige Länder des Euroraums haben wieder strengere Eindämmungsmaßnahmen ergriffen, um die aktuelle Pandemiewelle zu brechen. Dadurch könnte sich die Erholung verzögern, was insbesondere für die Reise- und Tourismusbranche, das Gastgewerbe und den Unterhaltungssektor gilt. Die Pandemie belastet das Verbraucher- und Unternehmensvertrauen, und die Ausbreitung neuer Virusvarianten sorgt für zusätzliche Unsicherheit. Außerdem dämpfen steigende Energiekosten den Konsum. Die Engpässe bei Ausrüstung, Material und Arbeitskräften in einigen Sektoren bremsen die Industrieproduktion, führen zu Bauverzögerungen und verlangsamen die Erholung in einigen Dienstleistungsbereichen. Diese Engpässe werden noch eine Zeit lang andauern, dürften sich im Laufe des Jahres 2022 aber abmildern.

Obgleich die Covid-19-Krise die öffentlichen Finanzen auch 2021 stark belastet hat, zeichnet sich in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember bereits eine Verbesserung des Finanzierungssaldos ab. Die

Defizitquote hatte mit 7,2 % im Jahr 2020 einen Höhepunkt erreicht und dürfte 2021 auf geschätzte 5,9 % gesunken sein. Im Jahr 2022 sollte sie weiter auf 3,2 % zurückgehen und sich bis Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2024 bei knapp 2 % einpendeln. Zurückzuführen sind diese Verbesserungen auf eine Konstellation aus höheren konjunkturbereinigten Primärsalden und – insbesondere ab 2022 – einem deutlich höheren Beitrag der Konjunkturkomponente. Der fiskalische Kurs im Euroraum – bereinigt um die Transfers aus dem Hilfsprogramm Next Generation EU (NGEU) – wurde 2021 nach einer starken Lockerung im Vorjahr nur geringfügig gestrafft. Im Jahr 2022 dürfte er deutlich restriktiver ausfallen, dabei aber weit hinter den zuvor projizierten Annahmen zurückbleiben. Hauptursache für diese Entwicklung wird das Auslaufen eines bedeutenden Teils der Krisenunterstützung sein. Auch für den weiteren Verlauf des Projektionszeitraums wird eine Kursstraffung erwartet. Allerdings dürfte sie deutlich geringer ausfallen, da die Wirtschaft in den nächsten Jahren nach wie vor durch umfassende staatliche Maßnahmen gestützt werden wird. Zielgerichtete und wachstumsfreundliche finanzpolitische Maßnahmen sollten die Geldpolitik auch künftig ergänzen. Damit wird zugleich die Anpassung der Wirtschaft an den sich vollziehenden Strukturwandel gefördert. Eine effektive Umsetzung des NGEU-Programms und des Klimapakets „Fit für 55“ wird zu einer stärkeren, umweltverträglicheren und gleichmäßigeren Erholung in den Euro-Ländern beitragen.

Es wird ein kräftiges Anziehen des Wachstums im Verlauf des Jahres 2022 erwartet. Die Expertinnen und Experten des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember davon aus, dass sich das reale BIP 2021 auf Jahressicht um 5,1 %, 2022 um 4,2 %, 2023 um 2,9 % und 2024 um 1,6 % erhöhen wird. Gegenüber den Projektionen vom September ist der Ausblick für 2022 nach unten und für 2023 nach oben korrigiert worden.

Inflation

Im November zog die Inflation weiter auf 4,9 % an. Sie wird auch im überwiegenden Teil des Jahres 2022 bei über 2 % bleiben. Auf kurze Sicht wird die Teuerung auf weiterhin erhöhtem Niveau erwartet, wobei sie sich im Laufe des Jahres aber abschwächen sollte. Zurückzuführen ist der Inflationsschub vor allem auf den kräftigen Preisauftrieb bei Treibstoffen, Gas und Strom. So war die Gesamtinflation im November zu mehr als der Hälfte dem Anstieg der Energiepreise geschuldet. Zudem steigt die Nachfrage in bestimmten Sektoren weiterhin dynamischer als das eingeschränkte Angebot. Die Auswirkungen zeigen sich insbesondere in den Preisen für Gebrauchsgüter sowie bei jenen verbrauchernahen Dienstleistungen, die erst seit Kurzem wieder angeboten werden. Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Auslaufen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland tragen – allerdings nur noch bis Ende 2021 – ebenfalls weiter zur höheren Teuerungsrate bei. Wie lange diese Faktoren noch zum Tragen kommen werden, ist indes ungewiss. Allerdings ist davon auszugehen, dass sich im Laufe des Jahres 2022 die Energiepreise stabilisieren, die Konsumgewohnheiten normalisieren und der von den weltweiten Angebotsengpässen ausgehende Preisdruck nachlässt. Eine allmähliche Rückkehr der Wirtschaft zur Volllast sowie eine weitere Belebung des Arbeitsmarktes dürften mit der Zeit ein rascheres Lohnwachstum befördern. Die markt- und umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind seit der geldpolitischen Sitzung vom Oktober im Wesentlichen stabil geblieben, insgesamt jedoch in den letzten Monaten näher an die Marke von 2 % gerückt. Die genannten Faktoren werden dazu beitragen, dass die zugrunde liegende Inflation ansteigt und die Gesamtinflation mittelfristig auf den Zielwert der EZB von 2 % ansteigt.

Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 wird die Jahresteuersatzrate 2021 bei 2,6 %, 2022 bei 3,2 % und 2023 sowie 2024 bei jeweils 1,8 % liegen und damit deutlich höher ausfallen als in den vorangegangenen Projektionen vom September angenommen. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge 2021 im Schnitt bei 1,4 %, 2022 bei 1,9 %, 2023 bei 1,7 % und 2024 bei 1,8 % liegen. Auch dies stellt eine Aufwärtskorrektur im Vergleich zu den September-Projektionen dar.

Risikobewertung

Der EZB-Rat beurteilt die Risiken für die Konjunkturaussichten als weitgehend ausgewogen. Die Wirtschaftstätigkeit könnte die Erwartungen der EZB übertreffen, sollten die Verbraucher an Vertrauen gewinnen und weniger als erwartet sparen. Dagegen könnte die jüngste Zuspitzung der Pandemie mit der Ausbreitung neuer Virusvarianten das Wachstum länger belasten. Die künftige Energiepreisentwicklung und das Tempo, in dem sich die Angebotsengpässe auflösen, stellen Risiken für die wirtschaftliche Erholung und die Inflationsaussichten dar. Sollte der Preisdruck dazu führen, dass die Löhne stärker als erwartet steigen, oder die Wirtschaft rascher zur Volllast zurückkehren, dann könnte die Inflation höher ausfallen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Seit der Sitzung des EZB-Rats im Oktober sind die Marktzinsen weitgehend stabil geblieben. Die Entwicklung an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet war im Berichtszeitraum (9. September bis 15. Dezember 2021) vor allem durch veränderte Inflationsaussichten und neuerliche Unsicherheit bezüglich weiterer Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft gekennzeichnet. Die Nachricht von der neuen Omikron-Variante schürte die Volatilität, doch die anfangs stark negativen Auswirkungen, insbesondere bei risikoreichen Vermögenswerten, klangen gegen Ende des Berichtszeitraums zum Teil wieder ab.

Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet zog im Oktober 2021 leicht an, worin sich eine höhere Unsicherheit im Umfeld der Covid-19-Pandemie sowie die ergriffenen Stützungsmaßnahmen widerspiegeln. Der Erwerb von Vermögenswerten durch das Eurosystem war nach wie vor die dominierende Quelle der Geldschöpfung. Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte verharrten auf einem historisch niedrigen Niveau. Insgesamt sind die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft weiterhin günstig. Die Unternehmenskreditvergabe wird zum Teil durch den kurzfristigen Finanzierungsbedarf getragen, der aus den Lieferengpässen resultiert, die die Ausgaben der Firmen für Lagerhaltung und Betriebskapital in die Höhe treiben. Gleichwohl ist die Kreditnachfrage der Unternehmen aufgrund deren Gewinnrücklagen und üppiger Bargeldbestände sowie eines hohen Verschuldungsniveaus nach wie vor moderat. Die Kreditvergabe an private Haushalte bleibt, gestützt durch die Nachfrage nach Hypothekarkrediten, robust. Die Banken im Euroraum haben ihre Bilanzen dank höherer Kapitalquoten und geringerer Bestände an notleidenden Krediten weiter gestärkt. Sie sind derzeit so profitabel wie vor der Pandemie. Die Refinanzierungsbedingungen der Banken bleiben alles in allem günstig.

Im Einklang mit der neuen geldpolitischen Strategie nimmt der EZB-Rat zweimal im Jahr eine eingehende Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Eine akkommodierende Geldpolitik fördert das Wachstum, was die Bilanzen von Unternehmen und Finanzinstituten stärkt und dem Risiko einer Marktfragmentierung vorbeugt. Zugleich müssen die Auswirkungen einer akkommodierenden Geldpolitik auf die Immobilien- und Finanzmärkte genau beobachtet werden, weil bestimmte mittelfristige Anfälligkeiten zugenommen haben. Die makroprudenzielle Politik ist dennoch weiterhin die erste Verteidigungslinie, um Finanzstabilität zu gewährleisten und mittelfristigen Anfälligkeiten entgegenzuwirken.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat gelangte auf seiner geldpolitischen Sitzung im Dezember zu der Einschätzung, dass die Fortschritte mit Blick auf die Wirtschaftserholung und die Annäherung an das mittelfristige Inflationsziel der EZB eine schrittweise Verringerung der Ankäufe von Vermögenswerten in den kommenden Quartalen zulassen. Damit sich die Teuerungsrate auf mittlere Sicht beim 2 %-Ziel der EZB

stabilisiert, ist jedoch nach wie vor ein akkommodierender geldpolitischer Kurs erforderlich. In Anbetracht der gegenwärtigen Unsicherheit muss der EZB-Rat bei der Durchführung der Geldpolitik Flexibilität und Optionalität wahren. Vor diesem Hintergrund hat er folgende Beschlüsse gefasst:

Der EZB-Rat geht erstens davon aus, dass er im ersten Quartal 2022 geringere Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) durchführen wird als im vergangenen Quartal. Die im Rahmen des PEPP-Programms erfolgenden Nettokäufe werden Ende März 2022 beendet.

Der EZB-Rat hat zweitens beschlossen, den Wiederanlagezeitraum für das PEPP zu verlängern, und beabsichtigt nun, Tilgungsbeträge aus fällig werdenden Wertpapieren, die im Rahmen dieses Programms erworben wurden, bis mindestens Ende 2024 zu reinvestieren. Das künftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

Die Pandemie hat drittens gezeigt, dass – unter Stressbedingungen – Flexibilität bei der Gestaltung und Durchführung der Ankäufe von Vermögenswerten dazu beigetragen hat, der Beeinträchtigung der Transmission der Geldpolitik der EZB entgegenzuwirken. Zudem hat sie die Effektivität der Bemühungen beim Erreichen des Ziels des EZB-Rats erhöht.

Unter Stressbedingungen wird Flexibilität im Rahmen des EZB-Mandats auch in Zukunft 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. Sie könnten erforderlichenfalls wieder aufgenommen werden, um negativen Schocks im Zusammenhang mit der Pandemie entgegenzuwirken.

Viertens hat der EZB-Rat beschlossen, im Rahmen des APP im zweiten Quartal monatliche Nettoankäufe im Umfang von 40 Mrd € und im dritten Quartal im Umfang von 30 Mrd € durchzuführen. Dies steht im Einklang mit der schrittweisen Reduzierung der Ankäufe von Vermögenswerten und stellt sicher, dass der geldpolitische Kurs weiterhin mit einer mittelfristigen Stabilisierung der Inflation beim Zielwert der EZB von 2 % vereinbar ist. Ab Oktober 2022 werden die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € so lange fortgesetzt, wie dies für die Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der Leitzinsen erforderlich ist. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Nettoankäufe beendet werden, kurz bevor er mit der Erhöhung der EZB-Leitzinsen beginnt.

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, den angemessenen Grad an geldpolitischer Akkommodierung aufrechtzuerhalten, um die Inflation auf mittlere Sicht beim Zielwert der EZB von 2 % zu stabilisieren.

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 ist bereit, alle seine Instrumente gegebenenfalls und in jede Richtung anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert der EZB von 2 % stabilisiert.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 deuten darauf hin, dass sich die Weltwirtschaft weiter erholt. Allerdings belasten widrige Faktoren im Zusammenhang mit den Lieferengpässen und den hohen Rohstoffpreisen sowie das Aufkommen der Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) nach wie vor die kurzfristigen Wachstumsaussichten. Aus aktuellen Konjunkturumfragen geht hervor, dass die wirtschaftliche Dynamik zu Beginn des vierten Quartals erneut schwach ausgefallen ist. Aufgrund der Lieferengpässe traf dies vor allem auf das verarbeitende Gewerbe zu, während dem Dienstleistungssektor das Wiederhochfahren großer Volkswirtschaften zugutekam. Im Vergleich zu den vorangegangenen Projektionen wurden die Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum für 2021 nach unten korrigiert, für 2022 unverändert belassen und für 2023 nach oben revidiert. Den Schätzungen zufolge wird das globale Wachstum des realen BIP (ohne Euroraum) 2021 bei 6,0 % liegen und sich 2022 auf 4,5 %, 2023 auf 3,9 % und 2024 auf 3,7 % verlangsamen. Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums wird sich den Annahmen zufolge 2021 um 8,9 %, 2022 um 4,0 %, 2023 um 4,3 % und 2024 um 3,9 % erhöhen. Gegenüber den vorangegangenen Projektionen wurde sie allerdings für die Jahre 2021 und 2022 nach unten revidiert. Dies spiegelt in erster Linie die negativen Auswirkungen der bestehenden Lieferengpässe auf die weltweiten Einfuhren wider. Es wird erwartet, dass sich die Engpässe ab dem zweiten Quartal 2022 allmählich zurückbilden und dann bis 2023 vollständig auflösen. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums wurden angesichts des Zusammenwirkens von gestiegenen Rohstoffpreisen, Lieferengpässen und anziehender Nachfrage für die Jahre 2021 und 2022 nach oben korrigiert. Das größte Risiko für die Basisprojektionen zur weltwirtschaftlichen Entwicklung ergibt sich nach wie vor aus dem künftigen Verlauf der Pandemie. Die sonstigen Risiken für den Wachstumsausblick werden als abwärtsgerichtet eingeschätzt, während die Risiken für die globale Inflation insgesamt mit mehr Unsicherheit behaftet sind.

Weltwirtschaftliche Entwicklung und Welthandel

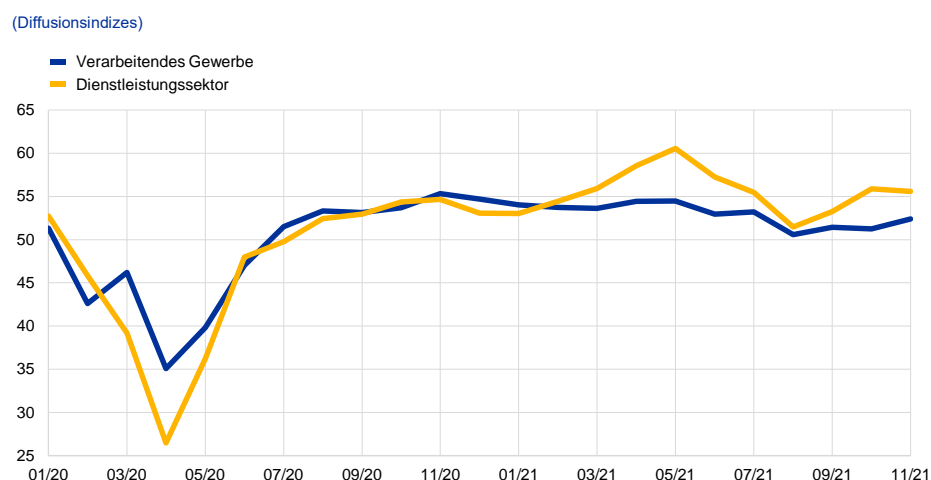
Die Erholung der globalen Wirtschaftstätigkeit und des Welthandels verlief 2021 nicht so reibungslos wie zunächst angenommen.

So wurde das Verbrauchervertrauen durch den Verlauf der Pandemie sogar ohne strenge Eindämmungsmaßnahmen in Mitleidenschaft gezogen. Die in jüngster Zeit aufgekommene Omikron-Variante droht die Pandemie auf globaler Ebene zu verschärfen. Dadurch hat sich die Unsicherheit über den weiteren Pandemieverlauf noch erhöht. Gleichzeitig belasteten auch andere Faktoren die Wirtschaftstätigkeit und den Handel und übten Aufwärtsdruck auf die Preise aus. So verstärkten sich über das Jahr 2021 hinweg die Störungen in den globalen Produktionsnetzwerken, was vor allem die großen Industrieländer und das verarbeitende Gewerbe (besonders die Automobilbranche) betraf. Die Turbulenzen am chinesischen Wohnimmobilienmarkt und die Straffung der Geldpolitik in einigen Schwellenländern sorgten für eine weitere Verringerung des Erholungstempos. Außerdem führten die

steigenden Rohstoffpreise dazu, dass sich weltweit Inflationsdruck aufbaute. Das Wachstum des realen BIP fiel im dritten Quartal in einer Reihe von Ländern verglichen mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 enttäuschend aus, so etwa in den Vereinigten Staaten, China und dem Vereinigten Königreich. Das globale Bild wird jedoch durch das Geschehen in Indien beeinflusst. Dort kam es im zweiten Quartal 2021 zu einer starken Zunahme der Neuinfektionen und in der Folge zu einem drastischen Konjunkturrückgang. Daran schloss sich im dritten Vierteljahr – anders als in verschiedenen anderen Ländern, die zu dieser Zeit gerade neue Höchstwerte bei den Infektionszahlen verzeichneten – eine V-förmige Erholung an. Allein das Ausmaß des konjunkturellen Einbruchs und der nachfolgenden Erholung in Indien schlug sich im dritten und vierten Quartal in einer Beschleunigung des weltweiten realen BIP-Wachstums (ohne Eurogebiet) nieder. Daran hatte die Entwicklung in anderen großen Volkswirtschaften jedoch keinen Anteil.

Umfrageindikatoren bestätigen, dass die konjunkturelle Dynamik in Anbetracht der hartnäckigen angebotsseitigen Störungen zu Beginn des vierten Quartals schwach ausgeprägt war. Vor dem Hintergrund des anhaltenden Mangels an Computerchips geriet die Industrieproduktion im August weltweit ins Stocken. Dabei ging vom Automobilsektor eine beträchtliche Bremswirkung aus. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor signalisiert für November eine verhaltene Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe. Demgegenüber blieb der Dienstleistungssektor vergleichsweise stabiler, was vor dem Hintergrund des allmählichen Wiederanlaufens großer Volkswirtschaften zu sehen ist. Unter dem Strich lassen die aktuellen Daten des EMI darauf schließen, dass sich die verschiedenen Sektoren zu Beginn des vierten Quartals in unterschiedlichem Tempo erholt haben (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1
Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion (ohne Euroraum) nach Sektoren



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021.

Die Finanzierungsbedingungen zeigten sich weltweit stabil, bis Meldungen über die Omikron-Variante eine Verkaufswelle bei den risikobehafteten Vermögenswerten auslösten und die Volatilität erhöhten. Die

Finanzierungsbedingungen, die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 zugrunde liegen, waren nach wie vor akkommodierend und gegenüber der vorangegangenen Projektionsausgabe im Wesentlichen stabil. Hinter dieser Stabilität stand ein stetiger Anstieg der Aktiennotierungen, der von hohen Gewinnen getragen wurde. Weitgehend ausgeglichen wurde dies zum einen durch zunehmende Erwartungen, dass der geldpolitische Kurs wegen der anziehenden Inflation gestrafft werden könnte, und zum anderen durch die erneut hohen Corona-Infektionszahlen in Europa. Im Anschluss an die Kommunikation des Offenmarktausschusses des Federal Reserve System im November begannen die Finanzmärkte, die Erwartung eines rascheren Ausstiegs aus den Wertpapierankäufen sowie einen früher einsetzenden und steiler verlaufenden Straffungspfad einzupreisen, wie er in der Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt zum Ausdruck kam. Die Sorgen hinsichtlich des Immobilienentwicklers Evergrande in China beschränkten sich überwiegend auf die lokalen Finanzmärkte. Die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen in anderen Schwellenländern blieben weitgehend stabil. Nach dem Stichtag für die Erstellung der Dezember-Projektionen lösten Meldungen über die Omikron-Variante eine Verkaufswelle an den Märkten für risikobehaftete Vermögenswerte aus. Dies brachte eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den Industrie- und Schwellenländern mit sich. Seitdem konnten die internationalen Aktienmärkte einen Teil ihrer Verluste wieder wettmachen, und auch der Aufwärtstrend der Terminkurve für US-Tagesgeld am Interbankenmarkt setzte sich fort.

Die kurzfristigen Aussichten für die globale Wirtschaftstätigkeit und den Welthandel werden vom Verlauf der Pandemie und von dem Tempo bestimmt, in dem die Lieferengpässe abgebaut werden. In einigen Regionen, vor allem in

Europa, hat sich die pandemische Lage verschlechtert, während andernorts eine Besserung eingetreten ist. Die kurzfristigen globalen Aussichten könnten durch erneute Eindämmungsmaßnahmen erheblich getrübt werden, und es könnte zu einer zunehmenden Divergenz der Wachstumsraten zwischen den Ländern kommen. Der internationale Warenhandel wird nach wie vor durch Lieferengpässe begrenzt, während weltweit nach wie vor eine rege Nachfrage nach Waren besteht.¹ Dies zeigt sich beispielsweise daran, dass die Halbleiterproduktion und die Seefrachtvolumen deutlich über ihrem jeweiligen vor der Pandemie verzeichneten Trend liegen. Durch eine vorsorgliche Hortung von Vorleistungsgütern in einigen Sektoren könnten sich die Störungen in den globalen Produktionsnetzwerken sogar noch weiter verstärken, da die Unternehmen zum Schutz gegen mögliche Verknappungen Puffer aufbauen.

Den Projektionen zufolge hat das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) im Jahr 2021 bei 6,0 % gelegen und wird sich über den Projektionszeitraum hinweg nach und nach abschwächen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 stellt dies eine

¹ Siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

leichte Verringerung (um 0,3 Prozentpunkte) dar. Die schwächere Aktivität ist dem Wiederanstieg der Covid-19-Infektionen, den negativen Auswirkungen der Lieferengpässe und einem langsameren Wirtschaftswachstum in China geschuldet. Die Lieferengpässe dürften die Konjunktur in den Industrieländern auch 2022 weiter belasten, wenngleich nicht so stark wie den Handel, da die Verbraucher nicht verfügbare ausländische Produkte durch heimische Waren ersetzen können. Auch die zunehmende Verlagerung der Konsumnachfrage von Waren zurück zu Dienstleistungen wird den Erwartungen zufolge die Auswirkungen der Engpässe auf den Warenkonsum mindern. In der Vorausschau dürfte sich das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) im Jahr 2022 auf 4,5 % belaufen und sich 2023 auf 3,9 % und 2024 auf 3,7 % verlangsamen. Im Vergleich zu den Projektionen der EZB vom September 2021 ist die Wachstumsrate für das Jahr 2022 unverändert geblieben. Für 2023 wurde sie leicht (um 0,2 Prozentpunkte) nach oben korrigiert. Das weltweite reale BIP (ohne Euroraum) hat den Vorpandemiestand Ende 2020 wieder übertroffen. Es wird jedoch damit gerechnet, dass es im Projektionszeitraum etwas unterhalb des vor der Pandemie beobachteten Wachstumspfads bleiben wird. Während nämlich die Industrieländer und China auf ihren vor der Pandemie verzeichneten Pfad zurückgekehrt sind, bleibt die Konjunkturerholung in den anderen aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor dahinter zurück; dies wird die globale Wirtschaftstätigkeit in nächster Zeit beeinträchtigen.

In den Vereinigten Staaten zieht die Konjunktur wieder an, nachdem das Wachstum im dritten Quartal aufgrund des Wiederanstiegs der Corona-Infektionen gedämpft ausgefallen war. Die Wirtschaftsdaten für Oktober haben sich allgemein erholt und deuten auf solide kurzfristige Wachstumserwartungen hin. Die Konsumnachfrage hat sich seit April von Gebrauchsgütern hin zu Dienstleistungen verlagert. Gebrauchsgüter waren vor dem Hintergrund einer regen Nachfrage ebenfalls von Lieferengpässen betroffen. Die Wartezeiten und Seefrachtkosten für Transporte zwischen China und den Vereinigten Staaten haben in den vergangenen Wochen abgenommen. Die Lagerbestände an Gebrauchsgütern liegen jedoch volumenmäßig immer noch unter dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau. Sobald die aktuellen Engpässe vollständig abgebaut sind, dürften hieraus neue Wachstumsimpulse resultieren. Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate erhöhte sich im November auf 6,8 %. Energie verteuerte sich auf Jahressicht um 33 %, während die Nahrungsmittelpreise im Vergleich zum Vorjahr um 6,1 % zulegten. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete jährliche Kerninflation erhöhte sich von 4,6 % im Oktober auf 4,9 % im November. Angesichts der bestehenden Lieferengpässe zeigte sich bei den Waren ein stärkerer Preisauftrieb, während er bei den Dienstleistungen generell begrenzter ausfiel. Insgesamt ist davon auszugehen, dass der Inflationsdruck in den kommenden Monaten hoch bleiben wird. Den Prognosen zufolge wird die jährliche VPI-Gesamtteuerungsrate erst ab Anfang 2022 allmählich von ihrem derzeit hohen Niveau zurückgehen. Unterdessen steigt der Lohndruck an. Dies geht aus dem Arbeitskostenindex hervor, der im dritten Quartal auf Jahressicht um knapp 4 % zulegte. Verglichen mit den im früheren Jahresverlauf verzeichneten Werten war dies eine wesentlich stärkere Zunahme, die zudem über die Sektoren breiter angelegt war.

In China schwächte sich die Konjunktur im Zuge von Energieknappheit, Turbulenzen im Wohnimmobiliensektor und erneuten Corona-Ausbrüchen stark ab.

Von Umfragen zum Verbrauchervertrauen gingen uneinheitliche Signale bezüglich der privaten Konsumausgaben aus. Die Produktion und die Investitionstätigkeit könnten indes durch Lieferengpässe beeinträchtigt sein. Die Nachfrage nach Energie ist zwar weiterhin hoch, doch gab es zuletzt Anzeichen für ein Nachlassen des Drucks. Dies ist unter anderem auf die politischen Maßnahmen zum Ausbau der Kohleförderung und auf die Freigabe staatlicher Ölreserven zurückzuführen. Damit sollen die inländischen Ölpreise gesenkt und eine sichere Energieversorgung gewährleistet werden. Die Turbulenzen im Wohnimmobiliensektor setzten sich fort. Grund hierfür war, dass der chinesische Immobilienentwickler Evergrande von einer Ratingagentur in die Kategorie „eingeschränkter Kreditausfall“ (restricted default) eingestuft wurde. Der Ausfall war weithin erwartet worden, nachdem zuvor auch schon kleinere Unternehmen insolvent gegangen waren. Evergrande befand sich bereits in einem gesteuerten Restrukturierungsverfahren. Einem Risikomanagementausschuss unter Beteiligung von Regierungsvertretern wurde die Aufgabe übertragen, Evergrande zu überwachen, dessen Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten und die Schulden zu restrukturieren. Von behördlicher Seite erfolgten Stützungsmaßnahmen. So senkte die People's Bank of China im Dezember ihren Mindestreservesatz für Banken, und die Zentralregierung signalisierte ihre Bereitschaft, den Immobiliensektor stärker zu unterstützen. Mit diesen Maßnahmen soll der konjunkturellen Abschwächung entgegengewirkt und ein noch stärkerer Abschwung im Wohnimmobiliensektor und in der Wirtschaft insgesamt abgewendet werden. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflation stieg im November auf 2,3 % nach 1,5 % im Oktober. Ursächlich hierfür waren im Wesentlichen Basiseffekte, höhere Kraftstoffpreise und ein Preisaufrtrieb bei Nahrungsmitteln, der auf wetterbedingte Ernteauffälle zurückging.

In Japan führten Lieferengpässe und ein Wiederanstieg der Covid-19-Infektionen im dritten Quartal zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums.

Im Zuge einer schrittweisen Aufhebung der Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie, der Impffortschritte und der anhaltenden politischen Unterstützung dürfte die Konjunktur im vierten Quartal wieder Fahrt aufnehmen. Diese Faktoren sollten auch zu einer solideren Erholung Anfang 2022 beitragen. Den Projektionen entsprechend wird die jährliche VPI-Inflation wieder in den positiven Bereich zurückkehren und im Projektionszeitraum weiter ansteigen. Der Zielwert der japanischen Zentralbank dürfte dabei allerdings nicht erreicht werden.

Aktuelle Daten für das Vereinigte Königreich deuten darauf hin, dass sich die Konjunktur nach einem schwachen Ergebnis im dritten Quartal 2021 weiterhin schleppend entwickelt.

Die Unterbrechungen von Lieferketten und der Mangel an Arbeitskräften, die durch die weltwirtschaftlichen Bedingungen und den Brexit bedingt waren, führten im dritten Jahresviertel zu einem Wachstumsrückgang auf 1,3 % (nach 5,5 % im Vorquartal).² Als wichtige Triebfeder der realwirtschaftlichen Aktivität erwies sich erneut der private Konsum, da die coronabedingten Eindämmungsmaßnahmen weiter gelockert wurden. Im Gegensatz dazu entwickelte

² Siehe auch Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

sich die Investitionstätigkeit nach wie vor sehr schwach. Die Faktoren, die in den Sommermonaten konjunkturdämpfend gewirkt haben, dürften auch in den kommenden Monaten eine Rolle spielen. Dementsprechend ist davon auszugehen, dass die Wirtschaftsleistung im Vereinigten Königreich das Vorpandemieniveau im ersten Quartal 2022 und damit etwas später als zuvor erwartet erreicht. Die Beschäftigung und die Erwerbsbeteiligung haben in den letzten Monaten etwas zugenommen. Dagegen war bei den offenen Stellen ein deutlicher Anstieg zu beobachten, der zu einer starken Anspannung am Arbeitsmarkt beitrug. Diese angespannte Lage ist einerseits auf ein geringeres Angebot an Arbeitskräften aus der EU zurückzuführen und andererseits auf die Erwerbsbeteiligung einheimischer Arbeitskräfte, die immer noch geringer als vor der Pandemie ist. In einigen Branchen wie dem Gastgewerbe, dem Bausektor und der Nahrungsmittelindustrie ist dieser Arbeitskräftemangel besonders ausgeprägt. Die am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate erhöhte sich von 3,1 % im September auf 4,2 % im Oktober. Der Anstieg der jährlichen Gesamtinflation war überwiegend der Energiepreisentwicklung zuzuschreiben, in der sich auch die Anhebung der für private Haushalte geltenden Preisobergrenze für Energie widerspiegelte. Dabei handelt es sich um eine regulatorische Maßnahme, die jeweils im April und Oktober neu festgelegt wird. Wenngleich sich die zugrunde liegende Inflation nach wie vor eher in Grenzen hält, hat sich der Inflationsdruck inzwischen ausgeweitet und dürfte auf kurze Sicht bestehen bleiben. Dies ist hauptsächlich den anhaltenden Lieferkettenproblemen und den anziehenden Energiepreisen zuzuschreiben. Im April 2022 wird die Teuerung den Erwartungen nach ihren Höchststand erreichen. Grund hierfür dürfte die turnusmäßige Anpassung der Energiepreisobergrenze sein. Diese wird angesichts der Energiepreissteigerungen aus dem zweiten Halbjahr 2021 wohl kräftig angehoben werden.

In den mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten der EU setzte sich die solide Wirtschaftstätigkeit im dritten Quartal fort, wird den Annahmen zufolge jedoch nachlassen. Die konjunkturelle Abschwächung geht auf eine deutliche Verschlechterung der epidemischen Lage und anhaltende Lieferengpässe zurück. Steigende Energiepreise dürften zusätzlichen Druck auf die VPI-Teuerung ausüben, die gemäß den Projektionen 2022 einen Höchststand erreichen wird, bevor sie sich im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums nach und nach wieder verringert.

Die Konjunktur in den großen rohstoffexportierenden Ländern hängt zum einen davon ab, inwieweit es gelingt, die Corona-Ausbrüche zu bewältigen, und zum anderen vom verfügbaren politischen Handlungsspielraum. In Russland wurden die Corona-Schutzmaßnahmen im Zuge rasant steigender Infektionszahlen verschärft. Dessen ungeachtet dürften die zunehmende globale Nachfrage nach Öl und Gas und der damit verbundene positive Terms-of-Trade-Effekt die Konjunktur stärken. Die Nahrungsmittelpreise und der Nachfragedruck werden den Projektionen zufolge dafür sorgen, dass die Inflation auf kurze Sicht hoch bleibt. Mittelfristig dürfte sie jedoch auf den Zielwert der russischen Zentralbank zurückkehren. In Brasilien belasten eine restriktivere Geldpolitik und ein begrenzter Haushaltsspielraum die Wirtschaftsentwicklung. Die weiter ansteigende und zuletzt zweistellige VPI-Teuerungsrate dürfte im Verlauf des Projektionszeitraums sinken.

In der Türkei hat sich die Wirtschaftstätigkeit infolge einer rückläufigen Inlandsnachfrage abgeschwächt.

Als Wachstumsmotor erwies sich im Jahr 2021 das günstige außenwirtschaftliche Umfeld. Die Inflation hat sich erhöht und dürfte auch im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums zweistellig bleiben. Ursache hierfür ist die äußerst expansive Geldpolitik, in deren Folge die türkische Lira gegenüber dem US-Dollar auf ein Rekordtief fiel. Daran konnten auch die Interventionen der Zentralbank nichts ändern.

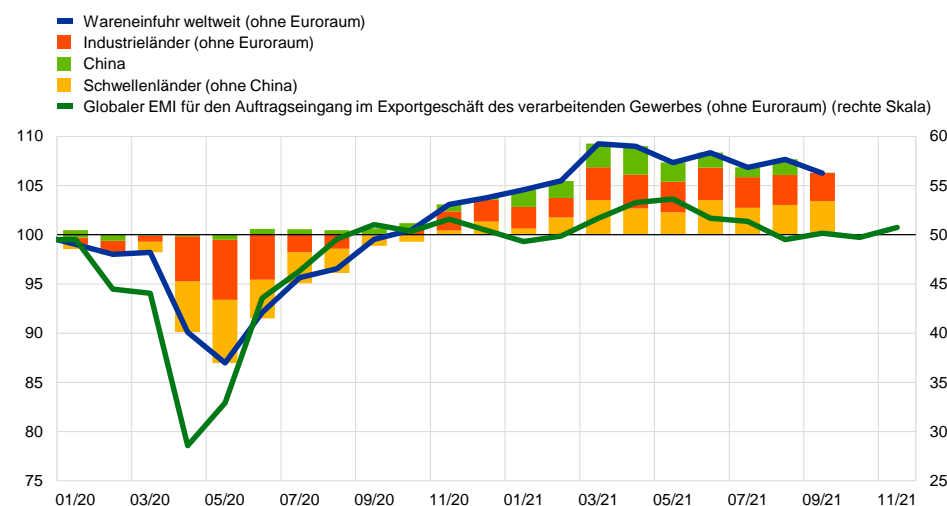
Das Wachstum des Welthandels (ohne Euroraum) ging 2021 angesichts der sich verschärfenden Lieferengpässe zurück.

Die kräftige Erholung des internationalen Handels, die nach dem Wiederhochfahren der Weltwirtschaft Mitte 2020 eingesetzt hatte, begann 2021 an Schwung zu verlieren. Der weltweite Warenhandel erreichte im März einen Höchststand. Seitdem hat er sich sukzessive abgeschwächt, hält sich jedoch deutlich über seinem Vorpandemieniveau (siehe Abbildung 2). Die aktuellen Daten zum globalen Warenhandel (ohne Euroraum) im dritten Quartal 2021 deuten darauf hin, dass die Schätzungen für den Welthandel mit Abwärtsrisiken behaftet sind. Hierfür sind vor allem die anhaltenden Lieferengpässe verantwortlich, die sich in längeren Lieferzeiten der Zulieferer widerspiegeln. Die Schwäche des Logistiksektors lastet stärker auf dem Handel als auf der Industrieproduktion, wo der Effekt durch ein Ausweichen auf inländische Waren und Anbieter abgefedert wird. Die Auswirkungen des rückläufigen Warenverkehrs auf den Welthandel werden ein Stück weit durch das Wachstum des Dienstleistungsverkehrs gemindert, das nach der Lockerung der internationalen Reisebeschränkungen an Dynamik gewonnen hat.

Abbildung 2

Wareneinfuhr und Auftragseingang im Exportgeschäft weltweit (ohne Euroraum)

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



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

Störungen in den globalen Produktionsnetzwerken –auch Lieferengpässe genannt – sind ein vielschichtiges Phänomen.

Sie spiegeln eine Kombination von Ungleichgewichten bei Angebot und Nachfrage wider. Die Folge hiervon sind Engpässe bei Vorleistungsgütern, die vor allem die großen Industrieländer und das verarbeitende Gewerbe (insbesondere die Automobilindustrie) zu spüren bekommen.³ Gemäß den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 werden die Lieferengpässe eine größere Zahl an Ländern und Sektoren in Mitleidenschaft ziehen, als dies in der vorangegangenen Projektionsausgabe erwartet wurde. Umfragedaten zufolge haben sich die Engpässe in den vergangenen Monaten weiter verschärft. Sie dürften sich jedoch ab dem zweiten Quartal 2022 allmählich zurückbilden und bis 2023 vollständig aufgelöst haben.

Die genannten Faktoren belasten die Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets, die für die Jahre 2021 und 2022 gegenüber den vorangegangenen Projektionen nach unten revidiert wurde.

Mit dem Abbau der Lieferengpässe dürfte sich die Auslandsnachfrage in den späteren Jahren des Projektionszeitraums etwas verstärken. Den Schätzungen zufolge hat das Wachstum der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums 2021 bei 8,9 % gelegen und wird in den Jahren 2022, 2023 und 2024 auf 4,0 %, 4,3 % bzw. 3,9 % sinken. Anfänglich dürfte die Auslandsnachfrage unter dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 veranschlagten Niveau bleiben, dann aber schrittweise bis zum Ende des Projektionszeitraums wieder auf den erwarteten Stand zurückkehren. Für die weltweite Wareneinfuhr (ohne Eurogebiet) wird mit 11,1 % im Jahr 2021 und 3,9 %, 4,4 % bzw. 4,0 % in den Jahren 2022, 2023 und 2024 ein ähnlicher Wachstumspfad projiziert.

Risiken für die Basisprojektionen ergeben sich in erster Linie aus dem weiteren Verlauf der Pandemie.

Die Basisprojektionen für die Weltwirtschaft wurden durch zwei alternative Pandemieszenarien – ein mildes und ein schwerwiegendes – ergänzt. Die wichtigsten Parameter dieser Szenarien sind der weitere Pandemieverlauf, die damit verbundene Entwicklung der Eindämmungsmaßnahmen und die Impffortschritte. Im schwerwiegenden Szenario wird unterstellt, dass die beiden erstgenannten Parameter in den Schwellenländern ungünstiger ausfallen und dass auch die Impfungen langsamer voranschreiten als in den Industrieländern.⁴ Die Ergebnisse der alternativen Pandemieszenarien für die Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums sind weitgehend mit den Werten vergleichbar, die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 enthalten waren. Das Aufkommen der Omikron-Variante dürfte stärkere Schwankungen des Weltwirtschaftswachstums zur Folge haben. Wie stark dieser Effekt genau zu Buche schlagen wird, ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch äußerst ungewiss.

³ Siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁴ Siehe hierzu auch EZB, Alternative Szenarien für die wirtschaftlichen Aussichten des Euroraums, Kasten 5, in: [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

Die sonstigen Risiken für den globalen Wachstumsausblick (ohne Euroraum)

sind insgesamt abwärtsgerichtet. So dürfte sich eine frühere und raschere Straffung der Geldpolitik in den großen Industrieländern auf die Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern auswirken und ein Abwärtsrisiko für das Wirtschaftswachstum darstellen. Sollte der Abschwung am chinesischen Immobilienmarkt stärker ausfallen als derzeit erwartet, ergäben sich daraus Abwärtsrisiken für den Weltwirtschaftsausblick. Zu den Aufwärtsrisiken für das globale Wachstum zählt indessen die Möglichkeit, dass das Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten mit einem höheren Fiskalmultiplikator verbunden ist als derzeit angenommen und dass die Ersparnisüberschüsse in den Industrieländern schneller als erwartet abgebaut werden.

Internationale Preisentwicklung

Ein Belastungsfaktor für die Weltwirtschaft sind nach wie vor die hohen

Energiepreise. Seit der Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2021 sind die Energiepreise gestiegen. Dabei war die Verteuerung von Rohöl sowohl auf eine Erholung der Nachfrage als auch auf angebotsseitige Entwicklungen zurückzuführen. Die Ölnachfrage zog erneut an, als mehrere Länder ihre Wirtschaft wieder hochfuhren und auch ihre Grenzen wieder für den internationalen Reiseverkehr öffneten, wodurch das Mobilitätsniveau zunahm. Nachfragefördernd wirkten zudem die stark erhöhten Gaspreise, die dazu führten, dass Gas durch andere Energieträger wie Öl ersetzt wurde. Angebotsseitige Faktoren trugen ebenfalls zum Anstieg der Ölpreise bei. So verfehlte die Gruppe der OPEC+-Staaten ihre Förderziele, und in den Vereinigten Staaten kam es durch Hurrikan Ida zu langen Versorgungsunterbrechungen. Ende November gaben die Energiepreise etwas nach. Grund hierfür war ein Einbruch der Ölnotierungen infolge der Omikron-Variante. Darin spiegelte sich die Besorgnis wider, dass ein erneuter Anstieg der Covid-19-Fallzahlen die globale Ölnachfrage belasten könnte. Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie sanken im Berichtszeitraum, was einem Rückgang der Preise für Metallrohstoffe geschuldet war. Ausschlaggebend hierfür war wiederum eine deutliche Verringerung der Eisenerznotierungen, die zum Teil durch eine sinkende Stahlnachfrage aus China bedingt war. Im Gegensatz dazu erhöhten sich die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe aufgrund einer angespannten Lage am Kaffee- und Weizenmarkt.

Aktuelle Daten deuten darauf hin, dass der Inflationsdruck bestehen bleibt.

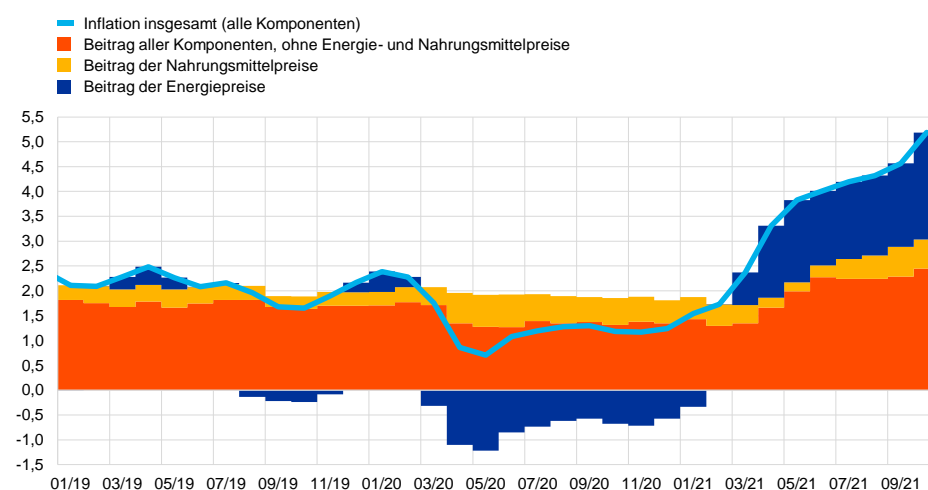
Störungen in den globalen Logistik- und Produktionsnetzwerken sowie Friktionen an den Arbeitsmärkten wichtiger Industrieländer weisen auf einen anhaltenden Preisdruck hin. Dies lässt sich auch an den weltweit steigenden Erzeugerpreisen ablesen.⁵ In den Industrieländern war die am Verbraucherpreisindex gemessene Inflation weiterhin hoch und lag nach wie vor deutlich über ihrem historischen Durchschnittswert der letzten zwei Jahrzehnte. Auch in den Schwellenländern zog die VPI-Teuerung an. Dort war die Entwicklung jedoch weniger einheitlich und im Schnitt auch weniger ausgeprägt. In den Industrieländern hatten positive

⁵ Siehe Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Basiseffekte, die aus dem gedämpften Preisniveau während der Hochphase der pandemiebedingten Lockdowns im Jahr 2020 resultierten, großen Einfluss auf die Inflationsentwicklung. Dies zeigt sich in der Differenz der Teuerungsraten auf Sicht von 12 und von 24 Monaten. In den Schwellenländern fiel dieser Effekt offenbar weniger stark aus. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Zunahme der globalen VPI-Inflation beständiger sein als bislang erwartet und sich erst im Verlauf des Jahres 2022 allmählich abschwächen. In den OECD-Mitgliedstaaten kletterte die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate von 4,6 % im September 2021 auf 5,2 % im Oktober (siehe Abbildung 3). Dieser kräftige Anstieg ging auf den drastischen Preisauftrieb bei Energie zurück, der mit 24,2 % so hoch ausfiel wie seit vier Jahrzehnten nicht mehr. Dabei spielten Basisjahreffekte immer noch eine Rolle. Die VPI-Kerninflation in den OECD-Ländern erhöhte sich ebenfalls im Oktober, und zwar auf 3,5 % nach 3,2 % im Vormonat.

Abbildung 3
Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021.

Der Inflationsdruck dürfte bis Mitte 2022 hoch bleiben und anschließend – wenn sich die zugrunde liegenden Faktoren zurückbilden – wieder nachlassen.

Die inflationstreibenden Faktoren wie Lieferengpässe und ein Mangel an Arbeitskräften sind zwar nicht so kurzlebig wie in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 unterstellt, doch dürften sie sich ab Mitte 2022 zurückbilden. Der erwartete Anstieg der Gesamtinflation weltweit wird sich über den gesamten Projektionszeitraum hinweg in höheren Exportpreisen der Wettbewerber des Eurogebiets niederschlagen. Diese Entwicklung lässt sich größtenteils mit den steigenden internationalen Rohstoffpreisen erklären, die unter anderem auf die Basiseffekte infolge des Pandemieschocks im Frühjahr 2020 zurückzuführen sind.

2 Finanzielle Entwicklungen

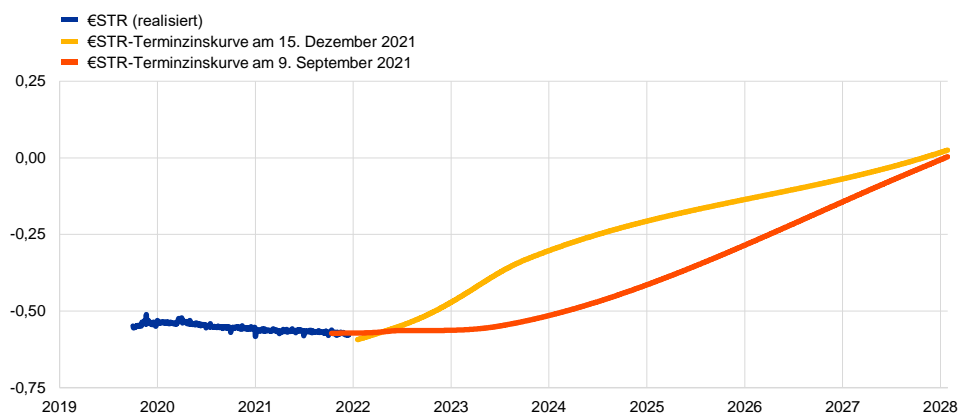
Die Entwicklung an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet war im Berichtszeitraum (9. September bis 15. Dezember 2021) vor allem durch die Veränderungen der Inflationsaussichten und die erneute Unsicherheit über die weiteren wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie (Covid-19) gekennzeichnet. So führten die Nachrichten über die neue Omikron-Variante im Verlauf des Beobachtungszeitraums zu einer beträchtlichen Volatilität. Doch die anfangs heftigen Ausschläge, die sich insbesondere bei risikoreichen Vermögenswerten zeigten, kehrten sich gegen Ende des Berichtszeitraums teilweise wieder um. Das kurze Ende der Terminzinskurve des Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) stieg bis Ende Oktober merklich an und sank dann wieder etwas. Insgesamt war dies ein Signal dafür, dass die Marktteilnehmer eine frühere Leitzinsanhebung deutlich stärker einpreisten als noch zu Beginn des Berichtszeitraums. Ähnlich wie die kurzfristigen Zinssätze folgte auch der risikofreie langfristige Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) einem Zickzack-Kurs. In der Gesamtbetrachtung stieg er aber geringfügig an. Vor dem Hintergrund der im Verlauf des Beobachtungszeitraums verzeichneten Volatilität weiteten sich die Spreads zwischen den Renditen von Staatsanleihen und dem OIS-Satz in einigen Ländern marginal aus und verkleinerten sich in anderen geringfügig. Die Aktienmärkte wurden bis Ende November weltweit von einer starken Berichtssaison beflügelt. Anschließend erlitten sie jedoch aufgrund einer massiven Eintrübung der Risikobereitschaft den stärksten Rückschlag seit über einem Jahr. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum vergrößerten sich zwischenzeitlich leicht, blieben aber unter dem Strich weitgehend unverändert. Der Euro wertete gegenüber den meisten wichtigen Währungen ab.

Der Referenzzinssatz €STR notierte im Berichtszeitraum im Schnitt bei -57 Basispunkten. Die Überschussliquidität stieg um etwa 26 Mrd € auf rund 4 430 Mrd €. Dies war im Wesentlichen auf den Erwerb von Wertpapieren im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen, aber auch auf das neunte Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), über das 97,57 Mrd € aufgenommen wurden. Gebremst wurde der Anstieg der Überschussliquidität in erheblichem Maße durch vorzeitige Rückzahlungen (79,24 Mrd €) von Mitteln, die im Rahmen vorheriger GLRG-III-Geschäfte aufgenommen worden waren, und durch einen Nettorückgang der sonstigen Aktiva um rund 246 Mrd €. Der Nettorückgang der sonstigen Aktiva war hauptsächlich durch eine Zunahme der in Euro denominierten Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets in Höhe von rund 201 Mrd € bedingt.

Im Vergleich zur EZB-Ratssitzung vom September verschob sich das kurze Ende der €STR-Terminzinskurve merklich nach oben – ein Hinweis darauf, dass die Marktteilnehmer eine Leitzinsanhebung insgesamt deutlich stärker einpreisten (siehe Abbildung 4).⁶ Das kurze Ende der €STR-Terminzinskurve verlagerte sich in der ersten Hälfte des Berichtszeitraums nach oben. Hintergrund dessen war, dass sich der am Markt geforderte Inflationsausgleich deutlich erhöhte und die Erwartungen einer Straffung der Geldpolitik weltweit stiegen. In der zweiten Hälfte des Berichtszeitraums, genauer gesagt nach der Erklärung zur Geldpolitik im Anschluss an die EZB-Ratssitzung vom Oktober sowie im Kontext zunehmender Pandemiesorgen, bewegte sich die Kurve wieder nach unten. Insgesamt hat sich das marktimplizite Datum für die erste Leitzinserhöhung – definiert als der Zeitpunkt, an dem die €STR-Terminzinskurve das aktuelle Niveau des €STR zuzüglich 10 Basispunkten übersteigt – um rund ein Jahr auf Ende Dezember 2022 nach vorne verlagert. Allerdings sind der erwartete Zinspfad und der Zeitpunkt der ersten Leitzinsanhebung mit einer hohen Unsicherheit behaftet, wie an der erhöhten Geldmarktvolatilität zum Ausdruck kommt.

Abbildung 4
€STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



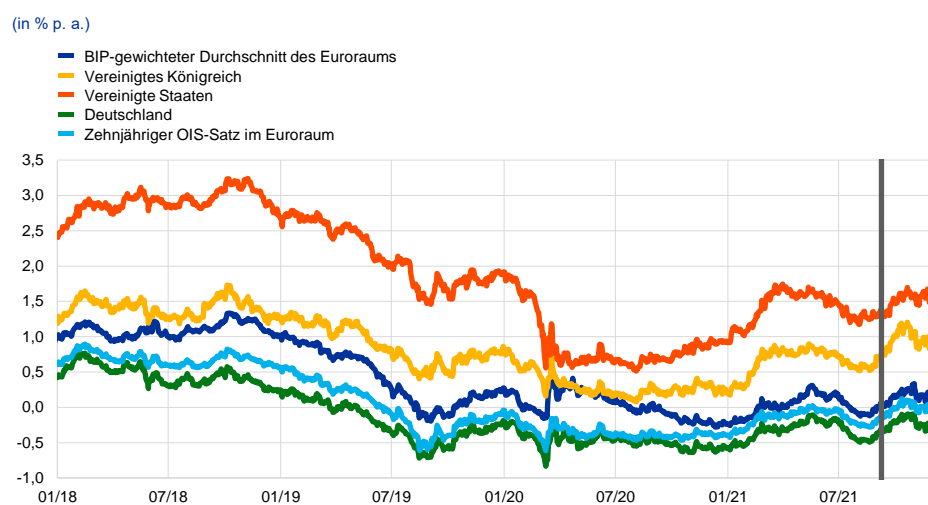
Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Die durchschnittlichen Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet bildeten den Verlauf der risikofreien Zinssätze weiterhin eng nach und lagen vor dem Hintergrund einer zwischenzeitlich verzeichneten Volatilität am Ende des Berichtszeitraums etwas höher als zu Beginn (siehe Abbildung 5). Angesichts einer Aufhellung der mittelfristigen Konjunkturaussichten weltweit stiegen die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum von Anfang September bis Ende Oktober 2021 an. Anschließend sanken sie jedoch im Gefolge der geldpolitischen Kommunikation der EZB und spiegelten damit die Wahrnehmung von Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick wider, die inmitten von

⁶ Fortan wird nicht mehr über die EONIA-basierte, sondern über die €STR-basierte OIS-Terminzinskurve berichtet. Grund hierfür ist, dass die EONIA-Veröffentlichung am 3. Januar 2022 eingestellt wurde, da der EONIA nicht mehr den Regelungen für Referenzzinssätze entspricht. Die beiden OIS-Terminzinskurven sind mechanisch miteinander verbunden, weil der EONIA seit 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.

Bedenken hinsichtlich neuer pandemiebedingter Einschränkungen vorherrschte. Grund hierfür waren vor allem die Nachrichten zur Omikron-Variante des Coronavirus. Insgesamt nahm sowohl die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet als auch der €STR-basierte zehnjährige risikofreie OIS-Satz um fast 10 Basispunkte auf 0,06 % bzw. -0,07 % zu. In den Vereinigten Staaten war eine recht ähnliche Entwicklung zu beobachten. Dort zog die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen zunächst an, kehrte ihren Trend dann jedoch teilweise wieder um. Am Ende des Berichtszeitraums hatte sie sich um 16 Basispunkte auf 1,46 % erhöht.

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



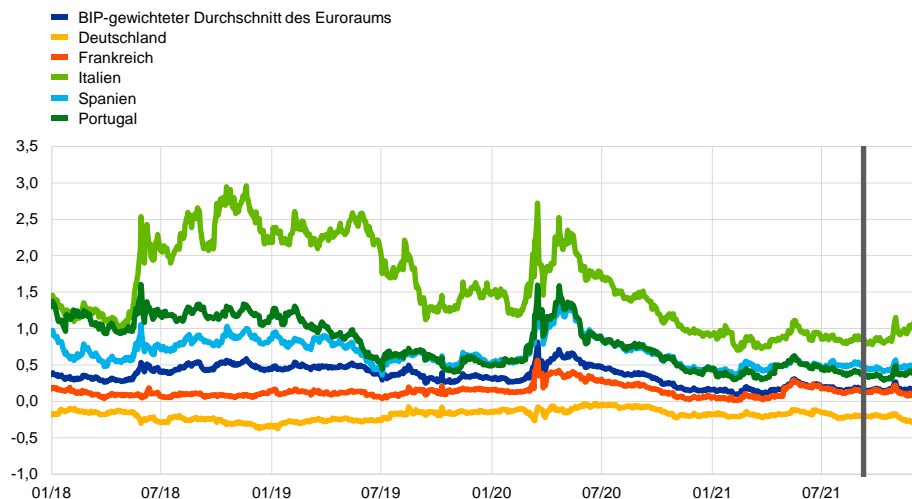
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. September 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. Dezember 2021.

Angesichts der erhöhten Unsicherheit vergrößerten sich in einigen Ländern die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem entsprechenden OIS-Satz, während sie sich andernorts geringfügig verkleinerten (siehe Abbildung 6). An den Staatsanleihemärkten war in der letzten Oktoberwoche eine erhebliche, aber vorübergehende Ausweitung der Spreads zu beobachten (etwa um 32 Basispunkte in Italien, 18 Basispunkte in Portugal und 14 Basispunkte in Spanien). Ab November gingen die Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen in Deutschland und Frankreich etwas zurück und waren insgesamt rund 10 Basispunkte niedriger als zuvor. Grund hierfür war die starke Nachfrage nach sicheren Anleihen vor dem Hintergrund der geringen Liquidität an den Staatsanleihemärkten. Bis zu einem gewissen Grad zeigt sich darin auch ein zum Jahresende typisches Muster. Alles in allem blieben die Spreads in Portugal und Spanien im Berichtszeitraum recht stabil, wohingegen sich der Renditeabstand in Italien um rund 15 Basispunkte erhöhte.

Abbildung 6

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

(in Prozentpunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

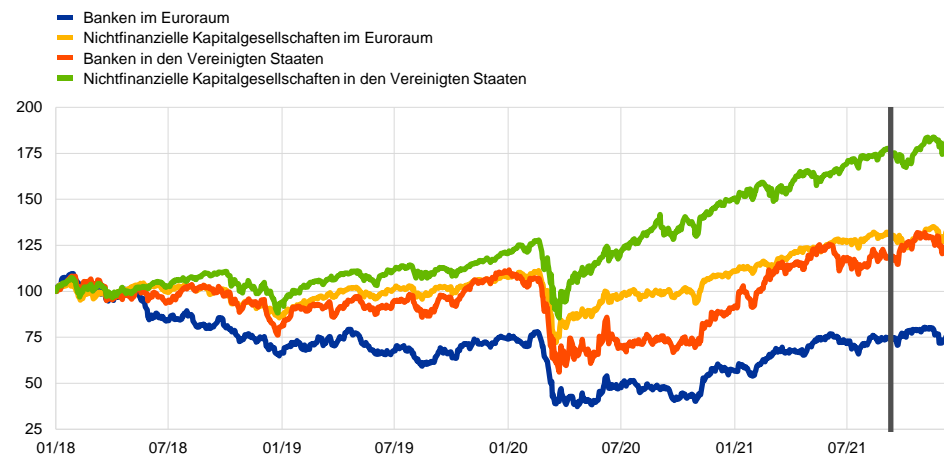
Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich durch Subtraktion des €STR-basierten zehnjährigen OIS-Satzes von der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. September 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. Dezember 2021.

Getragen von einer starken Berichtssaison der Unternehmen setzten die Aktienkurse weltweit ihren Anstieg im Beobachtungszeitraum zunächst fort, brachen dann aber angesichts der Meldungen über die kürzlich entdeckte Omikron-Variante ein (siehe Abbildung 7). Über weite Strecken des Beobachtungszeitraums förderten solide Gewinnerwartungen die insgesamt positive Entwicklung der Aktienkurse im Euroraum. Letztere waren bis zum 25. November um insgesamt 2 % gestiegen. Ende November wurde die anhaltende Hausse auf beiden Seiten des Atlantiks allerdings durch die Unsicherheit über die rasche Ausbreitung der Omikron-Variante und deren Auswirkungen auf die Weltwirtschaft gestoppt, und es kam zu einem massiven Kursverfall, der weitgehend auf die gestiegene Aktienrisikoprämie zurückzuführen war. Die neue, sich möglicherweise rascher verbreitende Coronavirus-Variante sorgte an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet für mehr Unruhe als in den Vereinigten Staaten. So gaben die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum um 1,1 % nach, während sie in den USA um 3,0 % zunahm. Die Kurse von Bankaktien stiegen in den Vereinigten Staaten um 3 %, im Euroraum hingegen lediglich um 0,2 %.

Abbildung 7

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2018 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

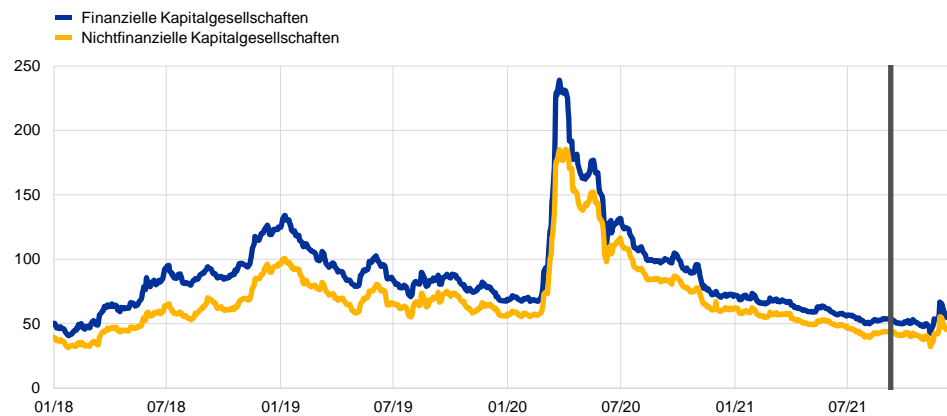
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. September 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. Dezember 2021.

Die Entwicklung der Aktienkurse schlug sich auch in den Renditeabständen von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum nieder: Diese weiteten sich infolge der Omikron-Meldungen geringfügig aus und wiesen anschließend eine gewisse Volatilität auf (siehe Abbildung 8). Unter dem Strich blieb der Spread gegenüber dem risikofreien Zinssatz bei Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und bei entsprechenden Anleihen des Finanzsektors im Berichtszeitraum weitgehend unverändert. Längerfristig betrachtet ist der anhaltende Abwärtstrend der vergangenen Monate zu großen Teilen der Zusatzprämie auf Anleihen geschuldet. Darunter ist die Komponente der Unternehmensanleihe-spreads zu verstehen, die sich nicht durch wirtschaftliche, kredit- oder unsicherheitsbezogene Faktoren erklären lässt.

Abbildung 8

Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum

(in Basispunkten)



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

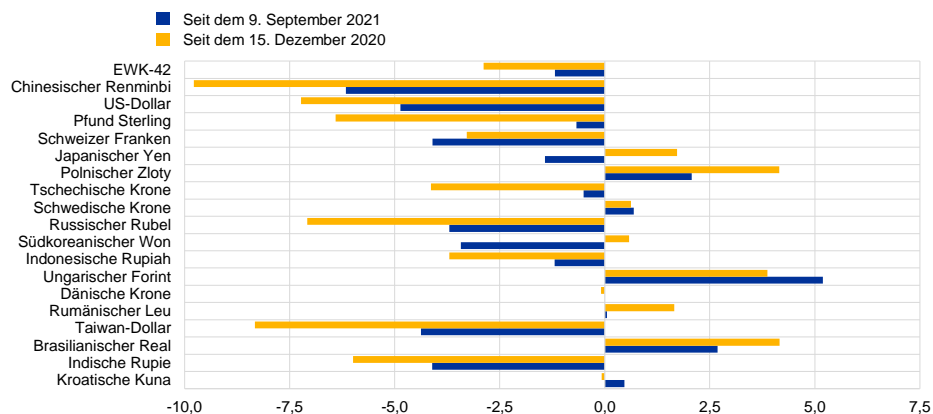
Anmerkung: Die Renditeabstände errechnen sich als Differenz zwischen den Asset-Swapsätzen und dem risikofreien Zinssatz. Die Indizes umfassen Investment-Grade-Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten (wobei die Restlaufzeit mindestens ein Jahr beträgt). Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. September 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. Dezember 2021.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung ab; darin kommt eine breit angelegte Abschwächung zum Ausdruck, die sich in erster Linie gegenüber dem US-Dollar, aber auch gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen zeigte (siehe Abbildung 9). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um 1,2 % nach. Gegenüber dem US-Dollar wertete die Gemeinschaftswährung deutlich um 4,9 % ab. Grund dafür war, dass sich der Abstand zwischen den Erwartungen zur Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze im Euroraum und in den Vereinigten Staaten vergrößerte. Dies war wiederum auf die raschere konjunkturelle Erholung, die höhere Inflation und den geldpolitischen Pfad in den USA zurückzuführen. Auch in Relation zu anderen wichtigen Währungen verlor der Euro an Wert, beispielsweise zum chinesischen Renminbi (-6,2 %), zum Schweizer Franken (-4,1 %), zum japanischen Yen (-1,4 %) und zum Pfund Sterling (-0,7 %). Indessen verzeichnete er gegenüber den Währungen einiger EU-Länder, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, ein Plus, etwa gegenüber dem ungarischen Forint (+5,2 %) und dem polnischen Zloty (+2,1 %).

Abbildung 9

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 15. Dezember 2021.

3 Konjunktorentwicklung

Die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet setzte sich im dritten Quartal 2021 fort. Die Wirtschaftsleistung stieg weiter an und lag annähernd wieder auf Vorpandemieniveau. Wachstumsmotor im dritten Quartal waren die privaten Konsumausgaben, aber auch vom Außenhandel gingen erneut leicht positive Impulse aus. Eine weitere spürbare Belebung der Aktivität im Dienstleistungssektor trug maßgeblich zum Wachstum bei. Vor allem das Gastgewerbe und der Freizeitbereich profitierten von der zunehmenden Lockerung der Einschränkungen im Verlauf des Sommers. Die Industrie und das Baugewerbe leisteten indes einen negativen Beitrag zum Gesamtwachstum. Grund hierfür waren die Lieferengpässe, die sich über die Sommermonate verschärften.

Im Schlussquartal 2021 dürfte die Konjunktur durch die Angebotsstörungen, den Energiepreisanstieg und weitere Einschränkungen der Geschäftstätigkeit im Zusammenhang mit dem Wiederaufflammen der Pandemie in einigen Ländern des Euroraums beeinträchtigt worden sein. Der seit Ende November verzeichnete sprunghafte Anstieg der Corona-Infektionen (Covid-19), die Wiedereinführung von Eindämmungsmaßnahmen in mehreren Euro-Ländern sowie die wachsende Besorgnis über die Omikron-Variante werden das Vertrauen und die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht wohl weiter belasten.

Den kurzfristigen Störungen und Unsicherheiten zum Trotz bleibt die Basis für eine Fortsetzung der Erholung im Euroraum intakt. Die mittelfristigen Aussichten signalisieren weiterhin eine anhaltende Belebung der Binnennachfrage, eine Aufhellung der Lage am Arbeitsmarkt, eine Stärkung der weltwirtschaftlichen Dynamik und eine fortdauernde Unterstützung seitens der Geld- und der Finanzpolitik beim Übergang zu einem selbsttragenden Wachstum. Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit dem Basisszenario, das die Expertinnen und Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 zugrunde gelegt haben. Sie gehen davon aus, dass das jährliche Wachstum des realen BIP im Jahr 2021 bei 5,1 %, 2022 bei 4,2 %, 2023 bei 2,9 % und 2024 bei 1,6 % liegen wird und dass die vierteljährlichen Wachstumsraten der wirtschaftlichen Aktivität bis zum ersten Quartal 2022 auf ihre Vorpandemiestände zurückgekehrt sein werden. Gegenüber den von der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2021 wurden die Konjunkturaussichten für 2022 nach unten korrigiert. Grund hierfür ist vor allem die jüngste Verschärfung der weltweiten Lieferengpässe und der pandemiebedingten Einschränkungen in einigen Euro-Ländern. Auf mittlere Sicht dürfte jedoch das Abflauen dieser konjunkturdämpfenden Faktoren zu einer kräftigen Aufwärtskorrektur für 2023 und einem zunehmend selbsttragenden Wachstum in der Folgezeit führen.

Insgesamt werden die Risiken für die Wachstumsaussichten im Euroraum als weitgehend ausgewogen erachtet. Einerseits könnte das BIP-Wachstum hinter den Erwartungen zurückbleiben, wenn die jüngste Zuspitzung der Pandemie und die Ausbreitung neuer Virusvarianten zu einer länger anhaltenden Belastung werden. Andererseits dürfte sich die Erholung beschleunigen, wenn die privaten Haushalte

ihre in der Pandemie zusätzlich gebildeten Ersparnisse rascher abbauen oder sich die aktuellen angebotsseitigen Engpässe schneller auflösen, als dies derzeit erwartet wird.

Die Wirtschaftsleistung im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im dritten Quartal 2021 um weitere 2,2 %. Dies bestätigt, dass sich die ab Jahresmitte beobachtete kräftige Erholung trotz zunehmender Lieferkettenstörungen fortsetzte.

Nach der technischen Rezession zu Jahresbeginn 2021 entwickelte sich das reale BIP im zweiten und dritten Quartal mit einer vierteljährlichen Wachstumsrate von jeweils 2,2 % robust, da die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen nach und nach gelockert wurden. Dieses Ergebnis steht weitgehend im Einklang mit dem in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 veranschlagten Wachstumsverlauf. Die vierteljährliche Wirtschaftsleistung lag nur 0,3 % unter dem Ende 2019, also vor der Pandemie, verzeichneten Wert (siehe Abbildung 10). Getragen wurde das Wachstum im dritten Quartal nach wie vor hauptsächlich von der kräftigen Erholung des privaten Konsums. Auch der Außenhandel leistete erneut einen geringfügig positiven Beitrag. Nach einer sehr guten Entwicklung im zweiten Jahresviertel waren die Investitionen im dritten Quartal vor allem im Bereich der Ausrüstungen rückläufig. Von den Vorratsveränderungen gingen ebenfalls leicht negative Impulse für das Wachstum insgesamt aus.

Abbildung 10

Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

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



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

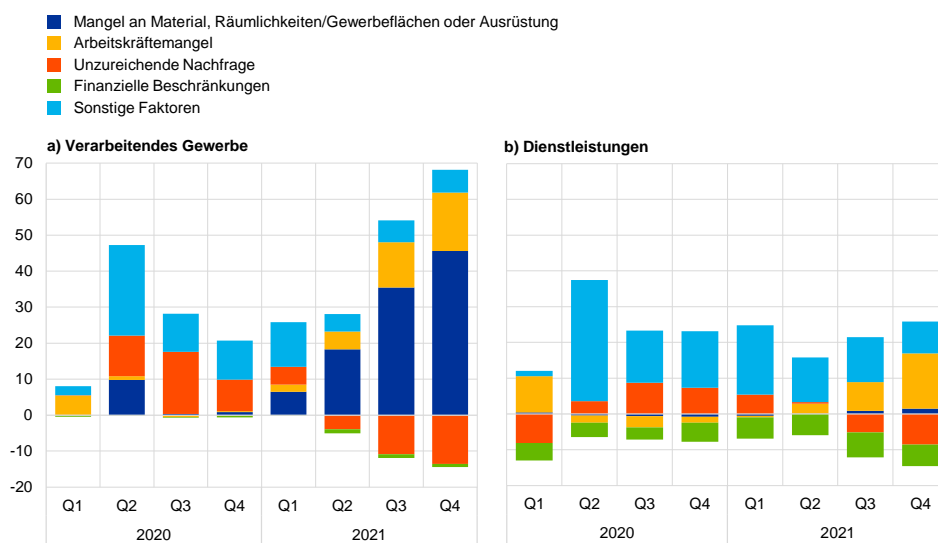
Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe wurde im vierten Quartal 2021 weiterhin durch Engpässe in den Lieferketten beeinträchtigt (siehe

Abbildung 11). Der Mangel an Material, Ausrüstung und Räumlichkeiten/Gewerbeflächen hat seit dem zweiten Quartal 2021 ein Rekordniveau erreicht. Vielfach wird von Lieferengpässen bei Halbleitern, Metallen und Kunststoffen sowie von anhaltenden Störungen im Transportwesen berichtet. Besonders akut ist die Knappheit in der Industrie. Die Engpässe trugen im dritten Jahresviertel maßgeblich dazu bei, dass das Wachstum in der Industrie (ohne

Baugewerbe) nur noch 0,1 % zum Vorquartal betrug und im Baugewerbe ein Rückgang um 0,6 % verzeichnet wurde.⁷ Die kontaktintensiven Dienstleistungen mit direktem Kundenverkehr verbuchten dagegen ein kräftiges Wachstum, das durch die fortgesetzte Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen und ein hohes Verbrauchervertrauen gestützt wurde.⁸

Abbildung 11
Konjunkturdämpfende Faktoren im Euroraum

(in % der Befragten; Differenz gegenüber dem langfristigen Durchschnitt)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Der langfristige Durchschnitt wurde für den Zeitraum von 2003 bis 2019 berechnet. Die vierteljährlichen Umfragen werden jeweils im ersten Monat eines Quartals durchgeführt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (Oktober).

Das BIP-Wachstum im Euroraum dürfte sich im vierten Quartal 2021 vor dem Hintergrund der hohen kurzfristigen Unsicherheit deutlich verlangsamt haben.

Nachdem im Anschluss an die im Sommer verzeichnete kräftige Erholung eine Normalisierung der Wachstumsraten erwartet worden war, ist nun davon auszugehen, dass der aktuelle Abschwung durch das Zusammenwirken verschiedener Faktoren noch verstärkt wird. Hierzu zählen die Verschärfung der Lieferkettenengpässe, der drastische Anstieg der Energiepreise, eine neuerliche sprunghafte Zunahme der Covid-19-Infektionen sowie zunehmende Bedenken hinsichtlich der Omikron-Variante. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor fiel im Oktober und November mit durchschnittlich 54,8 Punkten niedriger aus als im Durchschnitt des dritten Quartals (58,4 Punkte). Damit lag er aber nach wie vor oberhalb der Wachstumsschwelle. Der Rückgang war breit angelegt, im verarbeitenden Gewerbe jedoch etwas stärker ausgeprägt als im Dienstleistungssektor. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) war im November leicht rückläufig. Sein Durchschnittswert für

⁷ Siehe Kasten 7 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁸ Der Bereich Handel, Verkehr und Gastgewerbe expandierte im dritten Quartal um knapp 7 % gegenüber dem Vorquartal, im Bereich Kunst und Freizeitdienstleistungen belief sich das Wachstum auf 12 %. Gleichwohl sind beide Sektoren immer noch ein gutes Stück von ihrem Vorpandemieniveau entfernt.

die ersten beiden Monate des vierten Quartals stand jedoch weiterhin im Einklang mit dem Durchschnitt des dritten Jahresviertels. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die jüngsten EMI- und ESI-Umfragen größtenteils vor dem zuletzt beobachteten starken Anstieg der Covid-19-Fallzahlen und den daraufhin in einigen Euro-Ländern wieder eingeführten Beschränkungen der Geschäftstätigkeit abgeschlossen wurden. Zudem waren zum Zeitpunkt der Erhebung noch keine Fälle der Omikron-Variante in Europa nachgewiesen. Das Verbrauchervertrauen war bereits im Oktober und November – von einem hohen Niveau ausgehend – gesunken, nachdem die Kaufkraft der privaten Haushalte durch das Wiederaufflammen der Pandemie und spürbare Energiepreiserhöhungen geschmälert worden war. Die vierteljährliche Branchenumfrage der Europäischen Kommission für das vierte Quartal 2021 deutet im Vergleich zum dritten Quartal auf einen sich verschärfenden Mangel an Material und zunehmend auch an Arbeitskräften hin (siehe Abbildung 11). Diese Engpässe werden die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht über den Handel und die Investitionen wohl stärker belasten als bislang angenommen. Wenngleich die kurzfristige Ungewissheit über Ausmaß und Dauer dieser Herausforderungen weiterhin hoch ist, dürften die neuerlichen Fortschritte bei den Impfkampagnen, Lerneffekte aus den früheren Pandemiewellen, die anhaltend günstigen Nachfrage- und Kreditvergabebedingungen für Unternehmen⁹ sowie die direkte Unterstützung für private Haushalte zur Abfederung des jüngsten Energiepreisanstiegs die konjunkturellen Auswirkungen dieser aktuell negativen Entwicklungen eindämmen.

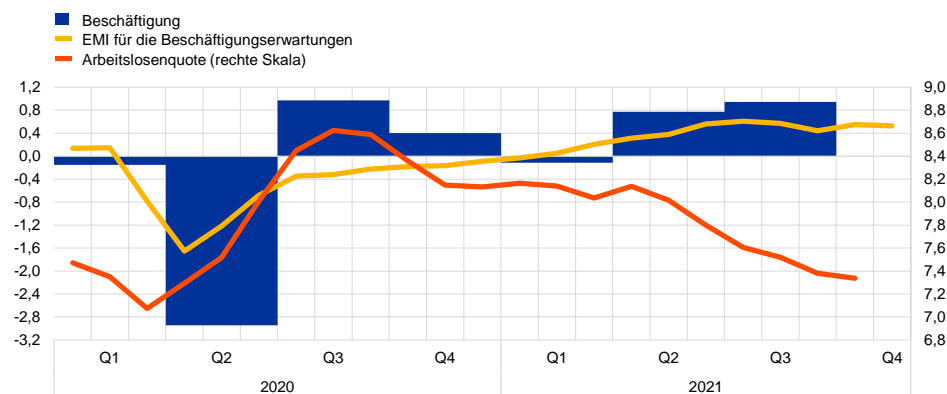
Die Lage am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets verbesserte sich im dritten Quartal 2021 weiter. Die Nachfrage nach Arbeitskräften erhöhte sich im dritten Jahresviertel erneut, was an den gestiegenen Vakanzquoten abzulesen war. Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal 2021 um 0,9 % gegenüber dem Vorquartal zu (siehe Abbildung 12). Trotz dieses zweithöchsten vierteljährlichen Anstiegs seit 1999 lag die Beschäftigung immer noch 0,2 % unter ihrem Vorpandemieniveau. Die Arbeitslosenquote ging im November weiter auf 7,3 % zurück. Gestützt wurde diese Entwicklung allerdings in Teilen immer noch durch die Programme zur Arbeitsplatzsicherung. Ende des dritten Quartals 2021 waren Schätzungen zufolge 2,0 % der Erwerbspersonen in solche Programme eingebunden. Dieser Anteil sank im Oktober auf 1,8 %. Gemessen daran, dass der durchschnittliche Anteil in den ersten fünf Monaten des Jahres 2021 bei 6,3 % lag, ist dies ein beachtlicher Rückgang, der auf die Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen zurückzuführen ist. Zudem ist die Zahl der Erwerbspersonen weiter kontinuierlich gestiegen und lag im dritten Quartal 2021 nur noch 0,5 % unter ihrem Vorpandemieniveau.

⁹ Siehe hierzu auch Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 12

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

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



Quellen: Eurostat, Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der EMI für die Beschäftigungserwartungen und die Arbeitslosenquote werden monatlich, die Angaben zur Beschäftigung vierteljährlich ausgewiesen. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021 (Beschäftigung), November 2021 (EMI) bzw. Oktober 2021 (Arbeitslosenquote).

Kurzfristindikatoren deuten auf eine weitere Aufhellung am Arbeitsmarkt hin.

Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank im November leicht auf 55,3 Punkte nach 55,5 Zählern im Oktober. Er blieb damit aber deutlich oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Seit seinem Allzeittief vom April 2020 hat sich der EMI-Beschäftigungsindikator vollständig erholt und hält sich nach wie vor in der Nähe seines Wertes vom Juli 2021, der den höchsten Stand seit März 2000 markiert.

Die privaten Konsumausgaben stiegen im dritten Quartal 2021 weiter an, wozu der Konsum von Dienstleistungen maßgeblich beitrug.

Im Vergleich zum Vorquartal erhöhten sich die privaten Konsumausgaben im dritten Quartal 2021 um 4,1 %. Indessen nahmen die Einzelhandelsumsätze im selben Zeitraum um lediglich 0,8 % zu. Die Tatsache, dass der gesamtwirtschaftliche Verbrauch hoch war, während der Warenkonsum schwach ausfiel, lässt darauf schließen, dass der Anstieg der privaten Konsumausgaben in erster Linie den kontaktintensiven Dienstleistungen geschuldet war, was mit der starken Erholung der Tourismusbranche in den Sommermonaten im Einklang stand. Der Warenkonsum entwickelte sich hingegen auch zu Beginn des vierten Quartals verhaltener. Dies lässt sich an den für Oktober vorliegenden Daten zum Einzelhandel und zu den Pkw-Neuzulassungen ablesen. So erhöhten sich die Monatsumsätze im Einzelhandel um 0,2 %, während die Zahl der Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem Vormonat um 3,1 % zurückging.

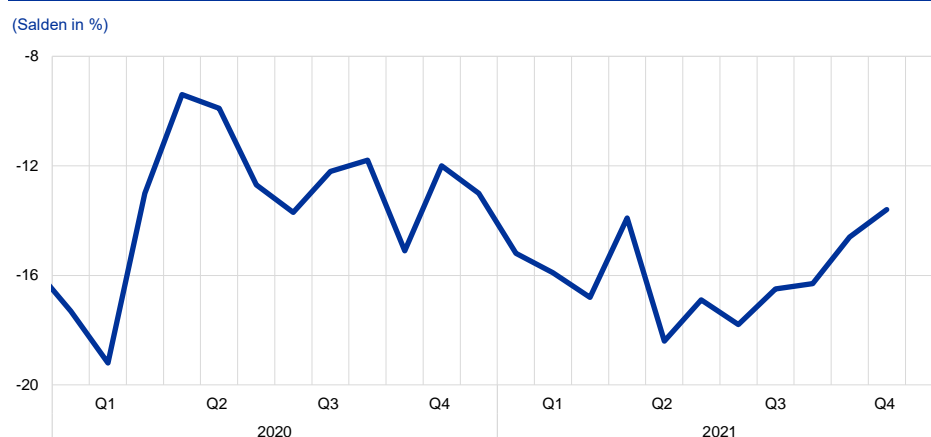
Anlass zur Sorge bereiten den privaten Haushalten wieder neue pandemiebedingte Risiken.

Das Verbrauchervertrauen sank im November auf -6,8 Punkte und damit auf den niedrigsten Stand seit April 2021. Dahinter dürfte sich eine wachsende Besorgnis in Bezug auf die jüngste Entwicklung der Pandemie verbergen. Der von der Europäischen Kommission durchgeführten monatlichen Verbraucherumfrage zufolge ist die Unsicherheit der privaten Haushalte über ihre

künftige finanzielle Situation seit dem Sommer gestiegen (siehe Abbildung 13). Da sich die Pandemiemeldungen im November und Dezember weiter verschlechterten, könnten die monatlichen Angaben zum Verbrauchervertrauen die aktuelle Lage immer noch unterzeichnen. Pandemiebedingte Rückschläge in den Wintermonaten dürften den Konsum kontaktintensiver Dienstleistungen in den kommenden Quartalen belasten.

Abbildung 13

Unsicherheit der privaten Haushalte im Euroraum über ihre künftige finanzielle Situation



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Seit dem Frühjahr 2019 werden die privaten Haushalte im Rahmen der monatlichen Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission zusätzlich explizit danach gefragt, wie leicht es ihnen fällt, ihre künftige finanzielle Situation vorherzusagen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021.

Trotz einer hohen Nachfrage nach Investitionsgütern verringerten sich die Unternehmensinvestitionen (ohne Bauten) im dritten Quartal 2021. Im Euro-Währungsgebiet (ohne Irland¹⁰) sanken die Investitionen ohne Bauten im dritten Quartal um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal, womit der im vorangegangenen Jahresviertel verzeichnete Zuwachs wieder aufgezehrt wurde. Nach wie vor liegen sie leicht unter ihrem Vorpandemieniveau vom Schlussquartal 2019. Mit Blick auf die größten Länder des Euroraums verbuchten Italien und Spanien einen Anstieg der Investitionen ohne Bauten. In Deutschland und den Niederlanden waren sie hingegen rückläufig und in Frankreich weitgehend stabil. Nach Komponenten aufgeschlüsselt verzeichneten die Investitionen in Fahrzeuge im Euroraum das dritte Quartal in Folge einen deutlichen Rückgang, der in erster Linie auf Engpässe bei den Vorleistungen infolge der anhaltenden Störungen in den Lieferketten zurückzuführen war.¹¹ Im Gegensatz dazu wurden die Investitionen in Ausrüstungen (ohne Fahrzeuge) und in geistiges Eigentum abermals ausgeweitet. Für das vierte Quartal 2021 weisen Kurzfristindikatoren auf eine anhaltend hohe Nachfrage nach Investitionsgütern hin. Zugleich werden ein Mangel an Ausrüstung und an Arbeitskräften als wesentliche produktionshemmende Faktoren im Eurogebiet genannt. Der Auftragseingang im Investitionsgüterbereich nahm weiter zu, wie am

¹⁰ Irland wird nicht berücksichtigt, da die stark volatilen irischen Daten zu den Investitionen die Grunddynamik im Euroraum verschleiern würden.

¹¹ Eine Analyse der wesentlichen Ursachen der Lieferkettenstörungen und ihrer Auswirkungen auf die Industrieproduktion im Euroraum findet sich in Kasten 7 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

entsprechenden EMI für Oktober eindeutig abzulesen ist. Auch die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet¹² stehen mit der Erwartung einer guten Entwicklung der Unternehmensinvestitionen im Einklang, da die Banken damit rechnen, dass die Nachfrage nach langfristigen Krediten (die üblicherweise zur Finanzierung von Investitionen verwendet werden) im vierten Quartal 2021 gestiegen ist.¹³

Die Wohnungsbauinvestitionen gingen im dritten Quartal 2021 zurück und dürften sich aufgrund anhaltender Angebotsengpässe und pandemiebedingter Unsicherheiten weiterhin verhalten entwickeln. Im dritten Quartal 2021 sanken die Wohnungsbauinvestitionen um 1,2 % gegenüber dem Vorquartal. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der aktuellen Entwicklung der Bautätigkeit war in den ersten beiden Monaten des vierten Quartals im Schnitt zwar stark rückläufig, lag aber noch immer deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt. Der EMI für den Wohnungsbau stieg leicht an und nahm damit oberhalb der Wachstumsschwelle weiter zu. Mit Blick auf die privaten Haushalte lässt sich aus den Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission eine lebhaftere Nachfrage ablesen. So erreichten die kurzfristigen Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich den höchsten Stand seit Anfang 2002. Bei den Renovierungsvorhaben wurde im vierten Quartal 2021 sogar das höchste je gemessene Niveau verzeichnet. Die günstige Nachfrageentwicklung zeigt sich auch in den Angaben der Unternehmen. So stieg das Vertrauen wieder an, da die Auftragslage seitens der Unternehmen erneut optimistischer eingeschätzt wurde. Allerdings haben die Befürchtungen wegen möglicher Angebotsengpässe ebenfalls zugenommen: Die Unternehmen meldeten einen weiter gestiegenen Material- und Arbeitskräftemangel, der bereits im dritten Quartal einen Höchststand erreicht hatte. Diese Angebotsengpässe spiegeln sich auch in den jüngsten EMI-Umfragen wider, die auf sehr lange Lieferzeiten hinweisen. Sie dürften zu der etwas weniger optimistischen Einschätzung der Bauunternehmen beigetragen haben, was ihre Geschäftstätigkeit in den kommenden zwölf Monaten betrifft.

Der Außenhandel leistete im dritten Quartal 2021 zwar einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum, doch wurde die Warenausfuhr durch die anhaltenden Angebotsengpässe gebremst. Im dritten Quartal 2021 erhöhten sich die Exporte des Euroraums im Vorquartalsvergleich um 1,2 %, während die Importe um 0,7 % zunahmen. Somit belief sich der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum auf 0,3 Prozentpunkte. Der Handel mit Waren und Dienstleistungen entwickelte sich dabei uneinheitlich. Die Aus- und Einfuhren von Waren verringerten sich im Zuge der weltweit schwächeren Nachfrage und der anhaltenden Angebotsstörungen um 1,0 % bzw. 0,9 % gegenüber dem Vorquartal. Im Gegensatz dazu verzeichneten die Aus- und Einfuhren von Dienstleistungen mit einem Plus von 7,3 % bzw. 5,9 % einen deutlichen Zuwachs gegenüber dem Vorquartal. Die Exporte wurden dabei maßgeblich durch zweistellige Wachstumsraten in den Sommerreiseländern bestimmt. Auftragsbezogene Indikatoren für die Warenausfuhren deuten für die

¹² Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2021](#).

¹³ Eine Analyse der wahrgenommenen Finanzierungsbedingungen im Euroraum auf Basis der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) findet sich in Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Zukunft auf eine Abschwächung der Nachfrage hin. Außerdem könnte die erneute Verschärfung der Pandemielage die Erholung der Dienstleistungsexporte dämpfen. Dies gilt insbesondere für Dienstleistungen im Reiseverkehr. Seit September 2021 hat sich die Erholung der Passagier- und Flugzahlen verlangsamt. Zukunftsgerichtete Indikatoren auf Basis der Auftragslage und der Erwartungen lassen für die kommenden Monate indessen auf eine schwächere Dynamik schließen.

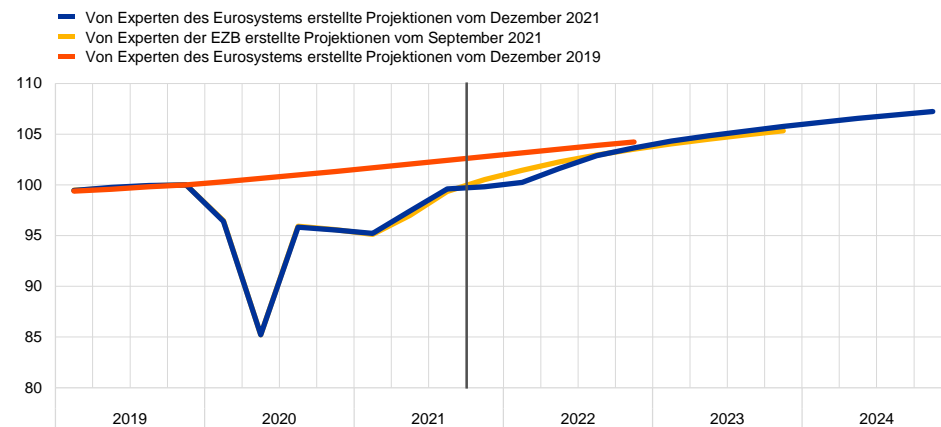
Trotz kurzfristiger Unsicherheiten dürfte die Konjunktur im Euroraum im Verlauf des Jahres 2022 ihr Vorkrisenniveau übersteigen. Die mittelfristigen Aussichten signalisieren eine weitere Belebung der Binnennachfrage, eine Aufhellung am Arbeitsmarkt und eine Stärkung der weltwirtschaftlichen Dynamik im Zuge nachlassender kurzfristiger Störungen sowie eine fortgesetzte Unterstützung seitens der Geld- und der Finanzpolitik beim Übergang zu einem selbsttragenden Wachstum. Gestützt wird die Erholung darüber hinaus durch den voranschreitenden Einsatz von Mitteln aus dem Aufbaupaket „Next Generation EU“. Dies kommt in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 zum Ausdruck. Den darin enthaltenen Berechnungen zufolge wird das jährliche Wachstum des realen BIP 2021 bei 5,1 %, 2022 bei 4,2 %, 2023 bei 2,9 % und 2024 bei 1,6 % liegen (siehe Abbildung 14). Gegenüber den Projektionen der EZB vom September 2021 wurde das Wachstum für 2022 nach unten und für 2023 nach oben korrigiert. Die Abwärtsrevisionen in der kurzen Frist spiegeln die jüngste Verschärfung der weltweiten Lieferengpässe und der pandemiebedingten Einschränkungen angesichts erneut steigender Covid-19-Infektionszahlen in einigen Euro-Ländern wider. Diese Entwicklung dürfte jetzt bis ins Jahr 2022 anhalten. Dementsprechend wird nun davon ausgegangen, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum bis zum ersten Quartal 2022 – also ein Quartal später als in den September-Projektionen erwartet – wieder die vor der Pandemie verzeichneten vierteljährlichen Wachstumsraten erreichen wird. Mit dem allmählichen Abflauen der konjunkturdämpfenden Faktoren dürfte das Wachstum jedoch gegen Ende 2022 wieder kräftig anziehen. Folglich wird nun erwartet, dass das BIP-Wachstum im Eurogebiet bis Ende 2022 über den in den Projektionen vom September 2021 projizierten Wert steigen wird, sodass sich für 2023 erhebliche Überhangseffekte und eine Aufwärtskorrektur der entsprechenden Jahreswachstumsrate ergeben.¹⁴

¹⁴ Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

Abbildung 14

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

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



Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2021.

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

4 Preise und Kosten

Die jährliche Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet erhöhte sich der Schnellschätzung von Eurostat zufolge im November 2021 auf einen Rekordstand von 4,9 %. Der Inflationsanstieg ist hauptsächlich eine Folge der kräftigen Verteuerung von Energie. Auf den Preisauftrieb bei Energie entfiel im November mehr als die Hälfte der Gesamtinflation. Zudem stieg die Nachfrage in bestimmten Sektoren weiterhin schneller als das eingeschränkte Angebot. Die Folgen zeigen sich vor allem in den Preisen für Gebrauchsgüter und für jene verbrauchernahen Dienstleistungen, die seit Kurzem wieder angeboten werden. Auch Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Auslaufen der Mehrwertsteuersenkung in Deutschland tragen noch bis Ende 2021 zu einer höheren Inflation bei. Die Inflation dürfte zwar auf kurze Sicht erhöht bleiben, im Verlauf des Jahres 2022 aber sinken. Mit der Zeit wird die Wirtschaft allmählich wieder ihre volle Kapazitätsauslastung erreichen, und die Arbeitsmarktlage wird sich weiter verbessern. All dies dürfte ein rascheres Lohnwachstum begünstigen, gestützt durch einen Anstieg der Inflationserwartungen in Richtung des von der EZB angestrebten Inflationsziels. Die genannten Faktoren dürften dazu beitragen, dass sich die zugrunde liegende Inflation erhöht und die Gesamtinflation mittelfristig den Zielwert erreicht. Dies spiegelt sich auch in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems für den Euroraum vom Dezember 2021 wider. Den Berechnungen zufolge wird die jährliche Inflationsrate 2021 bei 2,6 %, 2022 bei 3,2 % und in den Jahren 2023 und 2024 bei jeweils 1,8 % liegen. Die Werte wurden gegenüber den vorherigen Projektionen der EZB vom September 2021 nach oben korrigiert. Die durchschnittliche Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge 2021 bei 1,4 %, 2022 bei 1,9 %, 2023 bei 1,7 % und 2024 bei 1,8 % liegen. Auch dies stellt gegenüber den Projektionen vom September 2021 eine Aufwärtskorrektur dar.

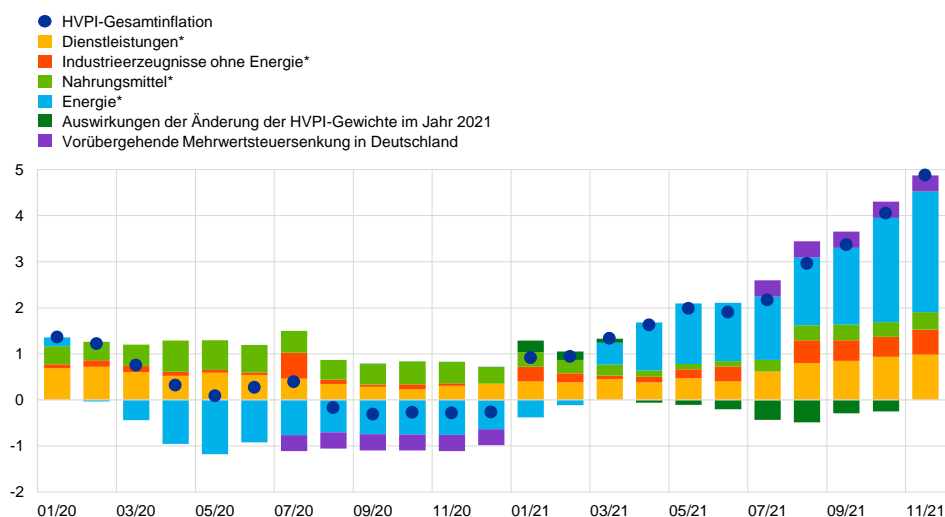
Die am HVPI gemessene Teuerungsrate erreichte im November 2021 ein Rekordhoch (siehe Abbildung 15). Laut der Schnellschätzung von Eurostat für November ist die HVPI-Inflation erneut kräftig gestiegen, und zwar von 3,4 % im September auf 4,1 % im Oktober und 4,9 % im November. Damit lag sie auf dem höchsten Stand seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999. Bedingt war diese Entwicklung durch den erneuten Anstieg der Teuerungsrate für Energie, die im November ein Allzeithoch von 27,4 % erreichte (nach 17,6 % im September) und dabei gut die Hälfte der Gesamtinflation ausmachte. Aber auch die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerung nahm deutlich zu, und zwar von 1,9 % im September auf 2,0 % im Oktober und 2,6 % im November, womit sie sich ebenfalls auf dem höchsten Stand seit 1999 befand. Hinter dieser sprunghaften Zunahme stehen massive Erhöhungen der Preissteigerungsraten sowohl bei den Dienstleistungen (von 1,7 % im September auf 2,7 % im November) als auch bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie (von 2,1 % auf 2,4 % im selben Zeitraum).¹⁵ Die Entwicklung der Inflationsrate im Euroraum wurde weiterhin durch die Änderungen des Mehrwertsteuersatzes in Deutschland im Jahr 2020 und die Gewichtsänderungen im HVPI beeinflusst, wobei sich Erstere nur bis Ende 2021

¹⁵ Ohne den Effekt der Änderung der HVPI-Gewichte gerechnet fällt der Anstieg des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen etwas moderater aus (von 2,2 % im September auf 2,5 % im November).

auf die Inflation auswirkte.¹⁶ Ließe man den Aufwärtseffekt auf die Jahresänderungsraten, der von der zum Jahresende 2020 ausgelaufenen vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland ausgeht, unberücksichtigt, wäre die Gesamtinflation im Zeitraum seit Juli um 0,35 Prozentpunkte niedriger. Zudem wirkte sich die Änderung der HVPI-Gewichte im Oktober zwar dämpfend aus, hatte im November aber keinerlei Einfluss. Ohne die Effekte der Mehrwertsteuersenkung und der Änderung der HVPI-Gewichte wären das Inflationsniveau und der von Oktober bis November verzeichnete Anstieg etwas weniger markant.

Abbildung 15
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: Mit * gekennzeichnete Komponenten lassen sowohl die Auswirkungen der Änderung der HVPI-Gewichte im Jahr 2021 als auch der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im Jahr 2020 außer Acht. Der Einfluss der Gewichtsänderungen im HVPI wird von der EZB geschätzt, und der Einfluss im November kann sich je nach vollständiger Datenveröffentlichung von Eurostat für diesen Monat noch ändern. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021 (Schnellschätzungen).

Die sprunghafte Zunahme der Energiepreisinflation auf ein historisches Hoch spiegelt zum Großteil die weltweit kräftig steigenden Rohstoffpreise wider.

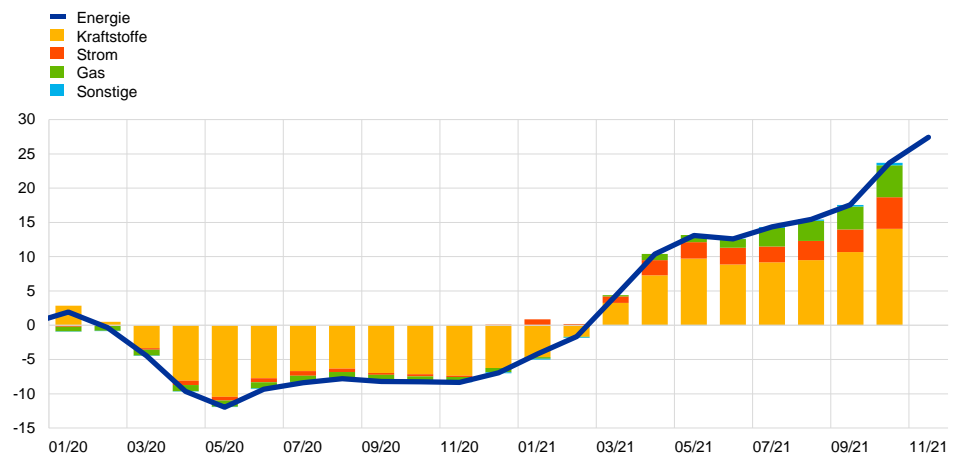
Aufgrund der Ölpreisentwicklung trugen die im HVPI erfassten Kraftstoffpreise stark zur Inflation bei. In jüngerer Zeit führte der Auftrieb der Verbraucherpreise für Gas und Strom im November indes auch zu wachsenden Inflationsbeiträgen dieser Komponenten. Auf diese Preise entfallen erstmals seit 1999 mehr als 0,8 Prozentpunkte der Gesamtinflation (siehe Abbildung 16). Der höhere Beitrag der im HVPI erfassten Gaspreise war bedingt durch den Anstieg der Großhandelspreise für Gas am Weltmarkt und im Eurogebiet. Dieser wiederum trieb die Großhandelspreise für Strom in der EU nach oben, da die Strompreise auf den kurzfristigen Grenzkosten der Kraftwerke basieren. Auch von den höheren Preisen für Emissionszertifikate im EU-Emissionshandelssystem ging ein – gleichwohl weitaus geringerer – aufwärtsgerichteter Effekt aus. Eine Erörterung, wie sich die

¹⁶ Eine eingehende Beschreibung der Bedeutung der Änderung der HVPI-Gewichte für die Inflationsmessung im Jahr 2021 findet sich in: EZB, [HVPI-Gewichte im Jahr 2021 und ihre Auswirkungen auf die Inflationsmessung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

Inflationsaussichten für Energie bezogen auf diese Faktoren gestalten, findet sich in Kasten 3 der Publikation „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ vom Dezember 2021.

Abbildung 16
Zerlegung des Preisauftriebs bei Energie

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

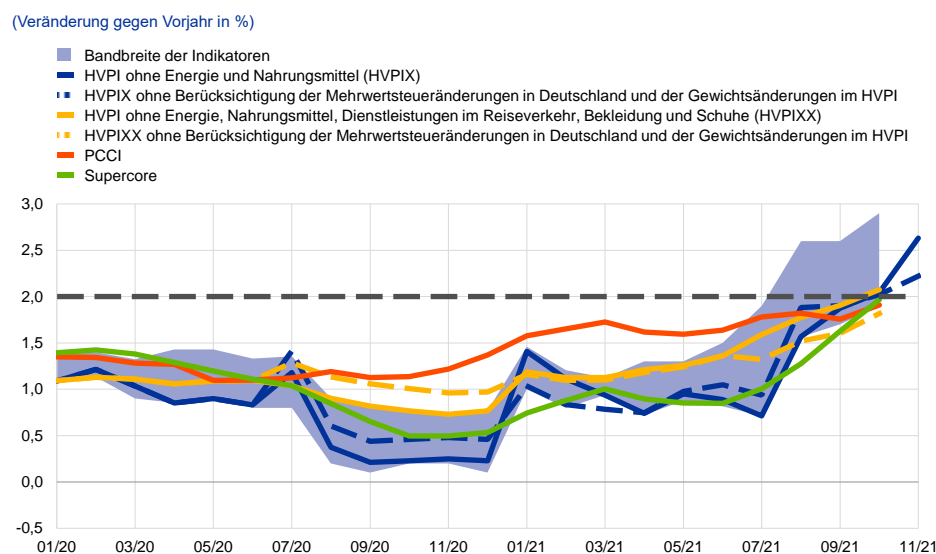


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: „Kraftstoffe“ bezeichnet die HVPI-Komponente „Flüssige Brennstoffe, Kraft- und Schmierstoffe für private Verkehrsmittel“. „Sonstige“ umfasst die Positionen „feste Brennstoffe“ und „Wärmeenergie“ auf der fünfstelligen COICOP-Aggregationsebene. COICOP steht für die Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021 (COICOP-Teilkomponenten) bzw. November 2021 (alle anderen Komponenten).

Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind weiter gestiegen (siehe Abbildung 17). Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel erhöhte sich im November auf 2,6 % (Schätzungen zufolge lag sie ohne die Effekte der Änderungen der HVPI-Gewichte gerechnet bei 2,5 % bzw. bei 2,2 %, wenn zusätzlich die 2020 vorgenommene Mehrwertsteuersenkung in Deutschland berücksichtigt wird). Angaben zu anderen Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind nur bis Oktober verfügbar. Die Inflation nach dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe nahm von 1,9 % im September auf 2,1 % im Oktober zu. Die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) stieg im selben Zeitraum von 1,8 % auf 1,9 %. Der Supercore-Indikator, der konjunkturrempfindliche Positionen umfasst, stieg den vierten Monat in Folge an, und zwar von 1,6 % im September auf 2,0 % im Oktober. Die Verteilung der Inflationsraten über die HVPI-Positionen ist derzeit sehr breit gestreut, und 46 % der im HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel enthaltenen Positionen weisen Teuerungsraten von über 2 % auf. Dies bedeutet, dass ausschlussbasierte Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation (vor allem die sogenannten getrimmten Mittelwerte), die aus den im HVPI-Warenkorb enthaltenen Positionen abgeleitet werden, nach wie vor einige Positionen mit verhältnismäßig hohen und volatilen Steigerungsraten enthalten, die in den letzten Monaten die

entsprechenden Messgrößen an das obere Ende der Bandbreite der Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation getrieben haben.¹⁷

Abbildung 17
Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, 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 November 2021 (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. Oktober 2021 (alle anderen Indikatoren).

Der Preisdruck bei Industrieerzeugnissen ohne Energie hat im Oktober weiter zugenommen (siehe Abbildung 18). Auf den vorgelagerten Stufen der

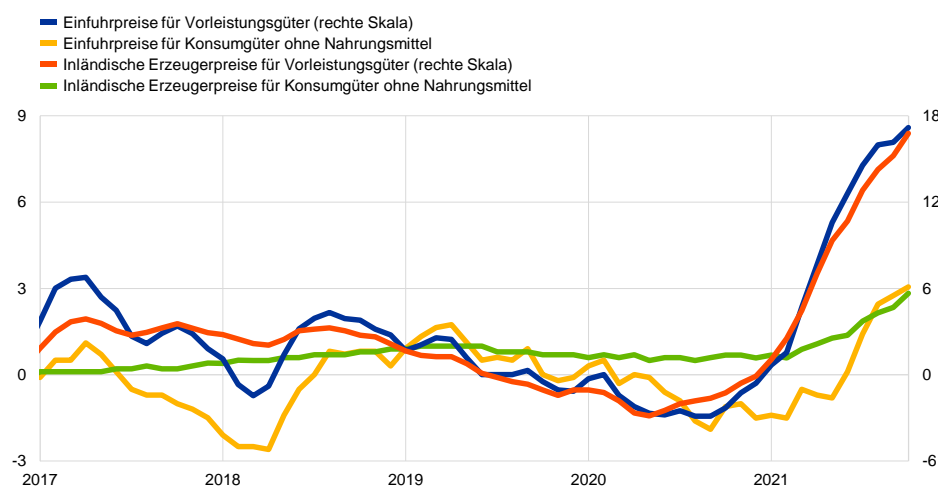
Vorleistungsgüterproduktion stieg die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter kräftig an, und zwar von 14,3 % im August auf 15,2 % im September und 16,8 % im Oktober. Die Vorjahresrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter erhöhte sich im selben Zeitraum von 16,0 % auf 16,2 % und 17,2 %. Der Preisdruck hat nun auch die nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette erreicht. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel stieg von 2,2 % im August weiter auf 2,3 % im September und 2,8 % im Oktober (und damit auf ein neues Rekordhoch). Die Steigerungsrate der Einfuhrpreise von Konsumgütern ohne Nahrungsmittel erhöhte sich indes von 2,4 % im August auf 2,8 % im September und anschließend auf 3,1 % im Oktober. Verantwortlich hierfür war auch der jüngste Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro. Diese Zunahme des Preisdrucks vollzieht sich in einem Umfeld, in dem sich der (durch die Abwertung des Euro noch verstärkte) sprunghafte Anstieg der weltweiten Rohstoffpreise und die Lieferengpässe auf die Produktionskosten der Unternehmen auswirken. Daraus

¹⁷ 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.

ergibt sich die Frage, inwieweit dieser Preisdruck letztlich an die Konsumgüterpreise weitergegeben wird. Den jüngsten Ergebnissen der Telefonumfrage bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) zufolge gehen diese davon aus, dass die Vorleistungskosten nicht nur an andere Unternehmen, sondern auch an die Verbraucher weitergegeben werden.¹⁸ Angesichts der derzeitigen Pandemielage besteht jedoch nach wie vor erhebliche Unsicherheit darüber, inwieweit dieser Preisdruck auf die Konsumgüterpreise durchschlägt.

Abbildung 18
Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Der Lohndruck entwickelt sich bislang weiterhin moderat, wobei die Messgrößen des Lohnwachstums jedoch nach wie vor durch die pandemiebedingten Entwicklungen verzerrt werden. Die Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde haben sich im dritten Quartal 2021 angenähert, nachdem im zweiten Quartal noch eine große Divergenz zwischen beiden Indikatoren bestanden hatte. So verringerte sich die jährliche Zuwachsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 7,2 % im zweiten Quartal auf 3,0 % im dritten Quartal, während das Arbeitnehmerentgelt je Stunde im selben Zeitraum von -4,5 % auf 2,0 % anstieg (siehe Abbildung 19). Diese großen Schwankungen der Jahresänderungsraten spiegeln im Wesentlichen Basiseffekte wider, die auf die Entwicklungen im Jahr 2020 zurückzuführen waren, als Kurzarbeitsregelungen und befristete Freistellungen zur Folge hatten, dass die betroffenen Arbeitskräfte ihren Beschäftigtenstatus beibehielten, jedoch weniger Arbeitsstunden leisteten. Allerdings werden durch weiterhin bestehende politische Maßnahmen die Messgrößen des Lohnwachstums nach wie vor bis zu einem gewissen Grad verzerrt. Die Tarifverdienste, die von der Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden oder den Programmen zum Erhalt von Arbeitsplätzen nicht direkt

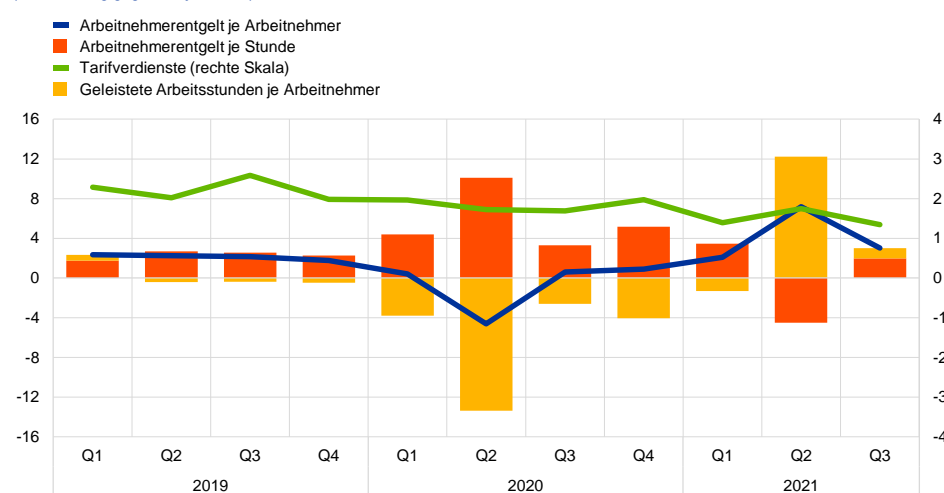
¹⁸ Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 7/2021, Mai 2021.

betroffen sind, sanken im dritten Quartal 2021 auf 1,3 % nach 1,8 % im Vorquartal.¹⁹ Wenngleich dieser Indikator stabiler ist als das tatsächliche Lohnwachstum, unterliegt er ebenfalls einer gewissen Volatilität, da auch einige pandemiebedingte Einmalzahlungen erfasst werden. Zwar lassen die Tarifverdienste auf ein lediglich moderates Lohnwachstum schließen, doch umfassen die Daten wohl nur die Tarifabschlüsse von Verhandlungen, die vor dem jüngsten Inflationsanstieg geführt wurden.

Abbildung 19

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

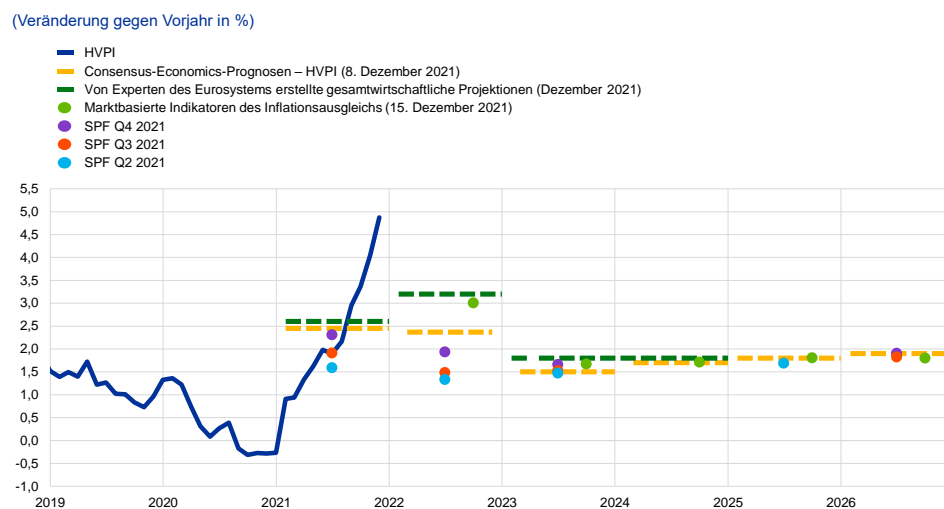
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs wiesen im Verlauf des Berichtszeitraums eine beträchtliche Volatilität auf. In der ersten Hälfte der Berichtsperiode erhöhten sie sich merklich, wobei sich der Anstieg in der zweiten Hälfte nur zum Teil wieder umkehrte. Bei den umfragebasierten Indikatoren der Inflationserwartungen hingegen war im zweiten Halbjahr 2021 eine Zunahme zu verzeichnen. Zu Beginn des Berichtszeitraums ging von den anhaltenden angebotsseitigen Spannungen, steigenden Energiepreisen und einer unerwartet positiven Inflationsentwicklung noch immer ein Aufwärtsdruck auf die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum aus. Gegen Ende Oktober erreichten die inflationsindexierten Termin-Swapsätze bei den Zeithorizonten von mehr als fünf Jahren einen Höchststand von über 2 %. So stieg der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren auf 2,1 % und damit auf sein höchstes Niveau seit Sommer 2014. Die marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs sind seit Ende Oktober auf beiden Seiten des Atlantiks gesunken, wodurch der vorangegangene Anstieg zum Teil wieder umgekehrt wurde. Zuzuschreiben war dies den rückläufigen Energiepreisen vor allem für Öl. Insgesamt preisen die Märkte eine kurzfristige Zunahme der Inflation im Eurogebiet ein und legen hierbei einen

¹⁹ Siehe EZB, [Können Daten zu den Tarifverdiensten zur Messung der Lohndynamik während der Covid-19-Pandemie beitragen?](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

gegenüber früheren Erwartungen kräftigeren und persistenteren Anstieg zugrunde. Bei ihren Preissetzungen gehen sie weiterhin von einer nur vorübergehenden Zunahme der Teuerung aus. So liegt der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr bei rund 1,7 %. Der entsprechende fünfjährige Termin-Swapsatz in fünf Jahren weist mit 1,8 % ein etwas höheres Niveau auf. Gleichwohl signalisieren die Inflationsoptionen ein steigendes Risiko, dass die durchschnittliche Teuerungsrate in den nächsten fünf Jahren bei deutlich über 2 % liegen wird, während das Risiko einer Inflation von mehr als 3 % weiterhin gering ist. In längerfristiger Betrachtung zeigen modellbasierte Schätzungen, dass der seit Mitte 2020 zu verzeichnende erhebliche Anstieg der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs im Wesentlichen auf die Inflationsrisikoprämien zurückzuführen ist (siehe Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Über die Sommermonate war eine leichte Zunahme der umfragebasierten Indikatoren der Inflationserwartungen zu beobachten. Dies stützt die Einschätzung eines buckelförmigen Inflationsverlaufs, der in ähnlicher Weise auch von den Expertinnen und Experten des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 prognostiziert wird. Laut dem Survey of Professional Forecasters der EZB für das vierte Quartal 2021, der in der ersten Oktoberwoche durchgeführt wurde, sowie den Prognosen von Consensus Economics vom Oktober haben sich die längerfristigen Inflationserwartungen auf 1,9 % erhöht (siehe Abbildung 20).

Abbildung 20
Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs



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 marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 15. Dezember 2021. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2021 wurde vom 1. bis zum 11. Oktober 2021 durchgeführt. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der 8. Dezember für die Jahre 2021 und 2022 sowie der 14. Oktober 2021 für die Jahre 2023, 2024, 2025 und 2026. Für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der Stichtag der 1. Dezember 2021.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 zufolge wird die Inflation für längere Zeit auf höherem Niveau liegen, in den Jahren 2023

und 2024 aber wieder auf Raten unterhalb des Inflationsziels von 2 %

zurückgehen. Nach einem Stand von 4,9 % im November 2021 dürfte die am HVPI gemessene Teuerung im Jahresverlauf 2022 wieder deutlich sinken und sich 2023 auf einem Niveau stabilisieren, das unter dem Inflationsziel liegt. Den Basisprojektionen zufolge wird sich die durchschnittliche HVPI-Gesamtinflation 2021 auf 2,6 %, 2022 auf 3,2 %, 2023 auf 1,8 % und 2024 auf 1,8 % belaufen (siehe Abbildung 21). Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2021 wurde die Projektion für die HVPI-Inflation für den gesamten Projektionszeitraum nach oben korrigiert, und zwar für 2021 um 0,4 Prozentpunkte, für 2022 um 1,5 Prozentpunkte und für 2023 um 0,3 Prozentpunkte. Die hohen Energiepreise (für Kraftstoffe, Strom und Gas), die stärkere Nachfrage infolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie steigende Erzeugerpreise aufgrund der weltweiten Lieferengpässe und höherer Transportkosten haben zu einem kräftigen Anstieg des Inflationsdrucks geführt, der die Teuerung auch bis in das Jahr 2022 hinein aufrechterhalten dürfte. Allerdings dürfte die HVPI-Inflation 2022 vor allem aufgrund von Basiseffekten bei Energie- und Nicht-Energie-Komponenten zurückgehen, die zum Teil damit zusammenhängen, dass die vorübergehende Mehrwertsteuersenkung in Deutschland zum 1. Januar 2021 ausgelaufen ist. Der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge weitgehend der kurzfristigen Entwicklung der Gesamtinflation folgen, bevor er sich gegen Ende des Projektionszeitraums wohl wieder erhöhen wird, und dürfte 2021 bei 1,4 %, 2022 bei 1,9 %, 2023 bei 1,7 % und 2024 bei 1,8 % liegen. Auch in den Aufwärtskorrekturen des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel spiegelt sich der Einfluss der Lieferengpässe wider. Der Anstieg der zugrunde liegenden Inflation gegen Ende des Projektionszeitraums wird durch die Konjunkturerholung, ein stärkeres Lohnwachstum und höhere Inflationserwartungen gestützt.

Abbildung 21

Teuerung nach dem HVPI im Euroraum (einschließlich Projektionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, Dezember 2021.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2024 (Projektionen). Für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der Stichtag der 1. Dezember 2021.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

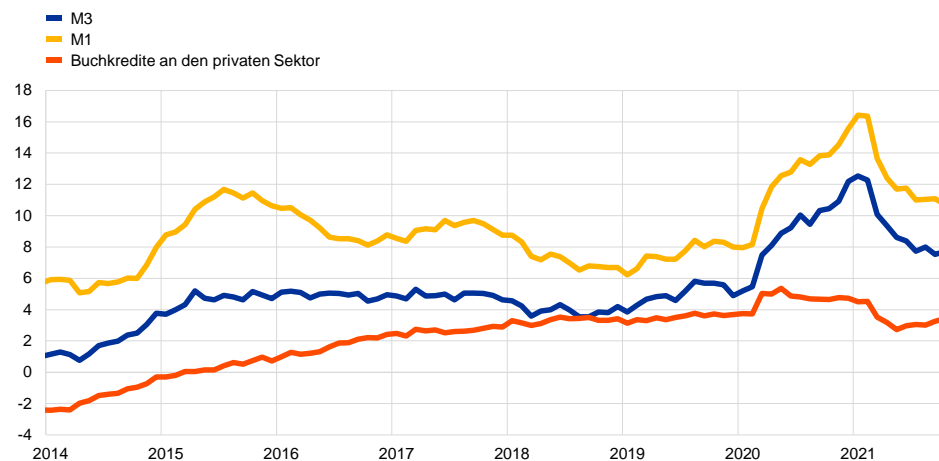
Die Geldschöpfung im Euro-Währungsgebiet beschleunigte sich im Oktober 2021 geringfügig. Grund hierfür war die gestiegene Unsicherheit in Bezug auf die Corona-Pandemie (Covid-19) und die politischen Stützungsmaßnahmen. Der Ankauf von Vermögenswerten durch das Eurosystem war nach wie vor die wichtigste Quelle der Geldschöpfung. Die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor nahm geringfügig zu und profitierte nach wie vor von den günstigen Finanzierungsbedingungen. Der Betriebskapitalbedarf der Unternehmen stützte derweil die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten. Begünstigt durch die Emission von Schuldverschreibungen und die Ausleihungen der Banken an Firmen stieg das Gesamtvolumen der Außenfinanzierung im dritten Quartal leicht an. Die Gesamtkosten der Außenfinanzierung der Unternehmen erhöhten sich von Juli bis Oktober 2021 aufgrund einer Verteuerung der Eigenkapitalaufnahme etwas, blieben jedoch deutlich unter dem zu Beginn der Pandemie verzeichneten Höchststand.

Im Oktober 2021 erhöhte sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 geringfügig. Die Jahreswachstumsrate von M3 nahm in diesem Monat auf 7,7 % zu, verglichen mit 7,5 % im September (siehe Abbildung 22). Grund hierfür war ein erheblicher Zufluss, der mit der gestiegenen Unsicherheit bezüglich der möglichen Auswirkungen der vierten Corona-Welle auf die Wirtschaft Europas im Zusammenhang stand. In der Quartalsbetrachtung näherte sich das Geldmengenwachstum weiter seinem längerfristigen Durchschnitt an. Was die Komponenten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so wurde das M3-Wachstum im Wesentlichen vom eng gefassten Geldmengenaggregat M1 bestimmt, das die liquidesten Komponenten von M3 umfasst. In der Pandemie ist bei den Geldhaltern generell eine starke Präferenz für liquide Vermögenswerte zu beobachten, die mit Vorsichtsmotiven zusammenhängt. Im zweiten und dritten Quartal 2021 schwächte sich das im ersten Pandemiejahr beobachtete kräftige Wachstum von M1 ab, da im Frühjahr und Sommer 2021 die Eindämmungsmaßnahmen gelockert wurden und eine konjunkturelle Erholung einsetzte. Im Oktober sank die jährliche Wachstumsrate der Geldmenge M1 weiter von 11,1 % auf 10,7 %, worin im Wesentlichen die Entwicklung bei den täglich fälligen Einlagen zum Ausdruck kam. Unterdessen stabilisierte sich die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs, die seit dem ersten Quartal 2021 rückläufig gewesen war, bei 8,5 %. Der Beitrag der sonstigen kurzfristigen Einlagen blieb im Oktober negativ, da die Nachfrage nach Termineinlagen sank. Nach einem zuvor sehr geringen Beitrag steuerten die marktfähigen Finanzinstrumente wieder mehr zum Geldmengenwachstum bei. Ausschlaggebend hierfür war die Suche nach Rendite im vorherrschenden Niedrigzinsumfeld.

Abbildung 22

M3, M1 und Buchkredite an den privaten Sektor

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



Quelle: EZB.

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

Das Wachstum der täglich fälligen Einlagen schwächte sich weiter ab. Ihre jährliche Zuwachsrate sank von 11,5 % im September auf 11,1 % im Oktober. Verantwortlich für den Rückgang waren hauptsächlich die privaten Haushalte, die in sektoraler Betrachtung den größten Beitrag leisten. Zu Beginn der Pandemie waren die Zuflüsse an Einlagen erheblich gewesen, da die Ersparnisse der Privathaushalte infolge der Eindämmungsmaßnahmen anstiegen und Unternehmen zusätzliche Liquiditätspolster bildeten. In Anbetracht der erhöhten Unsicherheit setzten sich diese Zuflüsse auch nach der Anfangsphase der Pandemie fort.²⁰ In jüngerer Zeit hat sich die Sparquote der privaten Haushalte angesichts des gestiegenen Verbrauchervertrauens und verbesserter Konsummöglichkeiten allmählich verringert. Vor dem Hintergrund der Impffortschritte und der Konjunkturerholung hat sich das vierteljährliche Wachstum der Bankeinlagen von Privathaushalten und Unternehmen wieder auf den vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswert verlangsamt. Die Einlagenbestände der Unternehmen und der privaten Haushalte entwickelten sich von Land zu Land unterschiedlich und spiegelten damit den heterogenen Liquiditätsbedarf sowie die Unterschiede zwischen den nationalen (finanzpolitischen) Stützungsmaßnahmen wider.

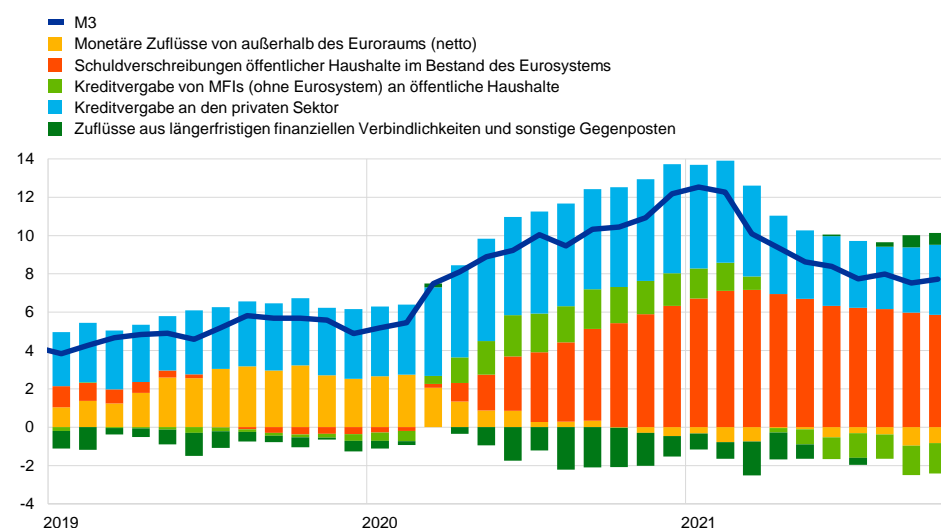
Die Geldschöpfung wurde im Oktober 2021 weiterhin maßgeblich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems bestimmt. Wie bereits in den Vorquartalen leistete der Nettoerwerb von Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe die roten Balkenabschnitte in Abbildung 23). Auch die Kreditvergabe an den privaten Sektor trug – wie in vorherigen Quartalen – erheblich zur Geldschöpfung bei (siehe die blauen Balkenabschnitte). Die sonstigen

²⁰ Siehe EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Gegenposten stützten das Wachstum der weit gefassten Geldmenge ebenfalls (siehe die dunkelgrünen Balkenabschnitte), da die günstigen Bedingungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) Anreize für die Banken schufen, längerfristige Verbindlichkeiten in GLRG-Mittel umzuschichten. Gedämpft wurde die Geldschöpfung dagegen im Wesentlichen von zwei Faktoren: erstens dem Verkauf von Staatsanleihen bzw. einer gesunkenen Emission von Staatspapieren (siehe die hellgrünen Balkenabschnitte), die eine geringere Bankkreditvergabe an öffentliche Haushalte zur Folge hatten, und zweitens den per saldo verzeichneten monetären Abflüssen aus dem Euroraum (siehe die gelben Balkenabschnitte), die durch eine verstärkte Portfolioumschichtung bedingt waren und mit einer Abschwächung des effektiven Euro-Wechselkurses einhergingen.

Abbildung 23
M3 und Gegenposten

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



Quelle: EZB.

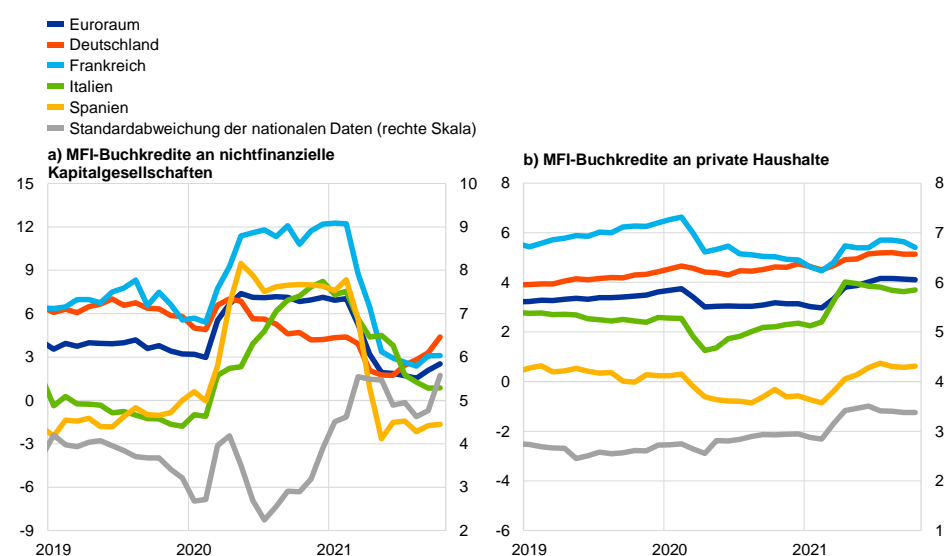
Anmerkung: Die Kreditvergabe an den privaten Sektor umfasst sowohl die MFI-Buchkredite an den privaten Sektor als auch die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen des privaten Sektors (ohne MFIs) im Euroraum. Somit schlägt sich darin auch der Erwerb von Schuldverschreibungen von Nicht-MFIs durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) nieder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021.

Das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor erhöhte sich im Oktober geringfügig (siehe Abbildung 22). Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte profitierte weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen und den verbesserten Wirtschaftsaussichten. Nach einer Abschwächung im ersten Halbjahr 2021 nahm das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor von 3,2 % im September auf 3,4 % im Oktober zu, wofür die Ausleihungen an Firmen verantwortlich waren. Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an Unternehmen stieg im Oktober auf 2,5 % (nach 2,1 % im September). Grund hierfür war eine Zunahme der kurzfristigen Kredite, die vermutlich mit dem Betriebskapitalbedarf der Unternehmen zusammenhing. Dennoch blieb das Wachstum der Buchkredite moderat, da die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten weiterhin durch hohe Barguthaben, einen Anstieg der selbst erwirtschafteten Mittel und die Verfügbarkeit alternativer Finanzierungsquellen aus dem Nichtbankenbereich

gedämpft wurde. Bei den privaten Haushalten belief sich die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite im Oktober unverändert auf 4,1 % (siehe Abbildung 24). Haupttriebfeder der Darlehensvergabe an private Haushalte waren nach wie vor die Hypothekarkredite; das Wachstum der Konsumentenkredite blieb indes verhalten. Die Entwicklung der Buchkreditvergabe verschleierte erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern, die unter anderem durch die ungleichen Auswirkungen der Pandemie und die uneinheitliche konjunkturelle Erholung bedingt sind.

Abbildung 24
MFI-Buchkredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Buchkredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021.

Aktuellen Angaben von kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) zufolge konnten diese in den vergangenen sechs Monaten leichter Außenfinanzierungsmittel aufnehmen als Anfang 2021; im weiteren Verlauf rechnen sie mit einer abermaligen Verbesserung. In der [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln](#) (SAFE) vom November 2021 gaben die

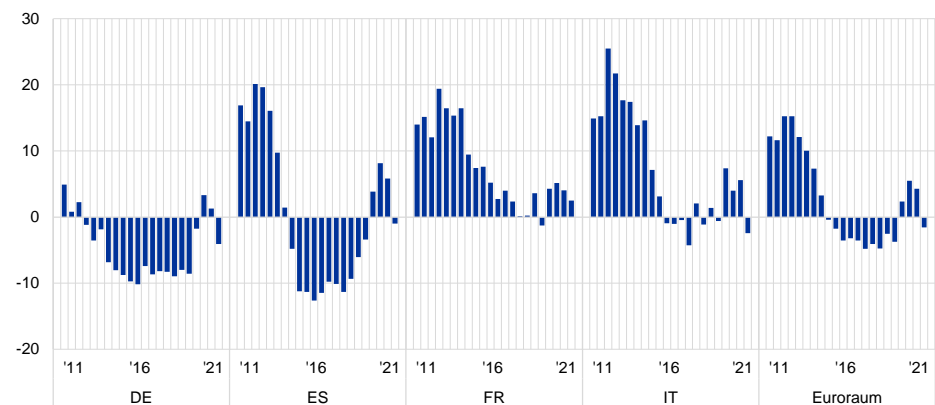
KMUs im Euroraum an, dass der leichtere Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln den entsprechenden gestiegenen Finanzierungsbedarf aufgewogen habe. Dies führte zu einer geringfügig negativen Außenfinanzierungslücke von -2 % (nach zuvor 4 %; siehe Abbildung 25). Zudem zeigten die Antworten auf die SAFE-Umfrage, dass die KMUs – und mehr noch die Großunternehmen – mit einer besseren Verfügbarkeit der meisten Außenfinanzierungsquellen rechneten. So wurden die Erwartungen der Firmen in Bezug auf die künftige Verfügbarkeit von Bankkrediten zunehmend von der insgesamt günstigeren Wahrnehmung der Finanzierungsbedingungen geprägt (siehe hierzu Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht). Im Einklang mit der anhaltenden Konjunkturerholung berichteten die KMUs im Eurogebiet von steigenden Umsätzen. Zugleich sanken die Gewinne weit weniger stark als in der

vorangegangenen Erhebung. Die schleppende Gewinnentwicklung war allgemein Ausdruck höherer Rohstoffpreise und Lohnkosten.

Abbildung 25

Veränderung der von den KMUs im Euroraum wahrgenommenen Außenfinanzierungslücke

(gewichtete Nettosalden)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).
Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungslücke verbindet Daten zum Finanzierungsbedarf mit Daten zur Verfügbarkeit von Bankkrediten, Kreditlinien und Handelskrediten sowie zur Emission von Aktien und Schuldverschreibungen auf Firmenebene. Der Indikator nimmt bei jedem der fünf erfassten Finanzierungsinstrumente einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, wird der Wert 0,5 (-0,5) zugewiesen. Der Indikator wird als gewichteter Durchschnitt der Finanzierungslücken der fünf Instrumente berechnet. Ein positiver Wert des Indikators deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Die Werte werden mit 100 multipliziert, um Nettosalden (in Prozent) zu erhalten. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 3 (März bis September 2010) bis 25 (April bis September 2021) der SAFE-Umfrage.

Die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum wurden durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB begünstigt und verharren in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

Obwohl die risikofreien Zinssätze und Bankanleiherenditen seit September 2021 gestiegen sind, bewegt sich der Indikator für die Kosten der Fremdfinanzierung weiter unterhalb des Vorpandemieniveaus (siehe Abbildung 26). Dass die Finanzierungskosten der Banken dem Aufwärtsdruck bislang standgehalten haben, hat drei Gründe: Erstens setzt sich die Neubepreisung von Einlagen fort, und die Banken im Euroraum erheben vermehrt negative Zinsen auf Unternehmenseinlagen. Auch Einlagen privater Haushalte werden inzwischen häufiger negativ verzinst, allerdings ausgehend von relativ niedrigen Werten. Gegenwärtig sind 6,5 % der Einlagen privater Haushalte von einer Negativverzinsung betroffen.²¹ Zweitens haben die Banken ihren Fremdfinanzierungsanteil erheblich verringert, da sie sich zu sehr günstigen Konditionen über die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) sowie die längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) refinanzieren können. Drittens trugen das APP und das PEPP der EZB dazu bei, den Aufwärtsdruck auf die Renditen von Bankanleihen zu begrenzen und die Divergenzen zwischen den Finanzierungsbedingungen in den einzelnen Ländern, Risikoklassen und Laufzeitbereichen im Verhältnis zum vor der Pandemie verzeichneten Niveau zu verringern. Darüber hinaus wurden die Preise für gedeckte Bankanleihen durch das dritte Programm der EZB zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) gestützt. Neben den geldpolitischen Maßnahmen

²¹ Siehe EZB, [Financial Stability Review, November 2021](#).

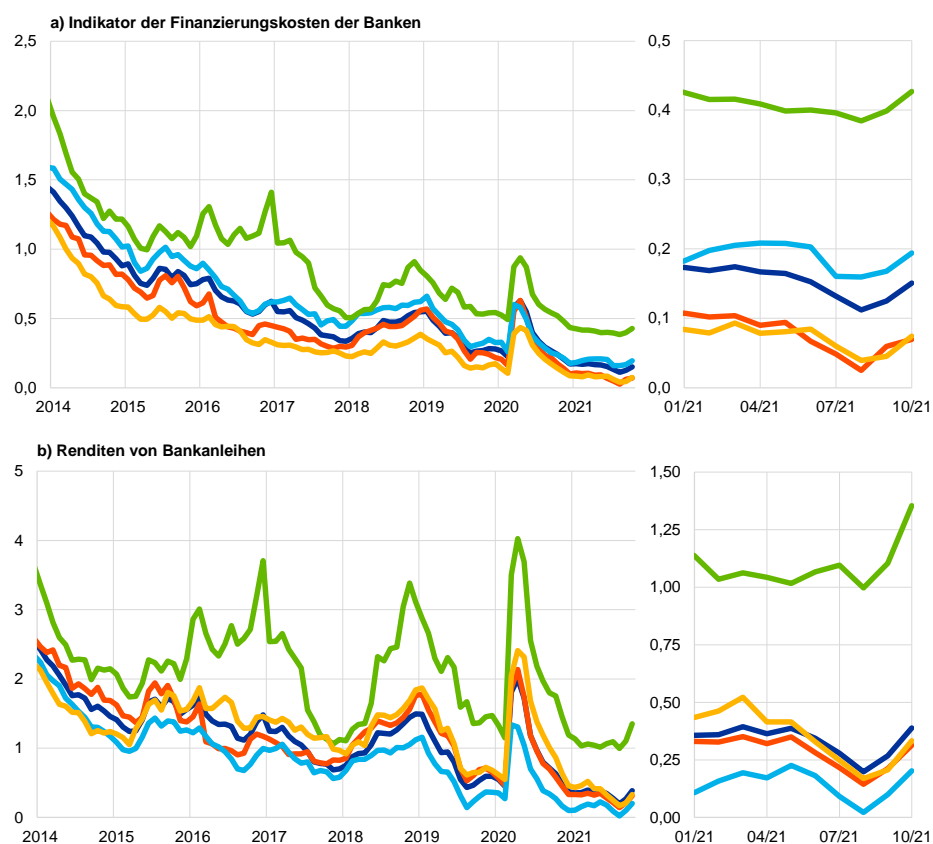
der EZB trägt auch das Programm „Next Generation EU“ zu einem niedrigeren Renditeniveau bei, da es eine kräftigere und einheitlichere Erholung im gesamten Euro-Währungsgebiet begünstigt.

Abbildung 26

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken gibt die gewichteten Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt an. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021.

Die Kreditzinsen der Banken lagen im Oktober 2021 nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefstände.

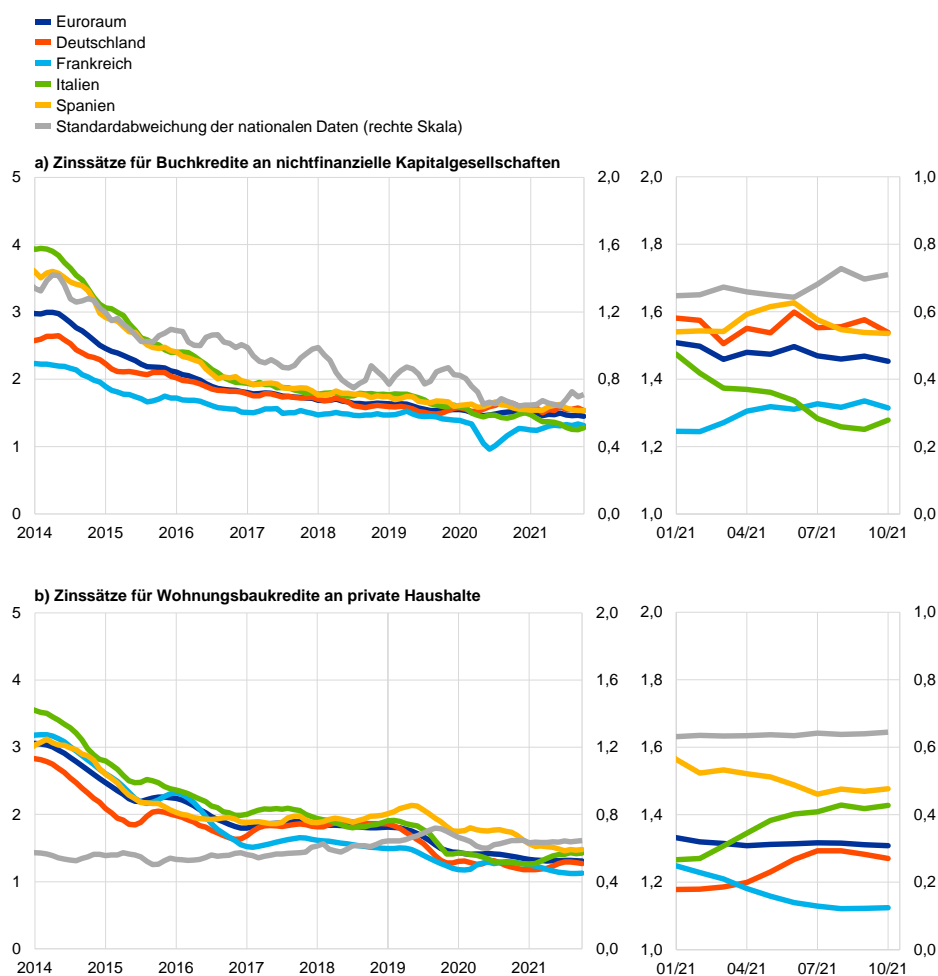
Die gewichteten Zinssätze für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sanken auf 1,43 %, während die gewichteten Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 1,31 % weitgehend unverändert blieben (siehe Abbildung 27). Der Rückgang der Zinsen für Unternehmenskredite war vornehmlich der Entwicklung in den größten Euro-Ländern geschuldet. Zudem vergrößerte sich der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und für große Kredite, wofür in erster Linie eine höhere Verzinsung sehr kleiner Kredite verantwortlich war. Er war allerdings weiterhin kleiner als vor der

Pandemie. Die Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie hat sich im Zuge der weltweiten Ausbreitung neuer Virusvarianten und der vierten Corona-Welle erhöht. Bislang ist es durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB jedoch gelungen, eine breit angelegte Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu verhindern, die die negativen Auswirkungen der neuen Virusvarianten auf die Wirtschaft im Eurogebiet zusätzlich verstärkt hätte.

Abbildung 27

Gewichtete Kreditzinsen der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Indikator der Bankkreditkosten insgesamt errechnet sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021.

Das Gesamtaußenfinanzierungsvolumen der Unternehmen nahm im dritten Quartal 2021 zu.

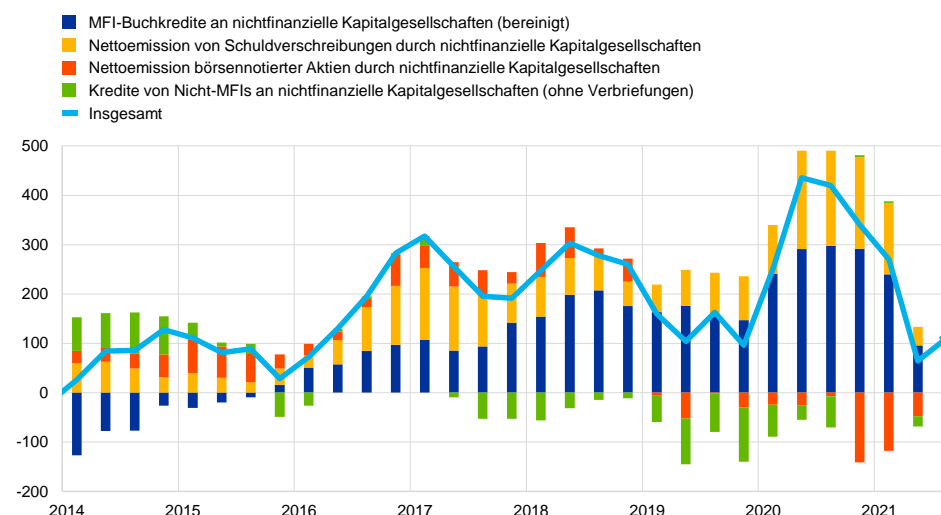
Das jährliche Wachstum der Außenfinanzierung wurde durch die niedrigen Fremdfinanzierungskosten gestützt und erhöhte sich leicht von 2,1 % im Juni auf 2,2 % im September. Die höheren Außenfinanzierungsströme im dritten Quartal 2021 waren hauptsächlich auf eine regere Vergabe von Bankkrediten an Unternehmen sowie eine verstärkte Emission von Schuldverschreibungen zurückzuführen, während Kredite von Nichtbanken einen kleineren positiven Beitrag

leisteten (siehe Abbildung 28). Die Kreditnachfrage der Unternehmen wurde durch kräftigere Unternehmensinvestitionen angekurbelt, während günstigere Gewinnerwartungen, höhere einbehaltene Gewinne, die umfangreichen Liquiditätspolster und die hohe Bruttoverschuldung der Firmen in die entgegengesetzte Richtung wirkten. In den besonders stark von Lieferengpässen betroffenen Ländern und Sektoren haben ein höherer Bedarf an Betriebskapital aufgrund von Produktionsverzögerungen und der Wiederaufstockung der Lagerbestände zu einem Anstieg der kurzfristigen Kreditaufnahme geführt. Insgesamt bevorzugten die Unternehmen jedoch weiterhin längerfristige Finanzierungsinstrumente. Dies lässt darauf schließen, dass Außenfinanzierungsmittel eher für Unternehmensinvestitionen als zum Aufbau von Liquiditätspolstern verwendet werden.

Abbildung 28

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum (netto)

(jährliche Ströme in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Schätzungen, Eurostat und Dealogic.

Anmerkung: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus MFI-Buchkrediten, der Nettoemission von Schuldverschreibungen, der Nettoemission von börsennotierten Aktien und Buchkrediten von Nicht-MFIs. Die MFI-Buchkredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die Buchkredite von Nicht-MFIs umfassen Kredite (ohne Verbriefungen) von sonstigen Finanzinstituten, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen. Der schraffierte Balken und die hellblaue Raute zeigen den Nowcast für das dritte Quartal 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet für das zweite Quartal 2021. Die Schätzungen für das dritte Quartal 2021 beruhen auf Daten der EZB aus der MFI-Bilanzstatistik und der Statistik über Wertpapieremissionen sowie auf Daten von Dealogic.

Die gesamten nominalen Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (bestehend aus Bankkrediten, Anleiheemissionen am Markt und Beteiligungsfinanzierung) nahmen im Zeitraum von Juli bis Oktober 2021 zu, wofür vor allem höhere Kosten der Finanzierung über Eigenkapital verantwortlich waren. Im Oktober 2021 stiegen die

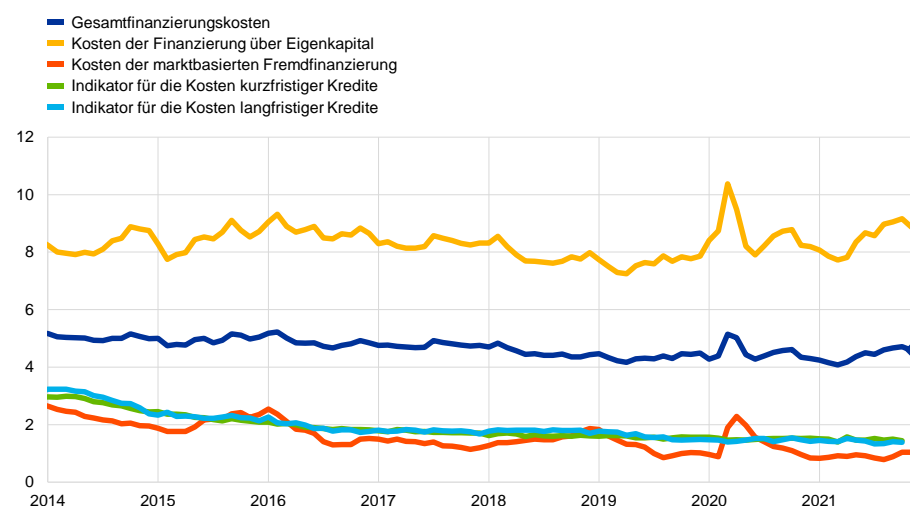
Außenfinanzierungskosten auf 4,7 % (siehe Abbildung 29). Damit lagen sie rund 40 Basispunkte unter dem Höchststand vom März 2020, aber 60 Basispunkte über dem historischen Tiefstand vom März 2021. Die Zunahme im Oktober 2021 war in erster Linie gestiegenen Eigenkapitalkosten geschuldet, in denen sich ein Anstieg der risikofreien Zinssätze sowie – wenn auch in weitaus geringerem Maße – der Aktienrisikoprämie widerspiegelte. Die gestiegenen risikofreien Zinssätze trieben auch die Kosten für die marktbasierende Fremdfinanzierung in die Höhe, die auf den

höchsten Stand seit Oktober 2020 kletterten, obwohl sich die Spreads von Unternehmensanleihen kaum veränderten. Von Ende Oktober bis zum 15. Dezember verringerten sich die Gesamtfinanzierungskosten Schätzungen zufolge marginal, wobei die erneut leicht gestiegenen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung durch niedrigere Eigenkapitalkosten mehr als ausgeglichen wurden. Der Rückgang der Eigenkapitalkosten war wiederum darauf zurückzuführen, dass die leicht gestiegene Aktienrisikoprämie durch niedrigere risikofreie Zinssätze mehr als wettgemacht wurde. Deren Rückgang reichte allerdings nicht aus, um die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung zu senken, da sich zugleich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen vergrößerten, und zwar vor allem im Segment der hochverzinslichen Anleihen.

Abbildung 29

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entsprechen dem gewichteten Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die dunkelblauen Rauten markieren die Nowcasts der Gesamtfinanzierungskosten für November und Dezember 2021, die auf der Annahme beruhen, dass die Bankkreditzinsen unverändert auf ihrem Niveau von Oktober 2021 verbleiben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 15. Dezember 2021 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 10. Dezember 2021 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. Oktober 2021 (Kreditkosten; monatliche Daten).

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Wenngleich die Coronakrise (Covid-19) die öffentlichen Finanzen im Jahr 2021 weiter stark belastete, so zeichnet sich in den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 bereits eine Verbesserung des Finanzierungssaldos ab. Nachdem die Defizitquote im Jahr 2020 mit 7,2 % einen Höchststand erreicht hatte, dürfte sie 2021 auf 5,9 % gesunken sein. Im Jahr 2022 sollte sie weiter auf 3,2 % zurückgehen und sich bis Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2024 bei knapp 2 % einpendeln. Diese Verbesserung ergibt sich aus dem Zusammenspiel höherer konjunkturbereinigter Primärsalden und, insbesondere ab 2022, eines deutlich größeren Beitrags der Konjunkturkomponente. Der fiskalische Kurs im Euroraum – bereinigt um die Transfers aus dem Hilfsprogramm Next Generation EU (NGEU) – wurde 2021 nur geringfügig gestrafft, während im Jahr zuvor eine starke Lockerung erfolgt war. Im Jahr 2022 dürfte er spürbar restriktiver ausfallen, dabei aber weit hinter dem zuvor projizierten Wert zurückbleiben. Hauptursache für diese Entwicklung wird das Auslaufen eines bedeutenden Teils der Krisenunterstützung sein. Auch für den weiteren Verlauf des Projektionszeitraums wird eine Kursstraffung erwartet. Allerdings dürfte sie deutlich geringer ausfallen, da die Wirtschaft in den nächsten Jahren nach wie vor umfassend durch staatliche Maßnahmen gestützt werden wird. Eine unterstützende, auf der allmählichen Rückführung fiskalpolitischer Maßnahmen beruhende Finanzpolitik würde grundsätzlich die Konjunkturerholung im Eurogebiet stärken und längerfristige negative Folgen mindern. Solch eine Unterstützung würde auch die Anpassung der Wirtschaft an die sich abzeichnenden strukturellen Veränderungen erleichtern. Mit wachstumsfreundlichen und zielgerichteten finanzpolitischen Maßnahmen ließen sich Anfälligkeiten wirksam beseitigen. Das NGEU-Programm und das Klimapakete „Fit für 55“ ergänzen die einzelstaatlichen Maßnahmen und dürften zu einer stärkeren, umweltverträglicheren und gleichmäßigeren Erholung beitragen.

Den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2021 zufolge wird sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum ab 2021 stetig verbessern.²² So dürfte die öffentliche Defizitquote 2021 auf 5,9 % zurückgegangen sein, nachdem sie 2020 mit 7,2 % einen historischen Höchststand erreicht hatte. Im Jahr 2022 wird sie voraussichtlich noch stärker sinken und 3,2 % erreichen. Auch in den beiden Folgejahren wird sie laut Projektionen zunächst auf 2,1 % und schließlich auf 1,8 % zurückgehen (siehe Abbildung 30). Die pandemiebedingte Unterstützung für die Wirtschaft belief sich 2020 auf rund 4,1 % des BIP. Im Jahr 2021 dürften die Krisen- und Konjunkturmaßnahmen eine Größenordnung von rund 4,4 % des BIP erreicht haben. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Regierungen ihre Notmaßnahmen entweder verlängert oder nach und nach ausgeweitet bzw.

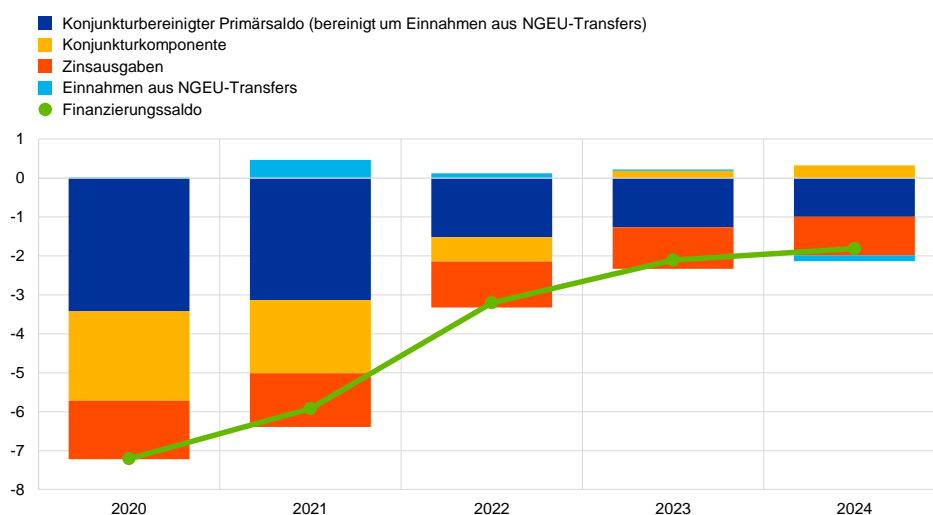
²² Siehe EZB, [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

zusätzliche – zum Teil mit Einnahmen aus NGEU-Transfers²³ finanzierte – Schritte unternommen haben, um die wirtschaftliche Erholung zu stützen. Die Konjunkturkomponente, die 2020 stark negativ und daher mit ursächlich für die deutliche Ausweitung des staatlichen Defizits war, dürfte 2021 (freilich nur etwas) geringfügiger zum Tragen gekommen sein. Ab 2022 soll sich der öffentliche Finanzierungssaldo deutlicher verbessern. Als Grund hierfür wird ein höherer konjunkturbereinigter Primärsaldo genannt, der sich daraus ergibt, dass ein Großteil der nicht mit NGEU-Mitteln finanzierten Notmaßnahmen auslaufen wird. Darüber hinaus dürfte der negative Einfluss der Konjunkturkomponente ab 2022 rasch nachlassen, und ab 2023 wird schließlich ein leicht positiver Beitrag erwartet. Die allmählich sinkenden Zinsausgaben dürften sich – zwar in geringerem Maße, aber über den gesamten Projektionszeitraum hinweg – ebenfalls günstig auf den Finanzierungssaldo auswirken.

Abbildung 30

Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Dezember 2021.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Nach einer sehr deutlichen Lockerung im Jahr 2020 dürfte der fiskalische Kurs 2021 auf Euroraumebene geringfügig gestrafft worden sein.²⁴ Ausgehend von den immer noch umfangreichen Stützungsmaßnahmen sollte 2022 eine stärker restriktive fiskalische Ausrichtung einsetzen, wenn sich die staatliche Unterstützung

²³ Die NGEU-Transfers belaufen sich im Projektionszeitraum auf jährlich rund 0,5 % des BIP; ab 2022 werden sie allmählich sinken. Im Verbund mit einem begrenzten Umfang von Krediten dürften sie die im Haushalt veranschlagten Staatsausgaben zu rund 2,5 % des BIP gegenfinanzieren. Die sich im Zusammenhang mit den NGEU-Transfers auf supranationaler europäischer Ebene ergebenden Werte für Defizit und Schuldenstand sind nicht Gegenstand dieses Abschnitts zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen.

²⁴ Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Impulses der diskretionären Fiskalpolitik auf die Volkswirtschaft – ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus – wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die Einnahmen aus den NGEU-Transfers aus dem EU-Haushalt keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Konzept des Fiskalkurses im Euroraum siehe EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

mit dem Auslaufen der pandemiebedingten, befristeten Hilfsmaßnahmen nach und nach verringert. In den Jahren 2023 und 2024 dürfte der Fiskalkurs weiter moderat gestrafft werden.²⁵ Dessen ungeachtet wird die wirtschaftliche Erholung während des gesamten Projektionszeitraums nach wie vor in hohem Maße durch Fiskalmaßnahmen unterstützt. Dies zeigt sich in einem weiterhin deutlich negativen Primärsaldo.

Die Länder des Eurogebiets haben nicht nur fiskalpolitische Maßnahmen zur Stützung ihrer Volkswirtschaften ergriffen, sondern auch umfangreiche Kreditgarantie-Ermächtigungen geschaffen, um die Liquidität der Unternehmen zu stärken. Insgesamt standen diese Garantieermächtigungen im Jahr 2021 mit rund 19 % des euroraumweiten BIP zu Buche. Die kumulierte Inanspruchnahme von im Zeitraum 2020-2021 vergebenen Garantien beträgt schätzungsweise 9 % des BIP. Allerdings verbergen sich hinter dieser Schätzung deutliche länderspezifische Unterschiede hinsichtlich des Umfangs des Ermächtigungsrahmens und der Inanspruchnahme. Die Kreditgarantien stellen Eventualverbindlichkeiten der Staaten dar; bei Inanspruchnahme führen sie zu öffentlichen Mehrausgaben und damit zu einem Anstieg der Staatsverschuldung.

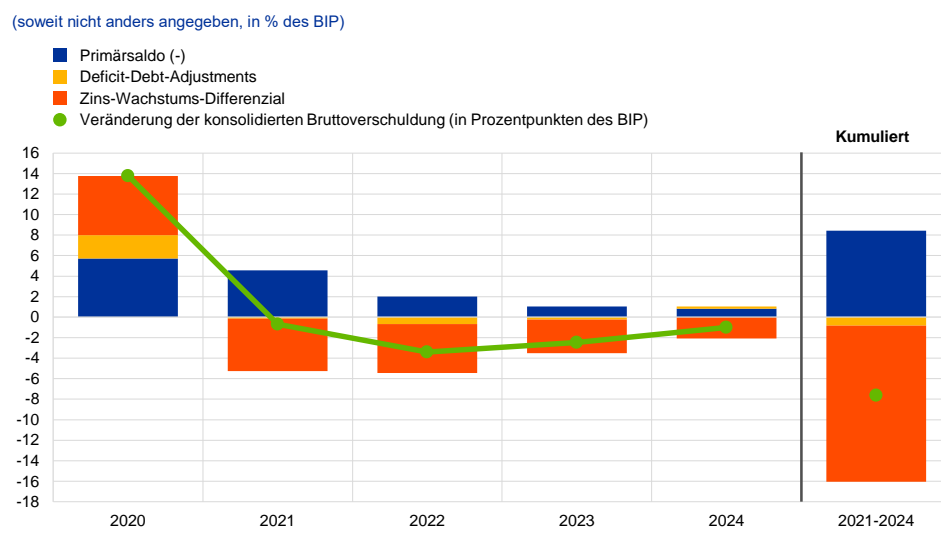
Gegenüber den Stabsprojektionen der EZB vom September 2021 wird nun für 2021 eine deutliche Verbesserung des öffentlichen Finanzierungssaldos projiziert; für 2022 wird mit einer leichten Verschlechterung gerechnet. So wurde der auf Euroraumebene erwartete Finanzierungssaldo in Relation zum BIP für das Jahr 2021 um 1,1 Prozentpunkte auf -5,9 % nach oben korrigiert. Für 2022 ergibt sich eine Abwärtsrevision um 0,2 Prozentpunkte auf -3,2 %, und 2023 bleibt der Finanzierungssaldo mit -2,1 % unverändert. Ausschlaggebend für diese Entwicklung ist der 2021 wohl restriktiver ausgefallene fiskalische Kurs, bei dem die Schätzungen übersteigende Staatseinnahmen und etwas weniger umfangreiche diskretionäre Konjunkturstützungsmaßnahmen zum Tragen gekommen sind. Die Korrektur des für 2022 erwarteten Fiskalkurses spiegelt in erster Linie die zusätzlichen Stimulierungsmaßnahmen in den Haushalten für das Jahr 2022, in geringerem Maße aber auch expansiv wirkende nichtdiskretionäre Faktoren auf der Einnahmenseite wider.

Nach einem deutlichen Anstieg 2020 dürfte die gesamtstaatliche Schuldenquote im Eurogebiet im Jahr 2021 leicht auf knapp 97 % zurückgegangen sein und bis 2024 weiter auf rund 90 % sinken. Die Schuldenquote erhöhte sich 2020 um 14 Prozentpunkte. Im Jahr 2021 dürfte der sich verbessernde, aber noch immer stark defizitäre Primärsaldo durch einen deutlich schuldensenkenden Beitrag des Zins-Wachstums-Differenzials mehr als ausgeglichen worden sein. In den Jahren 2022 und 2023 wird die Schuldenquote voraussichtlich stärker sinken, da die zwar weiterhin schuldenstandserhöhenden, aber rückläufigen Primärdefizite durch günstige Beiträge des Zins-Wachstums-Differenzials und in geringerem Umfang durch negative Deficit-Debt-Adjustments überwogen werden (siehe Abbildung 31). Im Ergebnis dürfte sich die öffentliche

²⁵ Der fiskalische Kurs im Eurogebiet belief sich im Jahr 2020 auf -4,2 Prozentpunkte des BIP. Bereinigt um Einnahmen aus NGEU-Transfers wird er für 2021 auf +0,2 Prozentpunkte des BIP geschätzt; im Jahr 2022 dürfte er (in Relation zum BIP) bei +1,1 Prozentpunkten und 2023 bzw. 2024 bei jeweils +0,3 Prozentpunkten liegen.

Schuldenquote am Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2024 bei rund 90 % einpendeln und damit 6 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisenstand liegen. Insgesamt hat die Coronakrise die Entwicklung des öffentlichen Schuldenstands im Euroraum deutlich weniger belastet, als in ihrer Anfangsphase allgemein erwartet worden war.²⁶

Abbildung 31
Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren



Quellen: EZB und EZB, Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen, Dezember 2021.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Die Unternehmen und privaten Haushalte, die am härtesten von der anhaltenden Pandemie getroffen werden, sollten eine zielgerichtete und wachstumsfördernde Unterstützung durch die nationale Finanzpolitik erhalten.

Eine solche Politik, die grundsätzlich eine allmähliche Rückführung der fiskalischen Hilfsmaßnahmen verfolgt, würde die Konjunkturerholung stärken und längerfristige negative Folgen mindern. Die allmähliche Verringerung der Haushaltsungleichgewichte sollte auf einer entschieden wachstumsfreundlicheren Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen sowie auf Strukturreformen beruhen, die das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaften im Euroraum erhöhen. Die Aufbau- und Resilienzfähigkeit von NGEU sowie das Klimapaket „Fit für 55“ können hierbei wertvolle Unterstützung leisten, indem sie nicht zuletzt den ökologischen und digitalen Wandel beschleunigen.

²⁶ So gingen die Fachleute des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2020 noch von einer rund 6,7 Prozentpunkte höheren Schuldenquote zum Jahresende 2022 aus als in ihren aktuellen Projektionen.

Kästen

1 Störungen der Lieferketten und ihre Auswirkungen auf die Weltwirtschaft

Maria Grazia Attinasi, Mirco Balatti, Michele Mancini und Luca Metelli

Die Engpässe in den internationalen Produktionsnetzwerken, die seit Ende 2020 auftraten, sind Ausdruck von Ungleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage bei bestimmten Waren und beeinträchtigen die laufende weltwirtschaftliche Erholung. Störungen in den globalen Produktionsnetzwerken – auch Lieferengpässe genannt – sind ein vielschichtiges Phänomen. Der durch die Corona-Pandemie (Covid-19) ausgelöste Konjunkturerinbruch und die nachfolgende Erholung waren in ihrer Tragweite beispiellos. Sie spiegelten die enormen Verschiebungen von Angebot und Nachfrage wider, die sich aus dem Herunter- und Wiederhochfahren der Volkswirtschaften ergaben und die vor dem Hintergrund umfangreicher geld- und fiskalpolitischer Impulse sowie der hohen akkumulierten Ersparnisse vor allem in den Industrieländern zu sehen waren. Zudem wurden durch die pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen die Konsummöglichkeiten im Dienstleistungssektor (insbesondere im Bereich Reise-, Tourismus- und Freizeitdienstleistungen) erheblich eingeschränkt, wodurch sich die Nachfrage auf Waren konzentrierte. Dies verstärkte den ohnehin bereits kräftigen Konjunkturaufschwung in dieser Branche noch weiter. Angesichts des starken Nachfrageschubs hatten Lieferanten von Waren weltweit Probleme, der Zunahme an Bestellungen nachzukommen. Darüber hinaus entfalteten auch idiosynkratische Störungen der Lieferketten, die beispielsweise durch die verschiedenen Pandemiewellen oder widrige Wetterereignisse bedingt waren, ihre Wirkung. Sie bremsten das Wachstum von Wirtschaft und Handel und ließen letztlich die Preise steigen. Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Merkmale der bestehenden Lieferengpässe beleuchtet. Im Zuge dessen werden zunächst die Störungen der Lieferketten von den nachfrageseitigen Faktoren abgegrenzt. Dabei wird die Annahme zugrunde gelegt, dass die nachfrageseitigen Faktoren Ausdruck der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus sind, während die Störungen der Lieferketten die Erholung tatsächlich bremsen können und deshalb sorgfältig beobachtet werden müssen. Anschließend wird empirisch untersucht, inwieweit sich die Lieferkettenstörungen auf die Weltwirtschaft und die Preise auswirken, und es werden Annahmen erstellt, wie sich diese Störungen im weiteren Verlauf entwickeln könnten.¹

¹ Eine Analyse der Auswirkungen der Lieferkettenstörungen auf die Industrieproduktion im Euroraum findet sich in Kasten 7 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Die Störungen in den Lieferketten belasten die Wirtschaftstätigkeit und den Handel weltweit.

Die wichtigsten Aspekte dabei sind a) Schwierigkeiten im Logistik- und Transportsektor, b) ein Mangel an Halbleitern, c) pandemiebedingte Einschränkungen der wirtschaftlichen Aktivität und d) ein Arbeitskräftemangel. Der Transport von Waren auf dem Seeweg ist weltweit erheblich beeinträchtigt. Grund hierfür ist die Tatsache, dass sich Frachtcontainer zur falschen Zeit am falschen Ort befanden und Staus in den Containerhäfen auftraten. Dies ist vor dem Hintergrund der raschen weltwirtschaftlichen Erholung, der Verlagerung der Konsumnachfrage von Dienstleistungen hin zu Waren und der damit einhergehenden hohen Importvolumina zu sehen. Erschwerend kamen Schließungen von Hafenanlagen aufgrund lokal begrenzter und asynchroner Corona-Ausbrüche hinzu.² Dementsprechend stiegen die Frachtkosten für Lieferungen insbesondere aus den wichtigsten Häfen Asiens in die Vereinigten Staaten und nach Europa seit Ende 2020 sprunghaft an. Der Mangel an Halbleitern setzte in der zweiten Jahreshälfte 2020 ein und ist in der Automobilindustrie besonders ausgeprägt. Während der ersten Lockdownphase fuhren die Automobilhersteller ihre Bestellungen an Computerchips zurück; zugleich zog die Chipnachfrage für andere elektronische Geräte deutlich an (in erster Linie aufgrund der Einführung der Homeoffice-Pflicht). Die Pkw-Hersteller wurden von der kräftigen Zunahme der Neuwagenbestellungen im zweiten Halbjahr 2020 überrascht. Da in der Halbleiterindustrie kaum Kapazitätsreserven vorhanden waren, konnte die Chipproduktion mit der hohen Nachfrage nicht Schritt halten. Dies war möglicherweise auch eine Folge unzureichender Investitionen in den Jahren vor der Pandemie.³ Der Arbeitskräftemangel scheint hingegen weniger verbreitet und eher auf bestimmte Länder wie die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich konzentriert zu sein. In beiden Ländern liegen die Indikatoren für die Arbeitsmarktspannung – anders als bei der langsamen Erholung nach der globalen Finanzkrise – bereits jetzt über dem Vorkrisenniveau. Dass sowohl die Matching-Effizienz als auch die Erwerbsbeteiligung sanken, war unter anderem einer höheren Arbeitslosenunterstützung, vorzeitigen Verrentungen und der Notwendigkeit, in der Pandemie Kinder und andere Familienangehörige zu betreuen, geschuldet. Aber auch die Zurückhaltung der Arbeitskräfte, eine Stelle in kontaktintensiven Branchen anzutreten, spielte hier eine Rolle.⁴ Und schließlich könnten die negativen Auswirkungen der genannten Faktoren auf die Lieferketten noch durch den „Peitscheneffekt“ verschärft werden. Dabei handelt es sich um einen gängigen Verstärkungseffekt, bei dem die Unternehmen ihre Lagerbestände ausweiten, weil sie vor dem Hintergrund vorhandener Engpässe bei wichtigen Produktionsmitteln, wie etwa Rohstoffen und Vorleistungsgütern, eine kräftige Nachfrage erwarten.

² Siehe auch EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021.

³ Siehe auch EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021.

⁴ Siehe auch Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Die weit verbreiteten Störungen in den globalen Produktionsnetzwerken zeigen sich am deutlichsten in der Verlängerung der Lieferzeiten von Zulieferern, die seit Ende 2020 in den Industriestaaten zu beobachten ist.

Einer der Indikatoren, der am häufigsten als Näherungswert für derartige Engpässe herangezogen wird, ist der Teilindex des globalen Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Lieferzeiten der Zulieferer. Mit ihm lässt sich quantifizieren, wie lange es dauert, bis Produktionsmittel an die Unternehmen geliefert werden. Ein großer Vorteil dieses Teilindex liegt darin, dass er unterschiedliche Arten von Kapazitätsengpässen abbilden kann (z. B. Engpässe bei Vorleistungsgütern, Transportverzögerungen oder Arbeitskräftemangel). Dadurch wird er zu einem umfassenden Indikator für Störungen in den internationalen Produktionsnetzwerken.⁵ Der Indikator lässt darauf schließen, dass sich die Lieferfristen der Zulieferer in den vergangenen Monaten massiv verlängert haben (siehe Abbildung A, Grafik a). Zudem zeigt sich, dass diese längeren Lieferzeiten hartnäckiger sind als während des ursprünglichen Covid-19-Schocks. Die Abbildung deutet auch darauf hin, dass erhebliche Unterschiede zwischen den Industrie- und den Schwellenländern bestehen. So sind Volkswirtschaften wie die Vereinigten Staaten, das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich viel stärker betroffen als große Schwellenländer. Außerdem ist der Anstieg des EMI-Teilindex der Lieferzeiten zwar in den meisten Sektoren zu beobachten, jedoch bei bestimmten Produktarten wie (technologischen) Ausrüstungen besonders ausgeprägt (siehe Abbildung A, Grafik b). Das ist wiederum ein Hinweis darauf, dass der Mangel an Vorleistungsgütern in diesen Sektoren gravierender ist.

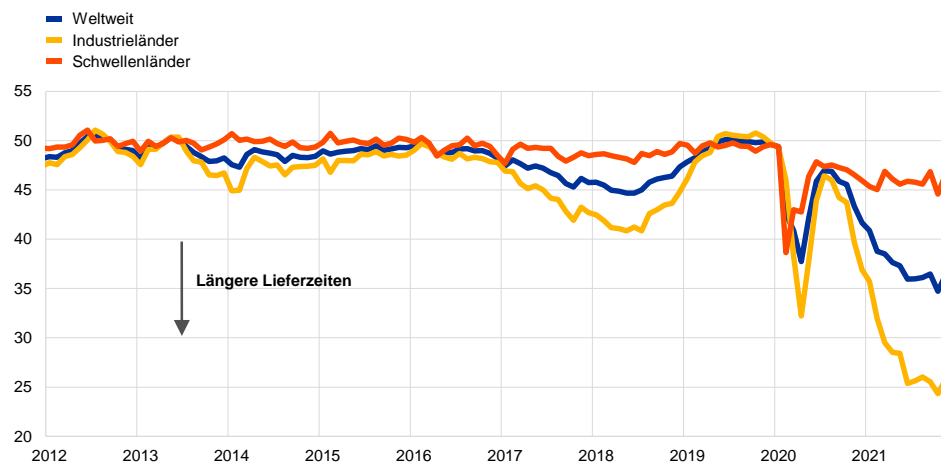
⁵ Ein alternativer Indikator für Lieferengpässe sind die Frachtkosten. Sie bilden das Phänomen aber nur zum Teil ab, da sie ausschließlich den Logistiksektor abdecken. Der EMI-Teilindex der Lieferzeiten ist dagegen breiter gefasst und weist einen engeren Gleichlauf mit der Konjunkturentwicklung auf.

Abbildung A

Lieferzeiten der Zulieferer

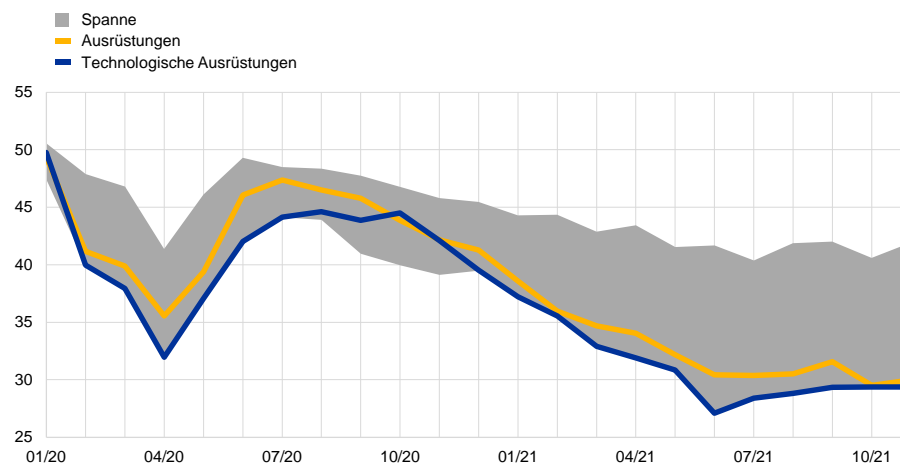
a) EMI-Teilindex der Lieferzeiten in verschiedenen Regionen

(Diffusionsindizes)



b) Globaler EMI-Teilindex der Lieferzeiten in verschiedenen Sektoren

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der schattierte Bereich in Grafik b markiert die Spanne zwischen dem niedrigsten und dem höchsten Stand des EMI-Teilindex der Lieferzeiten in 15 Sektoren (Grundstoffe, chemische Erzeugnisse, Rohstoffe, Forstwirtschaft und Papiergewerbe, Metalle und Bergbau, Konsumgüter, Kraftfahrzeuge und Kraftfahrzeugteile, Getränke und Nahrungsmittel, Getränke, Nahrungsmittel, Haushaltswaren und persönliche Gebrauchsgegenstände, Industriegüter, Baustoffe, Ausrüstungen, technologische Ausrüstungen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021.

Die längeren Lieferzeiten sind Ausdruck der Störungen in den Produktionsnetzwerken und weisen eine gewisse Prozyklizität zu den Produktionsschwankungen auf.

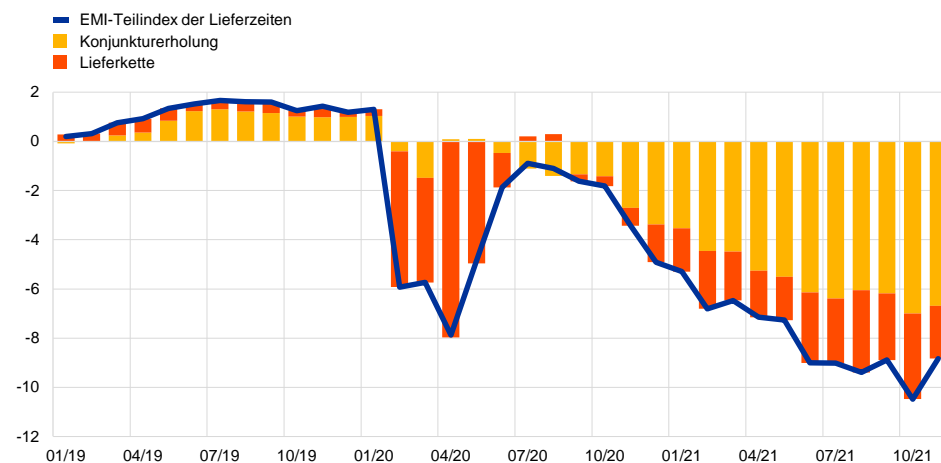
Der EMI-Teilindex der Lieferzeiten bewegt sich tendenziell in engem Gleichlauf mit dem globalen EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, der den Konjunkturzyklus näherungsweise abbildet. Dies deutet darauf hin, dass sich bei einem Anstieg der Produktion die Lieferzeiten tendenziell verlängern. Um Änderungen des EMI-Teilindex der Lieferzeiten um die normalen Verlängerungen der Lieferzeiten aufgrund zyklischer Schwankungen zu bereinigen, wird hier ein monatliches bivariates vektorautoregressives Modell (VAR-Modell) auf den globalen EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe (ohne Eurogebiet) und den globalen EMI-Teilindex der Lieferzeiten angewendet. Hierbei

werden durch die Nachfrageerholung und Lieferkettenstörungen ausgelöste Schocks mittels Vorzeichenrestriktionen identifiziert.⁶ Konkret wird hier unterstellt, dass sich Störungen der Lieferketten in längeren Lieferzeiten und einer geringeren Produktion niederschlagen, während ein konjunkturbedingter Anstieg der Nachfrage sowohl die Lieferzeiten als auch die Produktion steigen lässt. Mithilfe dieses Ansatzes lassen sich die strukturellen Schocks, die den Änderungen des EMI-Teilindex der Lieferzeiten zugrunde liegen, ermitteln. Dies gilt insbesondere für den angebotsseitigen Schock, der hier als Messgröße der auf die Lieferketten wirkenden Schocks herangezogen wird.

Die empirische Analyse deutet darauf hin, dass rund ein Drittel der Störungen in den internationalen Produktionsnetzwerken auf Lieferkettenschocks entfallen. Obwohl Nachfragefaktoren die Entwicklung des EMI-Teilindex der Lieferzeiten maßgeblich bestimmt haben, zeigt die historische Zerlegung, dass Störungen der Lieferketten zu einem Drittel für die Verlängerung der Lieferfristen in den vergangenen sechs Monaten verantwortlich waren. Hinzu kommt, dass sich ihr Beitrag weiter erhöht hat (siehe Abbildung B). Angesichts der Prozyklizität der Lieferzeiten in wirtschaftlichen Erholungsphasen und der beispiellosen Konjunkturerholung nach dem ersten coronabedingten Schock ist der größere Beitrag der Nachfragefaktoren indes keine Überraschung.⁷

Abbildung B
Modellbasierte Zerlegung des EMI-Teilindex der Lieferzeiten

(Abweichungen vom Mittelwert; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Markit-Daten.
Anmerkung: Historische Zerlegung des globalen EMI-Teilindex der Lieferzeiten (ohne Euroraum) durch ein bayesianisches VAR-Modell mit zwei Variablen zum EMI für die Produktion und zum EMI-Teilindex der Lieferzeiten. Sie werden mittels Vorzeichenrestriktionen identifiziert und für den Zeitraum von Mai 2007 bis November 2021 geschätzt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021.

⁶ Angelehnt ist diese Methode zur Identifizierung an: S. Bhushan und D. Struyven, Supply Chains, Global Growth, and Inflation, Global Economics Analyst, Goldman Sachs Research, 20. September 2021. Die Nutzung des globalen EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe als Messgröße im Rahmen des VAR-Modells ermöglicht eine zeitnahe Schätzung des Lieferkettenschocks. Dies wäre bei der Verwendung von harten Daten zur Wirtschaftsleistung nicht möglich, da diese erst mit größerer zeitlicher Verzögerung veröffentlicht werden.

⁷ Am Höhepunkt des Covid-19-Schocks im April 2020 waren Störungen der Lieferketten der Hauptgrund für die längeren Lieferzeiten.

Störungen in den Lieferketten wirken sich negativ auf die weltweite Industrieproduktion und den internationalen Handel und zugleich positiv auf die Inflation aus. Ziel der hier durchgeführten Analyse ist es, den Effekt des

genannten Lieferkettenschocks auf Wirtschaftsaktivität, Handel und Preise zu quantifizieren und daraus folgend seinen negativen Einfluss auf die wirtschaftliche Erholung zu bemessen. Dafür wurde ein VAR-Begleitmodell mit fünf endogenen Variablen geschätzt (Exporte, Importe und Industrieproduktion zusammen mit den Inflationsraten des Verbraucherpreisindex und des Erzeugerpreisindex). Der geschätzte Lieferkettenschock wird als exogene Variable in das Modell integriert. Um die negativen Auswirkungen auf Aktivität, Handel und Preise zu quantifizieren, wird ein kontrafaktisches Szenario entwickelt. Hierzu wird eine bedingte Prognose für den Zeitraum von November 2020 bis September 2021 erstellt, wobei davon ausgegangen wird, dass keine Störungen der Lieferketten vorliegen (d. h., der Lieferkettenschock wird durchgängig auf null gesetzt). Für den besagten Zeitraum wurde festgestellt, dass der Welthandel ohne Lieferkettenschocks kumuliert rund 2,7 % und die globale Industrieproduktion etwa 1,4 % höher gewesen wären (siehe Abbildung C, Grafik a). Der Handel wurde stärker beeinträchtigt als die Industrieproduktion, da er unverhältnismäßig stark von der Schwäche im Logistiksektor betroffen war. Darüber hinaus dürfte das Ausweichen auf heimische Anbieter und Waren die Folgen für die Industrieproduktion begrenzt haben. Die Ergebnisse deuten auch darauf hin, dass die Störungen der Lieferketten einen beträchtlichen – und im Zeitverlauf zunehmenden – Einfluss auf die Preise haben, der beim Erzeugerpreisindex weitaus größer ist als beim Verbraucherpreisindex (siehe Abbildung C, Grafik b).⁸ Dies könnte der Tatsache geschuldet sein, dass die Erzeuger Lieferkettenstörungen unmittelbarer ausgesetzt sind als die Verbraucher. Überdies werden steigende Erzeugerpreise nur teilweise und/oder mit Verzögerung an die Konsumenten weitergegeben. Es ist allerdings zu beachten, dass sich hinter den vorgenannten aggregierten Ergebnissen erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern verbergen. Dies ist dadurch bedingt, dass nicht alle Länder im selben Ausmaß von Lieferengpässen betroffen sind. So zeigt sich etwa, dass die Auswirkungen in den Vereinigten Staaten größer ausfallen; dort sind der Handel und die Industrieproduktion 4,3 % bzw. 2,0 % niedriger als im störungsfreien kontrafaktischen Szenario.

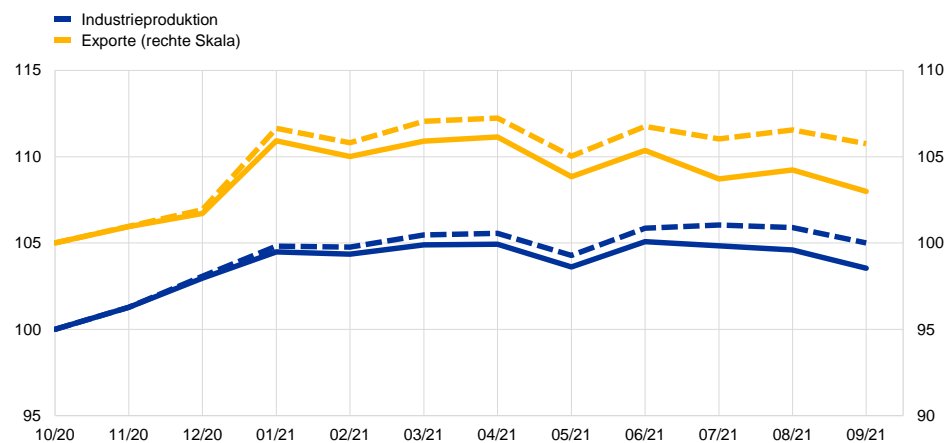
⁸ Die Impuls-Antwort-Funktionen des VAR-Modells lassen darauf schließen, dass nach einem Schock von einer Periode die Effekte auf die Inflation innerhalb von sechs bis neun Monaten nachlassen, während die Auswirkungen auf die realen Variablen rund vier Monate andauern.

Abbildung C

Schätzungen zu den Auswirkungen der Lieferkettenstörungen

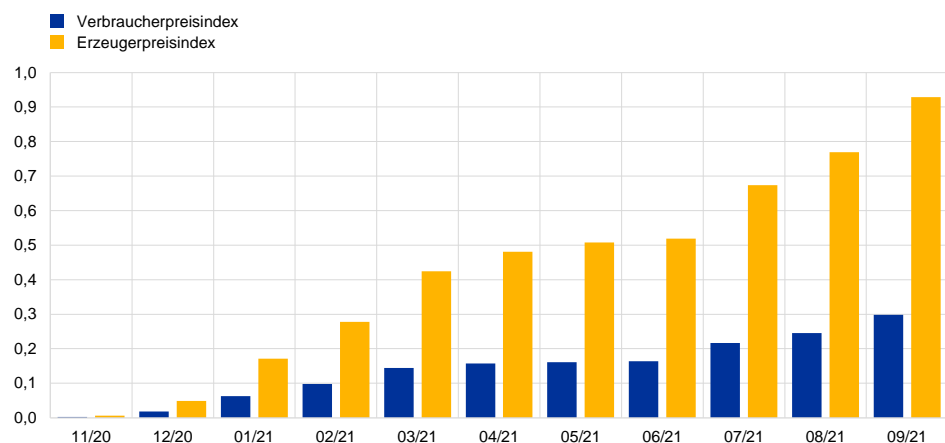
a) Welthandel und globale Industrieproduktion (ohne Euroraum)

(Oktober 2020 = 100)



b) Globaler Verbraucher- und Erzeugerpreisindex (ohne Euroraum)

(Abweichungen von der monatlichen Teuerung gegenüber dem Vorjahr in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Markit-, CPB- und OECD-Daten.

Anmerkung: Die Auswirkungen der Lieferkettenstörungen auf Mengen und Preise werden mithilfe eines VAR-Modells ermittelt. Dabei wird ein struktureller Angebotsschock (identifiziert anhand eines strukturellen VAR-Modells unter Vorzeichenrestriktionen mit dem EMI für die Produktion und dem EMI-Teilindex der Lieferzeiten) als exogene Variable hinzugefügt. Berechnet werden die Auswirkungen als Differenz zwischen dem Verlauf der Variablen bei Eintritt des Schocks und jenem bei Anwendung eines kontrafaktischen Szenarios, wobei der Schock im Zeitraum von November 2020 bis September 2021 auf null gesetzt wird (d. h., es liegen keine Störungen der Lieferketten vor). In Grafik a zeigen die gestrichelten Linien die geschätzte Entwicklung der Exporte und der Industrieproduktion ohne Lieferengpässe. Die Balken in Grafik b bilden die geschätzten Auswirkungen von Lieferengpässen auf den Verbraucher- und den Erzeugerpreisindex ab. Alle globalen Aggregate ohne Euroraum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2021.

Die Störungen der Lieferketten dürften im zweiten Halbjahr 2022 allmählich abklingen, wengleich die weitere Entwicklung noch immer mit hoher Unsicherheit behaftet ist.

Angesichts der Vielschichtigkeit der Störungen könnten einige davon mehr Zeit benötigen, um sich aufzulösen, als andere. So erfordert ein signifikanter Anstieg der Halbleiterproduktion umfangreiche Investitionen, um die entsprechenden Fertigungskapazitäten zu erhöhen. Unter Berücksichtigung der dafür benötigten Vorlaufzeit sind signifikante Verbesserungen wohl erst im späteren Jahresverlauf 2022 oder im Jahr darauf zu erwarten. Inwieweit der Arbeitskräftemangel in den kommenden Monaten nachlassen wird, hängt von der Entwicklung der staatlichen Hilfsmaßnahmen, der Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie und der Zahl der Corona-Neuinfektionen ab. Die Frachtkosten sind zuletzt zwar

zurückgegangen (vor allem aufgrund temporärer Faktoren wie der Wiedereröffnung von Häfen in Südasien im Zuge rückläufiger Infektionszahlen), liegen jedoch nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Höchststände. Die verfügbaren umfragebasierten Informationen, die das Meinungsbild des Unternehmenssektors zusammenfassen, deuten darauf hin, dass die Situation über weite Strecken oder sogar über den gesamten Verlauf des Jahres 2022 schwierig bleiben dürfte.⁹

Mit Blick auf die Zukunft kann das Risiko weiterer angebotsseitiger Störungen nicht ausgeschlossen werden, insbesondere dann, wenn sich die Pandemielage verschärft.

Die neue Omikron-Variante schürt erneut Bedenken bezüglich einer Verschlechterung der pandemischen Lage auf globaler Ebene. Ausbrüche könnten zu lokalen Schließungen von Häfen oder Unternehmen führen, was weitere Störungen in der Produktion und im Transportwesen zur Folge hätte. Dadurch würde die Konjunktur gebremst und zugleich Aufwärtsdruck auf die Preise ausgeübt. Außerdem könnten neue Maßnahmen zur Eindämmung der Omikron-Variante (z. B. Einschränkungen der Bewegungsfreiheit und des internationalen Flugverkehrs) sowie freiwillige Beschränkungen abermals eine Verlagerung der Verbrauchernachfrage von Dienstleistungen hin zu Waren auslösen, wodurch die Lieferengpässe verstärkt würden. Durch einen allgemeinen Rückgang der Verbrauchernachfrage könnten sich allerdings die Angebotsengpässe weltweit in gewissem Umfang zurückbilden, da sie offenbar (wie zu sehen war) größtenteils auf die starke Nachfrage zurückzuführen sind. Eine schneller als erwartet verlaufende Ausweitung der Halbleiterproduktion und der Transportkapazitäten in der Schifffahrtsbranche könnte schließlich dazu führen, dass sich die angebotsseitigen Störungen rascher auflösen.

⁹ Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021; T. Hunter, Supply chain problems peaking, but risks remain, Oxford Economics, Research Briefing Global, 18. November 2021; Federal Reserve System, The Beige Book, 20. Oktober 2021; Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond und Federal Reserve Bank of Atlanta, The CFO Survey, 14. Oktober 2021; Banca d'Italia, Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms, 8. November 2021.

Die Arbeitsmärkte in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich während der Erholung von der Pandemie

Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Michel Soudan und Tajda Spital

Die Arbeitsmärkte in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich weisen in der konjunkturellen Erholung von der Pandemie viele Ähnlichkeiten auf, wenngleich sich die Auswirkungen auf die Löhne unterscheiden. Im

vorliegenden Kasten wird die Arbeitsmarktentwicklung in beiden Ländern in der Zeit nach der pandemiebedingten Rezession untersucht. Dabei zeigt sich, dass in beiden Volkswirtschaften Ungleichgewichte zwischen dem Angebot an Arbeitskräften und der entsprechenden Nachfrage zu einer sehr angespannten Lage geführt haben, was für eine frühe Erholungsphase wie die jetzige ungewöhnlich ist. Dies könnte einen breit angelegten Lohndruck zur Folge haben, der wiederum ein Risiko mit Blick auf die Inflationsentwicklung darstellt. In den USA macht sich dieser Lohndruck bereits zunehmend bemerkbar, wohingegen er im Vereinigten Königreich schwächer ausgeprägt ist.

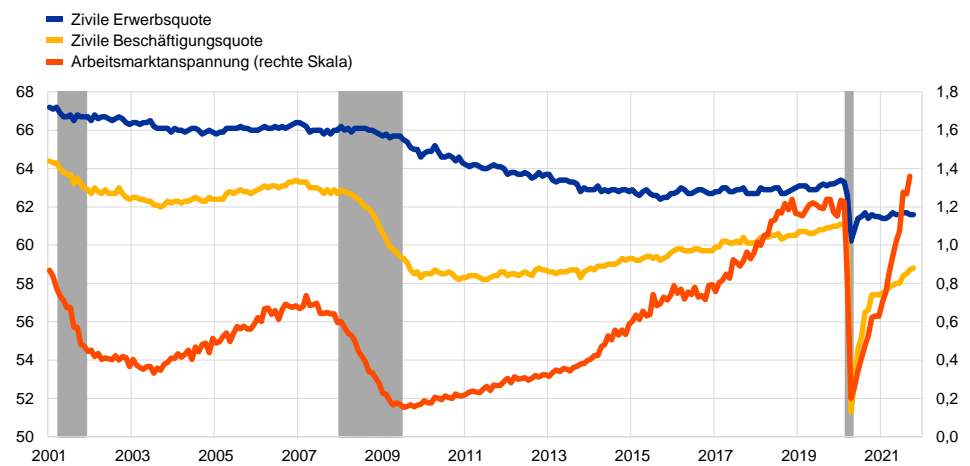
In den Vereinigten Staaten ist die Nachfrage nach Arbeitskräften höher als das Angebot. Den aktuellsten verfügbaren Daten zufolge lag die Erwerbsbeteiligung im Oktober 2021 mit einem Minus von 1,7 Prozentpunkten noch immer deutlich unter dem vor der Krise verzeichneten Stand von Februar 2020. Ein derartiges Niveau ist üblicherweise in einer frühen Erholungsphase des Arbeitsmarktzyklus zu beobachten. Das vom Federal Reserve System verfolgte Ziel der Vollbeschäftigung – mit der Erwerbsquote als einem der Bestandteile – scheint in weiter Ferne zu liegen (siehe Abbildung A). Gleichwohl schaffen die Unternehmen angesichts der raschen Konjunkturbelebung in den USA viele neue Arbeitsplätze. Dadurch ist die Zahl der offenen Stellen auf ein sehr hohes Niveau bis dato unbekanntes Ausmaßes gestiegen, das sonst normalerweise in der Spätphase des Arbeitsmarktzyklus zu verzeichnen ist. Infolgedessen hat die Arbeitsmarktanspannung den Vorkrisenstand bereits jetzt übertroffen und kehrt nicht, wie nach der globalen Finanzkrise, langsam auf ihr vorheriges Niveau zurück (siehe Abbildung A).¹ Dass das Arbeitskräfteangebot (niedrige Erwerbsbeteiligung) so langsam auf die steigende Arbeitskräftenachfrage (hohe Zahl an offenen Stellen) reagiert, deutet auf einen Rückgang der Matching-Effizienz im aktuellen Konjunkturaufschwung hin. Dies gilt offenbar besonders für Unternehmen mit häufigem Kundenkontakt, wie etwa Bars und Restaurants, die Probleme haben, neues Personal anzuwerben. Zudem wurde das Arbeitsangebot dadurch eingeschränkt, dass die Arbeitslosenunterstützung vorübergehend erhöht wurde (was besonders für Arbeitnehmer im Niedriglohnsektor relevant war), vermehrt Vorruhestandsregelungen in Anspruch genommen wurden und in der Pandemie insbesondere Frauen stärker gefordert waren, Kinder und andere

¹ Aus dem Empire State Manufacturing Survey geht ebenfalls hervor, dass die Unternehmen Schwierigkeiten haben, neue Arbeitskräfte zu finden.

Familienangehörige zu betreuen.² Dies trägt zur Erklärung der Kündigungswelle seitens der Arbeitnehmer bei, denn die Hilfsprogramme erleichterten es den Menschen, ihre Arbeit aufzugeben oder bei der Suche nach einer neuen Stelle wählerischer zu sein.

Abbildung A Beschäftigungsquote, Erwerbsquote und Arbeitsmarktanspannung in den Vereinigten Staaten

(in % der zivilen Erwerbspersonen; Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl; monatliche Entwicklung)



Quellen: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS) und eigene Berechnungen.

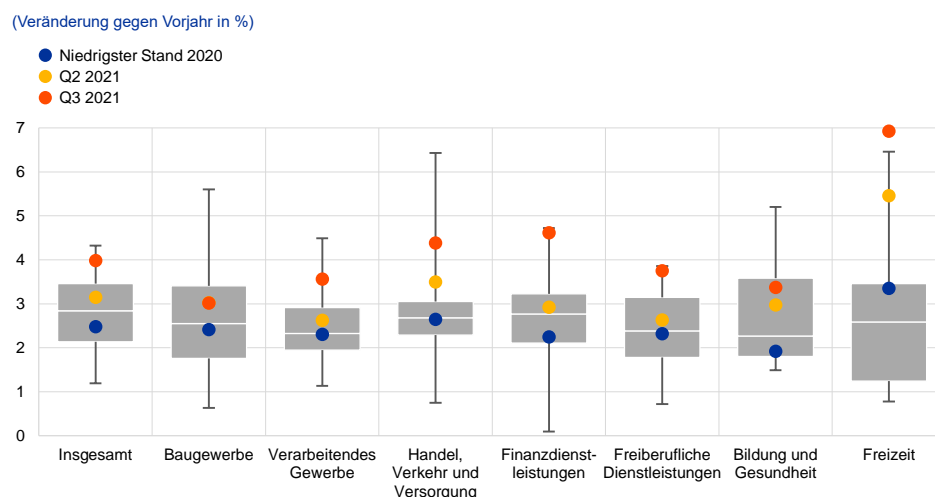
Anmerkung: Die Arbeitsmarktanspannung wird anhand des Verhältnisses der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl gemessen. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2021 (Arbeitsmarktanspannung) bzw. Oktober 2021 (Beschäftigungs- und Erwerbsquote).

Die zunehmend angespannte Arbeitsmarktlage hat zu einem Lohndruck auf breiterer Front geführt. Die hohe Zahl an offenen Stellen war zwar in nahezu allen Branchen zu verzeichnen, doch beschränkten sich die Lohnsteigerungen – gemessen am Arbeitskostenindex – bis zum zweiten Quartal 2021 auf das Freizeit- und Gastgewerbe. Dort versuchten die Unternehmen, die kontaktintensiven und überwiegend niedrig entlohnten Tätigkeiten attraktiver zu machen (siehe Abbildung B). Im dritten Quartal beschleunigte sich das Lohnwachstum dann auch in den meisten anderen Sektoren wie etwa im Handel sowie in geringerem Maße im verarbeitenden Gewerbe, bei den Finanzdienstleistungen sowie den freiberuflichen Dienstleistungen. In den drei letztgenannten Branchen lag das Wachstum allerdings noch in einer Spanne, die bereits in der Vergangenheit zu beobachten war. Diese Entwicklung hat eine Debatte darüber aufkommen lassen, ob sich der Lohndruck womöglich weiter ausbreiten wird und ob dies letztlich zu einer Lohn-Preis-Spirale führen könnte. Inwieweit diese Risiken tatsächlich zum Tragen kommen, hängt von mehreren Faktoren ab. Erstens wird davon ausgegangen, dass die meisten der Faktoren, die das Arbeitskräfteangebot in den USA einschränken, temporärer Natur sind und sich in den kommenden Monaten wieder umkehren werden. Dies sollte zu einer Entspannung der Lage beitragen. So ist die vorübergehende Erhöhung der Arbeitslosenunterstützung bereits ausgelaufen. Zweitens sind die Neuinfektionen mit

² Die langsame Erholung der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte in den USA hängt möglicherweise zum Teil mit deren Ängsten in Bezug auf die Pandemie zusammen. Eine ausführliche Analyse der Lage im Euroraum findet sich in: EZB, [Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

dem Coronavirus (Covid-19) seit dem Sommer rückläufig, was Ängsten hinsichtlich einer Rückkehr zum Arbeitsplatz in kontaktintensiven Branchen entgegenwirken sollte. Überdies dürfte die Wiederaufnahme des Präsenzunterrichts in Schulen es den Eltern leichter machen, wieder eine Arbeit aufzunehmen. Unterdessen sorgt das überdurchschnittliche Produktivitätswachstum dafür, dass die Lohnstückkosten – eine Messgröße, die für die Preissetzung der Unternehmen wichtiger ist als die Nominallöhne – weiterhin in der Nähe ihrer langfristigen Durchschnittswerte liegen. Drittens ging der jüngste Anstieg der Inflation im Wesentlichen auf Waren und Dienstleistungen zurück, bei denen der Lohnzuwachs nach wie vor verhalten war (z. B. in der Autoindustrie), oder stand mit anderen Faktoren in Zusammenhang (wie etwa Mieten, die von der Entwicklung am Wohnungsmarkt abhängig sind). Auf der anderen Seite sind Indexierungsklauseln in den Vereinigten Staaten zwar unüblich, doch könnte sich die hohe Inflation (höchste Gesamtteuerungsrate seit 1990) im Zusammenspiel mit der Arbeitsmarktanspannung in einem gestiegenen Risiko niederschlagen, dass es in der kommenden Zeit vermehrt zu höheren Lohnforderungen kommt.

Abbildung B
Arbeitskostenindex für die Vereinigten Staaten nach Branchen

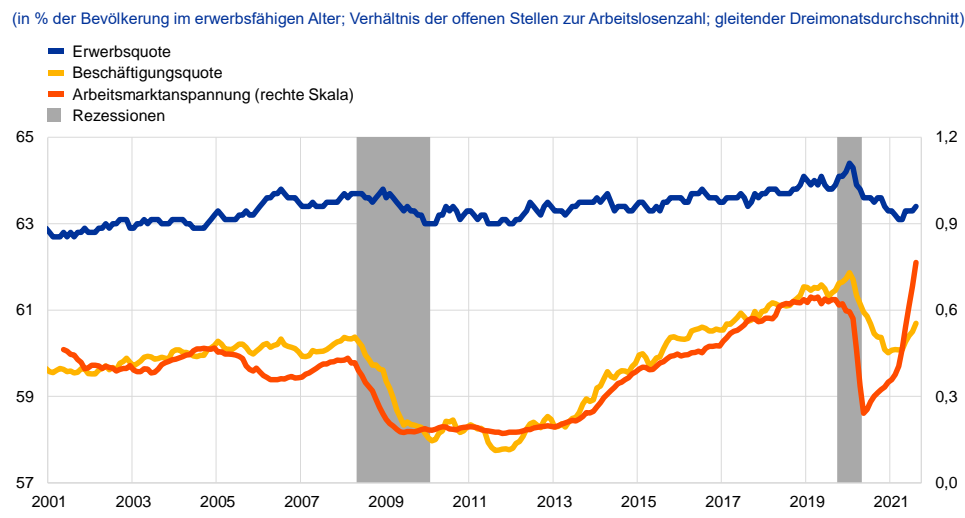


Quellen: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS) und eigene Berechnungen.
Anmerkung: Die Kastendiagramme bilden den niedrigsten Stand, das erste Quartil, den Median, das dritte Quartil und den höchsten Stand im Zeitraum vom ersten Quartal 1997 bis zum vierten Quartal 2019 ab. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Auch im Vereinigten Königreich zeichnet sich eine verstärkte Anspannung am Arbeitsmarkt ab, die mit einer langsamen Erholung der Beschäftigung und Erwerbsbeteiligung verbunden ist. Wie in den Vereinigten Staaten hat sich sowohl die Beschäftigungs- als auch die Erwerbsquote nur zögerlich auf ihr Vorkrisenniveau zubewegt. Mit 1,2 Prozentpunkten bzw. 0,9 Prozentpunkten ist der jeweilige Abstand zu den im Februar 2020 verzeichneten Werten immer noch beträchtlich und deutet darauf hin, dass sich die Erholung am Arbeitsmarkt in einer Frühphase befindet (siehe Abbildung C). Dagegen ist die Zahl der offenen Stellen recht kräftig gestiegen, da sich die Unternehmen im Vereinigten Königreich zum einen mit einer erhöhten Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen und zum anderen mit einem kleineren Angebot an gering qualifizierten Arbeitskräften aus der EU konfrontiert sahen.

Ersteres war durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft bedingt, Letzteres durch den Brexit. Infolgedessen hat die Arbeitsmarktanspannung das Vorkrisenniveau bereits übertroffen und weist damit auf ein spätes Stadium im Arbeitsmarktzyklus hin. Dies steht im Gegensatz zu der langsameren Erholung, die nach der globalen Finanzkrise zu beobachten war (siehe Abbildung C). Ähnlich wie in den USA spiegelt die relativ träge Reaktion des Arbeitsangebots im Vergleich zur hohen Nachfrage nach Arbeitskräften wohl auch im Vereinigten Königreich eine geringere Matching-Effizienz wider. Die Gründe hierfür sind zwar vergleichbar, doch spielte im Fall des Vereinigten Königreichs auch die niedrigere Erwerbsbeteiligung vieler junger Menschen eine Rolle, die sich dafür entschieden, in der Ausbildung zu bleiben. Befristete Freistellungen könnten eine weitere Erklärung für die angespannte Lage am Arbeitsmarkt sein, da freigestellte Arbeitskräfte weniger Anreize hatten, ihre Arbeitskraft zur Verfügung zu stellen und eine neue Anstellung zu suchen. Die Regelungen für befristete Freistellungen liefen jedoch im September aus, sodass sich die Situation am Arbeitsmarkt bereits stärker entspannt haben könnte, als die amtlichen Daten erkennen lassen.

Abbildung C
 Beschäftigungsquote, Erwerbsquote und Arbeitsmarktanspannung im Vereinigten Königreich



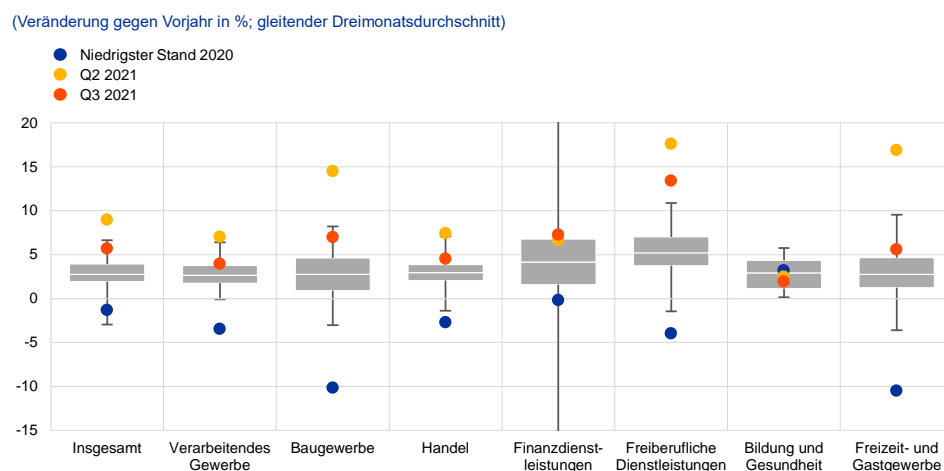
Quellen: Office for National Statistics (ONS) und eigene Berechnungen.
 Anmerkung: Die Arbeitsmarktanspannung wird anhand des Verhältnisses der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl gemessen. Die schattierten Bereiche markieren Rezessionen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2021.

Angesichts der unterschiedlichen Entwicklung der offenen Stellen in den einzelnen Branchen beschränkt sich der Lohndruck bisher auf bestimmte Sektoren. Die durchschnittlichen Wochenverdienste steigen zwar weiterhin in der gesamten Wirtschaft stark an (im September um 5,8 %), doch ist dies zu großen Teilen negativen Basiseffekten zuzuschreiben. Diese resultieren aus der Einführung der Regelungen für befristete Freistellungen im Jahr 2020.³ Eine solche Entwicklung ist auch auf sektoraler Ebene zu beobachten. Hier sorgten Basiseffekte im zweiten

³ Gemäß den von der britischen Regierung beschlossenen Regelungen für befristete Freistellungen erhielten freigestellte Arbeitskräfte 80 % ihres üblichen Gehalts, höchstens jedoch 2 500 £ pro Monat. Dies führte zu einem deutlichen Rückgang der durchschnittlichen Wochenverdienste.

Quartal 2021 dafür, dass das Lohnwachstum in den meisten Branchen auf historisch hohe Werte kletterte. Die jüngsten Daten für das dritte Quartal deuten darauf hin, dass sich der Anstieg der Löhne nicht weiter beschleunigt und in den meisten Fällen sogar abgeschwächt hat (siehe Abbildung D).⁴ Am stärksten ausgeprägt waren die Lohnsteigerungen bei den freiberuflichen und unternehmensbezogenen Dienstleistungen sowie in Sektoren, die sich zuvor auf niedrig qualifizierte zugewanderte Arbeitskräfte gestützt hatten (Baugewerbe, Freizeit- und Gastgewerbe). Auffällig ist hier, dass bestimmte Berufsgruppen (z. B. Lkw-Fahrer) zwar einen deutlichen Verdienstanstieg verzeichneten, sich dies aber nicht auf die gesamte Branche übertrug (Handel, Verkehr und Versorgungsleistungen). Deshalb erscheint die Gefahr, dass es in der gegenwärtigen Erholungsphase zu einem breit angelegten Lohndruck und einer Lohn-Preis-Spirale kommt, nicht allzu groß, zumal das zugrunde liegende Lohnwachstum nach wie vor wesentlich begrenzter ist.

Abbildung D
Durchschnittlicher Wochenverdienst im Vereinigten Königreich nach Branchen



Quellen: Office for National Statistics (ONS) und eigene Berechnungen.
 Anmerkung: Die Kastendiagramme bilden den niedrigsten Stand, das erste Quartil, den Median, das dritte Quartil und den höchsten Stand im Zeitraum vom ersten Quartal 2002 bis zum vierten Quartal 2019 ab. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2021.

Unter dem Strich ist festzuhalten, dass sowohl die Vereinigten Staaten als auch das Vereinigte Königreich von einem Arbeitskräftemangel betroffen sind, wobei sich die Lohnentwicklungen jedoch bis zu einem gewissen Grad unterscheiden. Den Erwartungen zufolge werden sich die das Arbeitsangebot begrenzenden Faktoren in beiden Ländern etwas zurückbilden. Im Vereinigten Königreich dürfte sich hierdurch die Anspannung am Arbeitsmarkt verringern, und der – bislang – eng begrenzte Lohndruck sollte nachlassen. In den Vereinigten Staaten könnte das weitere kräftige Wirtschaftswachstum, das auf kurze Sicht erwartet wird, dazu führen, dass die angespannte Arbeitsmarktlage länger andauert, was wiederum Lohnsteigerungen auf breiterer Front auslösen könnte.

⁴ Vergleicht man die annualisierten Wachstumsraten über einen Zeitraum von zwei Jahren, so entfällt der Einfluss der Basiseffekte, und das zweite und dritte Quartal weisen lediglich einen moderaten Lohndruck auf.

3 Finanzierungsbedingungen aus Sicht der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet

Annalisa Ferrando und Sofia Gori

Im vorliegenden Kasten werden neue Indikatoren der Finanzierungsbedingungen von Unternehmen im Euroraum erörtert, die auf Unternehmensbefragungen basieren. Mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie und insbesondere seit Dezember 2020 hat sich der EZB-Rat verpflichtet, für die Dauer der Pandemie günstige Finanzierungsbedingungen sicherzustellen. Sie stellen nach Ansicht des EZB-Rats in diesem Zusammenhang einen Kompass für die Geldpolitik dar.¹ Zur Beurteilung der Finanzierungsbedingungen verwendet die EZB einen ganzheitlichen Ansatz. Dieser umfasst ein breites Spektrum an Indikatoren über den gesamten geldpolitischen Transmissionsprozess hinweg. Die Kennzahlen reichen von den vorgelagerten Stufen, also Zinssätzen, die am Anfang des Transmissionsprozesses stehen (risikofreie Zinsen und Staatsanleiherenditen), bis hin zu den nachgelagerten Stufen, d. h. Indikatoren, die die Effekte auf Preis und Umfang der Außenfinanzierungsmittel bemessen, welche den Unternehmen und privaten Haushalten zur Verfügung stehen. Im Folgenden wird näher auf die neuen Indikatoren eingegangen, die Aufschluss über die Finanzierungsbedingungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet auf den nachgelagerten Stufen geben. Die Indikatoren wurden aus den Ergebnissen der [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln \(SAFE\)](#) abgeleitet. Diese Informationen ergänzen die Analyse der Finanzierungsbedingungen auf Grundlage von quantitativen bank- und marktbasierter Indikatoren.

Aus drei synthetischen Indikatoren, die auf dem umfangreichen Datenmaterial der SAFE-Umfrage basieren, lässt sich ablesen, wie Firmen seit 2009 die Finanzierungsbedingungen im Euroraum beurteilen. Die SAFE-Umfrage ist in vier Themenbereiche untergliedert. Der erste Themenbereich enthält Fragen zu den preislichen Konditionen. Hierbei handelt es sich um die Bankzinsen und sonstigen Kosten der Finanzierung über Banken (Entgelte, Gebühren und Provisionen). Der zweite Bereich betrifft Veränderungen bei den nichtpreislichen Konditionen. Darunter fallen die Stellung von Sicherheiten und andere Faktoren wie etwa erforderliche Garantien, Informationspflichten, Verfahren, der Zeitraum für die Kreditbewilligung sowie Zusatz- oder Nebenvereinbarungen (Covenants). Die Fragen des dritten Themenbereichs beschäftigen sich mit der Finanzlage der Unternehmen. Der Fokus liegt dabei auf der Entwicklung der Gewinne, des Eigenkapitals und der Kredithistorie, sofern diese Variablen nach Einschätzung der Unternehmen deren Kreditzugang beeinflussen. Veränderungen dieser Variablen liefern Anhaltspunkte darüber, ob die Bilanzen der Kreditnehmer finanziell solide sind, und werden von Banken bei der Entscheidung über die Kreditgewährung herangezogen. Der vierte Themenbereich stellt auf Veränderungen ab, die die Unternehmen bei der

¹ Siehe P. Lane, [The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#), Rede bei der portugiesischen Wertpapieraufsichtsbehörde Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25. Februar 2021.

Kreditvergabebereitschaft der Banken wahrnehmen. Er liefert auch wichtige Erkenntnisse über das Angebot an Außenfinanzierungsmitteln. Solche Fragen können indirekt Aufschluss darüber geben, inwieweit die geldpolitischen Maßnahmen dazu beitragen, den Zugang zu Bankkrediten zu erleichtern und damit die Kreditvergabe an die Realwirtschaft aufrechtzuerhalten. Mithilfe der individuellen Antworten von rund 35 000 Unternehmen auf die vier oben genannten Themenbereiche² ist es möglich, verschiedene Aspekte der allgemeinen Finanzierungsbedingungen über eine Faktoranalyse zu erfassen.³ Aus dieser Analyse ergeben sich drei „Hauptkomponenten“, die sich der Finanzlage der Unternehmen, den nichtpreislichen Konditionen und den preislichen Konditionen zuordnen lassen. Die Hauptkomponenten sind in Abbildung A in der Rangfolge ihrer Bedeutung für die Gesamtvarianz der allgemeinen Finanzierungsbedingungen dargestellt. Weist eine Hauptkomponente einen positiven Wert aus, so bedeutet dies, dass sich die Finanzierungsbedingungen verschlechtert haben.

Insgesamt deuten diese drei Indikatoren darauf hin, dass die Einschätzung der Finanzierungsbedingungen durch die Unternehmen mehrere wichtige Phasen durchlaufen hat, die eng mit den jeweils von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen korrelieren (siehe die Grafiken in Abbildung A). Aus den Indikatoren wird ersichtlich, dass die Finanzierungsbedingungen im vergangenen Jahrzehnt insgesamt gelockert wurden. Dies deckt sich mit dem akkommodierenden geldpolitischen Kurs in dieser Zeit und mit den Maßnahmen zur Wiederherstellung des Transmissionsmechanismus seit der Weltfinanzkrise.⁴ Dabei waren die Finanzierungsbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen in dieser Zeit zwar generell fast durchweg ungünstiger als für Großunternehmen, doch wurden die Bedingungen für Firmen aller Größen gelockert, und diese Lockerung setzte sich trotz einer mehrmaligen temporären Trendumkehr fort.

² Dies entspricht insgesamt 58 000 Beobachtungen in der Zeit von 2009 bis September 2021.

³ Die Faktoranalyse liefert per se mehr Hauptkomponenten. Durch Anwendung einer Parallelanalyse nach Horn wurden daraus drei Hauptkomponenten extrahiert. Diese Komponenten erklären mehr als 65 % der Gesamtvarianz in dem Datensatz von acht Einzelvariablen. Nach einer Validitätsprüfung der Datenreduktion mithilfe des Kaiser-Meyer-Olkin-Kriteriums und Cronbachs Alpha wurden die Faktorladungen schiefwinklig rotiert, um korrelierte Faktoren zu erzeugen. Unter Zugrundelegung der rotierten Faktorenmatrix wurde jeder Hauptkomponente eine spezifische Bedeutung zugeordnet, indem die höchsten Ladungen für jede Variable herangezogen wurden.

⁴ Eine detaillierte Beschreibung der verschiedenen Phasen und der damit korrelierenden EZB-Maßnahmen bis zum Ausbruch der Covid-19-Pandemie findet sich in: EZB, [Entwicklung des Zugangs kleiner und mittlerer Unternehmen zu Finanzmitteln seit der Finanzkrise: Erkenntnisse aus Umfragedaten](#), Wirtschaftsbericht 4/20, Juni 2020.

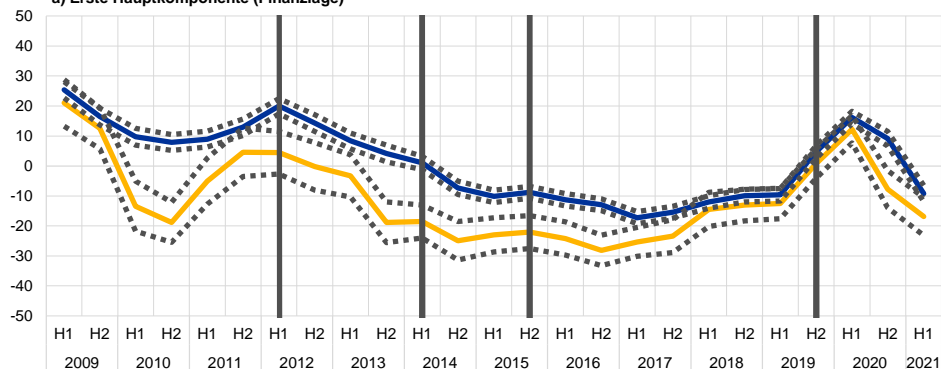
Abbildung A

Indikatoren der Finanzierungsbedingungen auf Basis einer Faktoranalyse

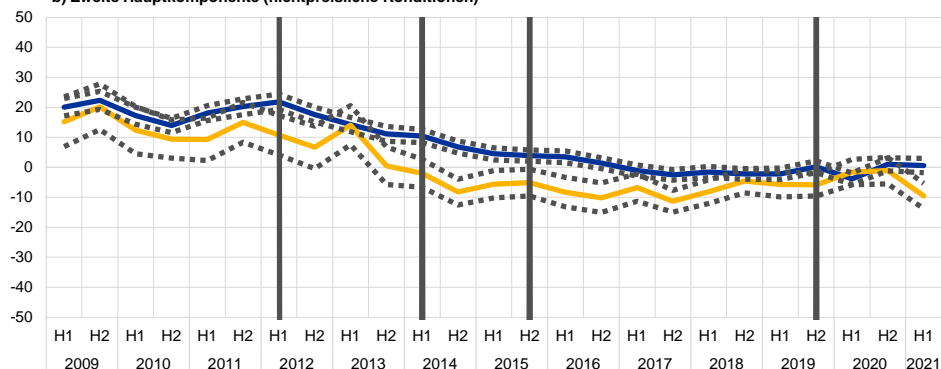
(Gewichtungen in %)

- Kleine und mittlere Unternehmen
- Großunternehmen
- Konfidenzintervall von 95 %

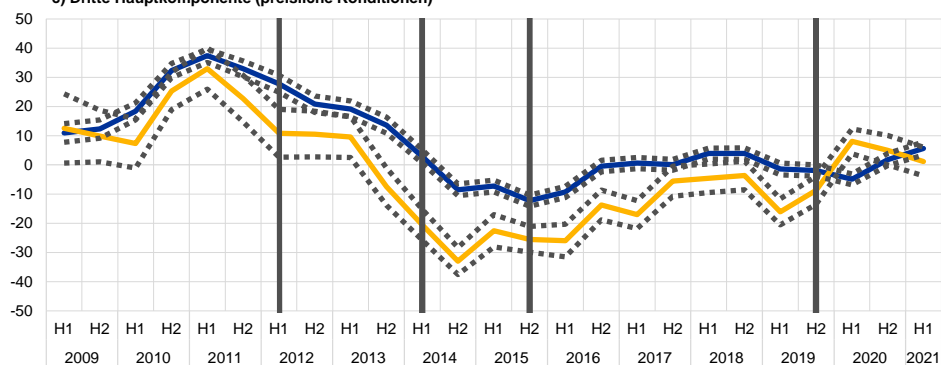
a) Erste Hauptkomponente (Finanzlage)



b) Zweite Hauptkomponente (nichtpreisliche Konditionen)



c) Dritte Hauptkomponente (preisliche Konditionen)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).

Anmerkung: Weisen die Hauptkomponenten einen positiven Wert aus, so bedeutet dies eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen. Kleine und mittlere Unternehmen sind definiert als Unternehmen mit weniger als 250 Beschäftigten. Die Einzelangaben zu den jeweiligen Hauptkomponenten sind nach Größenkategorie, Sektor und Land gewichtet, um die ökonomische Struktur der Stichprobe widerzuspiegeln. Die Einzelangaben sind so standardisiert, dass sie in einer Bandbreite von -1 bis +1 liegen, und werden mit 100 multipliziert, um gewichtete prozentuale Salden zu erhalten. Die erste senkrechte graue Linie markiert die Ankündigung des Programms für geldpolitische Outright-Geschäfte (OMTs) im Jahr 2012. Die zweite Linie kennzeichnet den Start der ersten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) sowie der Negativzinspolitik. Die dritte Linie markiert den Beginn der GLRG II und des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). Die letzte Linie kennzeichnet den Start des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) sowie der GLRG III. Die gestrichelten Linien zeigen die Konfidenzintervalle von 95 %. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April 2021 bis September 2021.

Die jüngste Phase, in der Firmen eine Veränderung der Finanzierungsbedingungen wahrnahmen, fiel mit der Einführung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) zusammen. Die aktuellen Umfrageergebnisse, die sich auf die Zeit von April bis September 2021 beziehen, zeigen, dass sich der Zugang zu Finanzmitteln nach dem raschen pandemiebedingten Konjunkturabschwung in dem Maße verbesserte, wie die verfügbaren Außenfinanzierungsmittel der Einschätzung zufolge die Nachfrage überstiegen. Allerdings ergaben sich aus den drei Hauptkomponenten in diesem Zeitraum unterschiedliche Einschätzungen der Finanzierungsbedingungen. Dies ist dem besonderen Charakter der pandemiebedingten Wirtschaftskrise geschuldet.

Die erste Hauptkomponente erfasst, welchen Einfluss Veränderungen der Qualität der Unternehmensbilanzen (Gewinne, Eigenkapital und Kreditwürdigkeit) auf den Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln haben, und bezieht sich damit auf die Finanzlage der Unternehmen (siehe Abbildung A, Grafik a). Betrachtet man den Zeitraum unmittelbar vor Ausbruch der Pandemie und die Pandemiezeit selbst (also die letzten vier Umfragerunden), so ist festzustellen, dass sich die Finanzlage der Unternehmen nach einer erheblichen Verschlechterung zu Beginn der Pandemie im Gleichschritt mit der jüngsten Erholung der Wirtschaftstätigkeit wieder verbessert hat. Von April 2020 bis März 2021 meldeten kleine und mittelgroße Unternehmen einen erheblichen Rückgang ihrer Gewinne sowie eine gewisse Erosion ihrer Eigenkapitalausstattung. Da beide Indikatoren wichtige Bestimmungsgrößen für die Kreditvergabeentscheidungen der Banken darstellen, wurde diese Verschlechterung von den Firmen als Hemmnis für den Zugang zu Außenfinanzierungsmitteln empfunden. In der jüngsten Umfragerunde (April bis September 2021) gaben die kleinen und mittleren Firmen an, dass sich die Bedingungen wieder gelockert hätten. Darin kommt ihre optimistische Einschätzung des langfristigen Umsatzwachstums zum Ausdruck, wenngleich die Gewinnentwicklung nach wie vor schleppend verläuft. Auch große Unternehmen verzeichneten eine Verschlechterung ihrer Gewinnsituation, die jedoch nur von kurzer Dauer war.

Die zweite Hauptkomponente erfasst im Wesentlichen Faktoren, die mit Veränderungen der Sicherheitenerfordernisse und anderer Garantien zusammenhängen, also die nichtpreislichen Konditionen (siehe Abbildung A, Grafik b). Dieser Indikator hat sich im Zeitverlauf stabiler entwickelt und weist insgesamt eine rückläufige Tendenz auf. Er zeigt an, dass sich die Finanzierungsbedingungen in der Pandemie nur für die Großunternehmen verbesserten. Kleine und mittlere Unternehmen signalisierten hingegen eine Verschlechterung aufgrund höherer Sicherheitenerfordernisse und sonstiger Auflagen wie Zusatz- und Nebenvereinbarungen.

Die dritte Hauptkomponente spiegelt hauptsächlich Änderungen bei den Zinsen und sonstigen Finanzierungskosten, also bei den preislichen Konditionen, wider (siehe Abbildung A, Grafik c). An dieser Komponente lässt sich möglicherweise am besten ablesen, wie sich die Geldpolitik in den vier genannten Phasen auf die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen ausgewirkt hat. Bei

den kleinen und mittelgroßen Unternehmen deutet sie auf eine leichte Verteuerung der Finanzierung über Banken seit Oktober 2020 hin. Bei den Großunternehmen hingegen scheint sich die zu Beginn der Pandemie verzeichnete Verschärfung im jüngsten Beobachtungszeitraum (April bis September 2021) deutlich abgeschwächt zu haben.

Die Wahrnehmung der Unternehmen hinsichtlich der preislichen Konditionen der Finanzierung korreliert eng mit der Entwicklung der von den Banken im Euroraum gemeldeten Kreditbedingungen. In Abbildung B wird die Dynamik der preislichen Komponente der Finanzierungsbedingungen mit der Entwicklung von zwei wichtigen Aspekten der vertraglichen Kreditkonditionen der Banken verglichen, nämlich den Margen für durchschnittliche und für risikoreichere Kredite. Diese werden definiert als Aufschlag auf den relevanten Referenzmarktzinssatz. Veränderungen dieser beiden Variablen melden die Banken im Eurogebiet regelmäßig in der vierteljährlichen Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey – BLS).⁵ Aus der Abbildung wird ersichtlich, dass höhere Bankmargen im Betrachtungszeitraum seit 2009 zu einer Verschlechterung der von den Unternehmen gemeldeten Finanzierungsbedingungen führten und umgekehrt. Kurz vor Ausbruch der Pandemie deuteten die Angaben der Banken im BLS auf eine breit angelegte Verschärfung der Kreditbedingungen hin, obwohl die Bankkreditzinsen weiterhin auf historisch niedrigem Niveau verharrten. Als Gründe für die Verschärfung nannten die Banken gestiegene Risiken in Bezug auf die Bonität der Unternehmen (hier auch im ersten Indikator erfasst) sowie die Möglichkeit zukünftiger Kreditausfälle. Als sich die konjunkturelle Erholung auf immer mehr Firmen erstreckte, nahm der Grad der Verschärfung ab. Zum Zeitpunkt der Durchführung der zuletzt veröffentlichten SAFE-Umfrage wurden im BLS weitgehend unveränderte Kreditmargen gemeldet. Zugleich verschlechterten sich nach Einschätzung der kleinen und mittelgroßen Unternehmen jedoch die preislichen Konditionen der Finanzierung. Die jüngste Verschärfung, die im Zeitraum von April bis September 2021 zu beobachten war, könnte mit der geringeren Inanspruchnahme pandemiebezogener staatlich garantierter Kredite zusammenhängen. Diese werden in der Regel von den Banken zu sehr günstigen Konditionen gewährt und unterliegen großzügigeren Vergabekriterien.

⁵ Zur Gegenüberstellung mit der (halbjährlichen) SAFE-Umfrage werden die entsprechenden zwei Quartale des BLS zu einem Durchschnitt zusammengefasst.

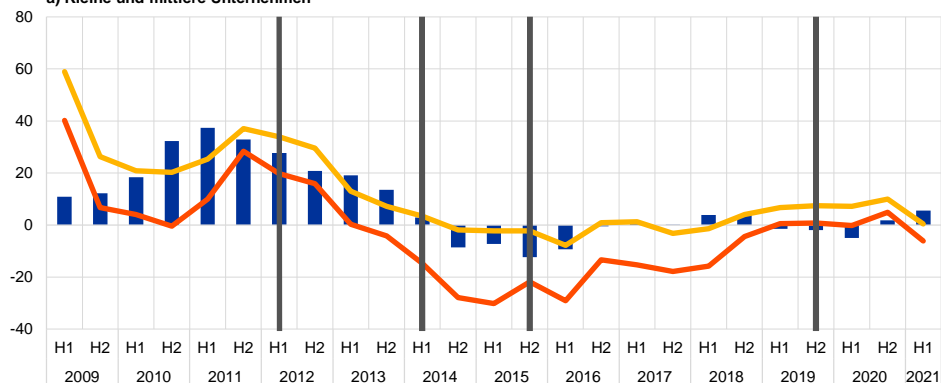
Abbildung B

Kreditvergabebedingungen der Banken und dritte Hauptkomponente (preisliche Konditionen)

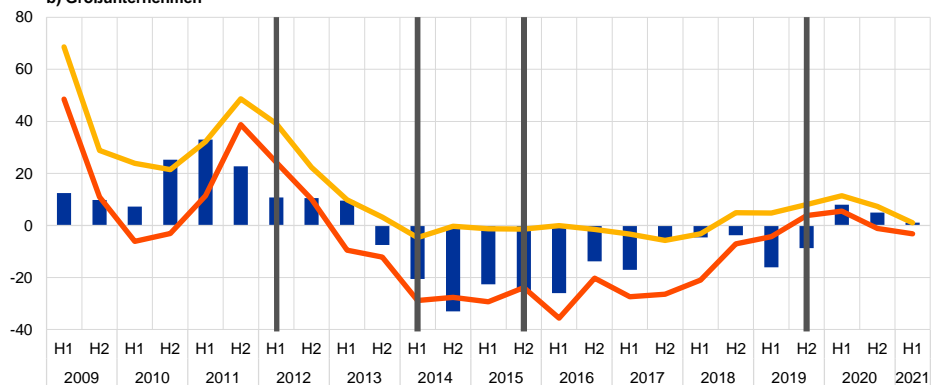
(Margen: prozentualer Saldo; preisliche Konditionen: gewichtete Einzelangaben in %)

- Preisliche Konditionen
- Margen für risikoreichere Kredite laut BLS
- Margen für durchschnittliche Kredite laut BLS

a) Kleine und mittlere Unternehmen



b) Großunternehmen



Quellen: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (BLS) sowie Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).

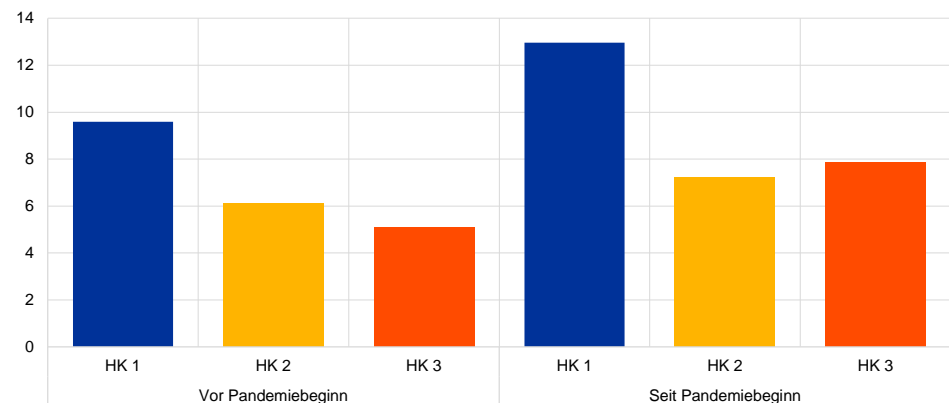
Anmerkung: Positive Werte bedeuten eine Verschlechterung der Hauptkomponente und eine Nettoausweitung der Kreditmargen. Kleine und mittlere Unternehmen sind definiert als Unternehmen mit weniger als 250 Beschäftigten. Die Einzelangaben zu den jeweiligen Hauptkomponenten sind nach Größenkategorie, Sektor und Land gewichtet, um die ökonomische Struktur der Stichprobe widerzuspiegeln. Die Einzelangaben sind so standardisiert, dass sie in einer Bandbreite von -1 bis +1 liegen, und werden mit 100 multipliziert, um gewichtete prozentuale Salden zu erhalten. Zur Gegenüberstellung mit der (halbjährlichen) SAFE-Umfrage werden die entsprechenden zwei Quartale des BLS zu einem Durchschnitt zusammengefasst. Die erste senkrechte graue Linie markiert die Ankündigung des Programms für geldpolitische Outright-Geschäfte (OMTs) im Jahr 2012. Die zweite Linie kennzeichnet den Start der ersten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) sowie der Negativzinspolitik. Die dritte Linie markiert den Beginn der GLRG II und des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). Die letzte Linie kennzeichnet den Start des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) sowie der GLRG III. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April 2021 bis September 2021.

Eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, die sich im Anstieg einer der Hauptkomponenten widerspiegelt, erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die Unternehmen mit einer Verschlechterung der künftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten rechnen (siehe Abbildung C). In der SAFE-Umfrage werden die Unternehmen zu ihren Erwartungen in Bezug auf die künftige Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln in den sechs Monaten nach Abschluss der Erhebung befragt.⁶ Nach dem Ansatz von Ferrando und Ganoulis⁷ wird ein Logit-Modell verwendet, um die erwartete Verschlechterung der zukünftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten mit a) den drei Hauptkomponenten, b) einer Reihe von Dummy-Variablen, die eine gesonderte Kontrolle für die makroökonomische Entwicklung je Land und Zeitraum ermöglichen, sowie c) einer Reihe von Unternehmensmerkmalen (Sektor und Firmengröße) in Beziehung zu setzen.⁸ Abbildung C zeigt, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Unternehmen eine Verschlechterung der zukünftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten aufgrund veränderter Finanzierungsbedingungen melden (ausgewiesen als durchschnittlicher marginaler Effekt). Die drei linken Säulen basieren auf Schätzungen für die Zeit vor Ausbruch der Pandemie, die drei rechten auf Schätzungen für den Zeitraum seit Pandemiebeginn. Alle ausgewiesenen marginalen Effekte sind positiv und statistisch signifikant.

Abbildung C

Beitrag der Indikatoren der Finanzierungsbedingungen zur Verschlechterung der wahrgenommenen künftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten

(durchschnittlicher marginaler Effekt; in %)



Quelle: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE). Anmerkung: Die Abbildung zeigt den durchschnittlichen marginalen Effekt einer Zunahme der Hauptkomponenten um eine Standardabweichung auf die Verschlechterung der künftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten, berechnet anhand von Logit-Regressionen. HK steht für Hauptkomponente. HK 1 bezieht sich auf die Finanzlage der Unternehmen, HK 2 auf die nichtpreislichen Konditionen und HK 3 auf die preislichen Konditionen.

⁶ So wurden beispielsweise die Unternehmen in der jüngsten Erhebung, die von Mitte September bis Mitte Oktober 2021 durchgeführt wurde, zu den Veränderungen ihres Zugangs zu Finanzmitteln im Zeitraum von April bis September 2021 sowie zu ihren Erwartungen hinsichtlich des Zugangs zu Finanzmitteln im Zeitraum von Oktober 2021 bis März 2022 befragt.

⁷ Siehe A. Ferrando und I. Ganoulis, [Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2446, 2020.

⁸ Eine zweite Spezifikation erfasst zudem, wie sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten verändert hat. Diese Variable wird zwar von den Unternehmen gleichzeitig mit den Erwartungen gemeldet, ähnelt aber eher einer verzögerten abhängigen Variablen in einem Querschnittsmodell. Auf die Resultate dieser zweiten Spezifikation wird in diesem Kasten nicht näher eingegangen, sie bestätigen jedoch die ökonomischen Ergebnisse.

Seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie befürchten die Unternehmen zunehmend, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten in Zukunft verschlechtern könnte, wenn die Finanzierungskosten steigen.

In Bezug auf die Vorhersagekraft für die künftige Verfügbarkeit von Bankkrediten hat die Komponente, die die Veränderungen der Bankzinsen und sonstigen Finanzierungskosten umfasst, seit Beginn der Pandemie am meisten an Bedeutung gewonnen. Gegenwärtig hätte eine Verschlechterung dieser Komponente – die unmittelbar davon abhängt, wie die Unternehmen das Verhalten der Banken einschätzen – um eine Standardabweichung zur Folge, dass sich die Wahrscheinlichkeit einer schlechteren Verfügbarkeit von Bankkrediten um 7,8 % erhöht. Bis März 2020 lag dieser Wert noch bei 5,1 %. Am stärksten wird die erwartete Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln jedoch nach wie vor von der Finanzlage der Unternehmen (also der ersten Hauptkomponente) beeinflusst. Deren durchschnittlicher marginaler Effekt wurde vor der Pandemie auf 9,6 % beziffert und beläuft sich seither auf 13 %. Bei der Komponente der nichtpreislichen Konditionen (d. h. der zweiten Hauptkomponente) hat sich der marginale Effekt seit dem Ausbruch der Pandemie um 1,1 Prozentpunkte auf 7,2 % erhöht.

Insgesamt zeigt die empirische Analyse, dass die aus der SAFE-Umfrage gewonnenen Daten zu den allgemeinen Finanzierungsbedingungen der Unternehmen sowie ihre Aufschlüsselung in die drei Hauptkomponenten seit Beginn der Pandemie als Instrument zur Beurteilung der Erwartungen der Firmen hinsichtlich der zukünftigen Verfügbarkeit von Krediten an Bedeutung gewonnen haben.

Zerlegung der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs in Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien

Valentin Burban, Bruno De Backer, Fabian Schupp und Andreea Liliana Vladu

Im vorliegenden Kasten wird ein modellbasierter Ansatz vorgestellt, mit dem sich zwei unbeobachtete Komponenten voneinander abgrenzen lassen, die in den marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs enthalten sind. Dabei handelt es sich um die Inflationserwartungen und die Inflationsrisikoprämien. Im Rahmen des Ansatzes werden ökonometrische Modelle herangezogen, mit deren Hilfe die Zinsstruktur inflationsindexierter Swapsätze analysiert werden kann. Schätzungen zufolge ist der seit Mitte 2020 zu beobachtende Anstieg der inflationsindexierten Terminalsapsätze eher auf die Inflationsrisikoprämien als auf die Inflationserwartungen zurückzuführen. Dies lässt darauf schließen, dass er im Wesentlichen mit einer Verschiebung der eingepreisten Inflationsrisiken zusammenhängt (von „niedriger als erwartet“ zu „höher als erwartet“).

Inflationsindexierte Swapsätze dienen häufig als Referenzgröße für marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs im Euro-Währungsgebiet.

Bei inflationsindexierten Swapkontrakten wird der im Voraus vereinbarte feste Swapsatz bei Fälligkeit gegen einen Satz getauscht, der an die während der Laufzeit des Swaps durchschnittlich verzeichnete Inflationsrate gebunden ist. Beide Sätze nehmen Bezug auf einen Nominalbetrag. Im Gegensatz zu Breakeven-Inflationsraten, die aus den Renditen der von bestimmten Euro-Ländern begebenen inflationsindexierten und nominalen Staatsanleihen abgeleitet sind, werden inflationsindexierte Swapsätze weniger stark von etwaigen Marktliquiditätsproblemen beeinflusst.¹

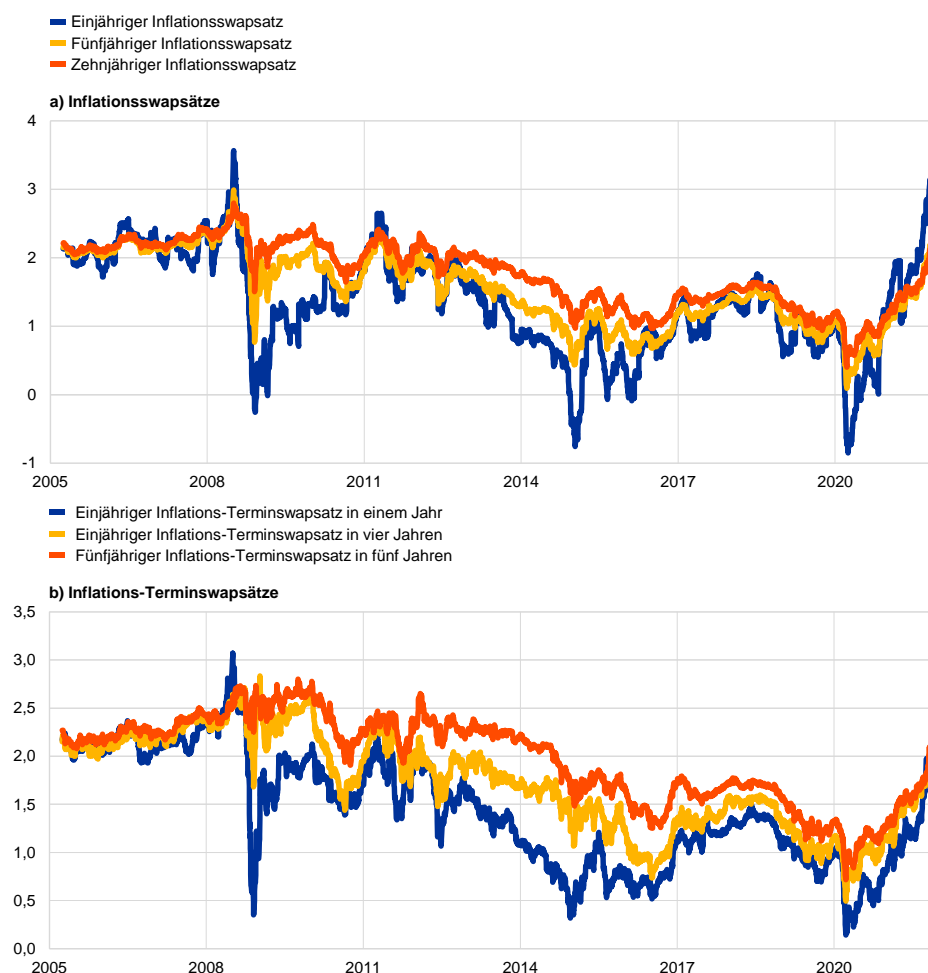
Inflationsindexierte Swapsätze spiegeln die Einschätzungen der Finanzmarktteilnehmer über die künftige Inflationsentwicklung wider und werden daher von den Zentralbanken genau beobachtet (siehe Abbildung A). Die Inflationsswapsätze lagen im Zeitraum von 2005 bis 2007 relativ stabil bei etwas über 2 %, brachen in der zweiten Jahreshälfte 2008 aber im Zuge der weltweiten Finanzkrise ein. Zwar stiegen sie anschließend bis Ende 2010 wieder auf nahe 2 % an, doch verringerten sie sich in der Folge erneut und sanken auf ein Niveau, das nicht mit dem damaligen Inflationsziel der EZB („unter, aber nahe“ 2 %) vereinbar

¹ Ein Überblick über den Markt für inflationsindexierte Swaps findet sich in: EZB, [Daten zu Derivategeschäften und deren Nutzen für die Zentralbankanalyse](#), Wirtschaftsbericht 6/2019, September 2019; EZB, [Jüngste Entwicklung der marktbasieren Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und ihre Interpretation](#), Wirtschaftsbericht 6/2018, September 2018; Work stream on inflation expectations, [Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 264, 2021. Gemäß der Marktkonvention wird der HVPI ohne Tabakwaren (HVPIxT) als Referenz-Preisindex für die inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum herangezogen. Die Inflationsswapsätze beziehen sich auf den HVPIxT mit einer dreimonatigen Verzögerung bei der Indexierung.

war. So belief sich der einjährige inflationsindexierte Terminswapsatz in vier Jahren Mitte 2016 auf knapp 1 %. Auch wenn sich die Inflationswapsätze bis Mitte 2018 etwas erholten, gingen sie im weiteren Verlauf wieder auf ein niedriges Niveau zurück. Im Zuge der Coronakrise (Covid-19) brachen sie erneut massiv ein und erreichten Ende März 2020 einen Tiefstand. In den folgenden anderthalb Jahren war ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen. Der einjährige inflationsindexierte Swapsatz erhöhte sich zuletzt auf 3 %, während der einjährige Terminswapsatz in einem Jahr unter 2 % geblieben ist. Dies lässt darauf schließen, dass die Finanzmärkte den jüngsten Inflationsanstieg als vorübergehend einpreisen. Mit Blick auf das mittelfristige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität ist relevant, dass der fünfjährige Terminswapsatz in fünf Jahren wieder auf ein Niveau von nahe 2 % zurückgekehrt ist.

Abbildung A
Inflationsswapsätze im Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. November 2021.

Die inflationsindexierten Swapsätze und andere marktbasierende Messgrößen des Inflationsausgleichs spiegeln nicht nur die tatsächlichen Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer, sondern auch die Inflationsrisikoprämien wider.

Inflationsrisikoprämien werden erhoben, weil Finanzmarktteilnehmer das Risiko scheuen und mit Unsicherheit konfrontiert sind. Der Theorie zufolge sind die Inflationsrisikoprämien in der Regel tendenziell positiv, wenn Angebotsschocks überwiegen, und negativ, wenn es schwerpunktmäßig zu Nachfrageschocks kommt.² So begünstigen adverse Angebotsschocks positive Inflationsrisikoprämien, da sie implizieren, dass die Inflation in der Tendenz zunimmt, wenn Auszahlungen im Zusammenhang mit Finanzwerten (in realer Rechnung) hoch bewertet sind, d. h., wenn die realwirtschaftliche Aktivität zurückgeht und der Grenznutzen des Konsums steigt.

Inflationsindexierte Swapsätze lassen sich mithilfe von ökonomischen Modellen ihrer Zinsstruktur in Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien zerlegen.

In der Regel berücksichtigen die geschätzten Modelle die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der kurzfristigen Inflationsrate („Preissetzungsfaktoren“) und den Mechanismus, der die Dynamik dieser Faktoren bestimmt („Bewegungsgesetz“). Damit ist es möglich, Prognosen der kurzfristigen Inflationsrate zu erstellen und Durchschnittswerte dieser Prognosen für alle Laufzeiten zu ermitteln. Die Inflationserwartungen können dann als durchschnittliche kurzfristige Inflationsrate für einen bestimmten Zeithorizont geschätzt werden. Die Inflationsrisikoprämien lassen sich näherungsweise als Differenz zwischen den inflationsindexierten Swapsätzen und diesen Inflationserwartungen berechnen.³

Im vorliegenden Kasten werden zwei Varianten eines ökonomischen Zinsstrukturmodells verwendet, um die inflationsindexierten Swapsätze in Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien zu zerlegen.

Die Modelle enthalten drei Preissetzungsfaktoren, mit denen sich die meisten Unterschiede bei den Inflationsswapsätzen zum Monatsende, die sich im Zeitverlauf für verschiedene Laufzeiten ergeben, erklären lassen.⁴ Beide Modelle implizieren, dass der kurzfristige Inflationsswapsatz – wie bei jedem stationären Zinsstrukturmodell – auf lange Sicht gegen eine feste Zahl konvergiert. Da sich dieser Endpunkt empirisch nur schwer genau bestimmen lässt,⁵ wird er auf einen Stand von 1,9 % kalibriert. Dieser steht im Einklang mit dem historischen Durchschnitt der langfristigen Inflationsprognosen anhand des Survey of Professional Forecasters und der von Consensus Economics durchgeführten Umfragen. Zudem entspricht er der

² Siehe beispielsweise M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem und J. Yiangou, *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021.

³ Inflationsrisikoprämien werden üblicherweise als Differenz zwischen den „modellangepassten“ (d. h. den durch das geschätzte Modell implizierten) Inflationsswapsätzen und den geschätzten Erwartungskomponenten bestimmt.

⁴ Das Referenzmodell folgt der Methodik, die in der wegweisenden Arbeit von S. Joslin, K. J. Singleton und H. Zhu verwendet wurde: *A new perspective on Gaussian dynamic term structure models*, *The Review of Financial Studies*, Bd. 24, Ausgabe 3, 2011, S. 926-970. Das Modell wird angewendet auf Inflationsswapsätze zum Monatsende, die um die dreimonatige Verzögerung bei der Indexierung bereinigt wurden; siehe hierzu G. Camba-Mendez und T. Werner, *The inflation risk premium in the post-Lehman period*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2033, 2017.

⁵ Siehe beispielsweise M. Villani, *Steady-state priors for vector autoregressions*, *Journal of Applied Econometrics*, Bd. 24, Ausgabe 4, 2009, S. 630-650.

numerischen Umsetzung des Inflationsziels der EZB, die über weite Strecken des Analysezeitraums zugrunde gelegt wurde.⁶ Die beiden Varianten unterscheiden sich hinsichtlich der Schätzung des Bewegungsgesetzes für die Preissetzungsfaktoren. So wird im Rahmen der Methode zur Schätzung einer der Varianten eine bekannte Verzerrung unterstellt, die sich nachteilig auf die Schätzung persistenter Prozesse auswirkt, während die andere Methode diese Verzerrung unberücksichtigt lässt.⁷

Die Ergebnisse der Zerlegung werden als Durchschnittswerte der beiden Modellergebnisse dargestellt. Die nach dem ersten Ansatz ermittelten Inflationserwartungen haben den Vorteil, dass sie relativ nahe am Niveau der umfragebasierten Prognosen liegen. Dies ermöglicht eine aussagekräftige Gegenprüfung, da Umfrageergebnisse in der Schätzphase nicht berücksichtigt werden. Allerdings sind die auf diesem ersten Ansatz basierenden Inflationserwartungen für längere Zeithorizonte tendenziell recht starr und unterzeichnen wahrscheinlich die echte und unbeobachtete zeitliche Variation. Die nach dem zweiten, um die Verzerrung in der Schätzfunktion bereinigten Ansatz ermittelten langfristigen Inflationserwartungen sind variabler. Im Rahmen dieses Ansatzes scheint sich aber zuweilen eine übermäßig enge Verbindung zwischen den kurzfristigen inflationsindexierten Swapsätzen und den langfristigen Erwartungen herauszubilden. Durch eine Modellmittelung lässt sich ein guter Mittelweg zwischen beiden Ansätzen finden.⁸ Zugleich ist zu beachten, dass modellbasierte Inflationserwartungen (und analog auch Inflationsprämien), die aus Inflationsswapsätzen abgeleitet werden, Schätzunsicherheiten unterliegen, und dass deren Stand nicht direkt durch ein beobachtetes Pendant validiert werden kann.⁹

⁶ Die Kalibrierung des Mittelwerts der langfristigen Inflation auf 1,9 % entspricht dem neuen Euroraum-Modell (New Area-wide Model – NAWM), in dessen Rahmen vor Einführung des neuen Inflationsziels der EZB von 2 % ein langfristiges Inflationsziel der Zentralbank von 1,9 % pro Jahr zugrunde gelegt wurde (siehe K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, [The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 944, 2008; G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt und A. Warne, [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2200, 2019). Siehe auch F. Mazelis, R. Motto und A. Ristinieni, Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area, im Erscheinen. In dieser Studie wird ebenfalls der Wert von 1,9 % zugrunde gelegt. Das nach der Strategieüberprüfung 2020-2021 der EZB angepasste mittelfristige Inflationsziel liegt bei 2 %. Das bedeutet, dass der langfristige Mittelwert der Inflationserwartungen möglicherweise in Zukunft aktualisiert werden muss, was wiederum insgesamt dazu führen dürfte, dass die Schätzungen für Inflationsrisikoprämien niedriger ausfallen.

⁷ Bei erweiterten Dickey-Fuller-Tests und Philips-Perron-Tests kann die Nullhypothese einer Einheitswurzel bei inflationsindexierten Swapsätzen nicht abgelehnt werden. Die Korrektur der Verzerrung der Schätzfunktion (in Richtung einer fehlenden Persistenz) im zweiten Modell erfolgt nach der Methode von L. Kilian, [Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses](#), Review of Economics and Statistics, Bd. 81, Nr. 4, 1999, pp. 652-660.

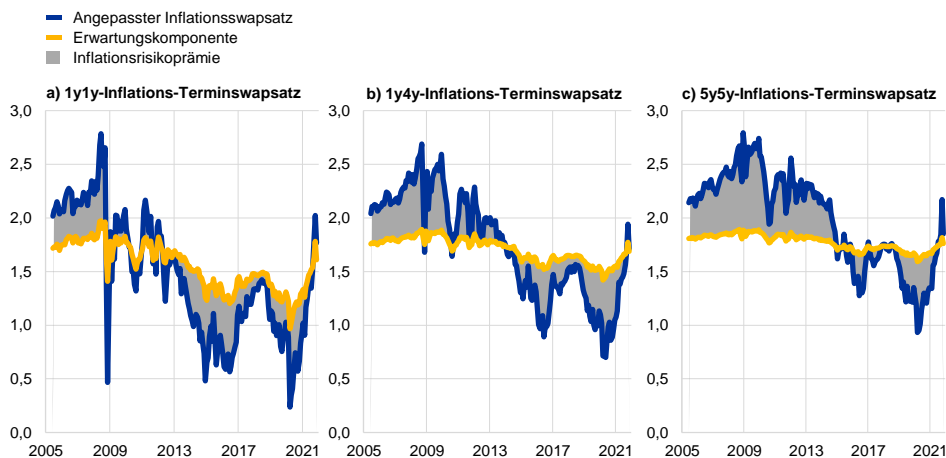
⁸ Als weit gefasste Prüfung auf „Plausibilität“ kann verstanden werden, dass die Standardabweichung der Erwartungskomponente, die aus dem Durchschnitt der beiden Modellschätzungen abgeleitet wird, derjenigen der Inflationsprognosen anhand des Survey of Professional Forecasters und der von Consensus Economics durchgeführten Umfragen relativ nahekommt (z. B. rund 10 Basispunkte für den Zeithorizont von vier bis fünf Jahren).

⁹ So können umfragebasierte Schätzungen allein dadurch, dass unterschiedliche Marktakteure ihre Einschätzungen ausdrücken, von den echten (unbeobachteten) Erwartungen, wie sie in den inflationsindexierten Swapsätzen enthalten sind, abweichen.

Abbildung B

Modellbasierte Zerlegung von Inflationsswapsätzen im Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „1y1y-Inflations-Terminalsatz“ bezeichnet den entsprechenden einjährigen Satz in einem Jahr“, „1y4y-Inflations-Terminalsatz“ den entsprechenden einjährigen Satz in vier Jahren und „5y5y-Inflations-Terminalsatz“ den entsprechenden fünfjährigen Satz in fünf Jahren. Die durchschnittlichen Schätzungen basieren auf zwei affinen Zinsstrukturmodellen nach Joslin, Singleton und Zhu (2011), die auf die um die Verzögerung bei der Indexierung bereinigten inflationsindexierten Swapsätze wie bei Camba Mendez und Werner (2017) beschrieben angewendet werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2021 (monatliche Modelle).

Die geschätzten Zerlegungen lassen den Schluss zu, dass die Inflationserwartungen allgemein stabiler sind als die inflationsindexierten Swapsätze, und dass die Inflationsrisikoprämien über alle Laufzeitbereiche hinweg in der Vergangenheit, einschließlich der jüngsten Vergangenheit, ihre Vorzeichen gewechselt haben (siehe Abbildung B). Die Zerlegungen lassen darauf schließen, dass die Inflationserwartungen im Zeitverlauf beträchtlich variieren können, auch wenn sie allgemein einen glatteren Verlauf aufweisen als inflationsindexierte Swapsätze. Dies gilt insbesondere für weiter in der Zukunft liegende Terminalsätze, was im Einklang steht mit der Vorstellung, dass Inflationserwartungen langfristig in der Regel stärker verankert sind. Die Inflationsrisikoprämien kehrten sich Schätzungen zufolge etwa 2013-2014 aus dem Positiven ins Negative. Dies lässt den Schluss zu, dass die Märkte zunehmend dem Risiko Rechnung trugen, dass eine unter den entsprechenden Erwartungen liegende Inflationsrate erreicht würde. In jüngerer Zeit haben sich die geschätzten Inflationsrisikoprämien mit dem allmählichen Nachlassen der Effekte der Corona-Pandemie (Covid-19) deutlich erhöht. Sie haben sogar ihr Vorzeichen geändert und sich wieder leicht in den positiven Bereich gekehrt. Dieser Vorzeichenwechsel könnte damit zusammenhängen, dass eine größere Wahrscheinlichkeit (bzw. zumindest das Risiko) eingepreist wird, dass die wirtschaftliche Lage auf absehbare Zeit vor dem Hintergrund bestehender Angebotsengpässe durch Angebotsschocks bestimmt wird.¹⁰

¹⁰ Siehe auch EZB, [Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

5 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 28. Juli bis zum 2. November 2021

Elvira Fioretto und Juliane Kinsele

Dieser Kasten befasst sich mit den geldpolitischen Geschäften der EZB und der Liquiditätsentwicklung in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2021. Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengefasst über den Zeitraum vom 28. Juli bis zum 2. November 2021 („Berichtszeitraum“).

Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nahm in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2021 um 175,5 Mrd € zu und erreichte mit 4 367 Mrd € einen neuen Höchststand. Ausschlaggebend hierfür waren die Wertpapierkäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) sowie die Abwicklung des achten und neunten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts der dritten Reihe (GLRG III.8 und GLRG III.9). Die Wirkung der geldpolitischen Geschäfte auf die Überschussliquidität wurde durch einen beträchtlichen Anstieg der autonomen Faktoren (netto) teilweise aufgewogen.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – nahm im Berichtszeitraum um 170,8 Mrd € auf 2 290,2 Mrd € zu. Der im Vergleich zu den beiden vorherigen Erfüllungsperioden deutliche Zuwachs war fast vollständig auf einen Anstieg der autonomen Faktoren (netto) um 167,8 Mrd € auf 2 138,4 Mrd € zurückzuführen (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich indes nur marginal um 3 Mrd € auf 151,9 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum um 120,3 Mrd € auf 3 116,6 Mrd €. Grund dafür waren die sonstigen autonomen Faktoren sowie eine Zunahme des Banknotenumlaufs und der Einlagen öffentlicher Haushalte. Die sonstigen autonomen Faktoren erhöhten sich im Berichtszeitraum um 55,1 Mrd € auf 959,4 Mrd € (siehe auch Tabelle A). Unterdessen stieg der Banknotenumlauf um 28,7 Mrd € auf 1 503,7 Mrd €. Die Einlagen öffentlicher Haushalte nahmen um 36,6 Mrd € auf 653,5 Mrd € zu und bleiben damit auf einem sehr hohen Niveau. Der im Jahr 2020 verzeichnete Rekordhöchststand von 729,8 Mrd € wurde damit jedoch nicht erreicht.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren sanken um 47,5 Mrd € auf 978,6 Mrd €. Grund hierfür war der Nettoeffekt eines Rückgangs der Nettoforderungen in Euro (um 63,1 Mrd €) und eines Anstiegs der Nettoforderungen in Fremdwährung (um 15,6 Mrd €).

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

Tabelle A
Liquiditätsbedingungen im Eurosystem

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 28. Juli bis 14. September		Sechste Erfüllungsperiode: 15. September bis 2. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Passiva	(Durchschnittswerte; in Mrd €)							
Autonome Liquiditätsfaktoren	3 116,6	(+120,3)	3 086,2	(+28,8)	3 147,0	(+60,8)	2 996,3	(+46,9)
Banknotenumlauf	1 503,7	(+28,7)	1 499,9	(+14,1)	1 507,4	(+7,5)	1 475,0	(+35,0)
Einlagen öffentlicher Haushalte	653,5	(+36,6)	635,7	(-16,5)	671,3	(+35,6)	616,9	(-1,3)
Sonstige autonome Faktoren (netto) ¹	959,4	(+55,1)	950,6	(+31,2)	968,3	(+17,7)	904,3	(+13,2)
Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben	3 614,5	(+143,3)	3 575,3	(+72,3)	3 653,7	(+78,4)	3 471,2	(+338,8)
darunter: im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	904,2	(+17,1)	899,2	(+4,4)	909,2	(+10,0)	887,1	(+13,1)
darunter: nicht im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	2 709,5	(+123,2)	2 675,3	(+67,2)	2 743,7	(+68,4)	2 586,3	(+317,9)
Mindestreserve-Soll²	151,9	(+3,0)	150,9	(+0,8)	152,8	(+1,9)	148,9	(+1,9)
Freibetrag³	911,3	(+18,1)	905,6	(+4,5)	916,9	(+11,3)	893,2	(+11,6)
Einlagefazilität	752,6	(+32,2)	766,6	(+30,1)	738,5	(-28,2)	720,4	(+86,2)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerooperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

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

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 28. Juli bis 14. September		Sechste Erfüllungsperiode: 15. September bis 2. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Autonome Liquiditätsfaktoren	978,6	(-47,5)	987,2	(-19,9)	970,0	(-17,2)	1 026,1	(-39,9)
Nettoforderungen in Fremdwährung	830,9	(+15,6)	826,7	(+5,0)	835,1	(+8,3)	815,3	(-11,2)
Nettoforderungen in Euro	147,7	(-63,1)	160,5	(-24,9)	134,9	(-25,5)	210,8	(-28,6)
Geldpolitische Instrumente	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
Offenmarktgeschäfte	6 657,3	(+346,3)	6 592,2	(+151,6)	6 722,3	(+130,1)	6 311,0	(+513,8)
Tendergeschäfte	2 211,7	(+63,5)	2 213,3	(+17,2)	2 210,0	(-3,3)	2 148,2	(+234,4)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,2	(+0,0)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,1	(-0,2)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	0,1	(-0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,4)
Zweite Reihe gezielter LRGs (GLRG II)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-9,7)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	2 195,0	(+74,3)	2 188,9	(+20,4)	2 201,1	(+12,3)	2 120,7	(+244,3)
Längerfristige Pandemie- Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs)	16,4	(-10,8)	24,2	(-3,2)	8,6	(-15,6)	27,2	(+0,5)
Outright-Geschäfte	4 445,6	(+282,8)	4 378,9	(+134,4)	4 512,3	(+133,4)	4 162,8	(+279,4)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	2,4	(-0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(-0,2)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	295,9	(+4,4)	294,7	(+2,1)	297,1	(+2,4)	291,6	(+2,1)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	9,5	(-7,7)	12,6	(-4,5)	6,5	(-6,1)	17,2	(-8,4)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	27,0	(-1,4)	27,5	(-0,7)	26,6	(-1,0)	28,4	(-0,3)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 448,0	(+36,0)	2 439,7	(+18,1)	2 456,3	(+16,6)	2 412,0	(+37,7)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	294,8	(+15,4)	290,6	(+7,0)	298,9	(+8,3)	279,3	(+15,9)
Pandemie- Notfallankaufprogramm (PEPP)	1 367,5	(+236,1)	1 311,0	(+112,4)	1 424,1	(+113,2)	1 131,4	(+232,6)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Quelle: EZB.

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

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 28. Juli bis 14. September		Sechste Erfüllungsperiode: 15. September bis 2. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	2 290,2	(+170,8)	2 250,3	(+49,3)	2 330,2	(+79,8)	2 119,4	(+88,8)
Autonome Faktoren (netto) ²	2 138,4	(+167,8)	2 099,4	(+48,5)	2 177,3	(+78,0)	1 970,6	(+86,8)
Überschussliquidität ³	4 367,0	(+175,5)	4 341,9	(+102,4)	4 392,2	(+50,3)	4 191,5	(+425,0)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 28. Juli bis 2. November 2021						Vorheriger Berichtszeitraum: 28. April bis 27. Juli 2021	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 28. Juli bis 14. September		Sechste Erfüllungsperiode: 15. September bis 2. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
HRGs	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
EONIA ¹	-0,485	(-0,005)	-0,484	(-0,003)	-0,486	(-0,002)	-0,480	(-0,001)
€STR	-0,569	(-0,004)	-0,569	(-0,003)	-0,570	(-0,002)	-0,565	(-0,001)

Quelle: EZB.

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

1) Seit dem 1. Oktober 2019 wird der Euro Overnight Index Average (EONIA) berechnet als Euro Short-Term Rate (€STR) zuzüglich 8,5 Basispunkten. Differenzen in den angegebenen Veränderungen des EONIA und des €STR sind rundungsbedingt.

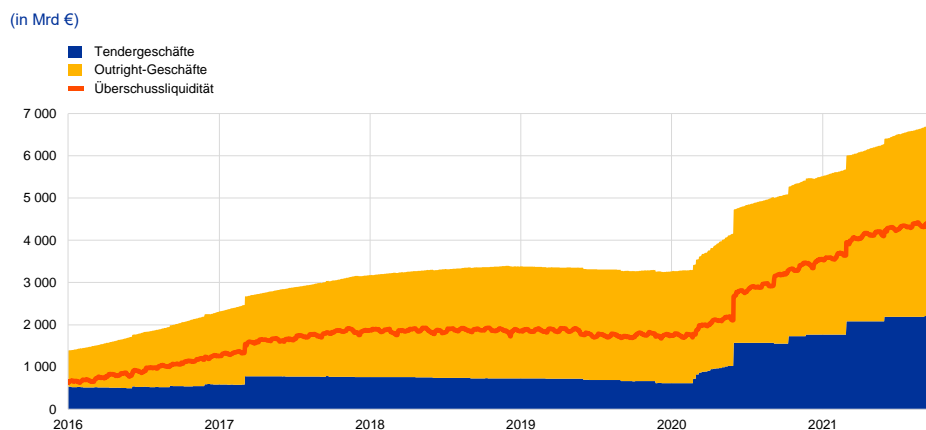
Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 346,3 Mrd € auf 6 657,3 Mrd € (siehe

Abbildung A). Dieser Anstieg ergibt sich zu rund 82 % aus dem anhaltenden Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen der Ankaufprogramme (vor allem des PEPP) und zu rund 18 % aus Tendersgeschäften, hauptsächlich GLRG-III-Geschäften. Indessen wurde über fällige Geschäfte und Rückzahlungen Liquidität entzogen.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 2. November 2021.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Tendergeschäfte nahm im Berichtszeitraum um 63,5 Mrd € zu. Zurückzuführen war dies zum einen auf das im Juni abgewickelte achte GLRG-III-Geschäft, über das 109,8 Mrd € bereitgestellt wurden (die volle Wirkung dieses Geschäfts auf die Durchschnittswerte des betreffenden Zeitraums zeigt sich erst in der Erfüllungsperiode nach der Abwicklung), und zum anderen auf das neunte Geschäft derselben Reihe, über das Ende September 97,6 Mrd € zugeteilt wurden. Der liquiditätszuführende Effekt des neunten Geschäfts wurde durch die erste Runde freiwilliger Rückzahlungen im Rahmen der GLRG III, die sich im September auf insgesamt 79,3 Mrd € beliefen, teilweise aufgezehrt. Darüber hinaus wurden Ende September drei längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROS) in Höhe von 22,1 Mrd € fällig. Über das PELTRO, das im September stattfand, wurden indes nur 1,3 Mrd € zugeteilt. Zusammengenommen führten die neuen PELTRO-Zuteilungen und die fälligen Geschäfte im Schnitt zu einer Netto-Liquiditätsabschöpfung in Höhe von 10,8 Mrd € gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) spielten weiterhin eine untergeordnete Rolle. Die durchschnittliche Inanspruchnahme dieser beiden regulären Arten von Refinanzierungsgeschäften lag wie bereits im vorangegangenen Berichtszeitraum weiterhin auf einem historischen Tiefstand.

Unterdessen nahmen die Outright-Geschäfte um 282,8 Mrd € auf 4 445,6 Mrd € zu, was den Netto-Wertpapierankäufen im Rahmen des PEPP und des APP zuzuschreiben war. Der durchschnittliche Bestand des PEPP erhöhte sich gegenüber dem Durchschnitt des vorangegangenen Berichtszeitraums um 236,1 Mrd € auf 1 367,5 Mrd €. Von allen Ankaufprogrammen der EZB verzeichnete das PEPP damit den stärksten Anstieg. An zweiter Stelle stand das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) mit einer durchschnittlichen Zunahme um 36 Mrd € auf 2 448 Mrd €. Danach folgte das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) mit

einem durchschnittlichen Zuwachs um 15,4 Mrd € auf 294,8 Mrd €. Aufgrund der Fälligkeit von Wertpapieren, die in nicht aktiven Programmen gehalten wurden, verringerte sich das Outright-Portfolio um 7,7 Mrd €.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität stieg um 175,5 Mrd € auf ein neues Rekordhoch von 4 367 Mrd € (siehe Abbildung A). Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Sie spiegelt also die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken wider. Die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giroguthaben der Banken erhöhten sich um 143,3 Mrd € auf 3 614,5 Mrd €. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität stieg um 32,2 Mrd € auf 752,6 Mrd €.

Die im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems² von der negativen Verzinsung zum Einlagesatz befreiten Überschussreserven erhöhten sich um 17,1 Mrd € auf 904,2 Mrd €. Die nicht befreiten Überschussreserven, zu denen auch die Einlagefazilität zählt, nahmen um 155,4 Mrd € auf 3 462,1 Mrd € zu. Die Nutzungsquote des maximalen Freibetrags (also der Quotient aus tatsächlich befreiten Überschussreserven und dem maximal möglichen Betrag an Reserven, der vom negativen Zinssatz für die Einlagefazilität ausgenommen werden kann³) liegt seit der dritten Erfüllungsperiode 2020 bei über 98 % und verringerte sich leicht von 99,3 % auf 99,2 %. Der Anteil der befreiten Überschussreserven an der gesamten Überschussliquidität betrug 20,7 %, verglichen mit 21,2 % im vorangegangenen Berichtszeitraum.

Zinsentwicklung

Der durchschnittliche €STR blieb im Berichtszeitraum mit -56,9 Basispunkten weitgehend unverändert. Aufgrund der hohen Überschussliquidität ist der €STR weiterhin relativ unelastisch, sogar gegenüber deutlichen Liquiditätsschwankungen. Seit Oktober 2019 wird der EONIA als €STR zuzüglich eines fixen Aufschlags von 8,5 Basispunkten berechnet. Folglich entwickelte sich der EONIA bis zu seiner Einstellung am 3. Januar 2022 im Gleichschritt mit dem €STR. Im Zuge der Umstellung auf die neue Referenzgröße wird der EONIA seit dem 18. Oktober 2021 nicht mehr für neue Derivatekontrakte, die von zentralen Gegenparteien geclart werden, verwendet. Die Leitzinsen der EZB, d. h. die Zinssätze für die

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

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

Einlagefazilität, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität, blieben im Berichtszeitraum unverändert.

Kommunikation der EZB über den Wirtschaftsausblick – eine vergleichende Analyse

Julian Ashwin, Maarten Dossche, Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Eleni Kalamara und Beatrice Pierluigi

Die Kommunikation der EZB zu den Konjunkturaussichten hat sich in den vergangenen 20 Jahren merklich verändert. Im vorliegenden Kasten wird dargestellt, wie sich die Kommunikation der EZB zu den Rahmenbedingungen und Konzepten, die dem Wirtschaftsausblick zugrunde liegen, seit Gründung der Zentralbank im Jahr 1998 entwickelt hat. Darüber hinaus wird ihre Kommunikation zu den Wirtschaftsaussichten mit jener des Federal Reserve System (Federal Reserve Board) und der Bank of England verglichen, und zwar für den Zeitraum von 2015 bis 2019. Die Analyse endet im Jahr 2019, um zu vermeiden, dass die Ergebnisse durch die Maßnahmen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie (Covid-19) oder die jeweilige geldpolitische Strategieüberprüfung des Federal Reserve Board und der EZB beeinflusst werden. Der Kasten behandelt einen Teilbereich der EZB-Kommunikation. Demgegenüber beleuchtet Aufsatz 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht das Thema aus einem breiteren Blickwinkel und berücksichtigt auch die Erkenntnisse aus der jüngsten Strategieüberprüfung der EZB.¹

Im Jahr 2015 erfuhr die regelmäßige Kommunikation der EZB über den Wirtschaftsausblick zwei wichtige Änderungen. Zum einen verlängerte die EZB den Abstand zwischen den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats von vier auf sechs Wochen und zum anderen begann sie, Zusammenfassungen dieser Sitzungen zu veröffentlichen. Diese Änderungen minderten das Risiko von Störgeräuschen in der Kommunikation zum Konjunkturausblick, die bei einer zu häufigen Veröffentlichung von Datenaktualisierungen auftreten können. Überdies wurden damit Transparenz und Rechenschaft in Bezug auf die Entscheidungsprozesse der EZB gestärkt. Mit den beiden Änderungen näherte sich der EZB-Ansatz der Praxis an, die das Federal Reserve Board in den Vereinigten Staaten bei geldpolitischen Beratungen verfolgt. Während die offizielle Kommunikation zu den Wirtschaftsaussichten von zwölfmal (Monatsbericht) auf achtmal (Wirtschaftsbericht) pro Jahr verringert wurde, verstärkte der Chefvolkswirt der EZB in den vergangenen 20 Jahren seine diesbezügliche Außenkommunikation in Form von Vorträgen und Präsentationen (siehe Abbildung A, Grafik a). Der Chefvolkswirt der EZB hielt im Zeitraum 2015-2019 auch wesentlich mehr Vorträge über den Konjunkturausblick als

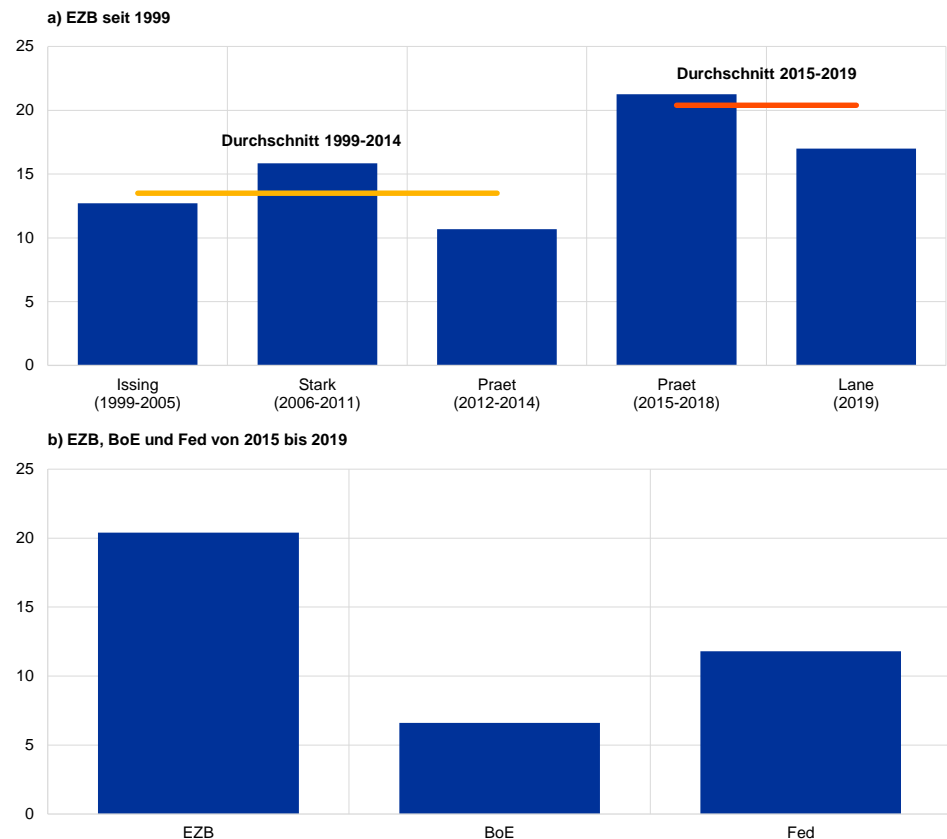
¹ Siehe EZB, Kommunikation der EZB mit der breiten Öffentlichkeit, im vorliegenden Wirtschaftsbericht; K. Assenmacher, G. Glöckler, S. Holton und P. Trautmann, [Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world](#), Work stream on monetary policy communications, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 274, 2021.

der Chefökonom der Bank of England oder der stellvertretende Vorsitzende des Federal Reserve Board (siehe Abbildung A, Grafik b).²

Abbildung A

Anzahl an Reden und Vorträgen des jeweiligen Chefvolkswirts zum Wirtschaftsausblick

(Jahresdurchschnitt)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Bei einem unterjährigen Amtswechsel (z. B. Issing/Stark im Jahr 2006 und Praet/Lane im Jahr 2019) wurden die Vorträge dem Jahresdurchschnitt des neuen Direktoriumsmitglieds zugerechnet. Grafik b: Als Pendant zum Chefvolkswirt der EZB (Praet/Lane) und zum Chefökonom der Bank of England (Haldane) wurde der stellvertretende Vorsitzende des Federal Reserve Board (Fischer/Clarida) herangezogen. BoE steht für Bank of England, Fed für Federal Reserve Board.

Die Lesbarkeit der EZB-Kommunikation über den Wirtschaftsausblick hat sich

seit 2008 verbessert.

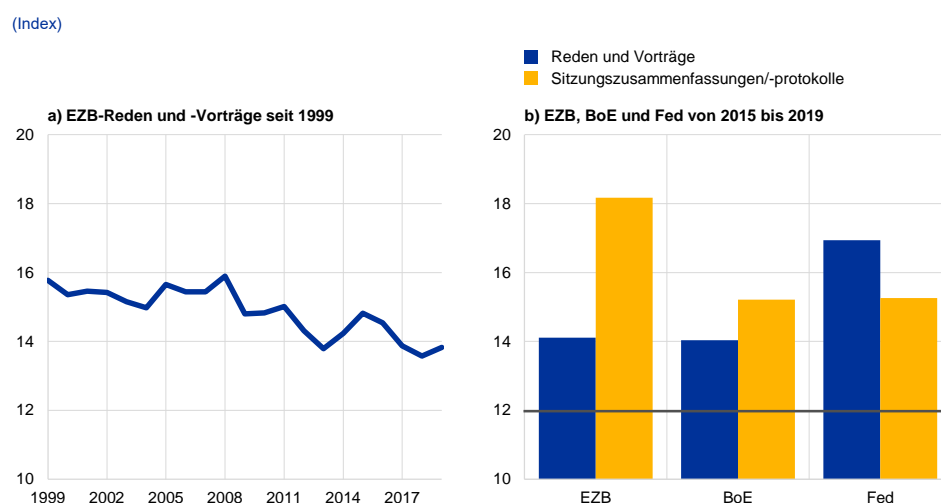
Veranschaulicht wird dies in Abbildung B, Grafik a, die darstellt, wie viele Jahre an Bildung erforderlich sind, um Reden und Vorträge der EZB zu den Konjunkturaussichten zu verstehen. Die darin verwendete Sprache, so zeigt sich, hat im Laufe der Zeit an Komplexität verloren. Diese Verbesserung trifft auch auf die Lesbarkeit aller anderen EZB-Reden und -Vorträge zu, d. h. einschließlich jener, die sich mit anderen Themen als dem Wirtschaftsausblick befassen.³ Die Reden und Vorträge der EZB zum Konjunkturausblick sind hinsichtlich ihrer Lesbarkeit durchaus mit jenen der Bank of England vergleichbar.

² Bei der Bank of England wurden zum Zwecke der Analyse hauptsächlich Vorträge des Chefökonom betrachtet. Würden zusätzlich zu diesen Vorträgen auch die Reden des für die Geldpolitik zuständigen Vizegouverneurs berücksichtigt, der gemessen an seiner exekutiven Verantwortung eher dem Chefvolkswirt der EZB entspricht, hätte dies keinen wesentlichen Einfluss auf die Ergebnisse.

³ Siehe EZB, Kommunikation der EZB mit der breiten Öffentlichkeit, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Gemessen daran sind die Reden des Federal Reserve Board etwas schwerer verständlich als jene der EZB (siehe Abbildung B, Grafik b). Andererseits ist die Lesbarkeit der seit 2015 veröffentlichten Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats deutlich geringer als die der Sitzungsprotokolle des Offenmarktausschusses der Federal Reserve oder des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England. Die Zusammenfassungen der EZB dürften sich eher an ein Fachpublikum richten, zugleich impliziert der höhere Indexwert, dass eine breitere Öffentlichkeit durchaus Verständnisschwierigkeiten hätte.

Abbildung B
Lesbarkeit der Reden und Vorträge über den Wirtschaftsausblick und der Sitzungszusammenfassungen bzw. -protokolle



Quelle: EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Als Messgröße dient der Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex für den Zeitraum 2015-2019. Der Indexwert gibt an, wie viele Jahre an Bildung erforderlich sind, um einen Text zu verstehen. Je höher der Indexwert ist, desto schwerer verständlich ist die verwendete Sprache. Bei einem Indexwert über 12 reicht ein Sekundarschulabschluss nicht aus. BoE steht für Bank of England, Fed für Federal Reserve Board.

Die veränderte Kommunikation der EZB zum Wirtschaftsausblick geht auf neue theoretische Konzepte zurück. Aus Abbildung C, Grafik a geht hervor, dass die Häufigkeit, mit der Wörter oder Fachbegriffe wie „Produktionslücke“, „Phillips-Kurve“, „Arbeitslosigkeit“ und „Unterauslastung“ verwendet werden, im zweiten Jahrzehnt nach der Euro-Einführung deutlich gestiegen ist. Dagegen war beim Wort „Geldmenge“ in den vergangenen zehn Jahren ein ausgeprägter Abwärtstrend zu beobachten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die Art und Weise, wie die Wachstums- und Inflationsentwicklung im Euro-Währungsgebiet interpretiert und beurteilt wird, geändert hat – als Grundlage diente zunehmend der Zusammenhang zwischen den Messgrößen der Kapazitätsauslastung sowie des Lohn- und Preisdrucks.⁴ Die seltenere Verwendung von „Geldmenge“ in EZB-Reden und -Vorträgen und die zunehmende Häufigkeit von „Arbeitslosigkeit“ und „Unterauslastung“ zeigen sich auch in den Reden von Direktoriumsmitgliedern (siehe Abbildung C, Grafik a).

⁴ Weitere Belege hierzu finden sich in: P. Hartmann und F. Smets, [The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2219, 2018.

Zwei wesentliche Kommunikationsunterschiede zwischen der EZB und anderen Zentralbanken hängen mit deren unterschiedlichen geldpolitischen Strategien zusammen. Erstens veranschaulicht Grafik b in Abbildung C, dass die Begriffe „Arbeitslosigkeit“ oder „Unterauslastung“ zwar in den Reden von Mitgliedern des EZB-Direktoriums weniger häufig vorkommen als in jenen von Vertretern der Bank of England oder des Federal Reserve Board, doch von den unterschiedlichen Themen am häufigsten benutzt werden. Beim Federal Reserve Board lässt sich dies mit der Bedeutung des Vollbeschäftigungsziels erklären, das Teil des dualen Mandats der US-amerikanischen Notenbank ist. „Produktionslücke“ oder „Phillips-Kurve“ werden von den drei Zentralbanken mit ähnlicher Häufigkeit genannt. Wurden diese Begriffe in der Vergangenheit noch seltener in der EZB-Kommunikation verwendet, so sind sie dort mittlerweile in einem ähnlichen Umfang anzutreffen wie bei der Bank of England oder dem Federal Reserve Board. Zweitens taucht das Wort „Geldmenge“ häufiger in EZB-Reden und -Vorträgen auf als beim Federal Reserve Board oder bei der Bank of England. Darin dürfte sich die Bedeutung der monetären Analyse für die geldpolitische Strategie der EZB widerspiegeln.

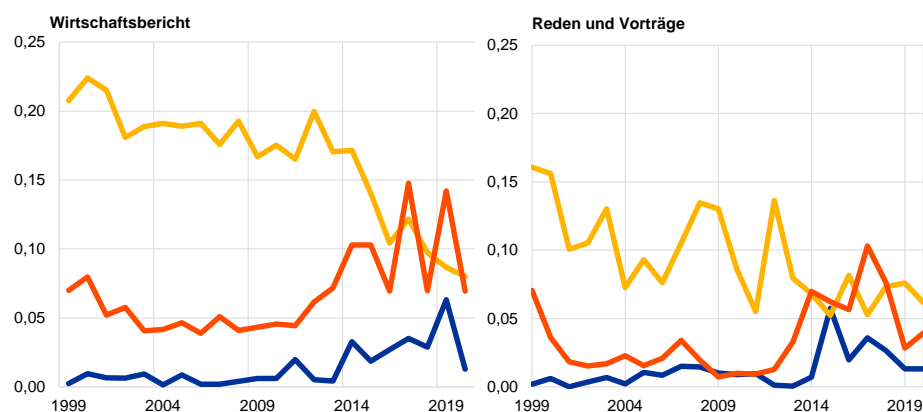
Abbildung C

Häufigkeit bestimmter themenspezifischer Begriffe in der Kommunikation der Zentralbanken

a) Häufigkeit in der EZB-Kommunikation

(in % der Gesamtwortzahl)

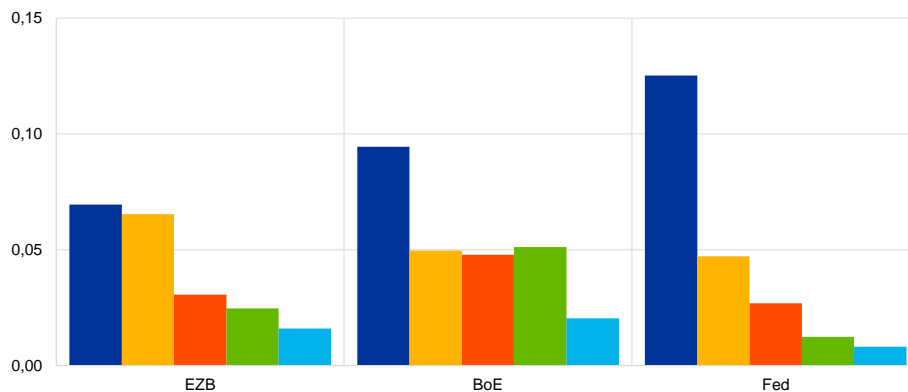
- Produktionslücke und Phillips-Kurve
- Geldmenge
- Arbeitslosigkeit und Unterauslastung



b) Häufigkeit in Reden und Vorträgen der Zentralbanken

(in % der Gesamtwortzahl)

- Arbeitslosigkeit und Unterauslastung
- Geldmenge
- Produktionslücke und Phillips-Kurve
- Klima
- Ungleichheit



Quelle: EZB-Berechnungen

Anmerkung: Die Benutzungsfrequenz eines bestimmten Begriffs bzw. Worts ergibt sich aus seiner zahlenmäßigen Verwendung geteilt durch die Gesamtwortzahl der Publikationen im betreffenden Jahr. BoE steht für Bank of England, Fed für Federal Reserve Board.

Der Begriff „Ungleichheit“ wird in den drei großen Zentralbanken ähnlich häufig verwendet, und ein weiteres zentrales Thema ist der Klimawandel. In den meisten Notenbanken ist das Thema Ungleichheit im Laufe der Zeit stärker in den Fokus gerückt, wobei die EZB anscheinend ein ähnliches Augenmerk wie die anderen beiden großen Zentralbanken darauf legt. Hinweise auf den Klimawandel sind offensichtlich in Reden der Bank of England präsenter als in Reden der EZB und des Federal Reserve Board.

Die Textanalyse verdeutlicht die Rolle sogenannter Narrative in der Kommunikation von Wirtschaftsprognosen.

Sharpe et al. weisen eine hohe Korrelation des Stimmungsbilds bzw. der Tonalität – abgeleitet aus den Narrativen im Begleitumfeld der Wirtschaftsprognosen des Federal Reserve Board – mit der künftigen Wirtschaftsentwicklung nach. Zum BIP ist die Korrelation positiv und zur Arbeitslosigkeit sowie zur Inflation negativ. Die Tonalität vermittelt darüber hinaus insofern Zusatzinformationen, als sie es ermöglicht, Prognosefehler des Federal Reserve Board und des privaten Sektors in Bezug auf das BIP und auf die Arbeitslosenquote bis zu vier Quartale im Voraus zu erfassen.⁵ Die Autoren sehen die Prognosekraft der Tonalität darin begründet, dass sie Abwärtsrisiken für die Wirtschaftsentwicklung signalisiert. Außerdem wird festgestellt, dass sie auch eine signifikante prädiktive Kraft für die Geldpolitik besitzt. Ein optimistischerer Wortlaut im Tealbook-Text geht einem höher als erwarteten Leitzinssatz der US-Notenbank bis zu vier Quartale voraus.⁶ Desgleichen kommen Jones et al. zu dem Schluss, dass die qualitative Erörterung der Prognose des Wirtschaftswachstums im vierteljährlichen Inflationsbericht der Bank of England Informationen birgt, welche die darin enthaltenen quantitativen Nowcasts und Prognosen auf Sicht von einem Quartal verbessern.⁷

Die angeführte Evidenz verdeutlicht, dass qualitative Diskussionen (oder Narrative) im Umfeld von Prognosen Zusatzinformationen über die Wirtschaft enthalten, die die quantitative Analyse ergänzen.

Dies unterstreicht die Bedeutung einer klaren und aussagekräftigen Kommunikation zum Wirtschaftsausblick – einer Priorität, die auch im Zuge der kürzlich abgeschlossenen Strategieüberprüfung der EZB bekräftigt worden ist.⁸ Der stete Zufluss an neuen Informationen impliziert auch eine kontinuierliche Aktualisierung des Narrativs im EZB-Wirtschaftsausblick, wofür eine Vielzahl an wirtschaftlichen Modellen, Instrumenten und Erhebungen erforderlich ist.

⁵ Siehe S. Sharpe, N. Sinha und C. Hollrah, The Power of Narratives in Economic Forecasts, Finance and Economics Discussion Series, Nr. 2020-001, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020.

⁶ Offiziell trägt das von Mitarbeitern des Federal Reserve Board erstellte Tealbook den Titel „Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy“. Seinen Namen erhielt das Tealbook mit der Verschmelzung des Bluebook mit dem Greenbook im Juni 2010.

⁷ Siehe J. Jones, T. Sinclair und H. Stekler, A textual analysis of Bank of England growth forecasts, International Journal of Forecasting, Bd. 36(4), 2020, S. 1478-1487. Ähnliche Belege für die Banco de España finden sich in: N. Sobrino, C. Ghirelli, S. Hurtado, J. Pérez und A. Urtasun, The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports, Applied Economics, November 2021.

⁸ Siehe EZB, [Überblick über die geldpolitische Strategie der EZB](#), Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet

Roberto A. De Santis

Im Jahresverlauf 2021 beeinträchtigten zunehmende Störungen der weltweiten Lieferketten die konjunkturelle Erholung im Euroraum. Das Wachstum des realen BIP wurde 2021 vor allem durch eine Erholung der unternehmensbezogenen Dienstleistungen gestützt. Der Beitrag der Industrie und des Baugewerbes fiel indes aufgrund von Engpässen bei importierten Vorleistungsgütern und Ausrüstungen geringer aus. Die Störungen der weltweiten Lieferketten ergeben sich aus dem Zusammenwirken verschiedener Faktoren, die sich in fünf Kategorien zusammenfassen lassen: a) ein frühzeitiger kräftiger Wiederanstieg der globalen Nachfrage nach Industriegütern, b) Lieferengpässe bei bestimmten Halbleitern, c) logistische Störungen im Transportsektor, insbesondere in der Containerschifffahrt, d) strikte Lockdown-Maßnahmen in einigen für die Vorleistungsgüterproduktion maßgeblichen Ländern Asiens sowie e) der erforderliche Zeitaufwand für die Erhöhung der Lieferkapazität von Halbleiterherstellern und Frachtschiffen.

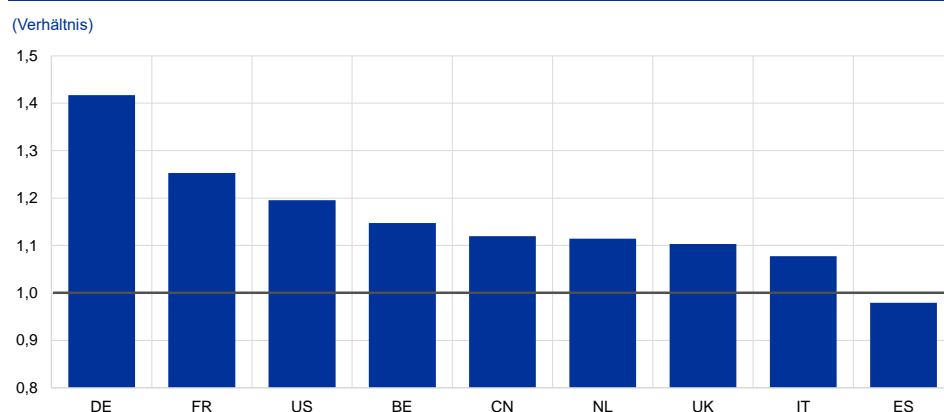
Das Ungleichgewicht zwischen der kräftigen Erholung der globalen Nachfrage und den Angebotsengpässen ist größer und dauerhafter als ursprünglich erwartet. Die Nachfrage nach Hightech-Produkten ist weltweit gestiegen, da private Haushalte im Homeoffice arbeiten und Unternehmen ihre Internetkapazitäten und Netzwerkzugänge ausbauen mussten. Im Verbund mit Angebotsstörungen infolge der Corona-Pandemie (Covid-19) hat dies eine Krise in der Halbleiterversorgung ausgelöst, die vor allem die Automobilindustrie getroffen hat.¹ Hinzu kommt, dass auch die Containerschifffahrt infolge der Pandemie einen schweren Schock erlitten hat. Mit dem Zusammenbruch des Welthandels im April 2020 konnten Frachtschiffe nicht mehr mit voller Kapazitätsauslastung auslaufen, und in den Häfen der westlichen Länder stapelten sich lockdownbedingt die Container. Als dann der Sommer vorüber war und sich die globale Nachfrage wieder belebte, kam es zu erheblichen Angebotsengpässen, denn es standen nicht genügend Container für den Warentransport von Asien in die Vereinigten Staaten und nach Europa zur Verfügung, und zahlreiche Frachtschiffe erreichten erst mit großer Verspätung ihre Zielhäfen. Die Blockade des Suez-Kanals durch ein riesiges Containerschiff verschärfte die Situation zusätzlich. Nach Angaben der UNCTAD lagen Containerschiffe im ersten Halbjahr 2021 durchschnittlich 11 % länger in den Häfen fest als im Durchschnitt der Vorpandemiejahre 2018-2019. In Europa führten Stauungen, Verzögerungen im Zeitplan sowie Infrastrukturprobleme dazu, dass sich die durchschnittlichen Liegezeiten der Schiffe in deutschen und französischen Häfen

¹ Zur Entwicklung in der Halbleiterindustrie siehe EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Wirtschaftsbericht 3/21, April 2021; EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/21, Juni 2021; Europäische Kommission, [Special issues](#), Abschnitt 4 der Herbstprognose 2021; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, [Bottlenecks: causes and macroeconomic implications](#), BIS Bulletin, Nr. 48, 2021.

signifikant verlängerten (um 42 % bzw. 25 % gegenüber dem Durchschnitt der Jahre 2018 und 2019) und sogar länger waren als in den Vereinigten Staaten. In Belgien, Italien und den Niederlanden hingegen entsprach die Veränderung der Liegezeiten eher dem weltweiten Durchschnitt (siehe Abbildung A). Verschärft wurden die Lieferengpässe noch durch die neuerlichen Lockdown-Maßnahmen infolge der Ausbreitung der Delta-Variante in einigen Ländern des asiatisch-pazifischen Raums (Malaysia, Singapur, Thailand und Vietnam), die für die Herstellung von Halbleiterchips von großer Bedeutung sind. Die Kontakte der EZB aus dem Unternehmenssektor gehen davon aus, dass die Fertigungskapazitäten in der Halbleiterbranche und die Kapazitäten in der Frachtschifffahrt noch bis in das Jahr 2023 hinein angespannt bleiben.²

Abbildung A

Median der Hafentiegezeit von Containerschiffen im ersten Halbjahr 2021 in Relation zum Durchschnitt der Jahre 2018-2019



Quellen: UNCTAD (Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021.

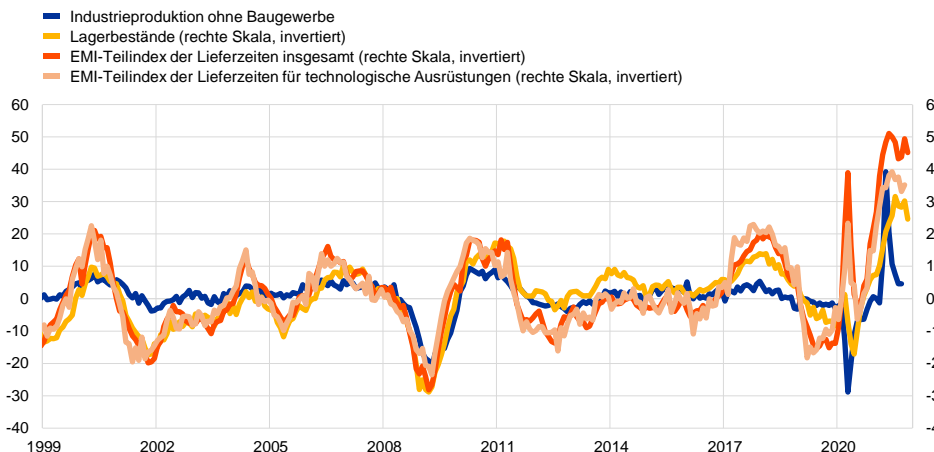
In normalen Zeiten sind Produktionssteigerungen generell mit längeren Lieferzeiten der Zulieferer und abnehmenden Lagerbeständen verbunden. Vor der Pandemie war es in der Regel so, dass eine höhere Nachfrage zu einer Ausweitung der Produktion führte, wodurch sich die Lieferung von Waren an die Unternehmen verzögerte und die Lagerbestände verringerten. Durch einen effizienten Ressourceneinsatz dank der Globalisierung konnten die Versorgungsprozesse jedoch verbessert und die Lieferzeiten verkürzt werden. Seit dem zweiten Halbjahr 2020 sind die verlängerten Lieferzeiten nicht mehr nur auf die rege Nachfrage zurückzuführen, sondern auch auf Angebotsengpässe, die gravierende Verzögerungen bis hin zu einem Produktionsrückgang verursachen können (siehe Abbildung B). Diese Engpässe führten zu einem Material- und/oder Ausrüstungsmangel, der es den Unternehmen im Euroraum unmöglich machte, angemessen auf die sich rasch erholende Nachfrage nach Industriegütern zu reagieren. In der Folge kam es über sämtliche Sektoren hinweg zu einem Lagerabbau (siehe Abbildung C). Anhand dieser neuen Entwicklung lässt sich

² Siehe hierzu EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Wirtschaftsbericht 7/21, November 2021.

abschätzen, inwieweit die schwache Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet auf Angebotsbeschränkungen zurückzuführen ist.

Abbildung B
Industrieproduktion, Lieferzeiten der Zulieferer und Lagerbestände im Euroraum

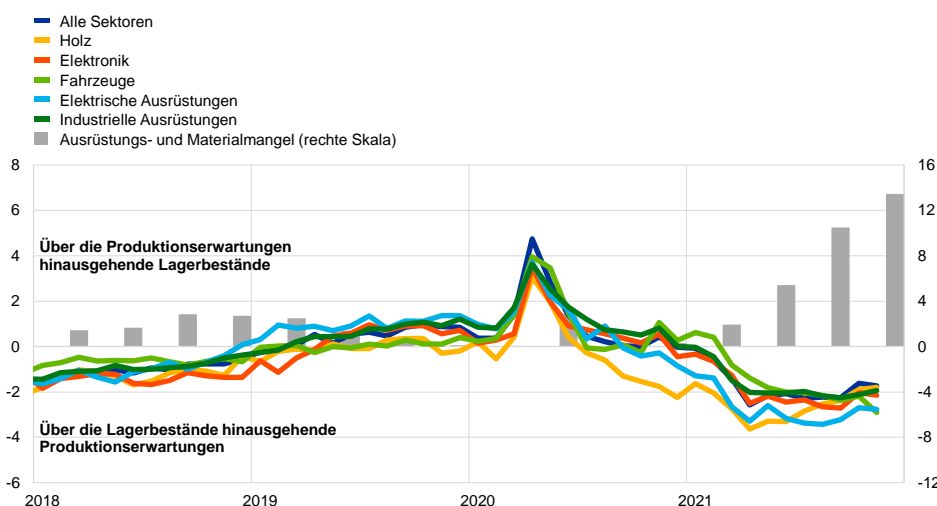
(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Z-Scores)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, IHS Markit und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zur Berechnung der Z-Scores für die einzelnen Indikatoren wird deren jeweiliger Mittelwert subtrahiert und die sich daraus ergebende Differenz durch die jeweilige Standardabweichung im Zeitraum 1999-2019 dividiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2021 (Industrieproduktion), Oktober 2021 (EMI-Teilindex der Lieferzeiten für technologische Ausrüstungen) bzw. November 2021 (EMI-Teilindex der Lieferzeiten insgesamt sowie Lagerbestände).

Abbildung C
Lagerbestände in Relation zu den Produktionserwartungen nach Sektoren sowie Ausrüstungs- und Materialmangel im Euroraum

(Z-Scores)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zur Berechnung der Z-Scores für die einzelnen Indikatoren wird deren jeweiliger Mittelwert subtrahiert und die sich daraus ergebende Differenz durch die jeweilige Standardabweichung im Zeitraum 1999-2019 dividiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021 (Lagerbestände in Relation zu den Produktionserwartungen) bzw. November 2021 (Ausrüstungs- und Materialmangel).

Mithilfe eines strukturellen vektorautoregressiven Modells (SVAR-Modell) lässt sich die relative Bedeutung der wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung von Lieferzeiten und Industrieproduktion untersuchen. Das vorliegende Modell ermittelt den Beitrag von Nachfrage-, Zins-, Finanz-, Kosten- und Lieferengpasschocs und betrachtet hierzu den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe), den zehnjährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz), die Renditeabstände von Unternehmensanleihen sowie die im Einkaufsmanagerindex (EMI) als Teilindex enthaltenen Lieferzeiten der Zulieferer.

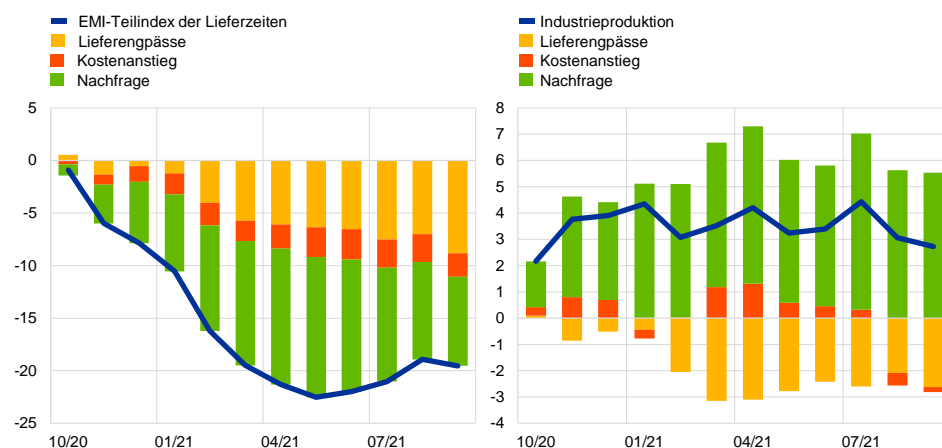
Das Model deutet darauf hin, dass die Industrieproduktion im Verlauf des Jahres 2021 massiv durch Lieferengpässe beeinträchtigt wurde. Demnach sind rund 45 % der von Oktober 2020 bis September 2021 im Euroraum beobachteten Veränderung des EMI-Teilindex der Lieferzeiten auf Effekte im Zusammenhang mit der Gesamtnachfrage (d. h. die Summe von Nachfrage-, Zins- und Finanzschocs) zurückzuführen, ebenso rund 45 % auf Lieferengpässe und etwa 10 % auf Kostenschocs unterschiedlicher Art (siehe Abbildung D, linke Grafik). In der rechten Grafik wird dargestellt, wie stark die Industrieproduktion im Euroraum von Nachfrage-, Lieferengpass- und Kostenschocs beeinflusst wurde. Unter sonst gleichen Bedingungen wird geschätzt, dass sie sich von Oktober 2020 bis September 2021 aufgrund von Lieferengpässen um insgesamt rund 2,6 % verringert hat, verglichen mit einem Szenario ohne Engpässe.³

³ Auch die Exporte waren stark von Lieferengpässen betroffen; siehe hierzu EZB, [Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021. Zum Einfluss von Angebotsschocs auf die globale Industrieproduktion und den Welthandel siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung D

Beitrag von Lieferengpasschocs zur Industrieproduktion im Euroraum und zum EMI-Teilindex der Lieferzeiten

(linke Grafik: Abweichung des Diffusionsindex vom Basisszenario; rechte Grafik: kumulierte prozentuale Abweichung vom Basisszenario im Zeitraum von Oktober 2020 bis September 2021)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Modell zeigt den Beitrag von Schocks im Zusammenhang mit der Gesamtnachfrage (Nachfrage-, Zins-, Finanzschocks) sowie von Kosten- und Lieferengpasschocs. Betrachtet werden der HVPI, die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe), der zehnjährige OIS-Satz, die Renditeabstände von Unternehmensanleihen sowie der EMI-Teilindex der Lieferzeiten. Das Modell basiert auf aggregierten Daten für das Eurogebiet von Januar 1999 bis September 2021. Die Bestimmung der Schocks erfolgt anhand der Methode in: J. Antolín-Díaz und J. F. Rubio-Ramírez, Narrative Sign Restrictions for SVARs, American Economic Review, Nr. 108, 2018, S. 2802-2829. Folgende Vorzeichenrestriktionen werden bei der Wirkung von Schocks angenommen: Nachfrageschocks: HVPI (+), Industrieproduktion (+), zehnjähriger OIS-Satz (+), Renditeabstände von Unternehmensanleihen (-), EMI-Teilindex der Lieferzeiten (-); Zinsschocks: HVPI (-), zehnjähriger OIS-Satz (+), Renditeabstände von Unternehmensanleihen (+); Finanzschocks: Industrieproduktion (-), Renditeabstände von Unternehmensanleihen (+); Kostenschocks: HVPI (+), Industrieproduktion (-); Lieferengpasschocs: HVPI (+), Industrieproduktion (-), EMI-Teilindex der Lieferzeiten (-). Folgende narrative Restriktionen werden unterstellt: Geldpolitische Schocks leisteten den größten Beitrag zu Prognosefehlern beim zehnjährigen OIS-Satz (Januar 2015), Finanzschocks den größten Beitrag zu Prognosefehlern bei den Renditeabständen von Unternehmensanleihen (Juli 2017) und durch Lieferengpässe bedingte Schocks den größten Beitrag zu Prognosefehlern beim EMI-Teilindex der Lieferzeiten (April 2020 und März 2021). Zudem wird für alle Finanzschocks im September und Oktober 2008 ein positives Vorzeichen und für alle Nachfrageschocks im März und April 2020 ein negatives Vorzeichen angenommen.

Ab Februar 2021 waren die Folgen von Lieferengpässen für die Industrieproduktion immer deutlicher spürbar. Sie werden mit hoher Wahrscheinlichkeit auch nicht bis zum Schlussquartal 2021 absorbiert worden sein, wie die für diesen Zeitraum verfügbaren Umfrageindikatoren zeigen. Die Industrieproduktion ohne Baugewerbe macht etwa 20 % der Gesamtwertschöpfung des Euroraums aus. Somit lassen die genannten Schätzungen vermuten, dass das reale BIP im Jahr 2021 ohne Lieferengpässe rund 0,5 % höher ausgefallen wäre. Dieser Wert kann als das untere Ende der Schätzspanne angesehen werden, denn auch im vierten Quartal 2021 belasteten Lieferengpässe die Produktion und beeinträchtigten ebenso das Baugewerbe und die unternehmensbezogenen Dienstleistungen.

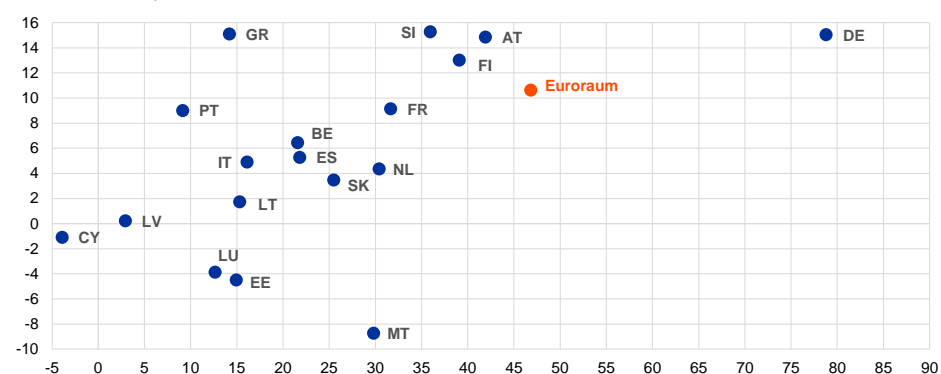
Die Schockwirkung der Lieferengpässe könnte über weite Strecken des Jahres 2022 anhalten.

Was die Lieferschwierigkeiten bei Halbleitern, die negativen pandemischen Entwicklungen in Asien und die derzeitigen Staus in den Containerhäfen anbelangt, so ist keine deutliche Entspannung der Lage in Sicht. Die Wirtschaft des Euroraums dürfte daher auch in den kommenden Monaten von diesen Schocks betroffen sein, und die Schockwirkung der Lieferengpässe könnte über weite Strecken des Jahres 2022 fortbestehen. Dies zeigt sich auch deutlich in den Einschätzungen von EZB-Kontakten im Unternehmenssektor. In den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission vom Oktober 2021 gaben die Unternehmen an, dass sie mit einer weiteren Verschärfung des Materialmangels

innerhalb der nächsten drei Monate im gesamten Euroraum (außer in sehr wenigen kleineren Ländern) rechneten (siehe Abbildung E). Je höher der Anteil der befragten Unternehmen war, die bestätigten, im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt von Engpässen betroffen gewesen zu sein, desto höher war auch der Anteil der Befragten, die eine weitere Verschlechterung ihrer Lage erwarteten. Dies deckt sich mit der Gesamteinschätzung, dass die Wirkung der Lieferengpässe länger anhaltend und persistent ist.

Abbildung E
Für das vierte Quartal 2021 erwarteter Material- und Ausrüstungsmangel in den Euro-Ländern

(x-Achse: in % der Befragten; mittelwertbereinigt anhand des historischen Durchschnitts; y-Achse: in % der Befragten, Differenz zum dritten Quartal 2021)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Zur Berechnung der einzelnen Indikatorwerte wird der Mittelwert für die betreffende Volkswirtschaft im Zeitraum 1999-2019 subtrahiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2021.

Auswirkungen der aktuellen Übersichten über die Haushaltsplanung auf die Finanzpolitik im Jahr 2022

Giovanni Bardone, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier und Philip Muggenthaler

Am 24. November 2021 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Stellungnahmen zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2022 der Länder des Euro-Währungsgebiets.¹ Die Kommission beurteilt darin in erster Linie die Einhaltung der Empfehlungen des Rates vom 18. Juni 2021, in denen die Mitgliedstaaten für das Jahr 2022 zu einer differenzierteren Finanzpolitik aufgefordert wurden. Der Rat empfahl allen Ländern mit niedrigem oder mittelhohem Schuldenstand, in diesem Jahr einen stützenden finanzpolitischen Kurs zu verfolgen bzw. beizubehalten. Hoch verschuldete Staaten sollten indes die Aufbau- und Resilienzfähigkeit (RRF) nutzen, um zusätzliche Investitionen zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung zu finanzieren, und zugleich eine umsichtige Haushaltspolitik betreiben. Alle Länder wurden angehalten, ihre national finanzierten Investitionen aufrechtzuerhalten. Die aktuelle Kommissionsbeurteilung der Haushaltsübersichten trägt der Verlängerung der allgemeinen Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) bis 2022 Rechnung. Zum Jahresbeginn 2023 wird diese Ausweichklausel voraussichtlich deaktiviert.²

Mithilfe eines angepassten Indikators, der die Ausrichtung der Finanzpolitik in der aktuellen wirtschaftlichen Lage abbildet, lässt sich ein weiterhin unterstützender Fiskalkurs für die Jahre 2021 und 2022 projizieren. Die Kommission bezieht sich bei ihrer Beurteilung auf eine überarbeitete Messgröße für den fiskalischen Kurs, die in Anbetracht der aktuellen Krise und der zu ihrer Bewältigung ergriffenen nationalen und unionsweiten Fiskalmaßnahmen entwickelt wurde.³ Erstens berücksichtigt diese Messgröße die über die RRF und andere EU-Mittel finanzierten Ausgaben; diese stellen einen Fiskalimpuls dar, schlagen sich jedoch nicht im Finanzierungssaldo der nationalen Haushalte nieder. Zweitens werden temporäre Notmaßnahmen, die im Zuge der Coronakrise (Covid-19)

¹ Siehe Europäische Kommission, [Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und die Europäische Zentralbank zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2022: Gesamtbewertung](#), 2021.

² Die Klausel wurde 2011 im Zuge des „Sechserpakets“ zur Reform des SWP eingeführt. Sie kann aktiviert werden, wenn ein außergewöhnliches Ereignis eintritt, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht und erhebliche Auswirkungen auf die Lage der öffentlichen Finanzen hat, oder es im gesamten Euroraum oder Unionsgebiet zu einem schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung kommt. Ist die Klausel wirksam geworden, können die Länder in ihrer Haushaltskonsolidierung, die gemäß der präventiven und korrektiven Komponente des SWP erforderlich ist, vorübergehend nachlassen. Dies gilt unter der Bedingung, dass die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht gefährdet wird.

³ Die Kommission berechnet den Fiskalkurs als jährlichen Anstieg der Staatsausgaben (netto) im Verhältnis zum Potenzialwachstum über zehn Jahre. Gemäß den Ratsempfehlungen zu den Stabilitätsprogrammen 2021 wurde das zur Berechnung des Gesamtfiskalkurses verwendete Aggregat der Nettoausgaben so angepasst, dass die aus RRF-Transfers und anderen EU-Mitteln finanzierten Ausgaben einbezogen werden und die temporären Notmaßnahmen im Zusammenhang mit der Coronakrise herausfallen. Die Kommission berücksichtigt bei ihrer Beurteilung des Fiskalkurses nicht nur den Beitrag der EU-finanzierten Ausgaben, sondern auch den Einfluss bestimmter national finanzierter Ausgaben, d. h. der a) Investitionen, b) anderen Kapitalausgaben und c) laufenden Primärausgaben (ohne diskretionäre einnahmenseitige Maßnahmen).

ergriffen wurden, herausgerechnet. Unter Anwendung dieser Definition des Fiskalkurses veranschlagt die Europäische Kommission in ihrer Herbstprognose 2021, die auch die Haushaltsplanungen 2022 berücksichtigt, eine fiskalische Expansion von rund 1,75 % des BIP für 2021 und von nochmals nahezu 1 % des BIP für 2022.⁴

Die Kommission kommt zu dem Ergebnis, dass die einzelnen Übersichten über die Haushaltsplanung weitgehend den haushaltspolitischen Empfehlungen des Rates vom 18. Juni 2021 entsprechen. Anhand des angepassten Indikators zur Messung der finanzpolitischen Ausrichtung während der aktuellen Krise zeigt sich, dass die Länder mit einem niedrigen oder mittelhohen Schuldenstand (Deutschland, Estland, Irland, Zypern, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Slowenien, Slowakei und Finnland) mehrheitlich einen stützenden fiskalpolitischen Kurs verfolgen. Einzig in Malta und der Slowakei wird dies 2022 nicht der Fall sein. Nach Einschätzung der Kommission werden die Staaten mit niedrigem oder mittelhohem Schuldenstand die Aufbau- und Resilienzfazilität nutzen, um die wirtschaftliche Erholung zu stützen. Eine Ausnahme sind die Niederlande, die ihre Planung zur Inanspruchnahme der RRF noch nicht eingereicht haben. In allen Mitgliedstaaten werden die mit nationalen Mitteln finanzierten Investitionen vollständig oder weitgehend aufrechterhalten.

Die Kommission verweist zudem auf die Bedeutung einer weiterhin umsichtigen Haushaltspolitik in den hoch verschuldeten Staaten. Daher ist sie der Auffassung, dass Belgien, Griechenland, Spanien, Frankreich und Italien – im Einklang mit der Ratsempfehlung vom Juni 2021 – die RRF in Anspruch nehmen sollten, um zusätzliche Investitionen zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung zu finanzieren, und die national finanzierten Investitionen aufrechterhalten sollten.⁵ Die Kommission betont zudem, dass diese Mitgliedstaaten bei der Umsetzung konjunkturstützender Haushaltsmaßnahmen weiterhin eine umsichtige Finanzpolitik betreiben sollten, um die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten.

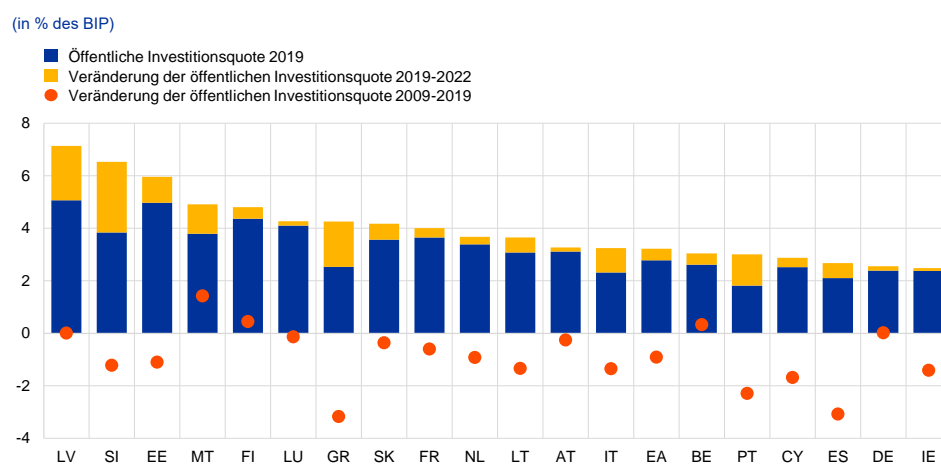
In der Kommissionsbeurteilung spiegelt sich der während der Pandemie beobachtete Anstieg der öffentlichen Investitionen im gesamten Euroraum wider; dieser ist zu einem erheblichen Teil auf die Bereitstellung von EU-Mitteln – insbesondere über die Aufbau- und Resilienzfazilität – zurückzuführen und steht im Gegensatz zur Entwicklung der Investitionen im Gefolge der Weltfinanzkrise. Der Kommissionsprognose zufolge werden die öffentlichen Investitionen im Euroraum von 2,8 % des BIP im Jahr 2019 auf 3,2 % des BIP im Jahr 2022 steigen. Somit kehrt sich der Trend rückläufiger staatlicher Investitionen um, der in der Zeit nach der weltweiten Finanzkrise und vor dem Beginn der Pandemie zu beobachten war (siehe Abbildung A). Sowohl die Herbstprognose 2021 der Europäischen Kommission als auch die Übersichten über die Haushaltsplanung 2022 deuten darauf hin, dass die aus RRF-Transfers finanzierten Ausgaben in aggregierter Betrachtung zeitlich vorgezogen werden.

⁴ Siehe Europäische Kommission, a. a. O.

⁵ Für Portugal liegt keine Stellungnahme der Kommission zur Haushaltsplanung vor, denn das Parlament hatte den der Planung zugrunde liegenden Haushaltsentwurf in der Zwischenzeit abgelehnt.

Demnach dürften die den Ländern zugeteilten RRF-Transfers bis Ende 2023 bereits zu etwa zwei Dritteln ausgeschöpft sein. Die über die RRF finanzierten Ausgaben dürften sich 2022 und 2023 auf je rund 0,5 % des BIP belaufen. Insgesamt sollte der Übergang zu einer ökologischeren und zugleich stärker digitalisierten Wirtschaft durch die hohe Qualität der Staatshaushalte und die nachhaltige Investitionstätigkeit der Staaten unterstützt werden.

Abbildung A
Öffentliche Investitionen 2009-2022



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Zugleich besteht Spielraum für eine Reduzierung des Beitrags der laufenden Ausgaben zu der fiskalischen Unterstützung, was den Anstieg der Staatsverschuldung eindämmen würde. Unter den Ländern mit einem niedrigen oder mittelhohen öffentlichen Schuldenstand werden Lettland und Litauen der Kommission zufolge das Wachstum ihrer national finanzierten laufenden Ausgaben nicht hinreichend unter Kontrolle halten. Eine unzureichende Begrenzung des Wachstums dieser Ausgabenkategorie wird in der Gruppe der Länder mit hohem Schuldenstand für Italien festgestellt. Daher fordern die Kommission und die Euro-Gruppe⁶ Italien auf, die notwendigen Maßnahmen zur Eindämmung dieser Ausgaben zu ergreifen.

Die Beseitigung von Haushaltsungleichgewichten im Eurogebiet unterscheidet sich weiterhin von Land zu Land.⁷ Der Herbstprognose 2021 der Europäischen Kommission nach zu urteilen werden sich die Haushaltsdefizite sowohl 2022 als auch 2023 in allen Euro-Staaten verringern (siehe Abbildung B). In sieben dieser Länder wird das Defizit 2023 oberhalb des Grenzwerts von 3 % des BIP liegen. Die höchsten Haushaltsfehlbeträge werden 2022 und 2023 in Ländern zu verzeichnen sein, die zu Beginn der Pandemie bereits hohe Schuldenquoten aufwiesen. In den meisten Euro-Staaten werden die öffentlichen Schuldenstände 2022 sinken; in

⁶ Siehe Euro-Gruppe, [Erklärung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2022](#) (in englischer Sprache), 6. Dezember 2021. Hierin werden hoch verschuldete Mitgliedstaaten, die laut Kommission keine hinreichende Begrenzung des Wachstums ihrer aus einzelstaatlichen Mitteln finanzierten laufenden Ausgaben planen, dazu aufgefordert, die notwendigen Maßnahmen im Rahmen des nationalen Haushaltsverfahrens zu ergreifen.

⁷ Siehe hierzu im Einzelnen Abschnitt 6 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

einigen Ländern werden sie dagegen unter der Annahme einer unveränderten Politik bis zum Ende des Prognosezeitraums weiter ansteigen (siehe Abbildung C). Am Ende dieses Zeitraums im Jahr 2023 werden sie größtenteils nach wie vor oberhalb ihres Vorkrisenniveaus liegen; dies gilt auch für einige Mitgliedstaaten, die zu Krisenbeginn vergleichsweise hohe Schuldenquoten verzeichneten.

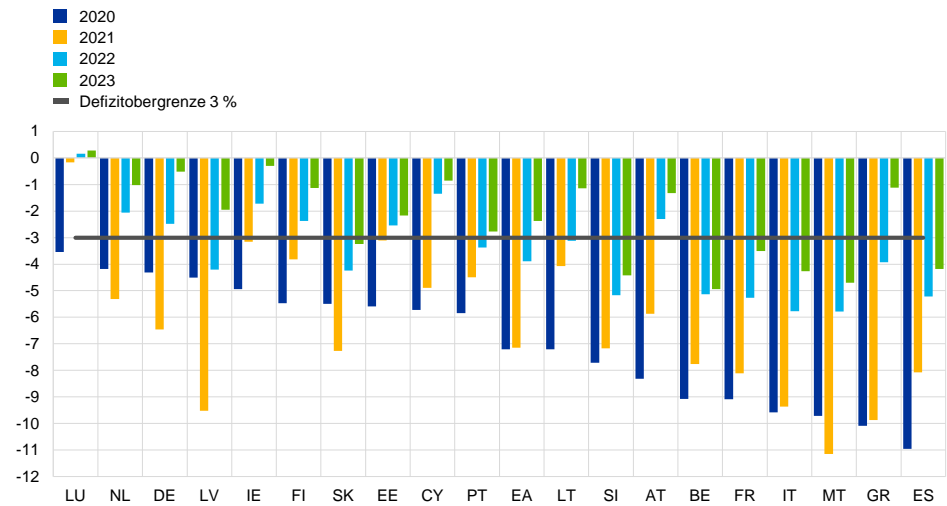
Zielgerichtete und wachstumsfreundliche Maßnahmen der Finanzpolitik sind nach wie vor erforderlich. Dabei gilt es weiterhin, einen verlässlichen und nachhaltigen Ausstieg aus dem Krisenmodus zu erreichen und gleichzeitig der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gebührend Rechnung zu tragen. Angesichts der hohen Unsicherheit kann hier eine fiskalische Unterstützung, die flexibel auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung reagiert, zielführend sein. Sollte sich die Pandemielage verschlechtern, ließe sich die damit einhergehende Beeinträchtigung der Wirtschaftsleistung durch zusätzliche fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen mindern. Gelingt es den Volkswirtschaften indes, sich durch Lernprozesse wirksamer an das Pandemiegesehen anzupassen und ihre Wachstumsraten gegenüber den derzeitigen Erwartungen zu steigern, könnten hoch verschuldete Länder eine die Prognosen übertreffende Entwicklung des nominalen BIP dazu nutzen, ihre Haushaltslage und damit die Tragfähigkeit ihrer Staatsfinanzen zu verbessern. Sofern die fiskalische Unterstützung im Jahr 2022 im Einklang mit den Ratsempfehlungen vom Juni 2021 vor allem auf produktive Ausgaben – einschließlich RRF-finanzierter Investitionen – ausgerichtet ist, dürften damit besonders günstige Wachstumseffekte verbunden sein. Mit Blick auf die 2023 zu erwartende Deaktivierung der allgemeinen Ausweichklausel des SWP und die möglichen Auswirkungen der derzeitigen Überprüfung des EU-Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung⁸ erscheint eine zeitnahe Verständigung über die Ausrichtung der Finanzpolitik geboten.

⁸ Siehe EZB, [Antwort des Eurosystems auf die Mitteilung der Europäischen Kommission „Die EU-Wirtschaft nach COVID-19: Auswirkungen auf die wirtschaftspolitische Steuerung“ vom 19. Oktober 2021](#), 1. Dezember 2021 (in englischer Sprache).

Abbildung B

Öffentlicher Finanzierungssaldo 2020-2023

(in % des BIP)

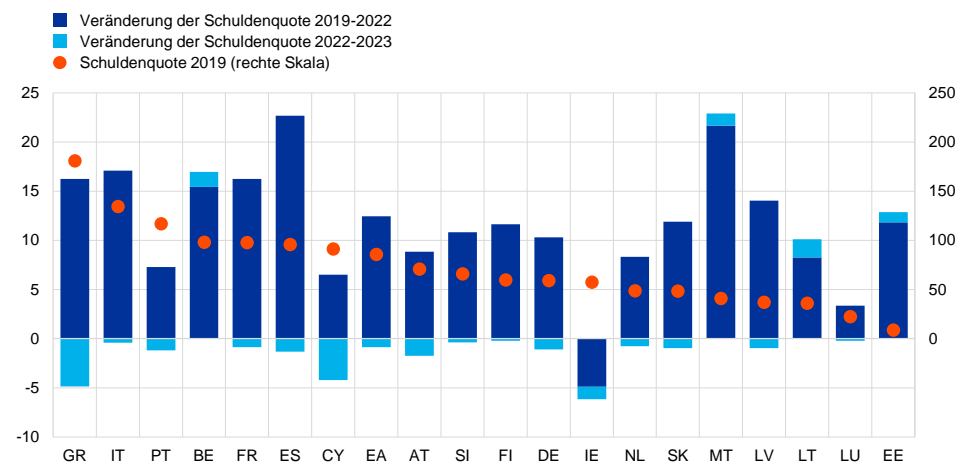


Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Abbildung C

Bruttoverschuldung des Staates 2019-2023

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank) und EZB-Berechnungen.

Aufsätze

1 Eine Einführung in die Umfrage unter geldpolitischen Analysten durch die EZB

Claus Brand und John Hutchinson

1 Einleitung

Für die Durchführung der Geldpolitik ist es wichtig, die Erwartungen von privaten Haushalten, Unternehmen und Finanzmärkten in Bezug auf die Geldpolitik und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu verstehen. Diese Erwartungen sind für die geldpolitische Transmission von Bedeutung und können als Maßstab für die Einschätzung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik herangezogen werden. Außerdem können Zentralbanken anhand von Erwartungsänderungen im Zeitverlauf auch die Wirksamkeit der Geldpolitik nachvollziehen.

Umfragen können für das Verständnis von Erwartungen eine wichtige Rolle spielen und ergänzen die aus der Preissetzung am Markt abgeleiteten Erwartungen. Zwar ist es nicht möglich, die Erwartungen von privaten Haushalten, Unternehmen und Finanzmärkten direkt zu messen, aber aus Umfragen lassen sich Informationen über diese Erwartungen gewinnen.

Die von der EZB durchgeführte Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) führt Informationen über die Erwartungen des Finanzsektors hinsichtlich der Geldpolitik und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in einer kohärent strukturierten und regelmäßig aktualisierten Erhebung zusammen.¹ Durch die Berücksichtigung dieser beiden Bereiche wird eine Wissenslücke geschlossen, denn die bisherigen Umfragen konzentrierten sich entweder ausschließlich auf die Erwartungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (wie etwa der Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB) oder die Erwartungen zur Geldpolitik (wie etwa die Umfragen des privaten Sektors von Thomson Reuters und Bloomberg). Es handelt sich dabei nicht um die erste Umfrage dieser Art, die von einer Zentralbank im Rahmen der Erhebung von Marktinformationen durchgeführt wird. In Kasten 1 wird beschrieben, auf welche Weise die Umfrage die aus anderen Umfragen gewonnenen Informationen zum Euro-Währungsgebiet ergänzt, welche Gemeinsamkeiten sie mit dem Survey of Primary Dealers, einer vergleichbaren Umfrage der Federal Reserve Bank of New York, aufweist und wie sie zur Erhebung von Marktinformationen durch die EZB beiträgt.

¹ Weitere Informationen zur Umfrage unter geldpolitischen Analysten finden sich in englischer Sprache auf der [Website der EZB](#).

Hauptzweck der Umfrage unter geldpolitischen Analysten ist die Erhebung regelmäßiger, umfassender, strukturierter und systematischer Informationen über die Erwartungen von Marktteilnehmern. Diese Informationen dienen drei Zielen (siehe Beispiele in Abschnitt 5): a) Einschätzung der Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern hinsichtlich der von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen einschließlich ihrer möglichen Auswirkungen auf die Finanzmärkte, b) Analyse der von den Befragten geschätzten Wirtschaftsaussichten und c) Verständnis der Auffassung der Kommunikation und Forward Guidance der EZB durch die Marktteilnehmer.

Die Umfrage unter geldpolitischen Analysten der EZB begann im April 2019 als Pilotprojekt, das im Juni 2021 mit der Veröffentlichung der aggregierten Ergebnisse endete. Die Umfrage wird achtmal pro Jahr im Vorfeld der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats durchgeführt. Das Ende der Pilotphase und die Veröffentlichung der aggregierten Ergebnisse auf der Website wurden von der EZB beschlossen, nachdem die entsprechenden Fachbereiche der EZB zu der Erkenntnis gelangt waren, dass die Umfrage Qualität und Umfang der systematischen Erhebung von Marktinformationen signifikant verbessert habe.²

Kasten 1

Die Bedeutung von Umfragen im Rahmen der Erhebung von Marktinformationen über die geldpolitischen Erwartungen und die Wirtschaft

John Hutchinson, Falk Mazelis, Martin Strukat und Olivier Vergote

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, welche Rolle Umfragen des privaten Sektors und der Zentralbanken bei der Erhebung systematischer Marktinformationen spielen und inwieweit sie dazu beitragen können, die Erwartungen bezüglich der Geldpolitik und der Wirtschaftsentwicklung zu verstehen.

Die Erhebung von Marktinformationen ist für Zentralbanken ein wesentliches Element, um die geldpolitischen Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer, deren Teilnahme an Offenmarktgeschäften und ihre Gesamteinschätzung der Entwicklungen und der Funktionsfähigkeit des Marktes besser nachvollziehen zu können. Zum größten Teil werden qualitative Daten über den direkten Kontakt zu Händlern und Marktteilnehmern erhoben; hinzu kommen Informationen, die aus hochfrequenten Marktdaten und Analystenberichten erschlossen werden.³ Regelmäßige Treffen mit den Marktkontaktgruppen sind ein wichtiger Teil des Datenerhebungsprozesses der EZB.⁴

Umfragen, die von privatwirtschaftlichen Unternehmen durchgeführt werden, liefern wertvolle Marktbeobachtungen. Sie bieten eine systematischere Zusammenfassung der Erwartungen von Marktteilnehmern als der Austausch mit diesen auf bilateraler Ebene oder in der Marktkontaktgruppe. Gegenüber Diskussionen mit Marktteilnehmern über relevante Themen haben Befragungen den Vorteil, dass sie einen systematischeren Überblick über die Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern liefern können. Dies liegt darin begründet, dass einem breiten Spektrum an Umfrageteilnehmern über einen bestimmten Zeithorizont die gleichen Fragen gestellt werden.

² Siehe [Pressemitteilung der EZB](#) vom 8. Februar 2021.

³ Siehe BIZ, [Market Intelligence Gathering at Central Banks](#), Markets Committee Papers, Nr. 8, Dezember 2016.

⁴ Weitere Informationen zu den Marktkontaktgruppen der EZB finden sich auf der [Website der EZB](#).

Derartige Umfragen umfassen zudem unterschiedliche Arten von Teilnehmern; die Zusammensetzung des Panels kann sich zwar ändern, ist insgesamt jedoch recht stabil. Die beiden Umfragen von Bloomberg und Thomson Reuters zählen zu den etabliertesten Erhebungen zu den Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Geldpolitik der EZB. Im Jahr 2021 nahmen hieran durchschnittlich 35 bzw. 70 Befragte pro Umfragerunde teil. Die Umfragen des privaten Sektors haben weder feste Befragungszeiträume noch bestimmte Veröffentlichungstermine für die Ergebnisse, finden jedoch in der Regel in der Woche vor den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats statt.⁵

Zentralbanken führen überdies eigene Befragungen durch, um ihren spezifischen Informationsbedarf abzudecken und die geldpolitischen Erwartungen sowie die wirtschaftliche Situation besser zu verstehen.⁶ Der größte Vorteil dieser Umfragen liegt darin, dass die Zentralbank den Zeitrahmen mit Blick auf die geldpolitischen Sitzungen genau steuern und ebenso den Umfang und die Detailliertheit der Fragen sowie die Prognosehorizonte und das Panel der Befragten selbst festlegen kann. Zudem liefern regelmäßige Umfragen, bei denen einer weitgehend stabilen Teilnehmergruppe wiederkehrende Fragen gestellt werden, umfassende Informationen zur Entwicklung der Erwartungen. Zugleich wird durch Fragen zu wichtigen makroökonomischen Variablen erfasst, inwieweit die geldpolitischen Erwartungen mit der konjunkturellen Lage korrelieren.

Die Umfrage unter geldpolitischen Analysten ähnelt in vielerlei Hinsicht dem Survey of Primary Dealers (SPD) der Federal Reserve Bank of New York.⁷ Hierbei handelt es sich um die etablierteste Umfrage einer großen Zentralbank. Wie die Umfrage unter geldpolitischen Analysten wird sie von den Fachbereichen der Notenbank, genauer gesagt vom Handelsbereich der Federal Reserve Bank of New York durchgeführt.⁸ Etwa zwei Wochen vor der planmäßigen Sitzung des Offenmarktausschusses der Fed verspricht die Federal Reserve Bank of New York den SPD-Fragebogen an ihre 24 Primärhändler („Primary Dealers“) und veröffentlicht ihn auch auf ihrer Website. Sowohl die Umfrage der Fed als auch die EZB-Umfrage konzentrieren sich auf die Erwartungen bezüglich der geldpolitischen Maßnahmen, der Finanzierungsbedingungen und der gesamtwirtschaftlichen Aussichten. Allerdings beziehen sich die geldpolitischen Fragen in der EZB-Umfrage lediglich auf die Kommunikation aus der „Erklärung zur Geldpolitik“ des EZB-Rats (den vormaligen „Einleitenden Bemerkungen“). Die SPD-Umfrage hingegen beschäftigt sich auch mit Themen, die in der öffentlichen Diskussion breiten Raum einnehmen. In beiden Erhebungen werden die Teilnehmer in der Regel nach modalen Erwartungen gefragt, die durch Fragen zur Wahrscheinlichkeitsverteilung ergänzt werden können. Die Einreichungsfrist der SPD-Erhebung

⁵ Derartige Umfragen beinhalten üblicherweise Fragen zur Entwicklung der Leitzinsen sowie zu anderen geldpolitischen Parametern wie dem Tempo der Anleihekäufe und Kommunikationsaspekten. Bloomberg veröffentlicht auch die Resultate einer eigenständigen monatlichen Umfrage, die sich ausschließlich mit der Entwicklung des Zinssatzes für die Einlagefazilität und des Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte befasst.

⁶ Das US-amerikanische Federal Reserve System sammelt auch zu anderen Themen Marktinformationen, z. B. über die Strategien und Praktiken der Banken bei der Verwaltung der Zentralbankguthaben. Es nutzt hierzu den Senior Financial Officer Survey.

⁷ Nähere Informationen zur SPD-Umfrage finden sich auf der [Website der Federal Reserve Bank of New York](#); eine tiefergehende Analyse findet sich in: Federal Reserve Bank of New York, [Understanding the New York Fed's Survey of Primary Dealers](#), Current Issues in Economics and Finance, Bd. 19, Nr. 6, 2013. Die Federal Reserve Bank of New York führt auch den Survey of Market Participants durch, der eine Untergruppe von Firmen umfasst, die mit ihren Beratungsgruppen und -ausschüssen in Verbindung stehen.

⁸ Siehe beispielsweise Federal Reserve Bank of New York, [Responses to Survey of Primary Dealers](#), Juli 2021. Die SMA-Umfrage der EZB wird gemeinsam von Fachleuten der Generaldirektion Finanzmarktoperationen und der Generaldirektion Geldpolitik erstellt.

endet ungefähr eine Woche vor dem ersten Sitzungstag des Offenmarktausschusses. Diese Zeitspanne ist somit etwas kürzer als die der EZB-Umfrage. Rund drei Wochen nach der Sitzung des Offenmarktausschusses der Fed wird eine Übersicht über die Ergebnisse der SPD-Umfrage veröffentlicht. Die aggregierten Ergebnisse der Umfrage unter geldpolitischen Analysten werden seit Ende der Pilotphase im Juni 2021 immer freitags in der Woche nach der betreffenden EZB-Ratssitzung veröffentlicht.

Der vorliegende Aufsatz beleuchtet den Aufbau der Umfrage sowie die dahinter stehenden Beweggründe und erklärt, welche Rolle sie dabei spielt, Erwartungsänderungen der Marktteilnehmer bezüglich der Geldpolitik und der gesamtwirtschaftlichen Lage des Euroraums zu verstehen. Abschnitt 2 liefert einen Überblick über den Umfang und die Hauptmerkmale der Umfrage. In Abschnitt 3 wird erläutert, wie die ursprüngliche Auswahl des Panels erfolgte und wie sich die Umfrage voraussichtlich weiterentwickeln wird. Abschnitt 4 befasst sich mit den verschiedenen Prinzipien der Erhebung, und in Abschnitt 5 wird dargelegt, wie die Umfrageergebnisse genutzt werden können, um eine Einschätzung der Markterwartungen zu ermöglichen.

2 Umfang und Hauptmerkmale der Umfrage

Ziel der Umfrage unter geldpolitischen Analysten ist die Erhebung regelmäßiger, umfassender, strukturierter und systematischer Informationen über die Erwartungen von Marktteilnehmern.⁹ Mit der Umfrage werden regelmäßig vor der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer erhoben, wobei die Umfrageergebnisse den Ausschüssen des Eurosystems, dem EZB-Rat und seit Juni 2021 nach der Ratssitzung auch der allgemeinen Öffentlichkeit zur Verfügung gestellt werden. Im Rahmen der Erhebung werden umfassende Daten zu den Erwartungen in Bezug auf die EZB-Geldpolitik gesammelt. Diese betreffen etwa a) die EZB-Leitzinsen und andere Marktzinssätze – den Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR) und den Euro Short-Term Rate (€STR) – über einen längeren Zeithorizont und in der langen Frist sowie die Erwartungen mit Blick auf die Forward Guidance zu den Leitzinsen, b) die Programme der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten und die Erwartungen mit Blick auf Änderungen der Forward Guidance, c) die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) (Rückzahlungen und Mittelaufnahmen) und d) die gesamtwirtschaftlichen Aussichten (Basisszenario und Risiken) über einen längeren Zeitraum und in der langen Frist. Außerdem liefert die Umfrage strukturierte Informationen. So stellt sie sicher, dass sich aus den Zeithorizonten die wichtigsten geldpolitischen Parameter ablesen lassen (z. B. erstmalige Anhebung der Leitzinsen, Ende des Nettoerwerbs von Vermögenswerten und Ende der Wiederanlage von Tilgungsbeträgen), und sammelt Informationen, wie sich Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und der geldpolitischen Erwartungen zusammen entwickeln. Überdies werden mit der Umfrage systematische Informationen

⁹ Siehe [Pressemitteilung der EZB](#) vom 30. Januar 2019.

bereitgestellt. Im Rahmen der Befragung sollen im Großen und Ganzen immer wieder die gleichen Fragen gestellt werden, damit die Teilnehmer die Fragen besser verstehen können und sukzessive auch eine Längsschnittbetrachtung der Umfrageergebnisse möglich ist.

Der Fragebogen gliedert sich in vier Abschnitte, in denen es um die Themen Zinserwartungen, Ankäufe von Vermögenswerten, Refinanzierungsgeschäfte und gesamtwirtschaftliche Aussichten geht.

Die in den einzelnen Abschnitten gestellten Fragen bleiben im Großen und Ganzen gleich, um die Antworten im Zeitverlauf leichter miteinander vergleichen zu können. Kündigt der EZB-Rat jedoch neue geldpolitische Maßnahmen an, werden diese systematisch in den Fragebogen integriert. So enthielt beispielsweise die Umfrage vom September 2021 einen zusätzlichen Abschnitt zur neuen geldpolitischen Strategie der EZB. Trotz verschiedener Anpassungen wurde der Aufbau des Fragebogens im Zeitverlauf beibehalten, sodass immer alle wichtigen geldpolitischen Parameter erfasst wurden.

Der Fragebogen umfasst sowohl modale als auch probabilistische

Einschätzungen der Umfrageteilnehmer. Während die modale Einschätzung im Rahmen einer Punktschätzung erfolgt, werden vielfach auch probabilistische Fragen gestellt, um zu ermitteln, für wie wahrscheinlich die Befragten verschiedene künftige Entwicklungen halten. Diese Art der Frage bietet sich besonders bei einer bimodalen Verteilung der Erwartungen an. Außerdem besteht bei probabilistischen Fragen keine Unsicherheit, ob es sich um den Mittelwert, Median oder Modalwert handelt, wenn um eine Punktschätzung gebeten wird.¹⁰

Die aus der Umfrage gewonnenen Informationen können wie vorgesehen für folgende Analysen herangezogen werden:

- **Einschätzung der Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern hinsichtlich der Geldpolitik:** Insoweit sich die Umfrageergebnisse als Ausdruck der Erwartungen der Finanzmärkte interpretieren lassen, können sie Informationen aus Vermögenspreisen ergänzen und somit Analysen verbessern, die solche Finanzmarkterwartungen gewinnen sollen. Dabei können insbesondere ökonometrische Modelle zum Einsatz kommen, die Daten aus Umfragen und zu Preisen kombinieren, um hilfreiche zugrunde liegende oder durchschnittliche Erwartungen abzuleiten (siehe Kasten 2 für eine stärker technische Erörterung). Andererseits sind Umfrageergebnisse nicht zwangsläufig eine repräsentative Darstellung der Erwartungen der Finanzmärkte. Denn angesichts der geringen Panelgröße der Umfrage unter geldpolitischen Analysten kann die Querschnittsdimension begrenzt sein, und auch die Heterogenität der Teilnehmer könnte die aggregierten Ergebnisse beeinflussen.

¹⁰ Ein aufschlussreicher Überblick über die Gründe der Einführung von Fragen zur Wahrscheinlichkeitsverteilung im Survey of Primary Dealers der Federal Reserve findet sich in: S. Fischer, [Monetary Policy Expectations and Surprises](#), Rede an der School of International and Public Affairs, Columbia University, April 2017.

- **Analyse der von den Teilnehmern geschätzten Wirtschaftsaussichten:** Die Umfrage liefert Prognosen der Teilnehmer zu den wichtigsten makroökonomischen Variablen und Risiken, die ihren geldpolitischen Erwartungen entsprechen (siehe Abschnitt 5).
- **Verständnis der Auffassung der Kommunikation und Forward Guidance der EZB durch die Marktteilnehmer:**¹¹ Da die Umfrage Informationen zu erwarteten Zinssätzen, Ankäufen von Vermögenswerten und gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen zusammen abbildet, ermöglicht sie eine quantitative Einschätzung, wie sich die Forward Guidance in den Erwartungen niederschlägt, die im Hinblick auf den Zeitpunkt und Umfang von Zinsänderungen und Nettoerwerb sowie die Dauer der Wiederanlage im Rahmen der EZB-Ankaufprogramme bestehen. So geben die im Zuge der Erhebung ermittelten Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts von Zinsänderungen Aufschluss darüber, wie die Angabe „kurz bevor“ (die EZB die Zinsen erstmals wieder anhebt) von den Umfrageteilnehmern interpretiert wird. Die Erwartungen hinsichtlich des Endes der vollumfänglichen Wiederanlage geben hingegen Aufschluss darüber, was als „für längere Zeit“ nach der ersten Anhebung der EZB-Leitzinsen verstanden wird. Mithilfe der Umfrage lässt sich auch untersuchen, inwieweit die aktuellen Bedingungen der Forward Guidance zu den Leitzinsen mit Blick auf die Inflation erfüllt werden (siehe Kasten 3).

Kasten 2

Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer: Ableitung aus Vermögenspreisen und Umfragen

Bruno De Backer, Fabian Schupp und Andreea Liliana Vladu

Die Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) bildet die Erwartungen der Umfrageteilnehmer hinsichtlich der Geldpolitik und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ab. Die Erwartungen von Marktteilnehmern lassen sich aber auch anhand von Preisen finanzieller Vermögenswerte erfassen. Diese enthalten Erwartungen zu den künftigen Auszahlungsströmen, die wiederum mit den Zinssätzen, der Inflation, dem Wirtschaftswachstum, den Unternehmensgewinnen und anderen Schlüsselvariablen zusammenhängen. Da Vermögenspreise täglich oder sogar mit noch höherer Frequenz zur Verfügung stehen, ermöglichen sie eine zeitnahe Ermittlung der Erwartungen von Finanzmarktteilnehmern. Sie können somit umfragebasierte Angaben ergänzen, denn Letztere sind mit einer geringeren Frequenz und nur für bestimmte Prognosehorizonte verfügbar.

¹¹ Eine Beschreibung der geänderten Forward Guidance zu den Leitzinsen findet sich in: P. R. Lane, [The new monetary policy strategy: implications for rate forward guidance](#), The ECB Blog, EZB, August 2021. Die gekoppelte Forward Guidance hinsichtlich des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) verknüpft den Zeithorizont der Nettoankäufe und der Reinvestitionen mit dem Zeitpunkt der erstmaligen Zinserhöhung.

Ein Indikator der Zinserwartungen der Marktteilnehmer sind die Terminalsätze (z. B. der Einjahreszins in vier Jahren). Sie werden zu einem Zeitpunkt in der Gegenwart festgeschrieben und gelten für zu einem späteren Zeitpunkt in Kraft tretende Kreditkontrakte.¹² Gemäß der einfachsten Form der Erwartungshypothese lassen sich Terminalsätze als erwartete Kurzfristzinsen betrachten. Dieser Logik folgend legt der aktuelle, flache Verlauf am kurzen Ende der €STR-Terminkurve den Schluss nahe, dass nach Erwartung der Marktteilnehmer der €STR (und damit der Einlagezinssatz der EZB) noch für einen längeren Zeitraum auf seinem aktuellen Niveau liegen wird. Die aus inflationsindexierten Swaps abgeleiteten Terminalsätze geben auf ähnliche Weise die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Inflationsraten wider.

Allerdings spiegeln Terminalsätze nicht ausschließlich die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der tatsächlichen Zinsentwicklung wider, sondern enthalten auch eine Risikoprämienkomponente, mit der die Anleger für das Zinsänderungs- oder Wiederanlagerisiko entschädigt werden.¹³ Gemessen wird diese Risikoprämie als Differenz zwischen den Terminalsätzen und einer Messgröße der erwarteten Kurzfristzinsen zu entsprechenden Zeithorizonten. Sie kann positiv oder negativ sein und sich im Zeitverlauf ändern; ihre absolute Höhe schwankt je nach Unsicherheit und Risikoaversion der Marktteilnehmer. Während die Terminalsätze als solche problemlos zur Verfügung stehen, sind ihre Teilkomponenten (Zinserwartungen und Risikoprämien) nicht individuell beobachtbar. Dies erweist sich als Herausforderung, wenn Vermögenspreise zur Beobachtung der Erwartungen der Marktteilnehmer im Zeitverlauf herangezogen werden.

In Abbildung A wird der Dreimonats-EURIBOR in zwölf Monaten (blaue Linie) mit umfragebasierten Prognosen zum Dreimonats-EURIBOR in zwölf Monaten verglichen. Bei den Umfragedaten handelt es sich um den durchschnittlichen, von den Teilnehmern der Consensus-Economics-Umfrage erwarteten Terminalsatz (gelbe Punkte) sowie den Median des Terminalsatzes, der laut den Antworten in der SMA-Umfrage am wahrscheinlichsten ist (rote Punkte). Unter der Annahme, dass die aggregierten Ergebnisse der Umfrage weitgehend den Zinserwartungen entsprechen, die in den Dreimonats-EURIBOR-Terminalsätzen enthalten sind, werden in Abbildung A Terminprämien und deren zeitliche Schwankungen abgebildet, gemessen als Differenz zwischen den Umfrageerwartungen und den Terminalsätzen. Eine Analyse der Terminalsätze und der anhand der Consensus-Economics-Umfrage erstellten Prognosen deutet darauf hin, dass die Terminprämie für den Dreimonats-EURIBOR in zwölf Monaten seit 2014 im Schnitt leicht negativ ist.¹⁴ Zuletzt unterschieden sich die aggregierten Prognosen aus der Umfrage unter geldpolitischen Analysten geringfügig von den aggregierten Prognosen aus der Consensus-Economics-Umfrage.

¹² Terminalsätze werden häufig als „implizite Terminalsätze“ gemeldet, d. h., sie werden anhand beobachteter Kassazinssätze unter Heranziehung der Tatsache ermittelt, dass der Auszahlungsstrom eines Terminkontrakts repliziert werden kann, indem bestimmte Portfolios von Long- und Short-Positionen in Anleihen gebildet werden. Der „implizite Terminzins“ hängt dann von der aktuellen Rendite der Anleihen ab, die Bestandteil des Replikationsportfolios sind. So würde der einjährige Terminzins in vier Jahren durch die vierjährigen und fünfjährigen Anleiherenditen impliziert.

¹³ Höhe und Vorzeichen der Terminprämien hängen von der Unsicherheit über die künftige Höhe der Kurzfristzinsen ab, aber auch vom wirtschaftlichen Umfeld, in dem sich die höher oder niedriger als erwartet ausfallenden Zinsrealisationen ereignen dürften. Siehe beispielsweise J. H. Cochrane, *Asset pricing*, Kapitel 19.2 „Yield curve and expectations hypothesis“, Princeton University Press, 2001.

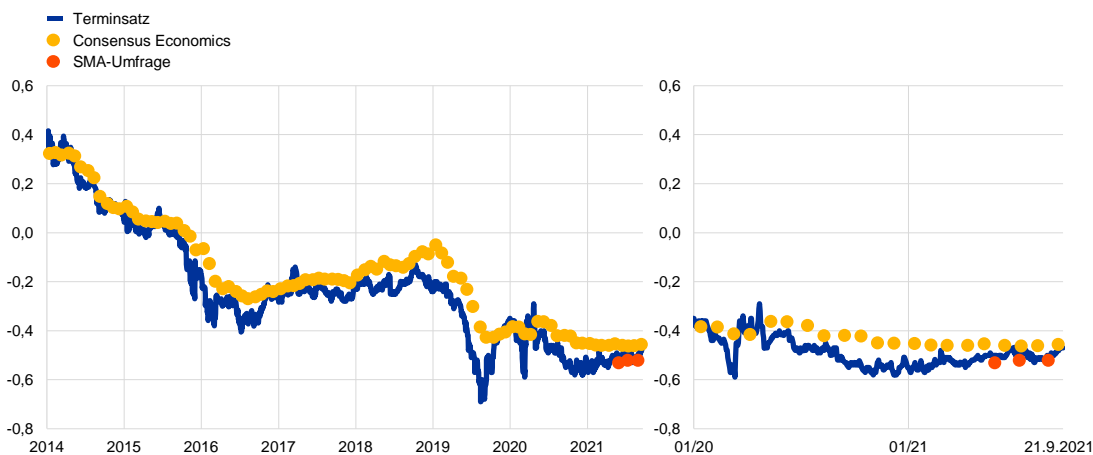
¹⁴ Aus Anlegersicht kann die Zahlung einer negativen Risikoprämie sinnvoll sein, wenn ein Vermögenswert als Sicherung gegen negative Schocks dient – der Vermögenswert also tendenziell hohe Auszahlungen aufweist, wenn die weltweite Lage schlecht ist. Für nominale risikofreie Vermögenswerte kann dies beispielsweise dann der Fall sein, wenn Anleger ein Szenario mit niedrigem Wachstum/niedriger Inflation befürchten. Siehe M. Piazzesi und M. Schneider, *Equilibrium Yield Curves*, NBER Macroeconomics Annual, Bd. 21, 2006; J. Y. Campbell, A. Sunderam und L. M. Viceira, *Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds*, *Critical Finance Review*, Bd. 6, 2017, S. 263-301.

Verantwortlich hierfür sind möglicherweise Kompositionseffekte beim Panel, unterschiedliche Berichtszeiträume und Diskrepanzen bei den zugrunde liegenden Fragen.

Abbildung A

Dreimonats-EURIBOR: Terminsatz in zwölf Monaten und umfragebasierte Erwartungen

(in % p. a.)



Quellen: Consensus Economics, Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten umfragebasierten Prognosen beziehen sich auf September 2021. Consensus Economics meldet für alle Teilnehmer Durchschnittswerte der mittleren Punktprognosen. Die SMA-Umfrage meldet für alle Teilnehmer Mediane der modalen Punktprognosen.

Da die umfragebasierten Erwartungen nur zu bestimmten Zeitpunkten vorliegen, stehen sie unter Umständen genau dann nicht zur Verfügung, wenn sie sich zur Messung der Erwartungen der Marktteilnehmer am nützlichsten erweisen (wie in Krisenzeiten).¹⁵ Vermögenspreise hingegen liegen zwar täglich vor, ihr Informationsgehalt in Bezug auf Zinserwartungen wird aber – wie bereits angeführt – durch Risikoprämien verzerrt. Um die Vorteile beider Datenquellen auszuschöpfen, wurden ökonometrische Modelle entwickelt. Diese kombinieren die Aktualität von Vermögenspreisdaten mit den prämienfreien, aber sporadischer vorliegenden umfragebasierten Angaben. Beispielsweise lassen sich ökonometrische Modelle der Zinsstrukturkurve so gestalten, dass auch umfragebasierte Informationen enthalten sind.¹⁶ Finden umfragebasierte Angaben im Rahmen der Schätzung der Zinsstrukturmodelle Berücksichtigung, kann dadurch der Grad der Persistenz der Zinserwartungen besser eingeschätzt werden. Diese könnte andernfalls unterzeichnet werden, woraus eine übermäßig starke Rückkehr der Zinsprognosen zu ihrem langfristigen modellimpliziten Mittel erwachsen könnte.¹⁷ Ferner kann die Einbeziehung umfragebasierter Daten in Modelle der Zinsstrukturkurve dazu beitragen, den langfristigen

¹⁵ Als sich beispielsweise Ende Februar und Anfang März 2020 die mit dem Ausbruch des Coronavirus (Covid-19) in Europa zusammenhängenden Spannungen am Finanzmarkt verstärkten, lagen die Umfragen erst am 9. März (Consensus Economics), am 6. und 17. März (Umfragen von Bloomberg zum Einlagezinssatz) bzw. am 1. März (Pilotphase der SMA-Umfrage) vor. Nach ihrer Veröffentlichung verloren diese Umfrageergebnisse rasch an Aktualität.

¹⁶ Eine zentrale Annahme, die häufig für ökonometrische Zinsstrukturkurven-Modelle gilt, ist der Ausschluss laufzeitübergreifender Arbitragemöglichkeiten. Nach dieser Annahme ist es nicht möglich, laufzeitübergreifende Anleiheportfolios zu bilden, sodass die Anleger in der Zukunft sichere Gewinne erhalten, ohne dass diese zum gegenwärtigen Zeitpunkt Kapital investieren. Technisch gesehen wird die Bedingung der Arbitragefreiheit in allen Modellparametern über entsprechende Einschränkungen umgesetzt. Siehe beispielsweise S. Joslin, K. J. Singleton und H. Zhu, A new perspective on Gaussian dynamic term structure models, *The Review of Financial Studies*, Bd. 24, Nr. 3, 2011, S. 926-970.

¹⁷ Siehe auch D. H. Kim und A. Orphanides, Term Structure Estimation with Survey Data on Interest Rate Forecasts, *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Bd. 47, Nr. 1, 2012, S. 241-272; F. Geiger und F. Schupp, *With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound*, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 27, 2018.

Mittelwert der Zinssätze genauer zu bestimmen.¹⁸ Insgesamt bieten diese Modelle eine hochfrequente Messgröße der Zinserwartungen, die beide Datenquellen widerspiegelt: die Vermögenspreise (die täglich beobachtete Zinsstrukturkurve) und die Umfragen (zu bestimmten Zeitpunkten erhobene Zinserwartungen für unterschiedliche Zeithorizonte).

Zu beachten ist, dass modellbasierte Schätzungen der Zinserwartungen üblicherweise nicht genau den umfragebasierten Erwartungen entsprechen (und dies auch nicht tun müssen). Der Unterschied zwischen beiden Größen spiegelt zum Teil die Tatsache wider, dass die Modelle Schätz- und Modellunsicherheiten unterliegen, da der tatsächliche „Daten generierende Prozess“ nicht beobachtet werden kann. Darüber hinaus können die Erwartungen, die im Durchschnitt oder Median über alle Panel-Teilnehmer hinweg gemeldet werden, von den Erwartungen der Grenzinvestoren, die die Preise der Vermögenswerte bestimmen, abweichen.¹⁹ Abgesehen davon gehen die umfragebasierten Erwartungen in der Regel als Durchschnitts- oder Medianwerte in die Modelle ein, sodass die Heterogenität der einzelnen Umfrageteilnehmer unbeachtet bleibt.²⁰ Darüber hinaus könnten aus Umfragen abgeleitete Erwartungen durch Missverständnisse oder Fehlinterpretationen von Erwartungen aufgrund falscher Beweggründe (wie Vorbehalte, zu stark von der Konsenssicht abzuweichen) belastet werden.

In Abbildung B werden Momentaufnahmen der Terminkurven für den EONIA und den €STR mit modellbasierten Prognosen und umfragebasierten Erwartungen der Geldmarktsätze zu drei unterschiedlichen Zeitpunkten während der zurückliegenden Dekade verglichen. Die modellbasierten Ergebnisse entstammen einem ökonometrischen Zinsuntergrenzen-Modell, bei dem Consensus-Economics-Prognosen und aktuelle Prognosen anhand der SMA-Umfrage berücksichtigt werden.²¹ In Abbildung B zeigen die obere und die mittlere Grafik, dass die umfragebasierten Erwartungen und die modellimpliziten erwarteten Zinspfade unter oder über der Terminkurve liegen können, was darauf hindeutet, dass die Terminprämien positiv oder negativ sein können. Zudem wird durch die Grafiken verdeutlicht, dass sich die modellbasierten Erwartungen für beliebig viele und nah beieinanderliegende Zeithorizonte darstellen lassen. Im Gegensatz dazu decken die Umfragen immer nur die in den jeweiligen Fragebögen angegebenen Zeithorizonte ab. In der unteren Grafik in Abbildung B wird die im August 2021 beobachtete €STR-Terminkurve mit dem Median des €STR-Pfades, den die Befragten der SMA-Umfrage für am wahrscheinlichsten hielten, verglichen.²² Die Ergebnisse der Umfrage und aus dem Modell legen nahe, dass die Terminprämien zunächst für eine Dauer von bis zu etwa drei Jahren bei annähernd null und anschließend im negativen Bereich liegen werden.

¹⁸ Zu den Modellen, die umfragebasierte Angaben zur genauen Feststellung des (potenziell zeitlich schwankenden) langfristigen Mittels der Zinssätze heranziehen, zählen S. Kozicki und P. A. Tinsley, *Effective Use of Survey Information in Estimating the Evolution of Expected Inflation*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 44, Nr. 1, 2012, S. 145-169; M. Del Negro, D. Giannone, M. P. Giannoni und A. Tambalotti, *Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Frühjahr, 2017, S. 235-316; M. D. Bauer und G. D. Rudebusch, *Interest Rates under Falling Stars*, *American Economic Review*, Bd. 110, Nr. 5, 2020, S. 1316-1354.

¹⁹ Siehe beispielsweise R. Reis, *The People versus the Markets: A Parsimonious Model of Inflation Expectations*, Discussion Paper des CEPR, Nr. 15624, 2021.

²⁰ Ein Vorteil der umfragebasierten Daten ist, dass über alle Teilnehmer hinweg individuelle Daten vorliegen, um die Heterogenität der Einschätzungen zu messen. Allerdings lassen die meisten ökonometrischen Modelle, die sich auf Umfragen stützen, eine derartige Streuung außer Acht, und verwenden eine Messgröße der zentralen Tendenz.

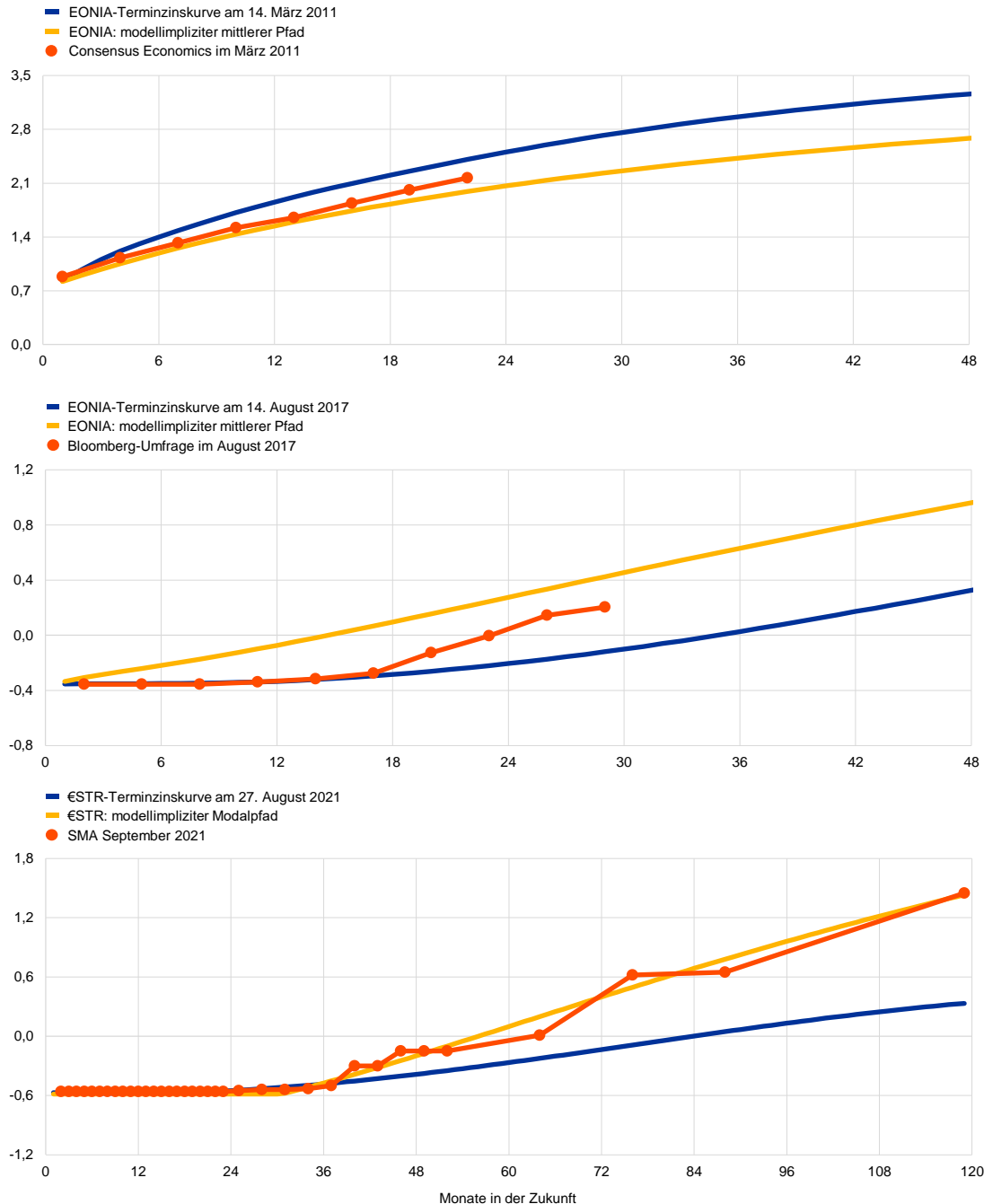
²¹ Da Consensus Economics die Umfrageteilnehmer nach ihren Erwartungen zum Dreimonats-EURIBOR fragt, werden diese Prognosen zunächst um die beobachtete Spanne zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem €STR bereinigt, bevor sie in das Modell einfließen.

²² Aus Gründen der Konsistenz wird der modellgestützte, wahrscheinlichste Zinspfad (also der Modalpfad) statt des mittleren Pfades ausgewiesen.

Abbildung B

Terminkurven, modellbasierte Erwartungen und umfragebasierte Prognosen

(x-Achse: Monate in der Zukunft; y-Achse: in % p. a.)



Quellen: Bloomberg, Consensus Economics, Refinitiv und EZB (Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) und eigene Berechnungen).
Anmerkung: Die modellimpliziten Schätzungen basieren auf F. Geiger und F. Schupp, With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 27, 2018.

Die Umfrage unter geldpolitischen Analysten kann sich für Modelle, bei denen die Vermögenspreise in Erwartungen und Risikoprämien aufgegliedert werden, aufgrund ihrer besonderen Merkmale als besonders hilfreich erweisen. Erstens liefert sie gegenüber anderen Umfragen Prognosen für ein breiteres Spektrum an Variablen (die drei Leitzinsen der EZB, den €STR, den Dreimonats-EURIBOR und die Inflation). Zweitens decken ihre Datenstände auch ein konsistentes und dichtes

Raster an Prognosehorizonten ab, das für einige Variablen bis zu zehn Jahre in die Zukunft reicht („langfristig“). Drittens wird die Umfrage jeweils kurz vor einer geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats durchgeführt (im Schnitt alle sechs Wochen).

Da die Umfrage unter geldpolitischen Analysten noch eine recht junge Erhebung ist, müssen ihre Ergebnisse durch andere Umfragedaten ergänzt werden, um diese zusammen in die Modelle zur hochfrequenten Ableitung der Zins- oder Inflationserwartungen einfließen zu lassen. Je größer die Datenbestände jedoch werden, desto stärker finden die Ergebnisse aus der Umfrage in den Modellen Berücksichtigung.

3 Auswahl des Panels

In der Pressemitteilung, die zur Einführung der Umfrage unter geldpolitischen Analysten veröffentlicht wurde, werden vier für die Auswahl der Umfrageteilnehmer maßgebliche Kriterien genannt. Diese sind: a) Marktrelevanz, b) geografische Repräsentativität, c) Bereitschaft zur regelmäßigen Teilnahme an der Umfrage und d) aktive Beteiligung an den von der Umfrage abgedeckten Geschäftsaktivitäten.²³

Die Umfrageteilnehmer wurden unter den Mitgliedern der Marktkontaktgruppen der EZB ausgewählt, da diese die vier Kriterien weitgehend erfüllen.²⁴

Historische Daten zu den Marktkontaktgruppen der EZB eignen sich gut, um potenzielle Teilnehmer zu identifizieren, denn deren Bereitschaft, sich aktiv zu beteiligen, ist für die Qualität der Umfrage von höchster Bedeutung.²⁵ Das Engagement der Teilnehmer ist vor allem deshalb relevant, weil die Stichprobe nur 29 Institute umfasst. Damit die Erhebung die Markteinschätzung gut abbilden kann, ist demnach eine hohe Rücklaufquote erforderlich. Die Liste der Institute ist auf der Website der EZB abrufbar, und wie schon während der Pilotphase ist die Teilnahmequote hoch.²⁶ Die Panelzusammensetzung hat sich seit Beginn der Umfrage kaum verändert, wird nun aber einer Prüfung unterzogen. Schaubild 1 veranschaulicht die geografische Verteilung der aktuellen Umfrageteilnehmer.

²³ Siehe [Pressemitteilung der EZB](#) vom 30. Januar 2019.

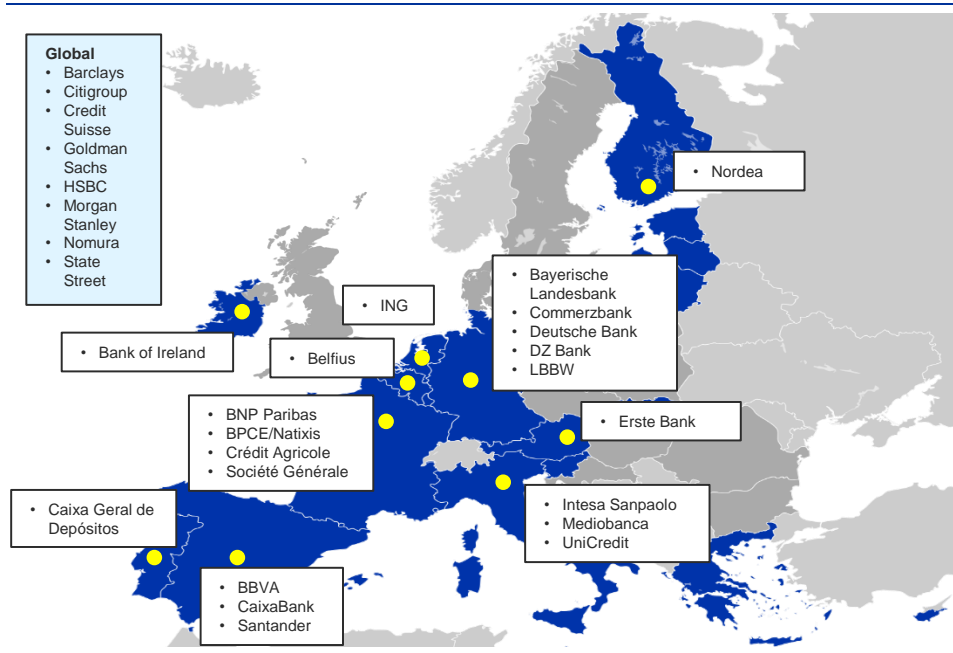
²⁴ Allen Teilnehmern wird bei der Erstellung der Umfragestatistiken das gleiche Gewicht beigemessen.

²⁵ Weitere Informationen zu den Marktkontaktgruppen der EZB finden sich auf der [Website der EZB](#). Dabei handelt es sich um die größten Institute gemessen an ihrer Marktrelevanz und Analysekompetenz.

²⁶ Eine Liste der Institute, die an der Pilotphase teilgenommen haben, findet sich auf der [Website der EZB](#).

Schaubild 1

Zusammensetzung des Panels



Quelle: EZB.

Bei der Auswahl der Teilnehmer liegt das Hauptaugenmerk auf dem

Bankensektor. Diese Vorgehensweise ergibt sich zum einen aus der wichtigen Rolle der Banken für die geldpolitische Transmission im Euroraum. Sie fungieren als Geschäftspartner für die EZB, als Händler am Finanzmarkt und als Kreditintermediäre im bankbasierten System des Eurogebiets. Zum anderen können die Wirtschaftsprognosen und Marktanalysen der Banken möglicherweise die Einschätzungen ihrer Kunden mit prägen. Es kann also angenommen werden, dass ihre Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik und der Konjunktur auch Aufschluss über die Erwartungen der Anleger geben. Um die Einschätzung des jeweiligen Instituts zu erfassen, werden die Befragten gebeten, ihre Antworten, die auf den Meinungen der bankeigenen Ökonomen, Strategieexperten und Händler beruhen, zu Konsistenzzwecken zu koordinieren.

Die Zusammensetzung des Panels wird künftig jährlich überprüft. Die EZB aktualisiert regelmäßig das Panel der Banken, die in ihren Marktkontaktgruppen vertreten sind. Dementsprechend wird auch die Panelzusammensetzung der Umfrage unter geldpolitischen Analysten überprüft. Der Fokus liegt hierbei auf einer Bewertung der Qualität des Rücklaufs und des Grades an Engagement, das die Befragten in den zurückliegenden zwölf Monaten gezeigt haben. Zugleich können neue Kandidaten in die Umfrage aufgenommen werden. Angesichts der wachsenden Bedeutung der Vermögensverwaltungsbranche an den Finanzmärkten könnten perspektivisch auch Vertreter der Käuferseite eingeladen werden, an der Umfrage teilzunehmen.

4 Prinzipien der Umfrage

Da es sich bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten um eine Umfrage der EZB zur Geldpolitik handelt, müssen spezielle Vorkehrungen getroffen werden, um sicherzustellen, dass die Fragen nicht als Signal künftiger geldpolitischer Beschlüsse missverstanden werden können, sie aber gleichzeitig die Beschlüsse des EZB-Rats zeitnah und umfassend berücksichtigen. Daher gelten für die Umfrage mehrere Prinzipien:

Verantwortlichkeit der Fachbereiche: Seit Beginn der Umfrage unter geldpolitischen Analysten sind Expertinnen und Experten der EZB für die Erhebung zuständig. So lautet der Haftungsausschluss im Fragebogen: „Der Text des Fragebogens wurde von den zuständigen Fachbereichen der EZB formuliert. Mitglieder der Beschlussorgane der EZB waren nicht an diesem Prozess beteiligt.“ Weiterhin heißt es: „In den Fragen wird zu keinem Zeitpunkt unterstellt oder signalisiert, dass in der Zukunft eine bestimmte politische Maßnahme ergriffen werden soll.“²⁷

Umfang des Fragebogens: Die Umfrage scheint für die Befragten gut verständlich zu sein. Während der Pilotphase wurde sie erheblich weiterentwickelt, um neue vom EZB-Rat ergriffene geldpolitische Maßnahmen in den Fragebogen aufzunehmen. Diese Fragen beruhen generell auf der „Erklärung zur Geldpolitik“.

Formulierung der Fragen: Die Fragen sind neutral formuliert.

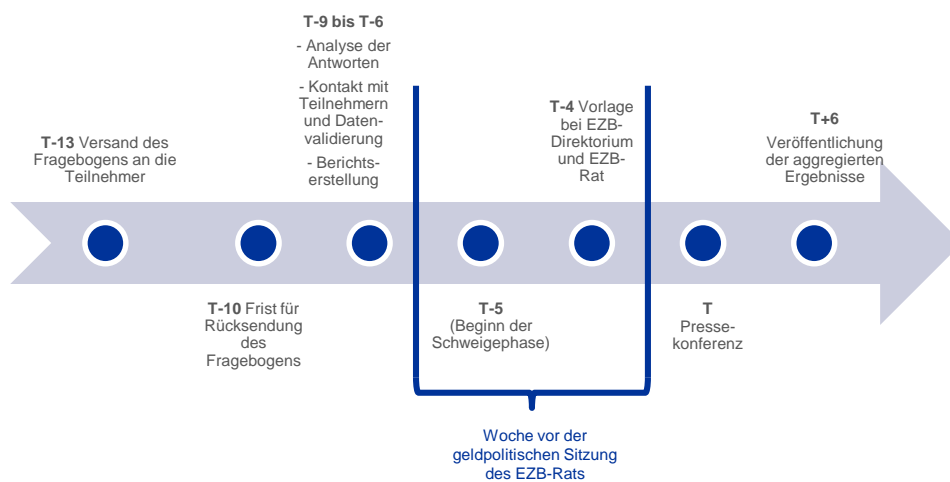
Häufigkeit der Umfrage: Seit Beginn wird die Umfrage terminlich auf den sechswöchigen Rhythmus der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats abgestimmt (siehe Schaubild 2 für den üblichen zeitlichen Ablauf der Umfrage). Der Fragebogen wird 13 Geschäftstage vor der EZB-Ratssitzung, in der Regel am Montagmorgen um 10:00 Uhr MEZ, an die Teilnehmer versandt und gleichzeitig auf der Website der EZB veröffentlicht. Die Befragten übermitteln ihre Antworten bis Donnerstagabend derselben Woche. Nach Validierung und Analyse der Fragebögen werden die aggregierten Ergebnisse vier Geschäftstage vor der Ratssitzung an den EZB-Rat weitergegeben. Seit Juni 2021 werden die Ergebnisse immer freitags in der Woche nach der EZB-Ratssitzung um 18:00 Uhr MEZ auf der Website der EZB veröffentlicht.

Qualitätskontrolle der Ergebnisse: Die Antworten der Befragten werden stets mit anderen öffentlich verfügbaren Informationen und regelmäßigen statistischen Untersuchungen gegengeprüft.

²⁷ Die ungekürzte Fassung des Haftungsausschlusses findet sich beispielsweise in: EZB, [ECB Survey of Monetary Analysts \(SMA\)](#), September 2021, August 2021.

Schaubild 2

Zeitlicher Ablauf der Umfrage unter geldpolitischen Analysten



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der zeitliche Ablauf bezieht sich auf Geschäftstage, wobei T für das Datum der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats steht.

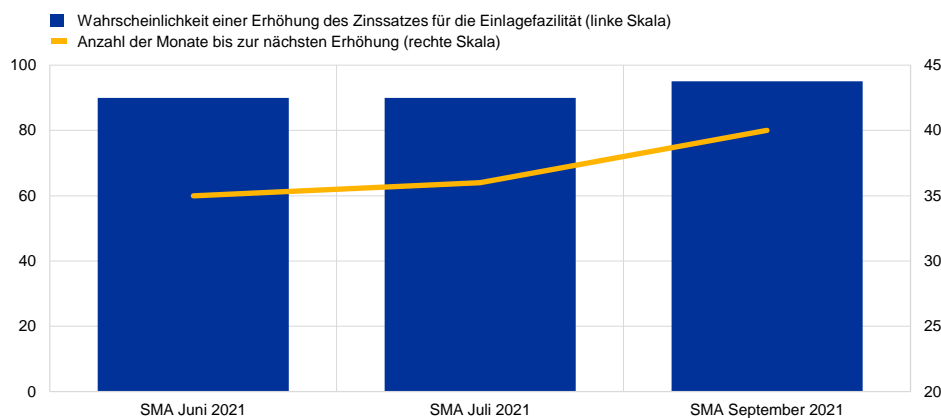
5 Beitrag der Umfrageergebnisse zur Einschätzung der Erwartungen an den Finanzmärkten

Eines der Hauptziele der Umfrage unter geldpolitischen Analysten ist es, die Erwartungen der Befragten hinsichtlich der Leitzinsen, Ankäufe von Vermögenswerten und Refinanzierungsgeschäfte einzuschätzen. In Abschnitt 1 des Fragebogens werden die Teilnehmer gebeten, ihre Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsen der EZB, der Marktsätze und der Marktbedingungen zu nennen. So wird in der ersten Frage um eine Einschätzung gebeten, für wie wahrscheinlich sie es halten, dass die nächste Zinsanpassung der EZB eine Zinsanhebung oder eine Zinssenkung sein wird, sowie darum, welchen Zeitpunkt sie für eine Zinsanpassung am wahrscheinlichsten halten und in welchem Umfang die Zinsen ihren Erwartungen zufolge angepasst werden. In der Umfrage vom September 2021 wurde im Median mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % und somit nahezu geschlossen erwartet, dass der Zinssatz für die Einlagefazilität bei der nächsten Zinsanpassung erhöht wird (siehe die dritte Säule in Abbildung 1). Was den Zeitpunkt der Zinsanhebung betrifft, so wurde im Median erwartet, dass die Anhebung der Zinsen im vierten Quartal 2024 erfolgen wird und damit sechs Monate später als noch in der Umfrage vom Juli 2021 erwartet (siehe Abbildung 2). In dieser Entwicklung kommt die vom EZB-Rat im Juli 2021 angekündigte geänderte Forward Guidance zu den Leitzinsen zum Ausdruck (siehe Kasten 3). Dies zeigt, dass die Umfragedaten erfassen, wie geänderte Erwartungen der Befragten hinsichtlich der Konjunkturaussichten (Abschnitt 4 der Umfrage) ihre geldpolitischen Erwartungen beeinflussen.

Abbildung 1

Wahrscheinlichkeit einer Erhöhung des Zinssatzes für die Einlagefazilität bei der nächsten Zinsanpassung

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



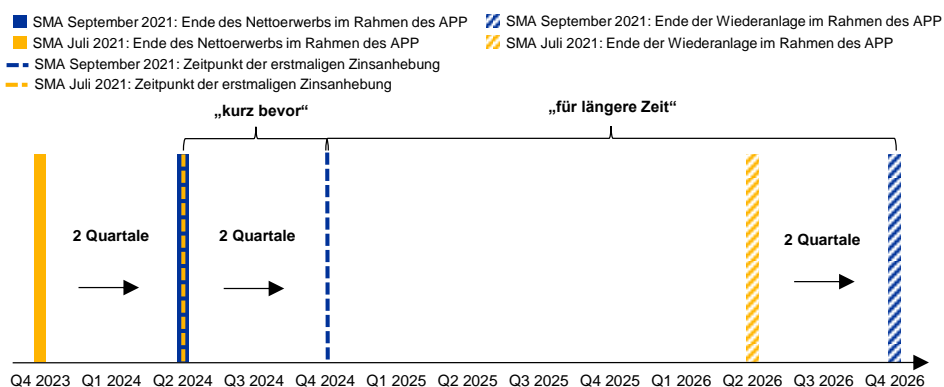
Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 und vom Juli 2021 lag der Rücklauf bei jeweils 21 Umfrageteilnehmern, bei jener vom Juni 2021 bei 22 Teilnehmern.

Abbildung 2

Erwartungen in Bezug auf die geldpolitischen Parameter

(x-Achse: Zeitpunkt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 lag der Rücklauf bei 24 Umfrageteilnehmern, ebenso bei jener vom Juli 2021.

Die Erwartungen der Befragten im Hinblick auf die Ankaufprogramme der EZB – d. h. das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) – sowie die Erwartungen mit Blick auf die Wiederanlage werden in Abschnitt 2 des Fragebogens behandelt.

Bei den Fragen zum APP, die im ersten Teil des Abschnitts behandelt werden, werden die Teilnehmer um verschiedene Einschätzungen gebeten, nämlich wann der Nettoerwerb von Vermögenswerten enden wird, wie lange die Wiederanlage der Tilgungsbeträge für im Rahmen des APP erworbene und fällig werdende Wertpapiere fortgeführt wird, wie sich die Bestände des APP entwickeln werden und ob Anpassungen beim APP zu erwarten sind. In der Umfrage vom September 2021

wurde im Median erwartet, dass das APP Mitte 2024 enden und die vollumfängliche Wiederanlage bis Ende 2026 fortgesetzt wird (siehe Abbildung 2).

Anhand der Umfrageergebnisse zu den Zinssätzen und den Ankäufen von Vermögenswerten lässt sich nachvollziehen, wie wirksam das Zusammenspiel zwischen der Forward Guidance zu den Leitzinsen und zu den Wertpapierkäufen ist.

Die Forward Guidance zu den APP-Parametern ist über die erforderlichen Voraussetzungen für eine Leitzinserhöhung an die Forward Guidance zu den Zinsen geknüpft (siehe Kasten 3). Demnach enden die Nettoankäufe „kurz bevor“ die erste Zinserhöhung erfolgt, und die Reinvestitionen werden nach dem ersten Zinsschritt „für längere Zeit“ fortgeführt (siehe Abbildung 2). Die Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die Befragten den jeweils erwarteten Zeitpunkt der Beendigung der Nettoankäufe, der erstmaligen Zinsanhebung und des Endes der Wiederanlage konsistent im Einklang mit der gekoppelten Forward Guidance zu den Zinssätzen und den Ankäufen von Vermögenswerten angepasst haben. So wird die Verschiebung des Zeitpunkts für die Erhöhung des Einlagesatzes mit einem längeren Zeithorizont für den Nettoerwerb im Rahmen des APP und die Reinvestitionen in Verbindung gebracht und umgekehrt.

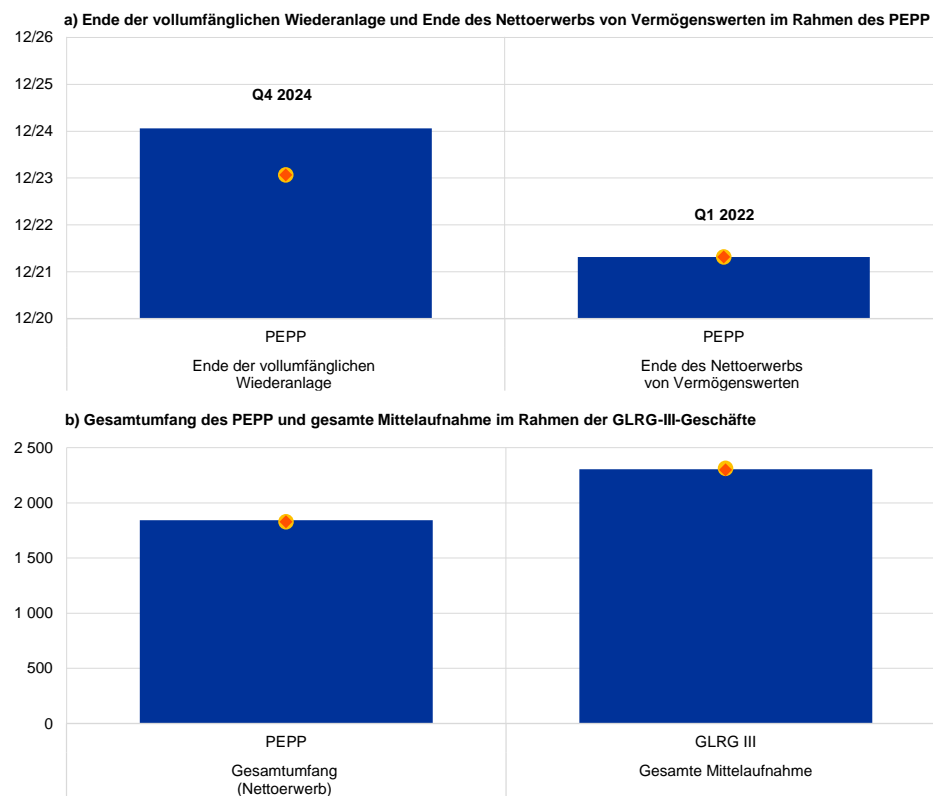
Im zweiten Teil von Abschnitt 2 des Fragebogens werden die Erwartungen in Bezug auf das PEPP, das als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie eingeführt wurde, behandelt.

Die Befragten werden um eine Einschätzung des voraussichtlich genutzten Umfangs des PEPP bis März 2022 gebeten. Außerdem werden sie gefragt, wann das Programm ihren Erwartungen zufolge enden und wie sich das Profil der vierteljährlichen Käufe entwickeln wird. In der September-Umfrage wurde im Median erwartet, dass das Programm im ersten Quartal 2022 enden (siehe Abbildung 3, Grafik a), die Wiederanlage bis Ende 2024 fortgeführt (siehe Abbildung 3, Grafik a) und der Umfang des PEPP von 1 850 Mrd € bis März 2022 nicht vollumfänglich ausgeschöpft sein wird (siehe Abbildung 3, Grafik b). Die Umfragen von Bloomberg und Thomson Reuters untermauern den Median der Erwartung, dass der Gesamtumfang des PEPP bis zum zweiten Quartal 2022 nicht vollumfänglich genutzt wird. Im Median gingen die Befragten davon aus, dass sich die durchschnittlichen monatlichen Ankäufe pro Quartal in den letzten drei Quartalen des Programms zunehmend verringern werden (siehe Abbildung 4).

Abbildung 3 Erwartungen in Bezug auf das PEPP und die GLRG III

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

- SMA September 2021
- SMA Juli 2021
- ◆ SMA Juni 2021



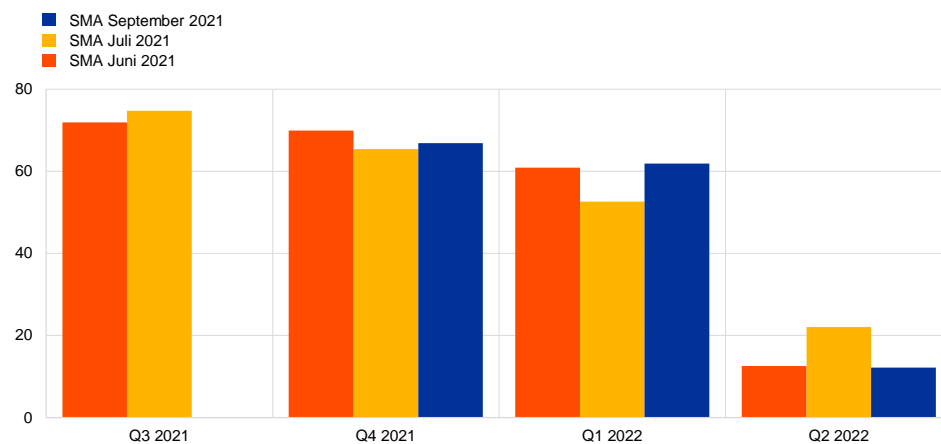
Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 lag der Rücklauf bei 24 Umfrageteilnehmern, ebenso bei jener vom Juli 2021 und vom Juni 2021.

Abbildung 4

Erwartungen in Bezug auf den Umfang der durchschnittlichen monatlichen Ankäufe im Rahmen des PEPP pro Quartal

(in Mrd € pro Monat)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 lag der Rücklauf bei 22 Umfrageteilnehmern, bei jener vom Juli 2021 bei 21 Teilnehmern und bei der Umfrage vom Juni 2021 bei 22 Teilnehmern. Der Umfang wird als erste Differenz des Bestands im Rahmen des PEPP für den Median-Teilnehmer abgeleitet.

In Abschnitt 3 des Fragebogens geht es um die Erwartungen hinsichtlich der Refinanzierungsgeschäfte der EZB. In der Umfrage vom September 2021 wurde im Median erwartet, dass sich die Mittelaufnahme im Rahmen der GLRG-III-Geschäfte auf insgesamt 2 304 Mrd € belaufen wird (siehe Abbildung 3, Grafik b). Zusammengefasst liefern die ersten drei Abschnitte der Umfrage eine sehr umfassende Einschätzung dessen, was die Finanzmarktteilnehmer erwarten.

In Abschnitt 4 des Fragebogens werden die gesamtwirtschaftlichen Aussichten behandelt. Die Befragten werden um eine Prognose wichtiger makroökonomischer Variablen in der langen Frist einschließlich einer Einschätzung der Risiken in Bezug auf die Aussichten gebeten. Aus den Umfragen vom Juni bis September 2021 geht hervor, dass die kurzfristigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Inflation für den Euroraum in jeder Runde nach oben korrigiert wurden (siehe Abbildung 5). Neben den gesamtwirtschaftlichen Prognosen erfasst die Umfrage den längerfristigen Ausblick und die Risiken, die den geldpolitischen Erwartungen der Befragten entsprechen. So lag der Median für die langfristigen Inflationserwartungen im September bei 1,9 %; nach der Bekanntgabe der neuen geldpolitischen Strategie der EZB rechneten, wie in Kasten 3 ausgeführt, mehr Befragte langfristig mit einer Inflation von 1,8 % bis 2 %.²⁸ Die Mehrzahl der Teilnehmer schätzte die Risiken für das Wirtschaftswachstum als ausgewogen ein, während bei der Inflation die Aufwärtsrisiken in den jüngsten Umfragen zunahmen (siehe Abbildung 6).

²⁸ Als langfristig gilt ein Zeithorizont, bei dem alle Schocks ihre Wirkung verlieren. Für den Zweck der betrachteten Umfrage und zur Vereinfachung wird hierunter ein Zeitraum von rund zehn Jahren verstanden.

Abbildung 5

Medianprognosen für das reale BIP und die HVPI-Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

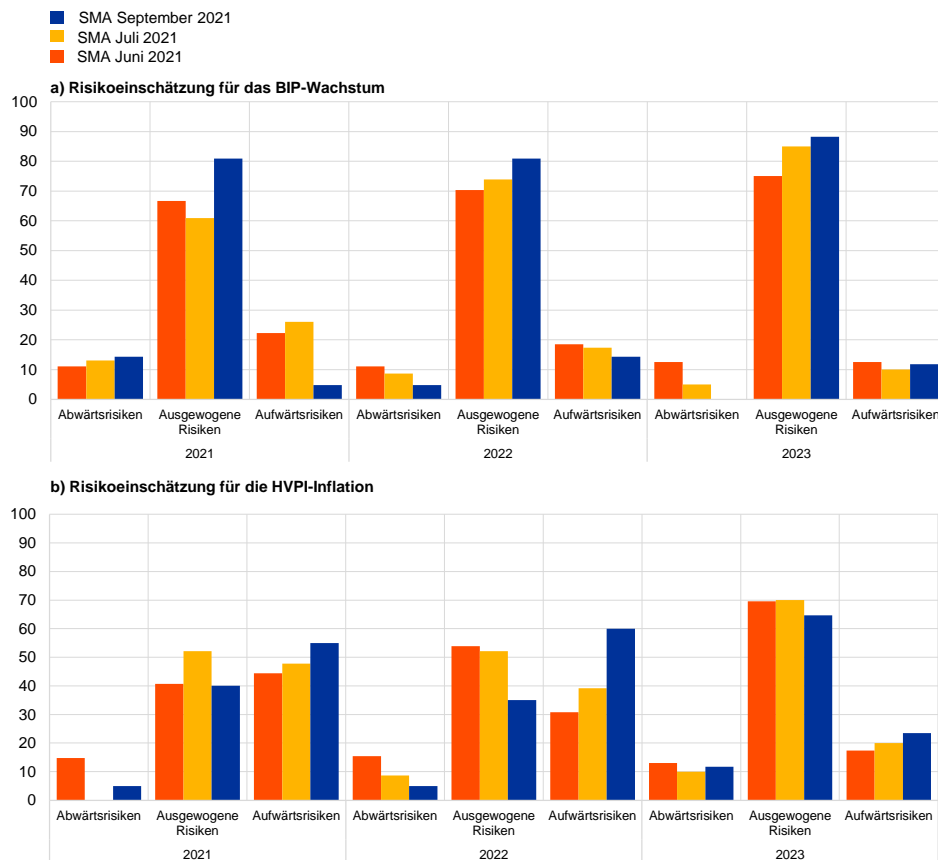


Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 lag der Rücklauf bei 23 Umfrageteilnehmern, bei jener vom Juli 2021 bei 24 Teilnehmern und bei der Umfrage vom Juni 2021 bei 25 Teilnehmern.

Abbildung 6 Risikoeinschätzung

(Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 lag der Rücklauf bei 21 Umfrageteilnehmern, bei jener vom Juli 2021 bei 23 Teilnehmern und bei der Umfrage vom Juni 2021 bei 27 Teilnehmern.

Die Uneinigkeit unter den Umfrageteilnehmern war mit Blick auf die Aussichten für das Wirtschaftswachstum begrenzt, in Bezug auf den Inflationsausblick war sie leicht höher.

Die Umfrage ermöglicht es, die Heterogenität der Antworten zu untersuchen: So lässt sich die Uneinigkeit unter den Teilnehmern (berechnet als Differenz zwischen dem 75. Perzentil und dem 25. Perzentil) bei der Wachstums- und Inflationsprognose grafisch darstellen (siehe Abbildung 7). Bezüglich des Ausblicks für das Wirtschaftswachstum waren sich die Befragten ähnlich uneins, wobei der Anteil der Befragten, die die Aussichten als ausgewogen einschätzten, zunahm (siehe Abbildung 6, Grafik a). Bei den Inflationsaussichten hingegen war die Uneinigkeit in der Umfrage vom September 2021 größer geworden, wobei mehr Teilnehmer Aufwärtsrisiken für die Inflation wahrnahmen (siehe Abbildung 6, Grafik b).

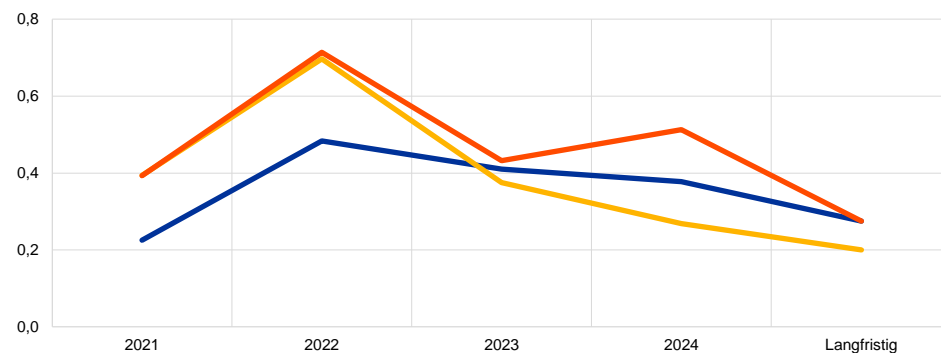
Abbildung 7

Uneinigkeit unter den Befragten mit Blick auf das reale BIP und die HVPI-Inflation

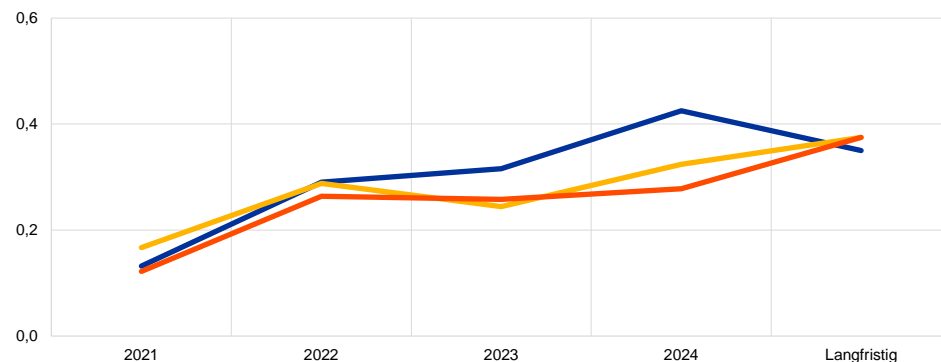
(Interquartilsspannen)

■ SMA September 2021
■ SMA Juli 2021
■ SMA Juni 2021

a) Veränderung beim realen BIP



b) Veränderung bei der HVPI-Inflation



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 lag der Rücklauf bei 23 Umfrageteilnehmern, bei jener vom Juli 2021 bei 24 Teilnehmern und bei der Umfrage vom Juni 2021 bei 25 Teilnehmern.

Wie erwähnt werden die Umfrageergebnisse verwendet, um zu prüfen, wie Teilnehmer die Erklärung der EZB zur neuen geldpolitischen Strategie und die geänderte Forward Guidance zu den Zinssätzen interpretieren, um so die Wirksamkeit der Kommunikation der EZB zu analysieren (siehe hierzu auch Kasten 3). Die Umfrage vom September 2021 enthielt einen zusätzlichen Abschnitt, der sich mit der Erklärung zur neuen geldpolitischen Strategie befasste. Aus den Antworten hierzu geht hervor, dass den Befragten das Preisstabilitätsziel der EZB nach der Erklärung nun klarer ist. Außerdem schienen die Umfrageteilnehmer die Bedingungen zu berücksichtigen, die gemäß der geänderten Forward Guidance zu den Leitzinsen erfüllt sein müssen, bevor die Leitzinsen angehoben werden können.

Kasten 3

Die Erklärung der EZB zur überarbeiteten geldpolitischen Strategie und ihre Auswirkungen auf die Markterwartungen – eine Untersuchung anhand der Umfrage unter geldpolitischen Analysten²⁹

Falk Mazelis und Arthur Saint-Guilhem

Am 8. Juli 2021 kommunizierte die EZB ihre neue geldpolitische Strategie. Diese beinhaltet zwei wesentliche Neuerungen: erstens die Festlegung des Preisstabilitätsziels auf ein symmetrisches Inflationsziel von 2 % auf mittlere Sicht und zweitens eine bedingte Verpflichtung, bei der Durchführung der Geldpolitik in einem Umfeld strukturell niedriger Nominalzinsen den Implikationen der effektiven Zinsuntergrenze Rechnung zu tragen.³⁰

Am 22. Juli 2021 veröffentlichte der EZB-Rat seine überarbeitete Forward Guidance zu den Zinssätzen, die nun im Einklang mit dem symmetrischen Inflationsziel von 2 % steht. Die geänderte Forward Guidance formuliert drei Bedingungen, die erfüllt sein müssen, bevor die Leitzinsen wieder angehoben werden: Erstens soll – mit Blick auf die Zukunft – die Inflation den Erwartungen zufolge „deutlich vor“ dem Ende des Projektionszeitraums das neue Inflationsziel von 2 % erreichen. Zweitens soll diese Annäherung „im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft“ gehalten werden. Drittens soll die Entwicklung der aktuellen zugrunde liegenden Inflation zum Zeitpunkt einer erstmaligen Zinserhöhung als „hinreichend fortgeschritten“ bewertet werden, um eine verfrühte Straffung des geldpolitischen Kurses angesichts kostentreibender Schocks zu vermeiden. Diese Schocks könnten die Gesamtinflation zeitweise erhöhen, aber auch rasch wieder abklingen, ohne sich auf die trendmäßige Entwicklung der Teuerung auszuwirken. Gemäß der überarbeiteten Forward Guidance und entsprechend der Erklärung zur Strategieüberprüfung ergibt sich aus der Prüfung dieser drei Bedingungen unter Umständen auch, dass die Inflation vorübergehend moderat über dem Zielwert liegen kann.

Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB

Die Teilnehmer der Umfrage unter geldpolitischen Analysten berichteten, dass die Erklärung zur überarbeiteten Strategie ihr Verständnis der Kommunikation der EZB verbessert habe. Die Umfragerunde im September enthielt Fragen, die speziell darauf ausgelegt waren zu erfassen, welche Effekte die Erklärung zur überarbeiteten Strategie in Bezug darauf hatte, wie die Marktteilnehmer die Reaktionsfunktion der EZB wahrnehmen. Die Befragten waren weit überwiegend der Ansicht, dass die Erklärung die Eindeutigkeit der Preisstabilitätsdefinition der EZB und auch die Klarheit der Reaktionsfunktion der EZB erhöht hat (siehe Abbildung A, Grafik a). Die Anmerkungen der Umfrageteilnehmer ließen erkennen, dass diese die neue Strategie begrüßten. Zudem signalisierten sie, dass die Strategie im Großen und Ganzen so erwartet worden war.³¹ Sie

²⁹ Sämtliche aggregierten Ergebnisse, auf die in diesem Kasten verwiesen wird, finden sich auf der [Website der EZB](#).

³⁰ Siehe hierzu die [Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB](#) und den zugehörigen [Überblick über die geldpolitische Strategie der EZB](#).

³¹ Da das Ergebnis der Strategieüberprüfung im Wesentlichen den Erwartungen entsprach, wird die Gegenüberstellung der SMA-Umfragerunden vom Juni, Juli und September den Effekt der veränderten Strategie auf die Erwartungen der Befragten wohl nur zum Teil erfassen. Die Tatsache, dass dieses Ergebnis von weiten Teilen so erwartet worden war, wird auch dadurch bestätigt, dass die Finanzmärkte am Tag der Veröffentlichung nur wenig reagierten. So zeigen die vor der Bekanntgabe der Strategie von Marktanalysten veröffentlichten Berichte, dass die Marktteilnehmer wichtige Elemente der neuen Strategie und der geänderten Forward Guidance richtig antizipierten.

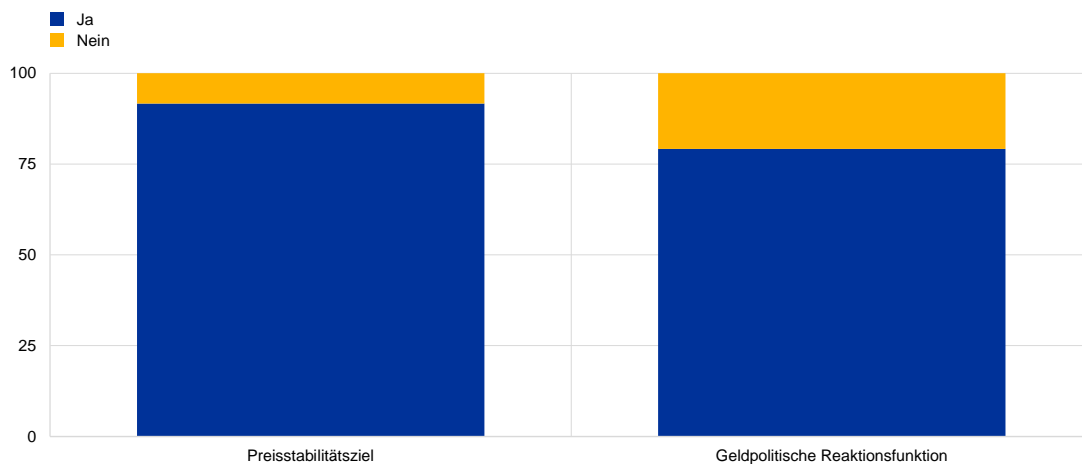
wiesen zudem darauf hin, dass abzuwarten bleibt, wie sich die überarbeitete Strategie im Laufe der Zeit in der praktischen Umsetzung der Geldpolitik niederschlagen wird.³²

Abbildung A

Bekanntgabe der Ergebnisse der Strategieüberprüfung (Liste der Umfrageteilnehmer)

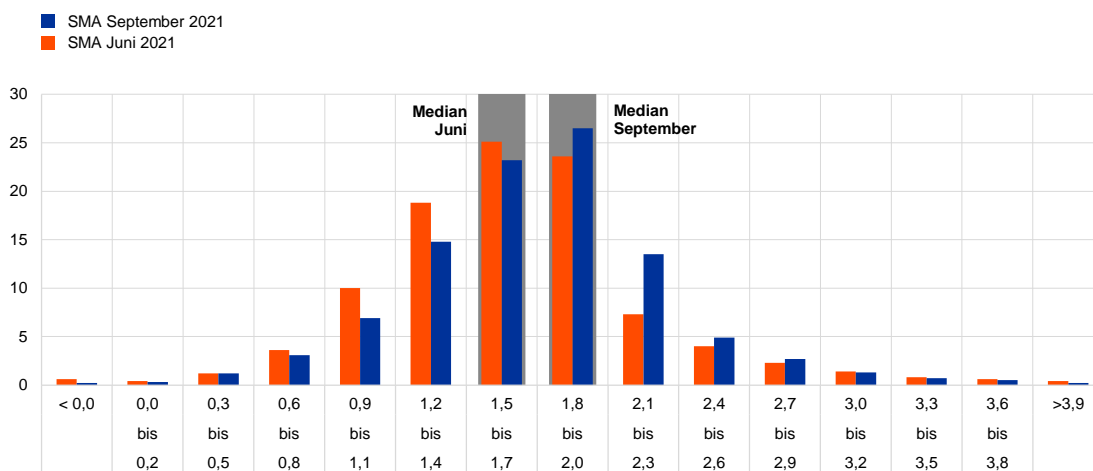
a) Besseres Verständnis durch Erklärung der neuen Strategie

(Anteil der Umfrageteilnehmer in %)



b) Langfristige Inflationserwartungen (gepoolte Wahrscheinlichkeitsverteilung)

(x-Achse: in % p. a.; y-Achse: in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Grafik a zeigt den Anteil der Antworten („ja“ (blau) und „nein“ (gelb)) aus der Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA) vom September 2021 zu Frage 0.1 („Hat [die Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB] Ihr Verständnis des Preisstabilitätsziels der EZB verbessert?“ – linke Säule) und Frage 0.2 („Hat [die Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB] die Eindeutigkeit der geldpolitischen Reaktionsfunktion der EZB verbessert?“ – rechte Säule). Der Rücklauf für beide Fragen lag bei 24 Umfrageteilnehmern. In Grafik b markieren die grauen Bereiche den Median für Juni (1,5 % bis 1,7 %) bzw. September (1,8 % bis 2,0 %). Bei der Umfrage vom September 2021 lag der Rücklauf bei 19 Umfrageteilnehmern, bei der Umfrage vom Juni 2021 bei 20 Teilnehmern.

³² Eine positive Einstellung gegenüber der neuen geldpolitischen Strategie der EZB vermitteln auch die Ergebnisse einer im Rahmen des Survey of Professional Forecasters (SPF) durchgeführten Sonderumfrage zur neuen geldpolitischen Strategie der EZB.

Des Weiteren ließ sich aus der Umfrage vom September 2021 ein deutlicher Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen der Befragten ablesen.³³ Gegenüber der Umfrage vom Juni hat sich der entsprechende Median teilnehmerübergreifend erhöht, und zwar von 1,5 % bis 1,7 % im Juni auf 1,8 % bis 2,0 % im September (siehe Abbildung A, Grafik b). Zudem wiesen die Erwartungen eine leicht symmetrischere Verteilung auf, was sich anhand der geringeren Schiefe im Vergleich zur Verteilung im Juni zeigt. Diese Veränderung kommt auch in der gestiegenen Wahrscheinlichkeit (40 % im September nach 30 % im Juni) zum Ausdruck, dass die langfristige Teuerung im Euroraum in einer Spanne von 1,8 % bis 2,3 % liegen wird (siehe Abbildung A, Grafik b).

Überarbeitete Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen

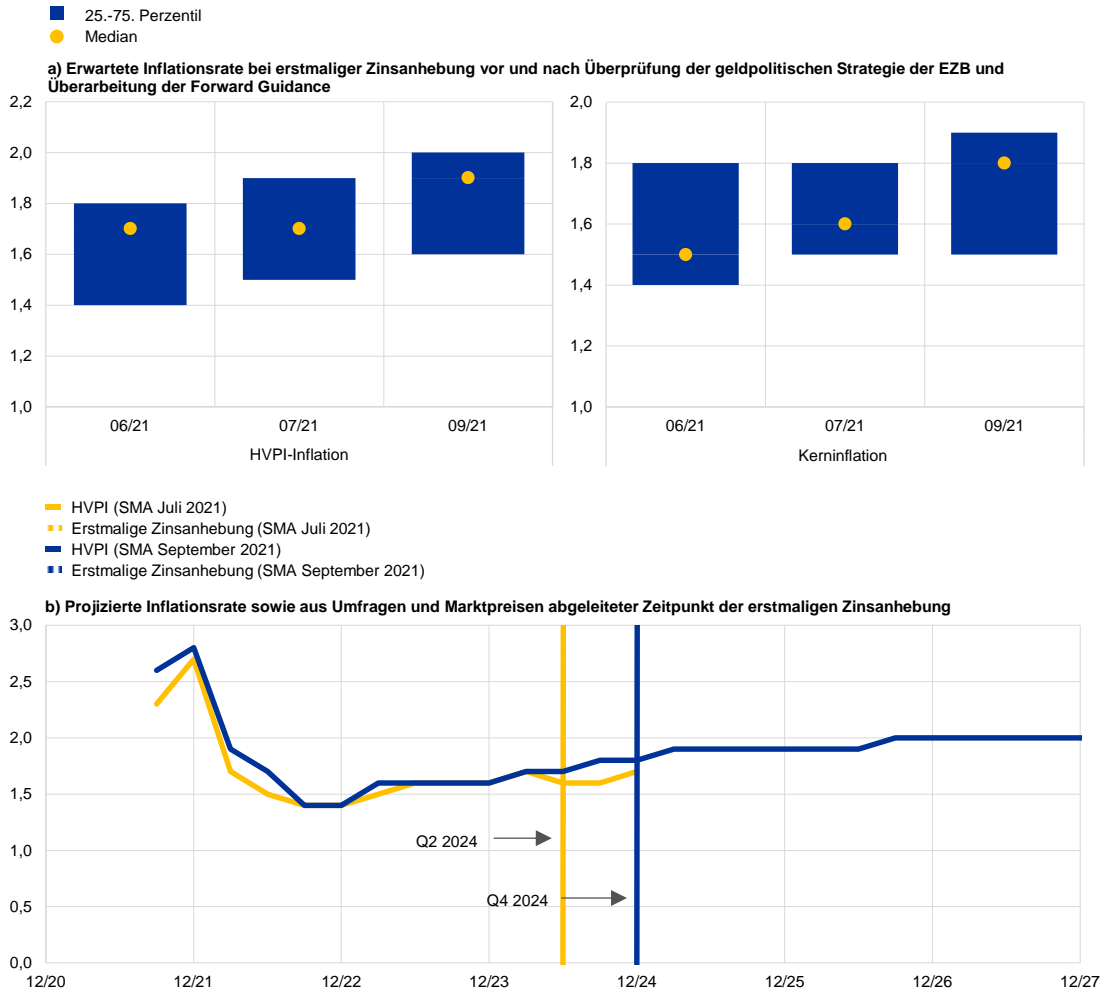
Neben der Strategieerklärung spiegelten die Erwartungsänderungen der Umfrageteilnehmer im Beobachtungszeitraum auch die aktualisierte Forward Guidance des EZB-Rats zu den Leitzinsen wider. Erstens hat sich laut der Umfrage unter geldpolitischen Analysten vom September der im Median erwartete Zeitpunkt der erstmaligen Anhebung der Leitzinsen um zwei Quartale bis zum Jahresende 2024 nach hinten verschoben. Bei der Umfragerunde vom Juli, die vor der Bekanntgabe der überarbeiteten Forward Guidance stattfand, wurde noch Mitte 2024 genannt. Zweitens rechneten die Befragten mit einer höheren Gesamtteuerungsrate zum Zeitpunkt der erstmaligen Zinserhöhung (1,85 %, verglichen mit 1,7 % in den beiden vorangegangenen Runden), wobei die Antworten sehr breit gestreut waren (siehe Abbildung B, Grafik a). Drittens implizieren die Antworten auf eine in der September-Erhebung enthaltene direkte Frage, dass die Bedingung „deutlich vor“ als rund sechs Quartale vor dem Ende des Projektionszeitraums interpretiert wird. Viertens signalisierte die Umfrage vom September, dass mit Blick auf eine „hinreichend fortgeschrittene“ Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation zum Zeitpunkt der erstmaligen Zinsanhebung eine Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,8 % erwartet wird. Dies stellt einen Anstieg gegenüber den Werten von Juli (1,6 %) und Juni (1,5 %) dar. Die Gegenprüfung mit einer direkten Frage zur dritten Bedingung der Forward Guidance, die in die September-Erhebung aufgenommen wurde, bestätigt diese Einschätzung. So gaben die Befragten an, dass ihrem Verständnis nach die Bedingung „hinreichend fortgeschritten“ erfüllt ist, wenn die zugrunde liegende Inflation im Eurogebiet bei 1,8 % liegt.

³³ Diese Einschätzung beruht in erster Linie auf der SMA-Umfrage vom September, da die Abgabefrist für die Runde vom Juli nur einen Tag nach der Bekanntgabe der neuen Strategie lag. Daher hatten die Umfrageteilnehmer nur wenig Zeit, sich damit zu beschäftigen. Überdies ist die Umfrage vom September die erste Runde nach der Veröffentlichung der geänderten Forward Guidance und ermöglicht deshalb eine umfassendere Einschätzung des gemeinsamen Einflusses der Überarbeitungen der Strategie und der Forward Guidance auf die Erwartungen der Befragten. Die Umfrageteilnehmer wurden zwar gebeten, ihre langfristigen Inflationserwartungen mit Blick auf einen Zeithorizont zu nennen, zu dem die Auswirkungen aller vorübergehenden Störungen verschwunden sind, doch können kurzfristige Inflationsdynamiken, die über den Sommer zugenommen haben, nicht als Faktor für den Anstieg der langfristigen Entwicklung ausgeschlossen werden.

Abbildung B

Überarbeitete Forward Guidance zu den Leitzinsen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a basiert auf Frage 4.2: „Bitte geben Sie Ihre Schätzung des wahrscheinlichsten Wertes (d. h. den Modalwert) [der Inflation] für das Quartal an, in dem die nächste Erhöhung der Leitzinsen erfolgt.“ Grafik b zeigt den Medianwert der Antworten auf Frage 1.1 (erwarteter Zeitpunkt der nächsten Erhöhung des Zinssatzes für die Einlagefazilität) und auf Frage 4.1 (Erwartungen für die HVPI-Inflation) aus den SMA-Runden von Juli und September 2021. Der Prognosehorizont für die makroökonomischen Variablen erstreckte sich in der Umfrage vom Juli 2021 bis Ende 2024 und in der Umfrage vom September 2021 bis Ende 2028.

Anhand der Antworten der Marktteilnehmer auf die zusätzlichen Fragen – wie etwa zu ihren Erwartungen für die Leitzinsentwicklung – lässt sich im Zusammenspiel mit den Erwartungen der Befragten für die Inflationsaussichten (siehe Abbildung B, Grafik b) die Erfüllung der neuen, in der Forward Guidance zu den Zinsen enthaltenen Bedingung gegenprüfen. In der September-Erhebung lag der Medianwert der Erwartungen zu der Frage, wann die Zinsen erstmalig angehoben werden, im vierten Quartal 2024 und bezüglich der Frage, wann die am HVPI gemessene Teuerung 2 % erreicht, im dritten Quartal 2026. Ab dem vierten Quartal 2024, für das mit der Zinserhöhung gerechnet wird, würde sich der typische Projektionszeitraum über drei Jahre bis Ende 2027 erstrecken. Da die Inflation laut den Erwartungen den Wert von 2 % rund fünf Quartale vor Ende des Projektionszeitraums erreichen wird, wäre die Zeitangabe „deutlich vor“ als

ein Zeitraum von etwa fünf Quartalen zu interpretieren. Dies steht weitgehend im Einklang mit der Schätzung aus der zuvor angesprochenen direkten Frage.³⁴

Alles in allem liefert die Entwicklung der Antworten aus den Umfragen vom Juni, Juli und September wertvolle Erkenntnisse darüber, wie die Marktteilnehmer die Änderungen der Reaktionsfunktion der EZB im Gefolge der Strategieüberarbeitung wahrnehmen. Allerdings muss davon ausgegangen werden, dass es noch Zeit braucht, um die Auswirkungen in ihrer Gesamtheit zu verstehen, und dass sich die Befragten erst über einen längeren Zeitraum damit vollständig vertraut machen. Dies würde auch den jüngsten Erfahrungen in den Vereinigten Staaten entsprechen, wo es ebenfalls einige Zeit dauerte, bis sich die neue Strategie der US-Notenbank und die anschließende Neufassung der Forward Guidance in den marktbasieren Inflationserwartungen niederschlug.

6 Schlussbemerkungen

Für den Erfolg bei der Erreichung des Ziels der Preisstabilität ist es für die Zentralbanken unerlässlich, die Entwicklung der Erwartungen von privaten Haushalten, Unternehmen und Finanzmärkten in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die Geldpolitik zu verstehen. Zwar ist es nicht möglich, diese Erwartungen direkt und umfassend repräsentativ zu messen, aber entscheidende Informationen hierzu lassen sich (neben Informationen aus Vermögenspreisen) aus Umfragen gewinnen, in denen Prognosen zur erwarteten Inanspruchnahme der geldpolitischen Instrumente und Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten erhoben werden. Eine Ergänzung zu diesen Quellen ist die von der EZB durchgeführte Umfrage unter geldpolitischen Analysten. Sie schließt insbesondere eine Wissenslücke hinsichtlich der Frage, wie sich die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die Geldpolitik im Zeitverlauf zusammen verändern. Außerdem gibt sie Aufschluss darüber, wie die Finanzmarktteilnehmer die Reaktionsfunktion der EZB verstehen. Die Umfrage deckt zudem alle geldpolitischen Maßnahmen der EZB ab und bietet somit wichtige Informationen, mit deren Hilfe sich die Wirksamkeit der geldpolitischen Beschlüsse und der Forward Guidance sowie die Glaubwürdigkeit der Inflationsziele gemessen an den langfristigen Inflationserwartungen beobachten lassen.

³⁴ In der SMA-Umfrage sind geringfügige Unterschiede bei der Einschätzung des Zeitraums von „deutlich vor“ zu erwarten. Sie können verschiedene Ursachen haben, z. B. die Beantwortung der direkten Frage und der zusätzlichen Fragen zur erstmaligen Zinsanhebung und den gesamtwirtschaftlichen Prognosen durch jeweils unterschiedliche Untergruppen der Teilnehmer. Zudem beruht die implizite Bedingung „deutlich vor“, die aus gesamtwirtschaftlichen Prognosen abgeleitet wird, auf den eigenen Erwartungen der Befragten zur Inflationsentwicklung, während die in der direkten Frage geforderte Nennung der Länge wahrscheinlich eher damit zusammenhängt, wie die Umfrageteilnehmer – im Einklang mit der geänderten Forward Guidance – die Projektionen des EZB-Rats interpretieren.

Marius Gardt, Siria Angino, Simon Mee und Gabriel Glöckler

1 Einleitung

Zentralbanken weltweit bemühen sich verstärkt darum, ihre Kommunikation effektiver zu gestalten und ein breiteres Publikum zu erreichen. In den vergangenen Jahrzehnten haben Zentralbanken immer mehr Unabhängigkeit erlangt. Dadurch sind sie in ihrer Kommunikation transparenter geworden und versuchen in stärkerem Maße, ihre Botschaften auf verständliche Art und Weise zu vermitteln.¹ Zudem setzen Zentralbanken seit der globalen Finanzkrise eine breitere Palette an Instrumenten ein und wurden mit zusätzlichen Aufgaben betraut. Deshalb müssen sie nun besser erklären, was sie tun und aus welchem Grund. Mit der Einführung der Forward Guidance haben Notenbanken die Kommunikation überdies zu einem wesentlichen Bestandteil ihres geldpolitischen Instrumentariums gemacht. In der Vergangenheit richteten sich die Zentralbanken in ihrer Kommunikation in erster Linie an ein Fachpublikum, etwa an Finanzmarktteilnehmer. In jüngster Zeit bemühen sie sich jedoch zunehmend darum, auch die breite Öffentlichkeit anzusprechen.

Die Kommunikation der Zentralbanken ist ein wichtiger Faktor für die Wirksamkeit der Geldpolitik, da sie die Erwartungen der Marktteilnehmer, Unternehmen und Verbraucher beeinflussen kann. Damit Zentralbanken die Inflationserwartungen wirksam steuern können, muss die breite Öffentlichkeit (hier definiert als allgemeines Publikum ohne zentralbankspezifisches Fachwissen einschließlich repräsentativer Fachorganisationen wie Arbeitgeberverbände, Gewerkschaften, politischer Gruppierungen u. Ä.) sich darüber bewusst sein, was die Zentralbank vermitteln möchte, und ihre Botschaften verstehen. Die Bevölkerung auf Zentralbankthemen aufmerksam zu machen, gleichzeitig aber die Komplexität der Kommunikation zu reduzieren, ist eine schwierige Aufgabe.

Im Zuge der jüngsten Entwicklungen im Zentralbankwesen hat die EZB ihre Kommunikationspolitik auf den Prüfstand gestellt. Um wichtigen Veränderungen in der Kommunikationslandschaft und der klaren Forderung der breiten Öffentlichkeit nach einer verständlicheren Kommunikation der EZB Rechnung zu tragen, beschloss die EZB im Rahmen der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, ihre Kommunikation zu modernisieren und „Zuhörformate“ zu einem Standard in der Kommunikation zu machen.²

¹ Siehe N. Dincer und B. Eichengreen, [Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures](#), International Journal of Central Banking, Bd. 10, Nr. 1, 2014; M. Crowe und E. E. Meade, [Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness](#), Working Paper des IWF, 2008.

² Daten aus dem [Portal „Die EZB hört zu“](#) zeigen, dass die EZB nach Ansicht der Befragten zu viel wirtschaftlichen Fachjargon verwendet und ihre Kommunikation nicht verständlich genug ist. Den Rückmeldungen zufolge sollte die Kommunikation der EZB klarer, direkter und moderner sein.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Kommunikation der EZB mit der breiten Öffentlichkeit analysiert. Dabei wird von der grundlegenden Annahme

ausgegangen, dass Kommunikation ein Prozess ist, an dem ein Sender (in diesem Fall die Zentralbank) und ein Empfänger (in diesem Fall ein vielschichtiges Publikum von Fachleuten bis hin zur Allgemeinbevölkerung) beteiligt sind. Damit Kommunikation gelingen kann, muss ein genaues Verständnis beider Seiten sowie der Verbindungen zwischen ihnen vorhanden sein. Im Folgenden soll dieser Prozess näher beleuchtet werden. Als Ausgangspunkt dient dabei die Analyse, die im Rahmen der Strategieüberprüfung der EZB vom „Work stream on monetary policy communications“ durchgeführt wurde.³ Diese Analyse liefert zudem eine erste Einschätzung der Bemühungen zur Modernisierung der EZB-Kommunikation nach Abschluss der Strategieüberprüfung.

2 Die Empfängerseite der Zentralbankkommunikation

In ihrem Bemühen, die breite Öffentlichkeit zu erreichen, ist die EZB mit verschiedenen Herausforderungen konfrontiert. Erstens ist sie als

supranationale Institution in der schwierigen Lage, ein sehr gemischtes Publikum in 19 Ländern ansprechen zu müssen. Der Wissensstand im Hinblick auf finanzielle und wirtschaftliche Zusammenhänge (finanzielle und ökonomische Bildung), die Inflationserwartungen und das Vertrauen in die EZB sind in den Ländern des Euro-Währungsgebiets sehr unterschiedlich und variieren auch innerhalb der einzelnen Staaten. Diese Pluralität muss die EZB in ihrer Kommunikation berücksichtigen. Zweitens muss die EZB, ebenso wie andere Zentralbanken, das Problem bewältigen, dass ihren Botschaften zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt wird.⁴ Die Komplexität der Inhalte und eine geringe finanzielle und ökonomische Bildung machen es den Menschen neben anderen Faktoren zu schwer, der Kommunikation der Zentralbanken zu folgen.⁵ Eine weitere Herausforderung besteht darin, dass das Vertrauen in die EZB während der globalen Finanzkrise deutlich abgenommen hat und sich nur allmählich wieder dem zuvor verzeichneten Niveau annähert. Eine Untersuchung der Bestimmungsfaktoren des öffentlichen Vertrauens in die EZB kann dabei helfen, zu verstehen, ob und wie die EZB Vertrauen aufbauen kann.

³ Siehe K. Assenmacher, S. Holton, G. Glöckler, P. Trautmann, D. Ioannou, S. Mee et al., [Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy in a changing world](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 274, 2021.

⁴ Siehe O. Coibion, Y. Gorodnichenko, E. S. Knotek II und R. Schoenle, [Average Inflation Targeting and Household Expectations](#), Working Paper der Federal Reserve Bank of Cleveland, Nr. 20-26, 2020.

⁵ Siehe beispielsweise C. A. Sims, [Rational inattention and monetary economics](#), Handbook of monetary economics, 2010, S. 155-181; C. Binder, [Fed speak on main street: Central bank communication and household expectations](#), Journal of Macroeconomics, Bd. 52, 2017, S. 238-251.

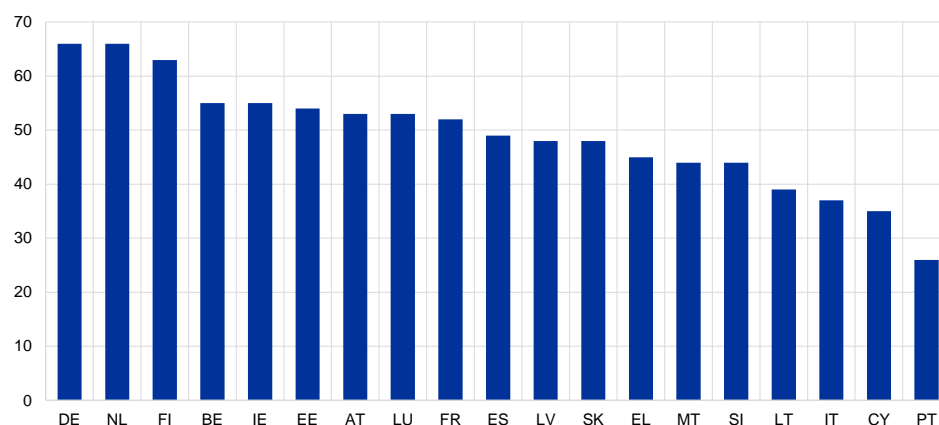
Das vielschichtige Publikum der Zentralbank

Wenn sich die EZB an die breite Öffentlichkeit wendet, muss sie berücksichtigen, dass ihr am anderen Ende ihres Kommunikationskanals viele verschiedene Empfänger gegenüberstehen. Aufgrund der sprachlichen Diversität ihres Zielpublikums nimmt die EZB gegenüber anderen großen Zentralbanken eine Sonderstellung ein. Sie kommuniziert in 24 Sprachen mit 340 Millionen Menschen in 19 Ländern. Neben der Sprachenvielfalt muss die EZB auch den unterschiedlichen Grad der finanziellen und ökonomischen Bildung in den einzelnen Ländern⁶ sowie die Heterogenität der Inflationserwartungen in der breiten Öffentlichkeit berücksichtigen (siehe Abbildung 1 und 2). Ergebnisse aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) zeigen, dass die Inflationserwartungen bei Frauen höher sind als bei Männern und dass sie zudem mit dem Alter steigen und mit zunehmendem Finanzwissen und Einkommen sinken.⁷

Abbildung 1

Finanzielle und ökonomische Bildung der breiten Öffentlichkeit in den Ländern des Euroraums

(in % der Befragten)



Quelle: Klapper und Lusardi (2020).

Anmerkung: Anteil der Befragten, die im Rahmen des S&P Global Financial Literacy Survey mindestens drei von fünf Fragen zur finanziellen und ökonomischen Bildung richtig beantwortet haben. Die Fragen bezogen sich auf die Bereiche Risikodiversifizierung, Inflation, Zinsrechnung und Zinseszins. Die Autorinnen haben die Daten aus einem Satz von fünf Fragen aus dem Gallup World Poll Survey abgeleitet. Befragt wurden mehr als 150 000 für die einzelnen Länder repräsentative und zufällig ausgewählte Erwachsene (15 Jahre und älter) in mehr als 140 Ländern. Die Befragung fand im Jahr 2014 statt. In den meisten Schwellenländern wurde die Umfrage in Präsenz durchgeführt, in einkommensstarken Ländern hingegen per Telefon.

⁶ Siehe L. Klapper und A. Lusardi, Financial literacy and financial resilience: Evidence from around the world, *Financial Management*, Bd. 49, Nr. 3, 2020, S. 589-614.

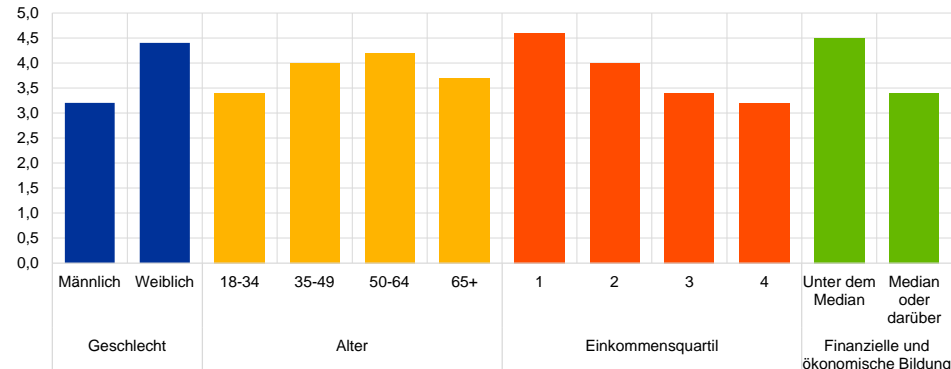
⁷ Siehe U. Baumann, M. Darracq Paries, T. Westermann, M. Riggi et al., [Inflation expectations and their role in forecasting](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 264, 2021.

Abbildung 2

Inflationserwartungen der Verbraucher nach demografischen Gruppen

Für die nächsten zwölf Monate erwartete Inflationsrate in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in %)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Durchschnittswerte auf Basis gewichteter Daten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2020. Die Daten wurden über die einzelnen Befragungswellen hinweg zusammengefasst. In der Umfrage werden Informationen zu den Einschätzungen und Erwartungen der privaten Haushalte im Euroraum sowie zu ihrem wirtschaftlichen und finanziellen Verhalten eingeholt. Die Umfrage wird jeden Monat online durchgeführt. Die Teilnehmerinnen und Teilnehmer kamen aus sechs Ländern: Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, den Niederlanden und Belgien. Die Stichprobe umfasste (während der Pilotphase) 10 000 Befragte.

Das öffentliche Interesse an EZB-Themen variiert ebenfalls stark, wobei das Hauptinteresse auf der Geldpolitik liegt.

Unter Zugrundelegung der Medienberichterstattung als Näherungswert für die Präferenzen und Interessen der Öffentlichkeit⁸ sind in Abbildung 3 die Gemeinsamkeiten zwischen den Euro-Ländern, aber auch wichtige Unterschiede dargestellt.⁹ Die Medien berichten im Zusammenhang mit der EZB hauptsächlich über die Geldpolitik, je nach Thema gibt es hier aber ebenfalls erhebliche nationale Unterschiede. Beispielsweise ist das Interesse an bankenaufsichtlichen Themen in Italien und Spanien viel größer als etwa in Deutschland oder den Niederlanden. Dagegen wird in Deutschland und Frankreich häufiger als in anderen Ländern der Stichprobe über das Mandat und die Rechenschaftspflicht der EZB diskutiert (zusammengefasst unter der Kategorie „Governance“).

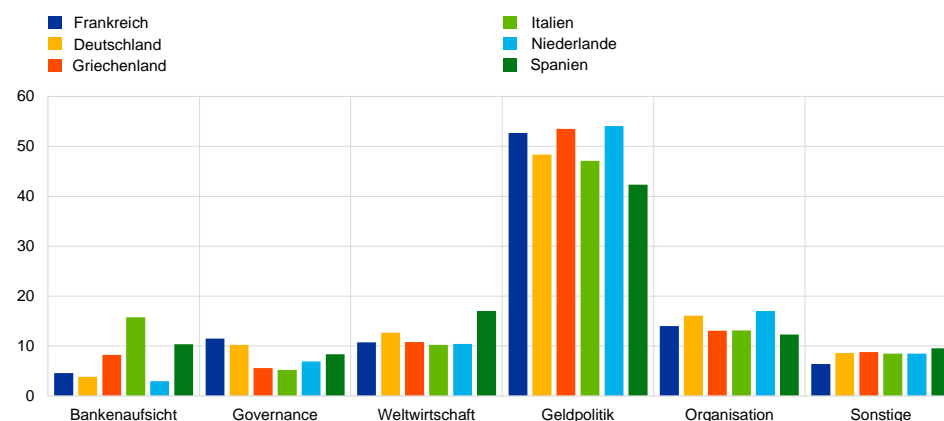
⁸ Siehe S. N. Soroka, D. Stecula und C. Wlezien, *It's (Change in) the (Future) Economy, Stupid: Economic Indicators, the Media and Public Opinion*, American Journal of Political Science, Bd. 59, Nr. 2, 2015, S. 457-474.

⁹ In Abbildung 3 werden nur ausgewählte Länder des Euroraums betrachtet, die zugrunde liegende Analyse umfasst jedoch alle 19 Euro-Länder.

Abbildung 3

Medienberichterstattung über EZB-Themen in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Anteil der EZB-bezogenen Berichterstattung im jeweiligen Land in %)



Quelle: Daten der EZB.

Anmerkung: Die Stichprobe enthält EZB-bezogene Artikel in den wichtigsten Medien der ausgewählten Länder im Zeitraum von Januar 2019 bis September 2021. Die Kategorisierung wurde manuell von einem externen Anbieter vorgenommen. Die Kategorie „Governance“ umfasst vor allem die Medienberichterstattung zum Mandat und zur Rechenschaftspflicht der EZB. Die Kategorie „Organisation“ umfasst die Medienberichterstattung über die Leitungsgremien der EZB und über Personalfragen.

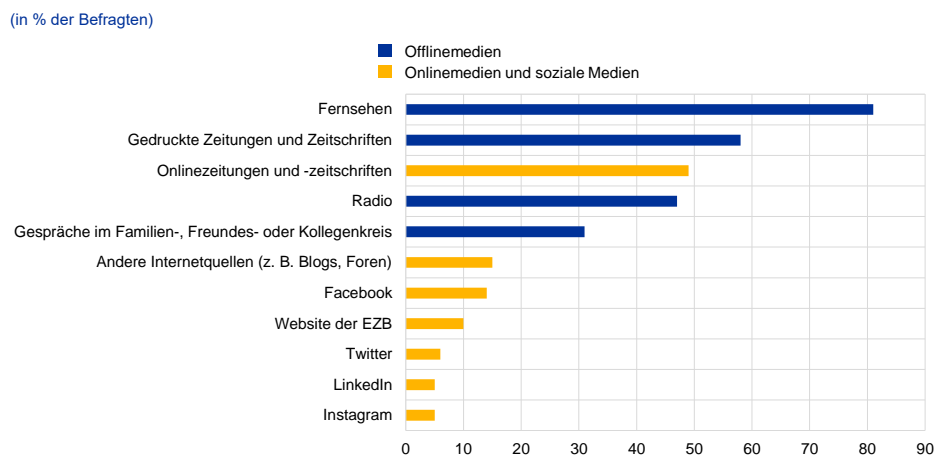
Auch die relative Bedeutung der Kanäle, die der Bevölkerung für Nachrichten über die EZB zur Verfügung stehen, ist sehr unterschiedlich.

Daten aus der „Knowledge & Attitudes (K&A)“-Umfrage¹⁰ vom Mai 2021 zeigen, dass das Fernsehen mit 81 % die Hauptquelle für Informationen über die EZB ist (siehe Abbildung 4).¹¹ Gedruckte Zeitungen und Zeitschriften sind die am zweithäufigsten genutzte Quelle, gefolgt von Onlinezeitungen und -zeitschriften, Radio und dem sozialen Umfeld der Menschen. Nur relativ wenige Menschen informieren sich in den sozialen Medien über die EZB. Die beliebtesten Social-Media-Kanäle sind Facebook (14 %), danach folgen Twitter und LinkedIn. Dahinter verbergen sich allerdings nationale Unterschiede, wie aus Abbildung 5 ersichtlich wird.

¹⁰ Bei der „Knowledge & Attitudes (K&A)“-Umfrage der EZB handelt es sich um eine jährlich in allen 19 Ländern des Euro-Währungsgebiets durchgeführte Querschnittsbefragung der Allgemeinbevölkerung. Die Umfrage vom Mai 2021 fand vom 5. bis zum 19. Mai 2021 statt und umfasste insgesamt 15 500 Personen (ca. 1 000 aus jedem Land; nur in Estland, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Slowenien und Zypern umfasste die Stichprobe lediglich rund 500 Befragte). Anders als in der Eurobarometer-Umfrage der Europäischen Kommission, bei der Meinungen über ein breites Spektrum an Themen eingeholt werden, werden in der K&A-Umfrage ausschließlich Fragen zum Wissen über die EZB und zur Wahrnehmung der Zentralbank gestellt.

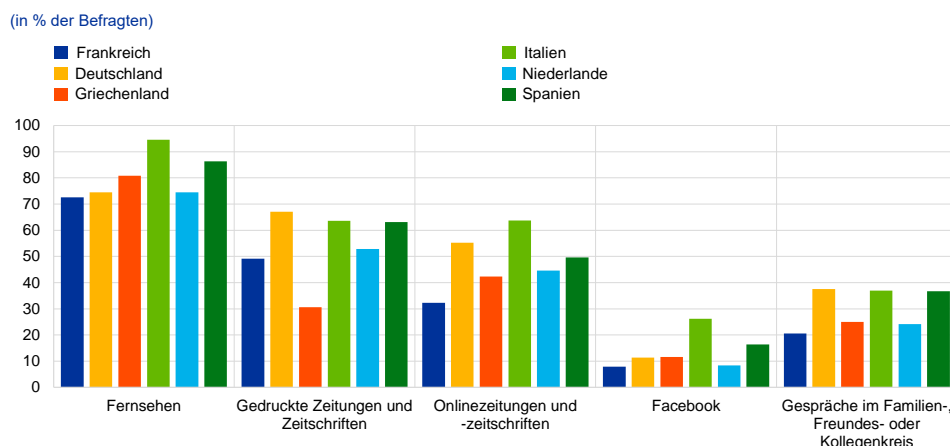
¹¹ Das Fernsehen ist in allen untersuchten Euro-Ländern die Hauptinformationsquelle. Die einzige Ausnahme bildet Luxemburg; dort wurden die Printmedien am häufigsten genannt.

Abbildung 4
Informationsquellen für EZB-Themen im Euroraum



Quelle: K&A-Umfrage der EZB vom Mai 2021.
 Anmerkung: Es wurde die Frage gestellt: „Woher kennen Sie die EZB?“ Mehrfachnennungen waren möglich.

Abbildung 5
Informationsquellen für EZB-Themen in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quelle: K&A-Umfrage der EZB vom Mai 2021.
 Anmerkung: Es wurde die Frage gestellt: „Woher kennen Sie die EZB?“ Abgebildet ist der Anteil der Befragten in den jeweiligen Ländern, die eine der möglichen nationalen Quellen auswählten. Mehrfachnennungen waren möglich.

In Anbetracht dieser Erkenntnisse kann eine auf spezifische Bedürfnisse, Interessen, lokale Debatten und Medienkonsumgewohnheiten zugeschnittene Kommunikation dazu beitragen, dass die Botschaften der EZB besser bei den verschiedenen Zielgruppen ankommen. Die Ergebnisse der Analysen zeigen beispielsweise, dass die EZB die unterschiedlichen Inflationserwartungen und den unterschiedlichen Grad der finanziellen und ökonomischen Bildung in ihrer Kommunikationsstrategie berücksichtigen muss. Gleichzeitig muss die Kommunikation der Zentralbank in sich konsistent sein.¹²

¹² Siehe auch O. Coibion, Y. Gorodnichenko, S. Kumar und M. Pedemonte, [Inflation expectations as a policy tool?](#), Journal of International Economics, Bd. 124, 2020.

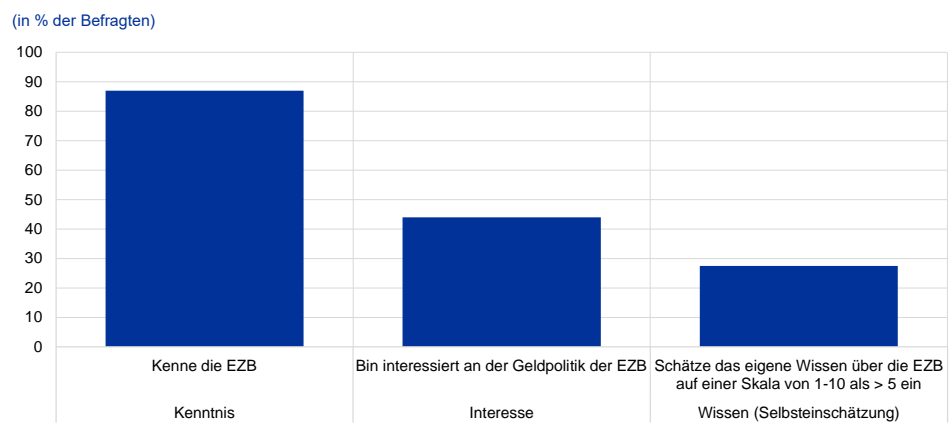
Achtung Wissenslücke: Kenntnis, Interesse und Wissen

Die Kommunikation sollte auf soliden Erkenntnissen darüber aufbauen, wie die Menschen die EZB wahrnehmen. Wissen sie, dass es die EZB gibt? Kennen die Menschen die Aufgaben und Ziele der EZB? Interessieren sie sich dafür? Möchten sie mehr über die EZB erfahren?

Die Daten zeigen, dass zwischen dem Bekanntheitsgrad der EZB unter den Bürgerinnen und Bürgern im Euroraum und ihrem Interesse an der bzw. ihrem Wissen über die Notenbank eine Lücke besteht. Zwar ist die EZB vielen Menschen bekannt, das Interesse und das Wissen sind aber vergleichsweise gering, wie aus Abbildung 6 hervorgeht. Der K&A-Umfrage vom Mai 2021 zufolge kennen 87 % der Befragten die EZB. Allerdings ist die Mehrheit der Bevölkerung (55 %) nicht an der EZB und ihrer Geldpolitik interessiert, 27 % sogar überhaupt nicht. Lediglich 11 % gaben an, dass sie die EZB sehr interessiert. Gemäß der Selbsteinschätzung der Befragten ist das Wissen über die Aufgaben und Ziele der EZB ebenfalls gering: Auf einer Skala von 1 bis 10 lag der Durchschnittswert bei 4,1. Nur 3 % der Befragten schätzten ihr Wissen als sehr gut ein (9 bis 10 auf der Skala), während 31 % angaben, um ihr Wissen sei es sehr schlecht bestellt (1 bis 2).

Abbildung 6

Kenntnis, Interesse und Wissen in Bezug auf die EZB



Quelle: K&A-Umfrage der EZB vom Mai 2021.

Anmerkung: Es wurden die folgenden Fragen gestellt: „Kennen Sie die Europäische Zentralbank?“ (Mögliche Antworten: Ja/Nein/Weiß nicht), „Wie interessiert sind Sie an Informationen über die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik?“ (Mögliche Antworten: Sehr interessiert/Recht interessiert/Nicht sehr interessiert/Überhaupt nicht interessiert/Weiß nicht) und „Auf einer Skala von 1 bis 10: Wie schätzen Sie Ihr Wissen über die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ein? Dabei bedeutet 1, dass Sie überhaupt nichts darüber wissen, und 10, dass Sie sehr viel darüber wissen.“ (Auch die Antwort „Weiß nicht“ war möglich.) Bei der Frage nach der Kenntnis der EZB zeigt die Abbildung den Anteil der Befragten, die mit „Ja“ antworteten. Bei der Frage nach dem Interesse zeigt die Abbildung den Anteil der Befragten, die mit „Sehr interessiert“ und „Recht interessiert“ antworteten. Bei der Frage nach der Selbsteinschätzung des Wissensstands zeigt die Abbildung den Anteil der Befragten, die einen Wert von 6 bis 10 angaben.

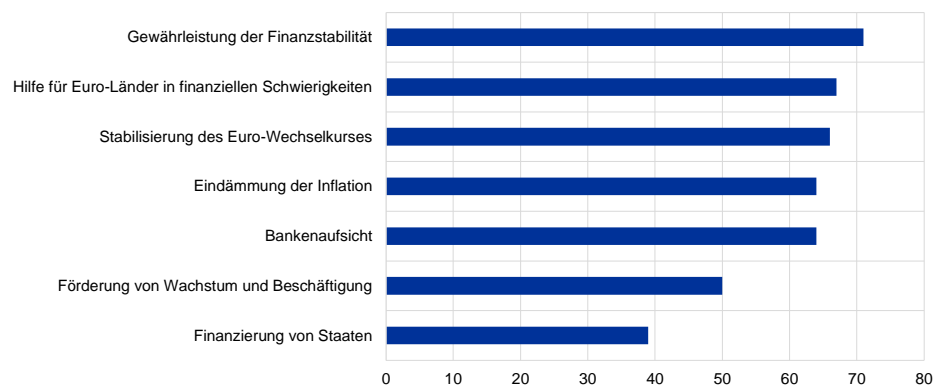
Vielen Menschen scheint nicht klar zu sein, was die Aufgaben der EZB sind.

Den Ergebnissen der K&A-Umfrage zufolge entscheiden sich die Befragten, wenn sie aus einer Liste von Antwortmöglichkeiten die Aufgaben und Ziele der EZB auswählen sollen, häufig für Themen, die nicht zum Mandat der Zentralbank gehören (siehe Abbildung 7). Zwar wissen 64 %, dass die EZB die „Inflation eindämmen“ soll, doch glauben 66 % bzw. 39 % der Befragten auch, dass die „Stabilisierung des Wechselkurses“ und die „Finanzierung von Staaten“ zu den Aufgaben der EZB zählen.

Abbildung 7

Aufgaben und Ziele der EZB in der Wahrnehmung der Bevölkerung

(in % der Befragten)



Quelle: K&A-Umfrage der EZB vom Mai 2021.

Anmerkung: Es wurde die Frage gestellt: „Was zählt Ihres Wissens nach zu den Aufgaben und Zielen der EZB?“

Diese Daten bestätigen, dass die EZB die Lücke zwischen der grundsätzlich vorhandenen Kenntnis und dem weniger ausgeprägten Interesse und Wissen bezüglich der Institution schließen muss. Forschungsarbeiten haben ergeben, dass die Kommunikation der EZB nicht nur einfacher, sondern auch ansprechender gestaltet werden sollte, um die gewünschte Aufmerksamkeit zu erlangen.¹³ Eine Zentralbankkommunikation, die in der breiten Öffentlichkeit sowohl verstanden wird als auch wirksam Interesse hervorruft und Wissen vermittelt, ist wichtig für die Rechenschaftspflicht und das Vertrauen.¹⁴

Die Nähe zu den verschiedenen Zielgruppen im Eurogebiet ist entscheidend, wenn es darum geht, die Kommunikation an die lokalen Adressaten anzupassen und effektiver zu gestalten. Die nationalen Zentralbanken spielen dabei eine Schlüsselrolle. Sie können mit den verschiedenen nationalen Zielgruppen im Euroraum in Kontakt und in Dialog treten und dabei behilflich sein, die Beschlüsse der EZB und deren Hintergründe zu erläutern. Sie können die Menschen in ihrer Landessprache ansprechen und haben möglicherweise einen Informationsvorsprung bei den Themen, die die Bürgerinnen und Bürger in den verschiedenen Ländern beschäftigen, sowie bei den Kanälen, die sich am besten zur Information der Bevölkerung eignen. Eine effektive und erfolgreiche Kommunikation mit der breiten Öffentlichkeit kann daher nur durch Zusammenarbeit innerhalb des gesamten Eurosystems erreicht werden.

¹³ Siehe N. Brouwer und J. de Haan, [Central bank communication with the general public: effective or not?](#), SUERF Policy Brief, März 2021.

¹⁴ Siehe A. Haldane, A. Macaulay und M. McMahon, [The 3 E's of central bank communication with the public](#), Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 847, 2020.

Das Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB

Das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Europäische Zentralbank ist eine grundlegende Voraussetzung dafür, dass diese ihr Mandat – die Gewährleistung von Preisstabilität – erfüllen kann. In verschiedenen Studien wurde untersucht, wie das Vertrauen in eine Zentralbank die Inflationserwartungen in der Bevölkerung beeinflussen kann.¹⁵ Ein größeres Vertrauen in die EZB kann die Inflationserwartungen der Öffentlichkeit besser in der Nähe des Zentralbankziels verankern.¹⁶ Dagegen könnte ein geringes Vertrauen teilweise dafür verantwortlich sein, dass sich die Inflationserwartungen vom Preisstabilitätsziel der Zentralbank entfernen. Dies wiederum könnte die Fähigkeit der EZB, ihr Mandat zu erfüllen, beeinträchtigen.¹⁷ Das Vertrauen in eine Institution wie die EZB wird von vielen Aspekten und Faktoren bestimmt, und der Vertrauensbildungsprozess ist multidimensional. Einige dieser Aspekte kann die EZB dabei selbst beeinflussen, andere liegen hingegen außerhalb ihres Einflussbereiches.

Die Bestimmungsfaktoren des Vertrauens

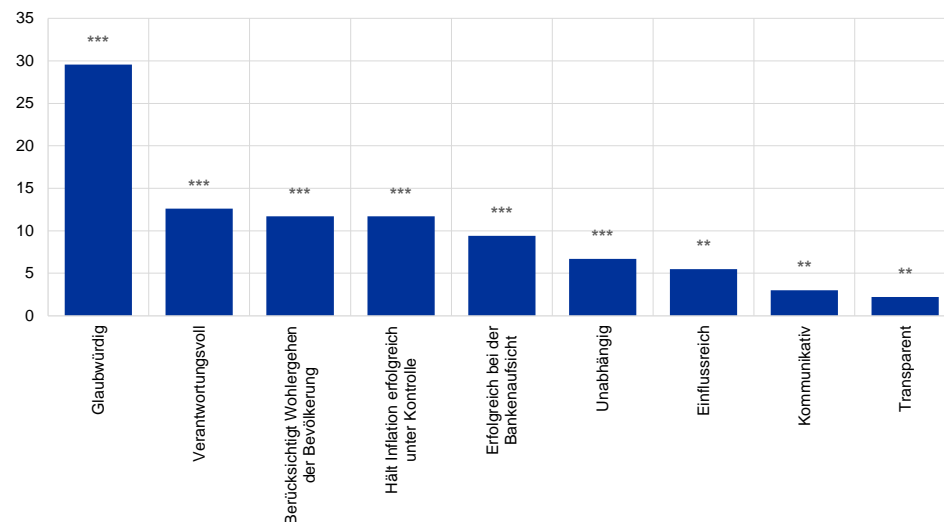
Einer der ersten und entscheidenden Faktoren für das Vertrauen in die EZB hängt damit zusammen, wie die Bevölkerung die Arbeit der EZB und ihres Führungspersonals wahrnimmt. Auf diesen Faktor kann die Zentralbank zumindest teilweise Einfluss nehmen. Aktuelle K&A-Daten zeigen, dass eine enge Verbindung zwischen bestimmten Vorstellungen von der EZB und dem in sie gesetzten Vertrauen besteht (siehe Abbildung 8). Dabei sind zwei Dimensionen für das Vertrauen in die Europäische Zentralbank von besonderer Relevanz.¹⁸ Die erste bezieht sich auf die Kompetenz der EZB: Kann sie ihr Mandat erfolgreich erfüllen und ist sie glaubwürdig? Hierbei ist der Zusammenhang mit dem Vertrauen besonders eng.¹⁹ Es gibt aber auch noch eine ethische Dimension: Interessiert sich die EZB für die Belange der Bürgerinnen und Bürger im Euroraum und handelt sie verantwortungsvoll?

-
- ¹⁵ Siehe unter anderem J. Easaw, R. Golinelli und M. Malgarini, [What determines households inflation expectations? Theory and evidence from a household survey](#), *European Economic Review*, Bd. 61, 2013, S. 1-13; S. Mellina und T. Schmidt, [The role of central bank knowledge and trust for the public's inflation expectations](#), Discussion Paper der Deutschen Bundesbank, 2018.
- ¹⁶ Siehe D. Christelis, D. Georgarakos, T. Jappelli und M. Van Rijk, [Trust in the Central Bank and Inflation Expectations](#), *International Journal of Central Banking*, Bd. 16, Nr. 6, 2020.
- ¹⁷ Siehe M. Ehrmann, M. Soudan und L. Stracca, [Explaining European Union citizens' trust in the European Central Bank in normal and crisis times](#), *The Scandinavian Journal of Economics*, Bd. 115, Nr. 3, 2013, S. 781-807.
- ¹⁸ Siehe F. Murtin et al., [Trust and its determinants: Evidence from the Trustlab experiment](#), Statistics Working Paper der OECD, 2018.
- ¹⁹ Siehe S. Angino und S. Secola, [Pillars of Trust: What determines trust in the ECB?](#), Mimeo, 2019.

Abbildung 8

Stärke des Zusammenhangs zwischen dem Vertrauen in die EZB und deren Wahrnehmung

(standardisierte Beta-Koeffizienten)



Quelle: Angino und Secola (2019).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Wahrnehmungsvariablen, die am stärksten mit dem Vertrauen in die EZB zusammenhängen. Es handelt sich um eine Kleinst-Quadrate-Schätzung, die individuelle Merkmale wie soziodemografische Aspekte, faktisches Wissen und Selbsteinschätzungen zum eigenen Wissensstand über die EZB sowie länderspezifische fixe Effekte und zeitfixe Effekte berücksichtigt. Es wurden K&A-Daten der EZB verwendet. Bei den Wahrnehmungsvariablen handelt es sich um binäre Variablen, die aus zwei verschiedenen Fragen abgeleitet wurden: „Bitte geben Sie zu jeder der folgenden Aussagen an, ob sie sehr gut, recht gut, eher schlecht oder ganz schlecht zu der Vorstellung passen, die Sie von der EZB haben“ und „Bitte geben Sie zu den folgenden Aussagen an, ob Sie diesen voll und ganz zustimmen, eher zustimmen, eher nicht zustimmen oder gar nicht zustimmen“. Mit *** bzw. ** markierte geschätzte Effekte sind bei einem Niveau von 0,01 % bzw. 1 % statistisch signifikant. Es wurden robuste Standardfehler (über Länder geclustert) verwendet.

Um das Vertrauen zu stärken, muss die EZB ihre Geldpolitik nicht nur erfolgreich umsetzen, sondern auch zeigen, wie ihre Maßnahmen letzten Endes der Bevölkerung Europas zugutekommen.

Die erfolgreiche Gewährleistung von Preisstabilität ist ein wesentlicher Faktor, um Vertrauen in der Öffentlichkeit zu schaffen. Konzentriert sich die EZB in ihrer Kommunikation jedoch hauptsächlich auf die Durchführung ihrer Geldpolitik, lässt sie unter Umständen wichtige Aspekte außer Acht, die die Wahrnehmung ihrer Politik durch die Bevölkerung betreffen. Diesen zusätzlichen Aspekten kann die EZB dadurch Rechnung tragen, dass sie gezielt erläutert, wie eine verantwortungsvolle Zentralbankpolitik das Wohlergehen der Menschen konkret beeinflusst – oder anders gesagt, welchen positiven Beitrag eine verantwortungsvolle Zentralbankpolitik zum Leben jeder und jedes Einzelnen leistet. Dadurch kann das Vertrauen gestärkt werden.

Möglicherweise noch maßgeblicher wird das Vertrauen in die EZB durch eine Vielzahl ökonomischer und nicht ökonomischer Faktoren bestimmt.

Verschiedene Studien sehen einen Zusammenhang zwischen dem Vertrauen in öffentliche Institutionen und der Wirtschaftslage. In Bezug auf die EZB zeigt die Forschung, dass die Öffentlichkeit die Notenbank häufig für gesamtwirtschaftliche Bedingungen – etwa die Arbeitslosigkeit, wirtschaftliche Stagnation oder das Krisenmanagement durch die EU-Organen – verantwortlich macht.²⁰ Das Vertrauen in die EZB hängt aber nicht nur von der persönlichen Einschätzung der Wirtschaftslage, sondern auch von der Zufriedenheit der Bevölkerung mit der Arbeit der EU insgesamt ab. Hierbei gibt es ebenfalls nationale Unterschiede.²¹ Diese Faktoren stehen allenfalls indirekt mit der EZB selbst und ihrer Leistung in Verbindung oder sind sogar gänzlich exogener Natur.

Es gibt Belege dafür, dass bei den nicht ökonomischen Bestimmungsfaktoren des Vertrauens auch kulturelle und soziologische Aspekte eine Rolle spielen.

Abbildung 9 veranschaulicht den Zusammenhang zwischen regionalen kulturellen Merkmalen im Euroraum (gemessen am sozialen Vertrauen, also ganz allgemein dem „Vertrauen in andere Menschen“²²) und dem Vertrauen in die EZB. Personen, die in Regionen leben, in denen das soziale Vertrauen geringer ist, zeigen systematisch auch ein geringeres Vertrauen in die EZB. Die zugrunde liegende Analyse stützt hierbei eine kausale Deutung.²³ Freilich handelt es sich bei diesen kulturellen und soziologischen Faktoren um Komponenten, die sich nur langsam verändern. Zudem sind die Möglichkeiten der EZB, diese zu beeinflussen, begrenzt.²⁴

²⁰ Siehe F. Roth und L. Jonung, [Public support for the euro and trust in the ECB. The Economics of Monetary Unions: Past Experiences and the Eurozone](#), VoxEU, Dezember 2019.

²¹ Siehe S. Bergbauer, N. Hernborg, J. F. Jamet und E. Persson, [The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?](#), Journal of European Public Policy, Bd. 27, Nr. 8, Januar 2020, S. 1178-1194. Die Studie untersucht, wie Umfrageteilnehmerinnen und -teilnehmer die Arbeit der EU beurteilen. Grundlage ist die Einschätzung der Befragten, ob die Entwicklung „in der EU in die richtige Richtung läuft“, und deren Bewertung des Krisenmanagements in der EU.

²² Folgende Frage aus dem European Social Survey (ESS) wurde dabei zugrunde gelegt: „Ganz allgemein gesprochen: Glauben Sie, dass man den meisten Menschen vertrauen kann, oder dass man im Umgang mit anderen Menschen nicht vorsichtig genug sein kann?“ Die Befragten konnten darauf anhand einer Skala von 0 bis 10 antworten. Siehe auch Pew Research Center, [Americans and Social Trust: Who, Where and Why](#), Bericht vom 22. Februar 2017.

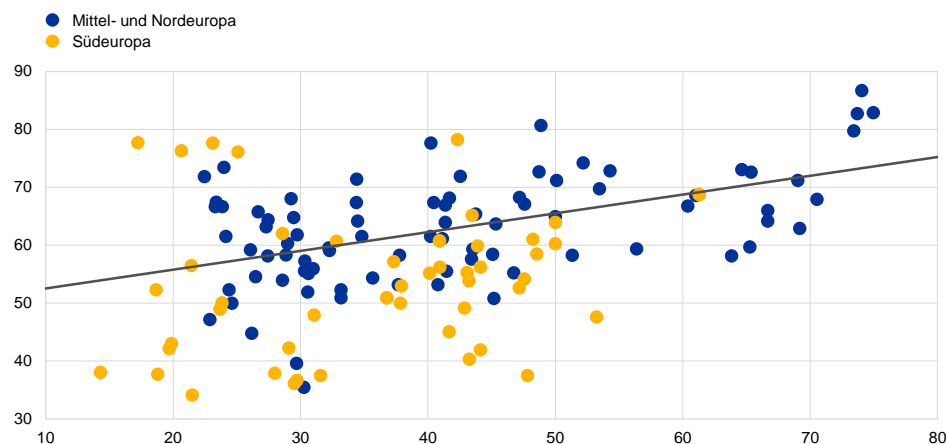
²³ Siehe S. Angino, F. Ferrara und S. Secola, [The cultural origins of institutional trust: the case of the ECB](#), European Union Politics, 2021.

²⁴ Gleiches gilt für soziodemografische Faktoren wie Geschlecht, Alter und Bildungsniveau. Siehe S. Bergbauer, N. Hernborg, J.-F. Jamet, E. Persson und H. Schölermann, [Die Einstellung der Bürgerinnen und Bürger gegenüber der EZB, dem Euro und der Wirtschafts- und Währungsunion](#), Wirtschaftsbericht 4/2020, EZB, Juni 2020.

Abbildung 9

Verhältnis zwischen Vertrauen in die EZB und sozialem Vertrauen

(x-Achse: regionaler Anteil der Befragten, die angaben, dass sie anderen Menschen grundsätzlich vertrauten; y-Achse: regionaler Anteil der Befragten, die angaben, dass sie der EZB vertrauten)



Quelle: Angino et al. (2021).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Anteil der Teilnehmenden am European Social Survey (ESS), die angaben, dass man den meisten Menschen vertrauen könne, und den Anteil der Teilnehmenden an der K&A-Umfrage, die angaben, dass sie der EZB vertrauten. Zur Messung des sozialen Vertrauens werden Daten aus dem ESS von 2002 bis 2016 herangezogen. Zur Messung des Vertrauens in die EZB werden Daten aus der K&A-Umfrage verwendet, die 2016, 2017 und 2018 in den 19 Euro-Ländern erhoben wurden.

Wie entsteht Vertrauen?

Das Vertrauen der Bevölkerung in die Notenbank ist von zentraler Bedeutung. Daher ist es unerlässlich, ein tiefgreifendes Verständnis davon zu erlangen, wie öffentliches Vertrauen geschaffen und aufrechterhalten werden kann.

Wesentliche gesellschaftliche Veränderungen in Bezug darauf, wie Vertrauen entsteht oder verloren geht, sind für die EZB somit von großer Relevanz.²⁵

Allerdings liefert die Fachliteratur zahlreiche Belege dafür, dass Zentralbanken durch eine verständliche²⁶ Kommunikation und den Austausch mit den Bürgerinnen und Bürgern²⁷ zum Wissensaufbau beitragen, das Verständnis vergrößern und letztlich auch das Vertrauen der Bevölkerung in die Institution beeinflussen können. Dabei lassen sich zwei zentrale Mechanismen unterscheiden: „reflektiertes Vertrauen“ (überlegt abgewogenes Vertrauen), das auf einem besseren Verständnis als Voraussetzung für steigendes Vertrauen basiert, und „instinktives Vertrauen“ (spontan impulsives Vertrauen), das auf Emotionen und persönlichen Erfahrungen beruht, wodurch Vertrauen in eine Institution entsteht, selbst wenn deren Rolle oder Politik nicht klar ist.²⁸

²⁵ Siehe A. Haldane, [A Little More Conversation. A Little Less Action](#), Rede anlässlich der Macroeconomics and Monetary Policy Conference der Federal Reserve Bank of San Francisco, März 2017; R. Botsman, *Who can you trust? How Technology brought us together and why it could drive us apart*, Penguin, 2017.

²⁶ Siehe D. Bholat, N. Broughton, J. Ter Meer und E. Walczak, [Enhancing central bank communications using simple and relatable information](#), Journal of Monetary Economics, 2019, S. 1-15.

²⁷ Siehe A. Haldane, A. Macaulay und M. McMahon, [The 3 E's of central bank communication with the public](#), Staff Working Paper der Bank of England, 2020.

²⁸ Siehe S. Angino und S. Secola, *Instinctive trust versus reflective trust in the European Central Bank*, Mimeo, 2021.

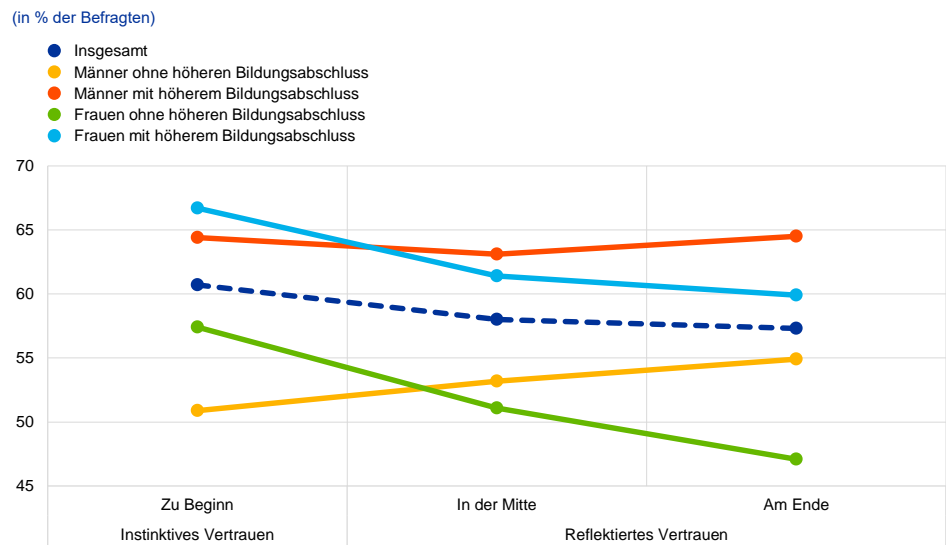
Ein Umfrageexperiment, das mithilfe der K&A-Umfragedaten durchgeführt wurde, zeigt die Unterschiede auf, die zwischen dem Niveau des reflektierten Vertrauens und dem Niveau des instinktiven Vertrauens in die EZB bestehen.

Bei dem Umfrageexperiment (siehe Abbildung 10) wurde den Teilnehmerinnen und Teilnehmern folgende Frage nach dem Zufallsprinzip zu Beginn, in der Mitte oder am Ende der Umfrage gestellt: „Haben Sie eher Vertrauen in die EZB oder haben Sie eher kein Vertrauen in die EZB?“ Durch die Zufälligkeit des Zeitpunkts konnte geprüft werden, ob eine tiefer gehende Beschäftigung mit der EZB – also die „Reflexion“ – zu mehr oder weniger Vertrauen führt als eine spontane Beurteilung, also der „Instinkt“.

Für die EZB ist es wichtig, sich nicht ausschließlich auf das instinktive Vertrauen zu stützen, sondern auch das reflektierte Vertrauen zu stärken. Das Umfrageexperiment zeigt, dass instinktives Vertrauen besonders in bestimmten soziodemografischen Gruppen fragil ist. Hatten die Befragten die Möglichkeit, über die EZB nachzudenken, sank bei einigen das Vertrauen. Hauptsächlich Frauen haben in diesem Fall tendenziell ein geringeres Vertrauen in die EZB, vor allem jene, die angeben, wenig über die Institution zu wissen. Diese Ergebnisse weisen darauf hin, dass die EZB versuchen sollte, das reflektierte Vertrauen zu steigern, damit das in sie gesetzte Vertrauen auch in Krisenzeiten auf einem konstanten Niveau bleibt. Um dies zu erreichen, könnte die EZB zum Beispiel faktisches Wissen vermitteln und die Selbsteinschätzungen der Bevölkerung hinsichtlich ihrer Kenntnisse der Aufgaben und Ziele der Zentralbank verbessern.

Abbildung 10

Entwicklung des Nettovertrauens in die EZB nach Geschlecht und Bildungsniveau



Quelle: Angino und Secola (2021).

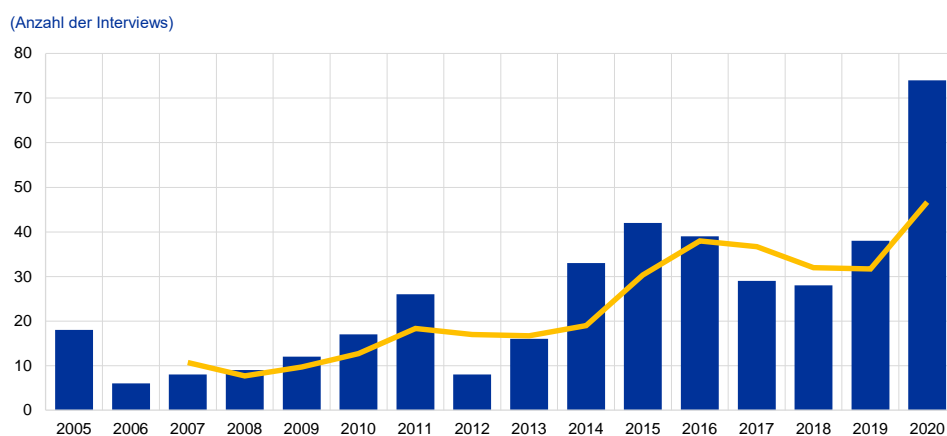
Anmerkung: Das Umfrageexperiment nutzt zwei aufeinanderfolgende K&A-Umfragewellen. Den Teilnehmenden wurde folgende Frage nach dem Zufallsprinzip zu Beginn, in der Mitte oder am Ende der Umfrage gestellt: „Haben Sie eher Vertrauen in die EZB oder haben Sie eher kein Vertrauen in die EZB?“ Das Nettovertrauen wird berechnet, indem der Anteil der Teilnehmenden, die mit „eher Vertrauen“ geantwortet haben, durch die Summe der Teilnehmenden, die mit „eher Vertrauen“ und „eher kein Vertrauen“ geantwortet haben, geteilt wird (d. h., die Antwort „Weiß nicht“ bleibt unberücksichtigt). Das Vertrauensniveau zu Beginn des Fragebogens wird als „instinktives Vertrauen“ bezeichnet, das Vertrauensniveau in der Mitte oder am Ende des Fragebogens als „reflektiertes Vertrauen“.

3 Die Senderseite der Zentralbankkommunikation

Entwicklung der EZB-Kommunikation

Für Notenbanken sind Pressekonferenzen, Reden und Interviews bewährte Kommunikationsmittel, um mit der Fachwelt sowie mit interessierten und sehr gebildeten Bevölkerungskreisen in Kontakt zu treten. Da die Kommunikation für die Notenbankpolitik und deren Wirksamkeit immer mehr an Bedeutung gewinnt, wird auf diese Instrumente mittlerweile deutlich stärker zurückgegriffen. Abbildung 11 zeigt beispielsweise, wie die Zahl der Interviews mit Direktoriumsmitgliedern der EZB im Laufe der Zeit gestiegen ist. Diese Zunahme spiegelt hauptsächlich das Bemühen der Zentralbank wider, die in Krisenzeiten zunehmend komplexe Geldpolitik zu erläutern und damit die Unsicherheit zu verringern. In der Pandemie stellten Interviews in Finanz- ebenso wie in Publikumsmedien eine geeignete Möglichkeit dar, um die Botschaften der EZB publik zu machen.

Abbildung 11
Interviewmenge im Zeitverlauf



Quelle: Website der EZB.

Anmerkung: Es handelt sich um die Anzahl der Interviews von Direktoriumsmitgliedern der EZB, die auf der Website der EZB veröffentlicht wurden. Der gleitende Dreijahresdurchschnitt überlagert die Ursprungsgrafik. Auf der EZB-Website werden keine Interviews aus der Zeit vor 2005 veröffentlicht.

Quantität allein ist jedoch keine Garantie für eine stärkere Berichterstattung in den Medien und demzufolge für eine größere Chance, die breite Öffentlichkeit zu erreichen. Um ihrer Stimme in den traditionellen und sozialen Medien mehr Gewicht zu verleihen, muss sich die EZB darauf konzentrieren, einfachere Botschaften zu vermitteln.²⁹ Eine verstärkte Kommunikation vor allem in Krisenzeiten ist zwar wichtig, um die Rechenschaftspflicht und Legitimität der Zentralbank sicherzustellen, damit die EZB aber einen großen Adressatenkreis erreicht, zählen klare Botschaften. Aus Abbildung 12 geht hervor, dass eine klare Kommunikation in EZB-Reden ein wesentlicher und robuster Prädiktor für das

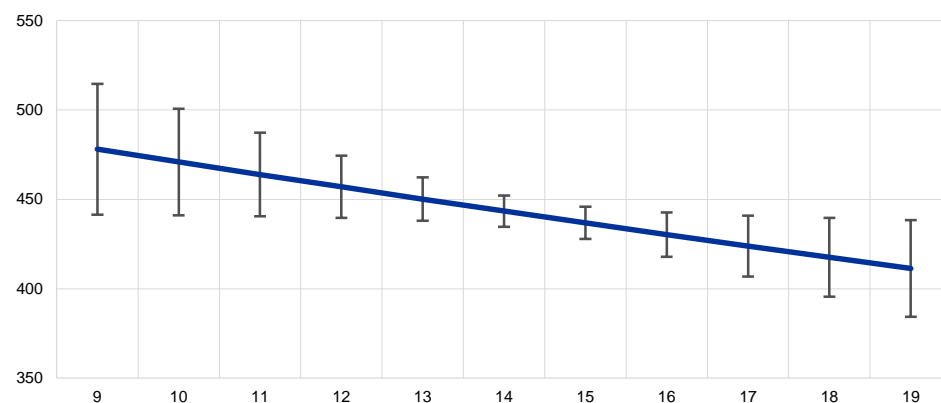
²⁹ Hier ist zu berücksichtigen, dass sich Online- und Offlinemedien nicht gegenseitig ausschließen. Ein Bericht über die EZB im Fernsehen oder in gedruckten Medien kann etwa zu Debatten in den sozialen Netzwerken führen.

Medieninteresse ist. Dies gilt auch für die EZB-Kommunikation über Twitter und in Pressekonferenzen.³⁰

Abbildung 12

Klarheit von EZB-Reden und Berichterstattung in den Medien

(x-Achse: Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex von EZB-Reden; y-Achse: Anzahl von Artikeln mit EZB-Bezug am Veröffentlichungstag der Rede und am Folgetag)



Quelle: Ferrara und Angino (2021).

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von 1999 bis 2019. Die Klarheit der Kommunikation (x-Achse) wird gemessen anhand des Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex, der angibt, wie viele Jahre formaler Bildung erforderlich sind, um den Text auf Basis der Länge der darin enthaltenen Sätze und Wörter zu verstehen. Die Berichterstattung in den Medien (y-Achse) bemisst sich an der Anzahl der Artikel über die EZB im digitalen Archiv von Dow Jones Factiva. Die Vorhersagen basieren auf einer Regression, die u. a. Folgendes berücksichtigt: die Themenschwerpunkte der Rede, ob der/die EZB-Präsident/-in spricht, ob der/die Vortragende dem Direktorium oder dem Aufsichtsgremium des SSM angehört, sowie zeitfixe Effekte.

Während sich die Lesbarkeit von EZB-Reden im Laufe der Zeit verbessert hat, ist es nach wie vor schwierig, Botschaften in einer einfachen, aber nicht simplifizierenden Sprache zu vermitteln. Dies gilt vor allem in Krisenzeiten.

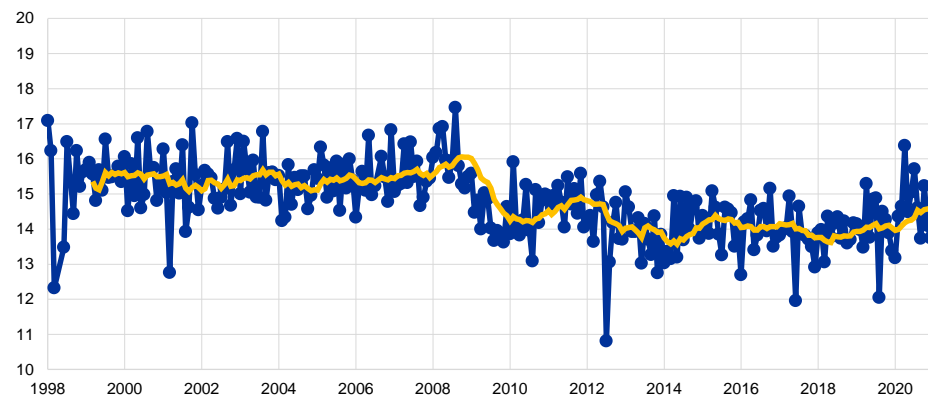
Abbildung 13 zeigt, dass sich die Lesbarkeit von EZB-Reden seit Einführung des Euro – und insbesondere nach der globalen Finanzkrise – generell verbessert hat. Zugleich haben die Pandemie und die politischen Reaktionen darauf dazu geführt, dass die Maßnahmenpakete differenzierter und komplizierter wurden. Das zeigt sich auch an der Komplexität der Reden, wie an dem leichten Anstieg des Lesbarkeitsindex während des Jahres 2020 abzulesen ist. Die künftige Herausforderung besteht darin, dass die Komplexität in der EZB-Kommunikation wie vor der Pandemie wieder tendenziell zurückgeht.

³⁰ Siehe F. Ferrara und S. Angino, [Does Clarity Make Central Banks More Engaging? Lessons from ECB Communications](#), European Journal of Political Economy, 2021.

Abbildung 13

Lesbarkeit von EZB-Reden im Zeitverlauf

Monatlicher Durchschnitt des Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex von Juni 1998 bis Dezember 2020



Quellen: EZB-Daten und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Komplexität der Sprache wird gemessen anhand des Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex, der angibt, wie viele Jahre formaler Bildung erforderlich sind, um den Text auf Basis der Länge der darin enthaltenen Sätze und Wörter zu verstehen. Der gleitende Zwölfmonatsdurchschnitt überlagert die Ursprungsgrafik.

Die EZB hat ihre Kommunikation an „neue“ Kommunikationsplattformen

und -technologien angepasst. Die Bevölkerung und vor allem jüngere Menschen konsumieren Nachrichten verstärkt über Onlineplattformen.³¹ Folglich hat die EZB ihre Aktivitäten auf die sozialen Medien ausgeweitet. Sie ist mittlerweile auf Twitter, LinkedIn, Instagram und YouTube aktiv und hat insgesamt mehr als eine Million Follower.³² Wenngleich sich diese Zahl angesichts der Größe der Zielgruppe der EZB noch bescheiden ausnimmt, haben sich die Social-Media-Kanäle bereits als wichtige Plattformen erwiesen, um ein breiteres Publikum zu erreichen (siehe hierzu auch Kasten 1).

Kasten 1

Die EZB als Thema in den sozialen Medien – eine Analyse des Datenverkehrs auf Twitter

Michael Ehrmann

Über die Geldpolitik der EZB wird in den sozialen Medien lebhaft diskutiert. Die EZB ist selbst auf verschiedenen Social-Media-Kanälen aktiv und postet dort Informationen. Beiträge in den sozialen Medien zum Thema EZB stammen jedoch aus vielen unterschiedlichen Quellen und sowohl von Fachleuten als auch von Laien. Eine Analyse des Datenaufkommens bei Twitter mit Kommentaren über die EZB und deren Geldpolitik kann Aufschluss darüber geben, wer zu diesen Diskussionen beiträgt und wie die Reaktionen auf die Kommunikation der EZB ausfallen. Im vorliegenden Kasten wird eine solche Analyse vorgestellt. Sie basiert auf einem Datensatz von Tweets über die EZB und den Twitter-Accounts, von denen sie abgesetzt wurden. Der Datensatz wird bei Ehrmann und Wabitsch (2021) untersucht und enthält auf Englisch und auf Deutsch verfasste Tweets.³³

³¹ Siehe N. Newman, R. Fletcher, A. Schulz, S. Andi und R. K. Nielsen, [Reuters Institute Digital News Report](#), 2020.

³² Diese Zahl bezieht sich nicht auf einzelne Follower auf den verschiedenen Social-Media-Plattformen. Vielmehr kann eine Person der EZB auf verschiedenen Social-Media-Kanälen folgen.

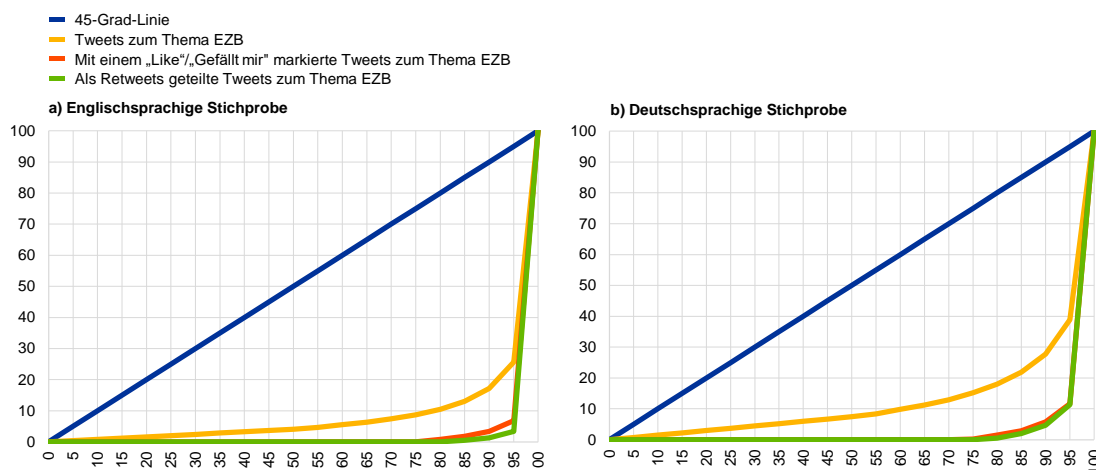
³³ Siehe M. Ehrmann und A. Wabitsch, [Central bank communication with non-experts: a road to nowhere?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2594, 2021.

Der Großteil der Beiträge, die sich auf die EZB beziehen, wird von nur wenigen Twitter-Accounts generiert, und die Anzahl der einflussreichsten meinungsbildenden Akteure ist noch kleiner. Dies wird aus Abbildung A ersichtlich. Die gelbe Linie zeigt, wie sich das Datenaufkommen bei Twitter zum Thema EZB über die verschiedenen Accounts hinweg verteilt. Aus der Abbildung, die eine sogenannte Lorenz-Kurve enthält, geht hervor, dass der Großteil des entsprechenden Twitter-Datenverkehrs von relativ wenigen Accounts stammt. So generieren beispielsweise 5 % der Accounts 74 % der auf Englisch und 61 % der auf Deutsch verfassten Twitter-Nachrichten. Es ist also keineswegs so, dass die jeweiligen Accounts gleichermaßen zum Datenaufkommen beitragen. Dieser hypothetische Fall ist durch die blaue Linie in der Abbildung dargestellt. Zudem sind 5 % der Twitter-Accounts für 93 % der mit einem „Like“ versehenen und 97 % der als Retweets geteilten englischsprachigen Tweets verantwortlich. Im deutschsprachigen Bereich entfallen auf die obersten 5 % der Twitter-Accounts 89 % der Tweets, die mit einem „Gefällt mir“ markiert oder als Retweets geteilt wurden.

Abbildung A

Verteilung der Tweets über die Twitter-Accounts

(x-Achse: kumulierter Anteil der Accounts; y-Achse: kumulierter Anteil der Tweets)



Quelle: Ehrmann und Wabitsch (2021).

Anmerkung: Abgebildet ist die Lorenz-Kurve des englisch- bzw. deutschsprachigen Twitter-Aufkommens zum Thema EZB. Die 45-Grad-Linie (blau) stellt einen hypothetischen Fall dar, bei dem alle Accounts gleichermaßen zum Datenverkehr auf Twitter beitragen. Die gelbe Linie zeigt die Verteilung der Tweets zum Thema EZB, die rote Linie die Verteilung der von anderen Twitter-Accounts mit einem „Like“/„Gefällt mir“ markierten Tweets über die EZB und die grüne Linie die Verteilung der Tweets über die EZB, die von anderen Usern als Retweets geteilt wurden. Die Daten beziehen sich auf die Jahre 2012 bis 2018.

Ein genaueres Bild ergibt sich durch Aufteilung der Beiträge in jene, die von Fachleuten in geldpolitischen Angelegenheiten verfasst wurden, und jene von Laien. Eine solche Differenzierung ist anhand weniger Annahmen möglich: Fachleute setzen regelmäßig an den Tagen Tweets ab, an denen eine EZB-Pressekonferenz stattfindet. Laien tun dies hingegen nur gelegentlich und twittern zu verschiedenen Themen, sodass sich letztendlich nur ein geringer Teil ihrer gesamten Tweets auf die EZB bezieht.

Abbildung B zeigt, wie sich die Twitter-Nachrichten von Fachleuten und von Laien zum Thema EZB unterscheiden. Daraus geht hervor, dass Tweets von Laien im Durchschnitt subjektiver und meinungsstärker sind. Bei den auf Englisch verfassten Tweets ist die Differenz relativ gering, bei den auf Deutsch verfassten Twitter-Nachrichten hingegen stärker ausgeprägt. In der Abbildung ist zudem die Standardabweichung der in den jeweiligen Twitter-Accounts zum Ausdruck gebrachten durchschnittlichen Meinungen dargestellt, d. h., es wird gemessen, wie unterschiedlich das Stimmungsbild in den Twitter-Accounts der beiden Gruppen ist. Die Unterschiede zwischen der

Gruppe der Fachleute und der der Laien sind bemerkenswert. Von Fachleuten abgesetzte Tweets weisen in Bezug auf ihre Subjektivität und Meinungsstärke eine deutlich größere Übereinstimmung auf. Daraus lässt sich ableiten, dass Tweets von Laien ein wesentlich breiteres Meinungsspektrum abbilden.

Abbildung B

Stimmungsbild in Tweets über die EZB

(Index von 0 bis 100)



Quelle: Ehrmann und Wabitsch (2021).

Anmerkung: Abgebildet sind zusammenfassende Statistiken zu englisch- bzw. deutschsprachigen Twitter-Nachrichten von Fachleuten und Laien. Subjektivität und Meinungsstärke werden auf Basis eines Wörterbuchansatzes mit einer festgelegten Spanne von 0 bis 100 gemessen. Als englisches Lexikon dient das WordNet der Universität Princeton, als deutsches Lexikon die deutsche Entsprechung GermaNet. Da die Analyse der englisch- und der deutschsprachigen Twitter-Nachrichten auf unterschiedlichen Lexika basiert, sind die in den Tweets geäußerten Meinungen nicht direkt miteinander vergleichbar. Indikatoren der Subjektivität sind zum Beispiel Wörter wie „terrible“/„schrecklich“ und „actual“/„tatsächlich“, denen ein Subjektivitätswert von 100 bzw. 0 zugeordnet ist. Indikatoren der Meinungsstärke sind beispielsweise Wörter wie „awful“/„furchtbar“ und „marvellous“/„wunderbar“ mit einem Wert von jeweils 100 oder „consistent“/„konsistent“ mit einem Wert von 0. Für beide Stimmungsindikatoren werden a) der Durchschnittswert aller Tweets zum Thema EZB und b) die Standardabweichung des Account-spezifischen durchschnittlichen Stimmungsbilds als Streuungsmaß angegeben. Die Daten beziehen sich auf die Jahre 2012 bis 2018.

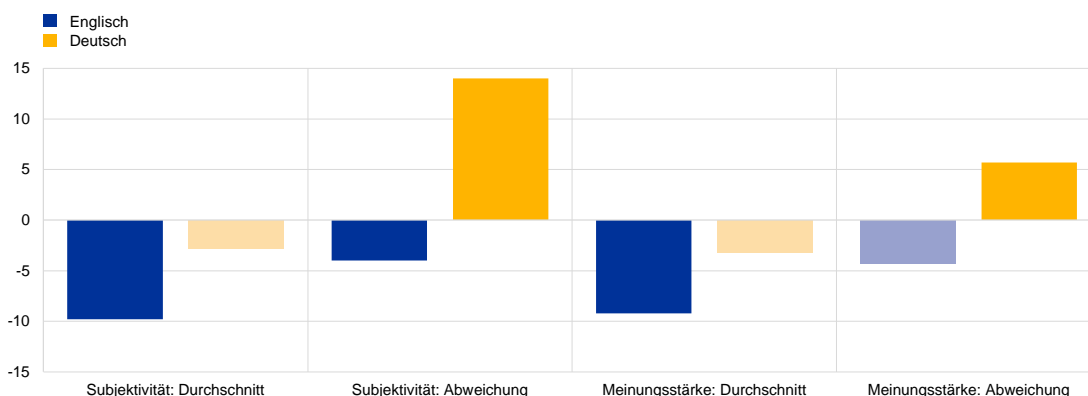
Welches Stimmungsbild ergibt sich aus der Kommunikation der EZB? Abbildung C enthält Schätzungen zu den Tweets in der Zeit vor und nach einer EZB-Pressekonferenz, in der über mehrere Tage ein erhöhtes Twitter-Aufkommen zu beobachten ist. Daraus geht hervor, dass die Reaktionen in den englisch- bzw. deutschsprachigen Tweets von Laien recht unterschiedlich ausfallen. Die auf Englisch verfassten Tweets werden deutlich sachlicher und die darin geäußerten Meinungen moderater. Darüber hinaus ist hinsichtlich der Subjektivität eine geringere Streuung zu verzeichnen. Dieses Muster lässt darauf schließen, dass die Tweets auf Englisch in erster Linie Informationen über die Pressekonferenz vermitteln. Im Gegensatz dazu fallen die auf Deutsch verfassten Twitter-Nachrichten weder wesentlich sachlicher noch moderater aus. Zugleich lässt die breitere Streuung der Subjektivität und der Meinungsstärke erkennen, dass die auf Twitter

geäußerten Ansichten über die einzelnen Accounts hinweg deutlich stärker divergieren. Die rund um die EZB-Pressekonferenz verfassten deutschsprachigen Tweets spiegeln somit offenbar eine kontroversere Diskussion unter den Twitter-Nutzern wider.

Abbildung C

Veränderung des Stimmungsbilds in Tweets von Laien rund um die EZB-Pressekonferenz

(Reaktionskoeffizienten)



Quelle: Ehrmann und Wabitsch (2021).

Anmerkung: Abgebildet ist die Reagibilität der in englisch- bzw. deutschsprachigen Tweets von Laien geäußerten Meinungen zur Pressekonferenz der EZB. Reaktionskoeffizienten mit einem statistischen Signifikanzniveau von mindestens 10 % sind dunkel schattiert. Die Daten beziehen sich auf die Jahre 2012 bis 2018.

Wenngleich die EZB-Pressekonferenz von Laien in den beiden Sprachen unterschiedlich rezipiert wird, zeigt sich doch eine wichtige Gemeinsamkeit. Ihr Twitter-Aufkommen erhöht sich rund um den Zeitpunkt der EZB-Pressekonferenz, was darauf hindeutet, dass die Kommunikation der EZB auch von Nichtfachleuten wahrgenommen und diskutiert wird. Damit ist der erste notwendige Schritt hin zu einer erfolgreichen Kommunikation bereits getan: Die Botschaft des Senders hat den gewünschten Empfänger erreicht.

Modernisierung der EZB-Kommunikation

Der umfassende wirtschaftliche, gesellschaftliche und technologische Wandel, der die Kommunikationslandschaft radikal verändert, treibt auch die Entwicklung der EZB-Kommunikation unweigerlich voran. Dieser Wandel ist geprägt von einem Verlust an Vertrauen in die Autorität von Fachleuten³⁴, einem Rund-um-die-Uhr-Nachrichtenzyklus und einer stärkeren Kontroverse und Politisierung im Hinblick auf das Handeln von Zentralbanken.³⁵ Darüber hinaus bedarf es, wie in Abschnitt 2 dargelegt, besser aufeinander abgestimmter Anstrengungen zum Aufbau von Wissen und letztlich von Vertrauen. Zu diesem Zweck hat der EZB-Rat im Rahmen seiner jüngsten Überprüfung der geldpolitischen

³⁴ Siehe R. Jacobs, [The downfall \(and possible salvation\) of expertise](#), Chicago Booth Review, November 2020.

³⁵ Siehe M. Moschella, L. Pinto und N. Martocchia Diodati, [Let's speak more? How the ECB responds to public contestation](#), Journal of European Public Policy, Bd. 27, Nr. 3, 2020, S. 400-418.

Strategie beschlossen, Inhalt, Stil und Geschäftsmodell seiner Kommunikation zur Geldpolitik anzupassen.

Der EZB-Rat hat seine geldpolitische Kommunikation leserfreundlicher gestaltet: Die „Einleitenden Bemerkungen“ wurden durch die neue „Erklärung zur Geldpolitik“ ersetzt, die sich durch einen prägnanteren Stil mit stärkerem Erzählcharakter auszeichnet. In Abbildung 14 werden Länge und Komplexität der geldpolitischen Kommunikation vor Abschluss der Strategieüberprüfung und nach Umsetzung der Ergebnisse dieser Überprüfung miteinander verglichen. In Abbildung 15 sind Länge und Komplexität der geldpolitischen Kommunikation im Zeitverlauf dargestellt. Daraus wird ersichtlich, dass die jüngsten Erklärungen zur Geldpolitik leserfreundlicher gestaltet sind, als dies vorher der Fall war.³⁶

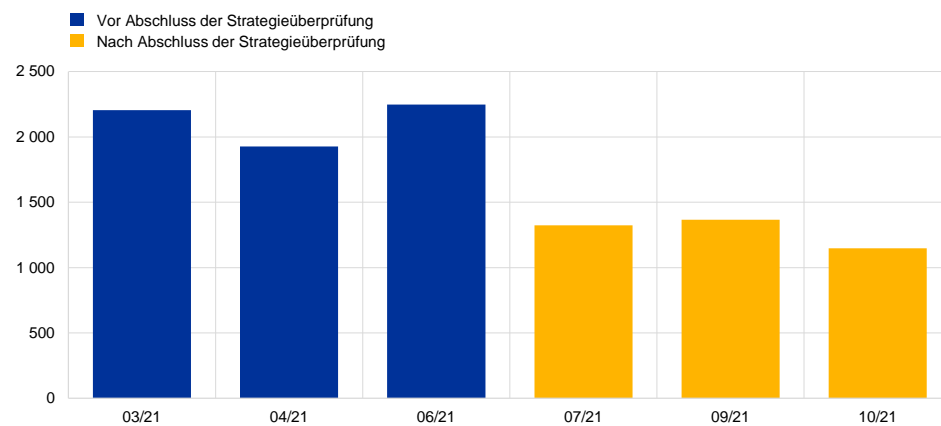
³⁶ Siehe G. Coenen, M. Ehrmann, G. Gaballo, P. Hoffmann, A. Nakov, S. Nardelli, E. Persson und G. Strasser, [Communication of monetary policy in unconventional times](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2080, 2017.

Abbildung 14

Die geldpolitische Kommunikation der EZB: vorher und nachher

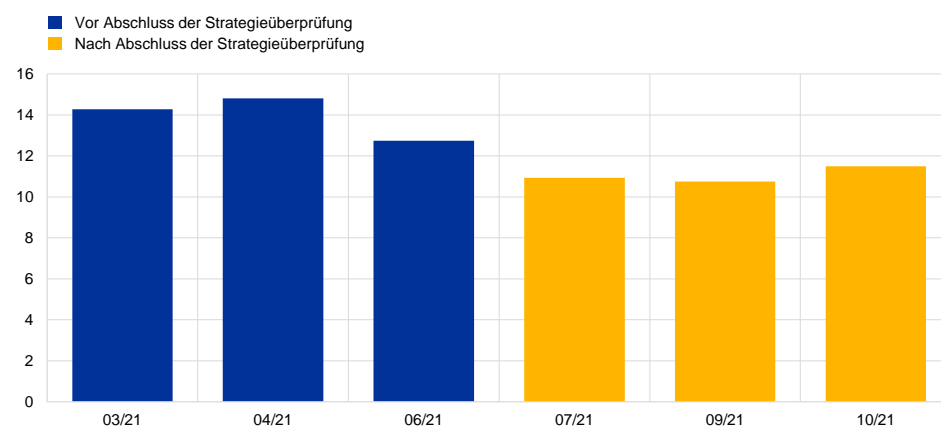
a) Länge

(Anzahl der Wörter)



b) Sprachkomplexität

(Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex)

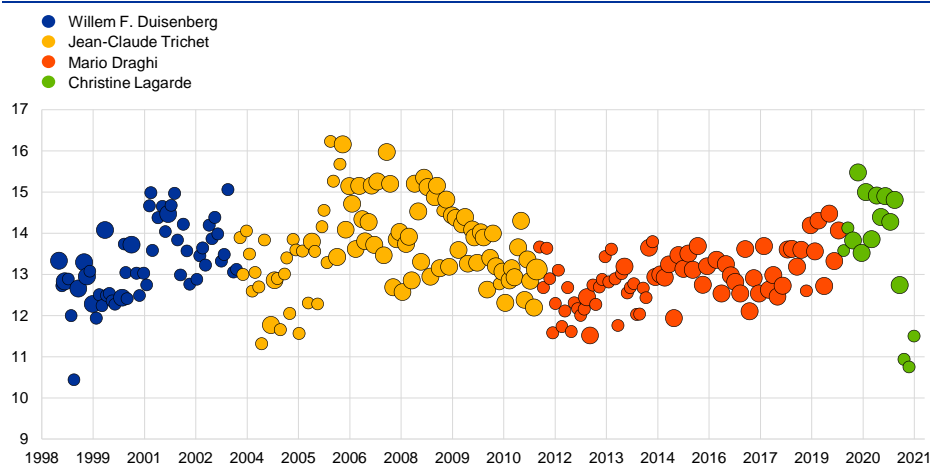


Quelle: EZB-Daten.

Anmerkung: Abgebildet sind Länge und Komplexität der letzten drei „Einleitenden Bemerkungen“ (bis Juni 2021) vor der Bekanntgabe der Ergebnisse der EZB-Strategieüberprüfung (am 8. Juli 2021) sowie der ersten drei „Erklärungen zur Geldpolitik“ nach deren Bekanntgabe. Die Komplexität der Sprache wird gemessen anhand des Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex, der angibt, wie viele Jahre formaler Bildung erforderlich sind, um den Text auf Basis der Länge der darin enthaltenen Sätze und Wörter zu verstehen.

Abbildung 15

Komplexität der geldpolitischen Kommunikation der EZB



Quelle: Aktualisierte Daten (Oktober 2021) auf Basis der Analyse von Coenen et al. (2017).

Anmerkung: Abgebildet sind Länge und Komplexität der von der EZB veröffentlichten Erklärungen zur Geldpolitik (bis Juni 2021 „Einleitende Bemerkungen“). Die Länge wird gemessen anhand der Anzahl der Wörter (symbolisiert durch die Größe des Kreises). Die Komplexität der Sprache wird gemessen anhand des Flesch-Kincaid-Lesbarkeitsindex, der angibt, wie viele Jahre formaler Bildung erforderlich sind, um den Text auf Basis der Länge der darin enthaltenen Sätze und Wörter zu verstehen.

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat, seine geldpolitische Kommunikation um zielgruppengerechte Formate zu ergänzen, mit denen die gleichen Kernaussagen auf leichter verständliche und visuelle Art und Weise vermittelt werden. Forschungsergebnisse zeigen, dass eine leicht zugängliche, visuelle und ansprechende geldpolitische Kommunikation zu einem größeren Verständnis und auch Vertrauen der Öffentlichkeit beiträgt.³⁷ Um diesen Erkenntnissen in der geldpolitischen Kommunikation der EZB Rechnung zu tragen, wird nun zusätzlich eine neue visuelle Erklärung zur Geldpolitik veröffentlicht, in der die aktuellen Beschlüsse der EZB in einem attraktiveren und einfacheren Format und in allen 24 EU-Amtssprachen erläutert werden. Mithilfe von Erzähltechniken und einer verständlichen (Bild-)Sprache zielt die visuelle Erklärung zur Geldpolitik darauf ab, die geldpolitischen Beschlüsse der EZB auch für Laien im gesamten Euroraum leichter zugänglich zu machen.³⁸

Als Ergebnis der Strategieüberprüfung beschloss der EZB-Rat ferner, einen direkten Dialog mit Bürgerinnen und Bürgern als festen Bestandteil seines Austauschs mit der Öffentlichkeit zu etablieren.³⁹ Der direkte Dialog knüpft an die positiven Erfahrungen des Eurosystems mit der Veranstaltungsreihe „Das Eurosystem hört zu“ an. Diese Veranstaltungen fanden im Zuge der Strategieüberprüfung unter Beteiligung der Wissenschaft, zivilgesellschaftlicher Organisationen sowie der breiten Öffentlichkeit statt. Allein über das Portal „Die EZB hört zu“ gingen über 4 000 Antworten bei der EZB ein.⁴⁰ Die Meinungen, Anregungen und Bedenken, die während dieser Veranstaltungen formuliert wurden,

³⁷ Siehe D. Bholat, N. Broughton, J. Ter Meer und E. Walczak, [Enhancing central bank communications using simple and relatable information](#), Journal of Monetary Economics, 2019, S. 1-15.

³⁸ Siehe beispielsweise die [visuelle Erklärung zur Geldpolitik](#) im Zusammenhang mit den geldpolitischen Beschlüssen der EZB vom September 2021.

³⁹ Siehe EZB, [An overview of the ECB's Monetary Policy Strategy](#), 8. Juli 2021.

⁴⁰ Siehe das [Portal „Die EZB hört zu“](#).

trugen maßgeblich zum Beschluss des EZB-Rats bei, die geldpolitische Kommunikation der EZB zu modernisieren.

4 Schlussbemerkungen

Die Kommunikation der Zentralbank mit dem Fachpublikum und der breiten Öffentlichkeit spielt eine wichtige Rolle bei der Erwartungssteuerung und Aufrechterhaltung des Vertrauens. Sie trägt somit dazu bei, die Wirksamkeit der Geldpolitik zu erhöhen und die Legitimität unabhängiger

Währungsinstitutionen zu gewährleisten. Für eine wirksame EZB-Geldpolitik ist eine klare und konsistente, auf das Fachpublikum ausgerichtete Kommunikation weiterhin unerlässlich. Zugleich lässt sich die Wirkung der geldpolitischen Kommunikation der EZB durch ein größeres Bemühen, auch die breite Öffentlichkeit zu erreichen, noch verstärken.

Im vorliegenden Beitrag wurden die Kommunikation der EZB mit der breiten Öffentlichkeit aus Sicht des Senders und des Empfängers sowie die Faktoren untersucht, die die Kommunikation zwischen beiden Seiten erleichtern. Dabei wurde auf die Vielschichtigkeit des EZB-Publikums hingewiesen und dargelegt, dass die Kommunikation der EZB an die jeweilige Zielgruppe angepasst werden muss. Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass eine leichter zugängliche, verständliche und visuelle Kommunikation die Wirkung der von der Zentralbank ausgesandten Signale verstärken kann.

Die Strategieüberprüfung hat im Ergebnis zu einer verständlicheren und ansprechenderen geldpolitischen Kommunikation mit mehr visuellen Elementen geführt. In diesem Aufsatz konnte aufgezeigt werden, dass sich die Lesbarkeit der neuen „Erklärung zur Geldpolitik“ gegenüber den vorangegangenen „Einleitenden Bemerkungen“ der EZB deutlich verbessert hat. Die zusätzlich eingeführte visuelle Erklärung zur Geldpolitik ermöglicht ihrerseits eine zielgruppengerechtere Kommunikation der EZB mit der breiten Öffentlichkeit.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3,6	2,9	1,7	0,6	6,7	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
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	-3,3	-3,4	-9,7	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 Q4	1,9	1,1	1,1	2,3	3,2	-0,4	1,2	1,6	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 Q1	0,9	1,5	-1,4	-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	5,5	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
Q3	1,7	0,5	1,3	-0,9	0,2	2,2	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
2021 Juni	-	-	-	-	-	-	4,0	3,1	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
Juli	-	-	-	-	-	-	4,2	3,1	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	4,3	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. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	6,8	.	.	.	4,9

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					Nachrichtlich: Euroraum	Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China		Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,4
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-3,8
2020 Q4	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	5,3	5,2	5,4
2021 Q1	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	3,9	1,8	6,2
Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,7	1,4	1,9
Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-1,2	-0,5	-1,9
2021 Juni	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	1,7	1,4	1,9
Juli	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	-0,4	0,4	-1,2
Aug.	51,2	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,6	51,5	49,5	-0,8	-0,3	-1,4
Sept.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,2	-0,5	-1,9
Okt.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	.	.	.
Nov.	54,8	57,2	.	53,3	51,2	55,4	52,4	55,6	50,7	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021 Mai	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
Juni	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
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

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.

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
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
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 Mai	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57
Juni	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45
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

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	Verbraucher-nahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021 Mai	443,8	4 003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4 169,6	28 517,1
Juni	455,3	4 105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4 238,5	28 943,2
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

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 Nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,77	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
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. ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,62	5,53	5,21	5,83	2,01	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31

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 Nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
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. ^(p)	-0,03	-0,36	0,17	1,73	1,81	2,09	2,00	1,55	1,51	1,33	1,15	1,15	1,24	1,43

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2018	1 215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1 283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1 530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 Mai	1 536	463	151	.	100	692	130	410	187	48	.	37	105	33
Juni	1 542	481	152	.	90	694	126	451	216	56	.	34	106	39
Juli	1 539	478	148	.	101	688	124	470	224	44	.	39	113	50
Aug.	1 538	493	146	.	99	678	121	415	232	40	.	25	93	25
Sept.	1 568	506	139	.	99	697	127	473	220	44	.	39	124	46
Okt.	1 517	478	133	.	103	686	117	418	202	39	.	41	105	32
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 Mai	17 908	3 946	3 311	.	1 489	8 393	769	269	46	69	.	21	121	12
Juni	18 092	3 980	3 361	.	1 498	8 473	780	341	75	87	.	29	136	15
Juli	18 186	3 992	3 397	.	1 502	8 515	780	302	56	99	.	18	119	10
Aug.	18 222	3 990	3 398	.	1 500	8 554	779	134	27	34	.	4	66	3
Sept.	18 322	4 021	3 433	.	1 521	8 558	788	316	72	92	.	22	114	15
Okt.	18 407	4 038	3 499	.	1 530	8 553	787	293	64	102	.	22	92	13

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	17 598,1	4 367,4	3 577,7	.	1 408,5	7 558,1	686,5	8 586,6	538,4	1 410,6	6 637,6
2020	18 819,0	4 346,8	3 347,6	.	1 561,1	8 720,3	843,3	8 448,2	469,3	1 321,5	6 657,4
2021 Mai	19 444,5	4 409,7	3 462,1	.	1 588,4	9 085,1	899,2	9 646,8	575,7	1 508,7	7 562,4
Juni	19 633,4	4 461,5	3 512,9	.	1 587,7	9 166,3	905,1	9 773,2	564,9	1 521,5	7 686,9
Juli	19 724,5	4 469,9	3 544,5	.	1 602,6	9 202,9	904,7	9 895,0	559,2	1 526,8	7 809,0
Aug.	19 759,4	4 483,2	3 544,4	.	1 599,5	9 232,7	899,6	10 166,4	587,9	1 612,9	7 965,7
Sept.	19 890,1	4 527,2	3 572,4	.	1 620,0	9 255,6	914,9	9 899,5	597,2	1 616,9	7 685,4
Okt.	19 924,3	4 516,5	3 631,8	.	1 632,7	9 239,3	904,0	10 296,1	613,8	1 701,4	7 980,9
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 Mai	5,6	0,1	5,1	.	5,4	8,1	12,3	2,1	1,5	6,1	1,3
Juni	4,5	-0,3	4,4	.	4,1	6,6	9,7	2,3	1,9	6,4	1,5
Juli	4,6	0,3	5,2	.	3,7	6,1	10,1	2,3	1,9	6,5	1,5
Aug.	4,0	0,8	4,0	.	3,4	5,3	9,2	2,3	1,8	7,7	1,3
Sept.	4,1	1,1	4,6	.	3,7	5,0	8,6	2,4	1,8	8,0	1,4
Okt.	4,3	1,2	5,5	.	4,0	5,3	5,6	2,2	1,7	6,3	1,4

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
2018	99,9	95,5	94,1	90,7	80,5	89,6	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,9	77,4	87,2	115,4	92,3
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,5	87,8	119,4	93,8
2020 Q4	101,2	94,6	95,4	90,3	73,8	88,2	122,3	95,5
2021 Q1	100,7	94,6	95,2	90,0	73,5	87,8	121,7	95,3
Q2	100,5	94,1	94,9	88,8	72,0	85,9	121,9	94,9
Q3	99,5	93,3	94,3	.	.	.	120,5	94,0
2021 Juni	100,2	93,7	94,7	-	-	-	121,5	94,5
Juli	99,7	93,5	94,5	-	-	-	120,8	94,2
Aug.	99,3	93,2	94,1	-	-	-	120,4	93,9
Sept.	99,4	93,2	94,2	-	-	-	120,4	93,8
Okt.	98,4	92,4	92,9	-	-	-	119,5	93,1
Nov.	97,6	92,0	91,8	-	-	-	118,8	92,9
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2021 Nov.	-0,9	-0,4	-1,2	-	-	-	-0,6	-0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2021 Nov.	-3,0	-2,3	-3,1	-	-	-	-2,3	-2,2

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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
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
2020 Q4	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
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
2021 Juni	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
Juli	7,654	7,503	25,636	7,437	357,257	130,349	4,562	0,856	4,9255	10,198	1,086	1,182
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
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2021 Nov.	-2,1	0,1	-0,4	0,0	1,0	-0,8	1,2	0,1	0,0	-0,1	-1,7	-1,6
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2021 Nov.	-6,7	-0,6	-4,1	-0,1	1,3	5,3	3,4	-5,4	1,6	-1,8	-2,4	-3,6

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt 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 Q3	28 047,3	28 661,8	-614,5	11 135,6	9 375,6	9 995,2	12 597,2	-103,7	6 110,7	6 689,0	909,5	15 163,2
Q4	28 366,3	28 991,0	-624,7	11 051,2	9 359,9	10 692,6	12 893,1	-94,2	5 836,9	6 738,0	879,7	14 854,7
2021 Q1	29 644,2	30 313,3	-669,1	11 385,0	9 473,4	11 435,3	13 696,1	-134,1	6 108,5	7 143,7	849,4	15 485,7
Q2	30 098,3	30 694,6	-596,3	11 348,2	9 453,7	11 947,6	14 079,2	-126,2	6 059,7	7 161,7	869,0	15 399,0
Bestände in % des BIP												
2021 Q2	254,9	260,0	-5,1	96,1	80,1	101,2	119,2	-1,1	51,3	60,7	7,4	130,4
Transaktionen												
2020 Q4	80,6	-48,2	128,8	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,5	2,1	-
2021 Q1	523,0	425,0	97,9	100,7	-7,1	266,3	178,8	6,4	152,6	253,4	-3,1	-
Q2	184,3	83,6	100,7	-37,2	-38,0	227,6	67,0	8,5	-22,1	54,6	7,5	-
Q3	335,8	290,2	45,6	30,2	-41,8	126,4	70,1	-7,3	63,4	261,8	123,2	-
2021 April	200,6	193,9	6,7	30,1	12,1	56,4	33,1	4,5	109,0	148,8	0,7	-
Mai	14,0	-26,3	40,3	-51,3	-58,4	75,2	-2,0	-2,1	-9,1	34,1	1,4	-
Juni	-30,4	-84,1	53,7	-16,0	8,3	96,0	35,9	6,2	-121,9	-128,2	5,3	-
Juli	143,3	101,1	42,1	23,6	-10,4	22,6	41,1	8,9	88,5	70,4	-0,3	-
Aug.	184,4	183,4	1,0	5,7	-8,8	44,8	22,6	-6,7	18,5	169,6	122,1	-
Sept.	8,1	5,7	2,5	0,9	-22,6	58,9	6,4	-9,5	-43,6	21,9	1,5	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2021 Sept.	1 123,6	750,6	373,0	34,6	-41,6	969,0	90,8	-6,9	-2,7	701,4	129,6	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2021 Sept.	9,4	6,3	3,1	0,3	-0,3	8,1	0,8	-0,1	0,0	5,8	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	11 982,7	11 577,1	6 378,5	2 456,6	2 652,5	1 253,7	770,3	621,7	89,4	405,6	5 765,4	5 359,7
2020	11 400,4	10 976,4	5 902,0	2 573,5	2 494,9	1 216,3	681,9	589,7	6,1	424,0	5 173,4	4 749,5
2020 Q4	2 927,3	2 787,0	1 486,4	660,9	641,9	318,6	183,2	138,4	-2,3	140,3	1 364,7	1 224,4
2021 Q1	2 939,5	2 806,3	1 469,7	662,4	646,6	325,3	185,5	134,0	27,6	133,2	1 401,5	1 268,3
Q2	3 010,8	2 888,2	1 531,1	675,6	661,7	337,5	187,5	134,9	19,7	122,6	1 464,6	1 341,9
Q3	3 110,8	2 981,6	1 606,7	685,1	668,7	343,5	186,7	136,7	21,1	129,1	1 521,4	1 392,2
<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>												
2020 Q4	-0,4	-0,4	-3,0	0,8	2,7	1,7	1,9	6,4	-	-	4,3	4,8
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	1,3	1,9	0,4	0,8	-	-	2,4	2,9
Q3	2,2	2,0	4,1	0,3	-0,9	-0,9	-1,5	0,1	-	-	1,2	0,7
<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
2020 Q4	-4,4	-6,5	-7,6	3,2	-10,1	-0,4	-4,7	-30,7	-	-	-4,8	-9,3
2021 Q1	-1,1	-3,8	-5,6	2,8	-6,0	2,7	6,9	-31,5	-	-	-0,1	-5,7
Q2	14,4	12,3	12,2	7,8	18,5	19,7	30,1	3,5	-	-	25,9	21,6
Q3	3,9	3,7	2,5	2,6	3,1	3,2	2,5	3,5	-	-	9,4	9,7
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2020 Q4	-0,4	-0,3	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,0	-	-
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	0,0	-0,4	-0,1	-	-
Q3	2,2	1,9	2,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	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	-	-
2020 Q4	-4,4	-6,4	-4,0	0,7	-2,4	0,0	-0,3	-2,0	-0,6	2,0	-	-
2021 Q1	-1,1	-3,7	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,0	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	3,5	1,3	0,6	0,7	0,3	0,2	0,2	1,0	0,3	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
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	10 741,0	178,5	2 100,8	561,2	2 041,4	531,2	478,9	1 204,6	1 249,7	2 025,5	369,2	1 241,7
2020	10 268,7	176,6	1 971,0	552,4	1 799,8	544,9	469,0	1 210,9	1 168,0	2 054,1	321,8	1 131,7
2020 Q4	2 634,0	43,7	521,7	146,7	458,4	139,5	117,2	305,6	301,7	522,0	77,5	293,3
2021 Q1	2 646,9	44,0	532,9	145,9	455,7	141,4	118,5	305,9	302,1	523,2	77,2	292,6
Q2	2 700,4	45,2	535,9	150,3	480,5	144,8	118,2	308,4	305,8	530,6	80,6	310,4
Q3	2 781,8	45,1	545,5	150,5	519,4	146,2	118,9	310,8	315,8	541,3	88,4	329,0
In % der Wertschöpfung												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2020 Q4	-0,4	0,6	3,5	2,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,4	1,7	-1,4	-11,5	0,0
2021 Q1	0,1	-2,8	1,0	-1,0	-1,0	2,0	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	0,9	1,3	1,7	5,7	4,8
Q3	2,3	-1,0	0,1	-0,6	6,7	1,3	0,2	0,5	2,8	1,5	12,0	1,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
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	1,7	0,2	2,1	2,5	5,7	0,4	1,5	1,7	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-0,7	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,1	-6,5
2020 Q4	-4,5	-0,8	-1,2	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,7	-5,7	-1,5	-21,9	-3,6
2021 Q1	-1,3	-1,1	3,1	0,6	-8,1	3,6	1,4	0,1	-2,8	0,8	-16,5	0,4
Q2	14,3	-0,9	21,8	18,6	23,0	11,1	4,3	3,6	15,5	9,9	15,4	15,3
Q3	3,9	-2,7	5,2	2,2	6,5	4,1	1,8	0,9	6,1	1,9	4,2	3,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
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	1,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
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	3,9	0,0	1,0	0,1	1,2	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	-1,4	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	-0,1	3,4	-0,4	4,8	0,5	4,6	0,7	2,2	4,5	2,7	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	-1,6	2,0	-1,4	4,9	-11,1	1,8	1,0	3,4	-1,8	2,1	-8,5
Q2	16,3	14,9	23,2	7,7	14,7	25,3	23,8	11,7	6,2	20,1	18,5	8,3	25,0
Q3	3,0	3,3	1,8	-0,2	2,2	2,7	3,9	7,5	1,3	4,7	6,3	1,3	1,1
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	-0,1	2,0	0,8	3,5	-6,0	-0,4	1,4	2,1	-0,2	0,6	-3,9
Q2	14,0	12,2	23,3	4,2	15,1	19,6	23,1	6,8	5,5	17,5	13,4	5,5	23,0
Q3	1,0	1,0	1,3	-1,1	1,9	-0,2	2,3	1,9	0,5	3,3	1,9	-0,8	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 Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	In Mio	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018	163,346	3,9	13,399	8,2	3,8	10,926	7,3	2,473	17,2	6,891	7,9	6,507	8,6	2,1
2019	164,125	3,6	12,419	7,6	3,3	10,114	6,8	2,306	16,0	6,363	7,3	6,056	7,9	2,2
2020	162,416	3,6	12,771	7,9	3,0	10,288	6,9	2,482	17,7	6,570	7,6	6,201	8,2	1,8
2020 Q4	163,149	3,6	13,107	8,0	3,2	10,630	7,1	2,478	17,8	6,751	7,8	6,356	8,3	1,9
2021 Q1	162,332	3,7	13,491	8,3	3,2	10,871	7,4	2,620	18,5	6,851	7,9	6,640	8,8	2,1
Q2	163,545	3,5	13,153	8,0	3,3	10,536	7,1	2,618	17,9	6,657	7,6	6,496	8,5	2,3
Q3	.	.	12,306	7,5	.	9,917	6,6	2,389	16,3	6,232	7,1	6,074	7,9	2,6
2021 Mai	-	-	13,105	8,0	-	10,551	7,1	2,554	17,7	6,613	7,6	6,492	8,5	-
Juni	-	-	12,787	7,8	-	10,265	6,9	2,522	17,3	6,431	7,4	6,356	8,3	-
Juli	-	-	12,477	7,6	-	10,063	6,7	2,413	16,5	6,288	7,2	6,189	8,1	-
Aug.	-	-	12,332	7,5	-	9,954	6,7	2,377	16,3	6,256	7,2	6,076	7,9	-
Sept.	-	-	12,109	7,4	-	9,733	6,5	2,376	16,1	6,152	7,0	5,957	7,8	-
Okt.	-	-	12,045	7,3	-	9,679	6,5	2,367	15,9	6,122	7,0	5,923	7,7	-

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	Tank- stellen		
		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 %													
2018	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	1,6	1,4	2,0	0,7	4,9	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	2,4	1,0	3,7	0,8	3,0	1,8
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-8,7	-25,0
2020 Q4	-1,5	-1,6	1,5	-3,2	-2,6	-1,8	-1,2	1,6	4,5	1,3	-13,8	-5,9	-9,2
2021 Q1	3,5	3,6	4,8	5,2	0,5	0,6	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,2	0,1	3,4
Q2	22,4	24,1	25,4	29,1	17,4	7,7	17,8	11,9	2,0	18,7	29,7	25,1	53,8
Q3	5,9	6,6	7,6	5,4	7,7	0,5	0,7	2,4	0,2	4,0	3,5	13,1	-23,5
2021 Mai	20,5	22,2	24,0	27,2	14,2	6,2	12,6	8,8	0,2	14,2	28,6	25,1	49,5
Juni	10,5	11,3	15,9	6,8	12,8	3,3	4,1	5,7	2,1	7,5	11,9	25,1	5,4
Juli	7,7	8,4	11,2	6,1	9,2	1,5	2,2	3,3	1,2	4,9	4,2	13,1	-22,0
Aug.	4,9	5,7	6,7	3,2	7,5	-0,5	-2,6	1,3	-1,4	3,3	1,4	13,1	-24,8
Sept.	5,1	5,6	4,9	6,2	6,6	0,5	1,5	2,6	0,8	3,7	4,8	13,1	-24,2
Okt.	3,3	3,9	2,1	5,2	6,3	-1,0	.	1,4	-1,2	2,5	8,5	.	-28,6
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2021 Mai	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	0,2	4,2	-0,5	8,8	8,0	-	1,8
Juni	0,3	0,2	0,1	-1,4	3,0	-0,4	-0,9	1,9	-1,2	3,6	2,5	-	-0,4
Juli	1,2	1,3	0,3	2,7	1,2	-0,4	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,9	-	-5,9
Aug.	-1,7	-1,9	-1,4	-3,5	-1,9	0,6	-1,4	0,9	-0,8	2,4	-0,5	-	-3,8
Sept.	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	0,6	0,4	0,9	-0,4	0,8	-1,9	1,0	-	3,4
Okt.	1,1	1,2	-0,6	3,0	0,5	0,1	.	0,2	-0,1	0,4	1,3	-	-3,1

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen, experimentelle Statistik der EZB (Spalte 8) und European Automobile Manufacturers Association (Spalte 14).

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	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 Q4	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 Q1	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
Q2	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
Q3	118,1	14,2	82,5	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
2021 Juni	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5
Juli	119,0	14,5	83,0	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8	60,2
Aug.	117,6	13,8	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0
Sept.	117,8	14,1	-	-4,0	7,5	1,4	15,2	-	58,6	55,6	56,4	56,2
Okt.	118,6	14,2	82,1	-4,8	8,6	1,9	18,0	88,9	58,3	53,3	54,6	54,2
Nov.	117,5	14,1	-	-6,8	9,0	3,7	18,4	-	58,4	53,8	55,9	55,4

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
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung		In % des BIP		Veränderung gegen Vorjahr in %	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,2	2,0	7,6	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	3,9	35,3	6,3	74,9	1,9	7,9	1,8
2020	19,5	96,1	-0,5	4,1	-3,5	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-14,7	2,0
2020 Q3	17,8	95,3	0,8	3,7	-1,3	3,7	4,2	31,5	4,4	81,8	2,7	-15,1	2,0
Q4	19,5	96,1	0,2	4,1	1,8	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-20,9	2,0
2021 Q1	20,6	96,5	-0,2	4,6	10,6	7,3	4,6	32,3	5,8	83,1	4,0	-10,5	2,2
Q2	19,1	96,6	3,3	4,1	30,0	6,3	4,8	34,2	7,8	80,5	4,5	20,8	2,3

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	1 021,2	930,4	90,8	581,6	479,6	225,5	197,6	183,3	173,9	30,7	79,3	23,8	24,6
2021 Q1	1 050,7	945,3	105,5	602,3	496,9	226,5	203,5	191,2	169,0	30,8	75,8	15,4	12,4
Q2	1 073,4	1 007,8	65,6	617,7	536,1	232,5	212,4	193,8	188,1	29,4	71,2	17,2	11,6
Q3	1 079,2	1 021,1	58,1	620,2	559,7	243,7	227,1	175,4	160,0	39,9	74,2	23,2	11,6
2021 April	354,3	336,7	17,6	203,2	176,6	77,1	71,5	63,4	64,9	10,7	23,7	4,6	3,6
Mai	360,3	342,1	18,2	208,5	180,6	77,0	72,0	65,7	65,6	9,0	23,9	5,3	3,0
Juni	358,9	329,0	29,9	206,1	178,9	78,4	68,8	64,7	57,7	9,7	23,6	7,3	4,9
Juli	357,2	334,9	22,3	208,8	183,3	79,3	72,5	59,1	55,2	10,1	23,8	6,7	4,8
Aug.	362,1	345,0	17,1	204,5	186,0	80,5	81,1	57,8	53,1	19,3	24,9	7,1	2,8
Sept.	359,9	341,2	18,7	206,9	190,4	83,9	73,6	58,5	51,6	10,5	25,5	9,5	4,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2021 Sept.	4 224,6	3 904,6	320,0	2 421,8	2 072,3	928,3	840,6	743,7	691,1	130,8	300,6	79,7	60,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2021 Sept.	35,2	32,6	2,7	20,2	17,3	7,7	7,0	6,2	5,8	1,1	2,5	0,7	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	-2,6	-5,5	569,3	265,7	114,6	178,5	480,2	494,0	262,2	87,0	135,7	381,4	35,3
2021 Q1	0,6	0,2	582,1	280,6	115,0	174,6	487,8	512,9	285,1	91,5	129,8	383,4	47,1
Q2	34,2	33,9	595,3	290,8	116,9	176,3	492,5	558,0	322,5	92,2	135,4	404,3	53,5
Q3	13,4	22,5	604,8	.	.	.	498,5	575,8	.	.	.	412,1	.
2021 April	46,7	38,3	198,1	95,2	39,7	60,0	164,4	185,2	106,4	30,7	45,9	133,7	17,1
Mai	34,8	35,0	199,3	97,5	39,0	58,8	164,5	186,1	107,7	30,8	44,7	135,4	18,3
Juni	23,7	28,9	197,9	98,1	38,3	57,4	163,5	186,8	108,4	30,7	44,8	135,2	18,2
Juli	11,9	17,9	201,1	99,1	40,5	57,1	166,6	187,9	111,4	30,4	43,5	134,2	19,6
Aug.	19,2	28,5	202,2	102,7	39,1	56,2	166,2	192,5	113,5	31,4	44,8	139,9	19,3
Sept.	10,0	21,6	201,4	.	.	.	165,6	195,3	.	.	.	138,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2020 Q4	-1,4	-0,8	104,4	105,9	99,9	106,6	103,8	105,7	102,8	107,8	111,4	109,6	84,7
2021 Q1	0,8	0,1	104,5	108,5	100,8	101,8	104,0	105,0	103,5	112,6	105,5	108,3	85,8
Q2	29,1	20,3	104,5	108,9	101,7	101,1	103,2	109,6	109,9	113,8	108,0	111,9	84,9
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 März	11,4	15,0	105,7	110,5	100,3	102,5	103,1	108,5	107,8	118,6	108,9	111,5	84,5
April	41,9	25,2	104,6	107,7	104,0	102,9	103,5	110,0	110,8	113,0	109,4	111,2	84,0
Mai	29,3	20,4	104,8	109,4	101,1	101,4	103,3	109,9	110,4	113,9	107,2	112,6	87,4
Juni	18,9	15,9	104,1	109,8	100,0	99,1	102,8	109,1	108,7	114,4	107,2	111,8	83,4
Juli	4,8	3,1	104,0	108,7	104,1	96,8	102,8	106,4	107,7	109,2	102,6	108,2	85,8
Aug.	9,0	10,9	103,0	110,4	99,8	94,5	101,0	108,0	108,3	114,0	104,3	112,2	84,4

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2020 Q4	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,9	-0,8	0,5	0,2	-0,4	0,5	
2021 Q1	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,5	1,6	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	0,2	1,8	2,4	
Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,6	1,2	4,3	0,5	2,7	3,5	
2021 Juni	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,3	0,2	-0,2	0,3	1,3	0,1	1,8	2,5	
Juli	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,1	2,0	0,1	2,0	3,5	
Aug.	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,2	0,6	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	0,2	-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. ³⁾	109,9	4,9	2,6	.	2,7	0,7	0,3	0,8	0,2	2,9	0,5	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohnungsmieten					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
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
2020 Q4	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
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
2021 Juni	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7
Juli	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,4	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7
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. ³⁾	2,2	2,3	1,9	.	2,4	27,4	.	.	.	.	.	.

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	1,3	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	2,6	6,1	-1,3
Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,5	7,2	-2,8
Q3	115,6	14,0	9,3	7,4	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	.	.	.
2021 Mai	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	1,9	1,3	25,1	-	-	-
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.	114,9	13,4	9,2	7,4	14,3	3,1	2,8	2,8	2,2	31,9	-	-	-
Sept.	118,1	16,1	10,3	8,1	15,2	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
Okt.	124,5	21,9	11,8	8,9	16,8	3,9	3,4	3,2	2,8	62,5	-	-	-

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	
2018	103,6	1,5	1,8	1,5	1,9	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7
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	8,3	-2,3
2020	107,1	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 Q4	107,4	1,2	0,9	0,0	2,8	0,5	-1,4	-2,6	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 Q1	108,1	1,5	1,6	1,0	2,4	1,1	0,8	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
Q2	108,3	0,5	1,5	1,5	-1,3	2,4	4,3	7,0	57,0	38,3	20,1	56,4	35,6	20,2	54,4
Q3	109,5	2,7	3,5	2,6	2,9	4,3	7,0	9,5	61,9	31,1	26,2	35,4	32,3	28,2	36,7
2021 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,5	29,8	28,7	30,7	31,6	31,4	31,8
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,7	23,1	29,9	29,4	26,0	33,0
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,7	27,3	39,7	35,2	28,5	42,7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	30,9	28,7	33,0	35,1	30,8

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

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

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

4 Preise und Kosten

4.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden drei Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 Q4	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 Q1	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
Q2	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
Q3	37,0	28,0	12,3	26,1	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
2021 Juni	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6
Juli	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
Aug.	37,2	27,3	11,7	27,8	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
Sept.	38,3	30,6	13,1	24,8	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
Okt.	42,3	36,9	16,6	32,7	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Nov.	49,0	44,5	19,8	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2018	104,4	2,5	2,3	3,2	2,6	2,3	2,0
2019	106,9	2,4	2,6	2,1	2,4	2,5	2,2
2020	110,2	3,1	3,7	1,2	2,7	3,8	1,8
2020 Q4	116,6	2,9	3,4	0,7	2,2	4,2	2,0
2021 Q1	104,6	1,3	2,0	-1,0	1,2	1,9	1,4
Q2	115,8	-0,2	-0,4	0,8	-0,9	1,6	1,8
Q3	.	.	.	.	.	.	1,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
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	105,3	1,9	-1,0	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,2	2,8	4,7	6,5	0,7	0,3	1,6	5,6	6,3	13,6
2020 Q4	109,8	3,7	-0,5	-1,1	3,0	5,4	1,8	1,0	4,9	4,9	6,1	22,4
2021 Q1	110,3	1,5	3,2	-3,2	5,1	2,0	0,6	1,1	4,3	3,1	2,8	15,4
Q2	108,9	-4,4	7,1	-10,7	-3,1	-7,7	1,1	-2,4	8,7	-2,3	-4,6	-2,1
Q3	109,8	1,2	6,0	-1,3	2,1	-0,6	5,0	0,7	4,3	1,0	2,3	0,0
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	-0,3	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	109,4	2,1	2,0	2,0	4,3	-0,8	2,0	3,1	3,1	1,9	2,2	1,2
Q2	109,5	7,2	2,7	9,2	9,6	12,9	7,5	1,1	10,2	8,0	2,2	11,1
Q3	111,8	3,0	2,2	3,5	1,3	4,4	3,6	1,8	3,9	2,7	2,1	3,1
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	4,2	-0,9	-0,4	0,9	2,4	0,3	-0,2	0,3	-0,3	1,2
2020	97,0	-4,9	1,7	-5,0	-6,0	-10,5	-0,2	-0,5	-0,7	-5,6	-3,7	-14,3
2020 Q4	99,3	-2,7	0,7	1,1	-1,4	-8,4	-0,4	-0,4	-2,4	-3,6	-2,6	-18,7
2021 Q1	99,2	0,6	-1,2	5,5	-0,8	-2,8	1,4	1,9	-1,2	-1,2	-0,6	-12,3
Q2	100,6	12,1	-4,1	22,2	13,2	22,3	6,3	3,5	1,4	10,5	7,0	13,6
Q3	101,8	1,8	-3,6	4,9	-0,7	5,0	-1,3	1,1	-0,4	1,6	-0,2	3,2
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	4,6	4,9	6,8
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	1,3	6,2	2,6	1,6	3,3	2,5	1,8	4,6
Q2	112,6	-4,5	-2,2	-4,2	-7,2	-6,6	1,6	-3,5	-0,4	-3,0	-2,4	-5,6
Q3	113,5	2,0	2,7	1,6	1,5	1,7	2,1	1,5	0,7	0,9	3,1	2,5
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	5,2	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,0	0,8	1,0	0,0	3,0	1,8	6,2	0,2	-0,8	-4,3
2020 Q4	104,7	2,1	0,4	4,5	2,2	0,9	1,7	0,9	1,9	-0,1	-0,8	-10,9
2021 Q1	104,8	1,7	-3,1	4,6	-4,1	3,4	1,8	0,5	-3,2	-1,0	-1,2	-8,7
Q2	104,3	-1,7	-7,9	6,2	-5,3	-0,6	-0,5	-1,8	-13,7	-2,5	1,5	-7,7
Q3	104,3	0,8	-2,5	2,9	-0,5	2,6	-3,2	0,6	-3,6	-0,2	0,6	3,1

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			
1	2	3	4	5	8	9	10					
	Bestände											
2018	1 164,6	7 112,2	8 276,8	1 126,8	2 299,7	3 426,6	11 703,4	74,9	523,7	63,1	661,7	12 365,1
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
2020 Q4	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 Q1	1 392,9	9 137,6	10 530,4	991,5	2 477,0	3 468,5	13 998,9	109,3	617,9	15,7	743,0	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	753,1	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	597,7	37,3	755,4	15 214,2
2021 Mai	1 411,3	9 254,2	10 665,5	961,1	2 485,8	3 446,9	14 112,4	107,6	614,1	30,8	752,5	14 864,9
Juni	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	753,1	14 949,2
Juli	1 427,4	9 428,9	10 856,3	931,1	2 490,4	3 421,5	14 277,8	115,7	614,2	34,2	764,2	15 042,0
Aug.	1 435,8	9 519,2	10 955,1	914,2	2 487,1	3 401,3	14 356,4	112,7	615,0	35,8	763,5	15 119,9
Sept.	1 444,4	9 617,8	11 062,2	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,7	120,4	597,7	37,3	755,4	15 214,2
Okt. ^(p)	1 451,7	9 663,2	11 114,9	929,6	2 495,8	3 425,3	14 540,2	132,6	618,6	40,3	791,5	15 331,7
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2018	51,3	467,7	519,1	-74,5	45,4	-29,1	489,9	-0,8	12,6	-4,8	7,0	496,9
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
2020 Q4	29,5	279,0	308,5	-29,9	24,6	-5,3	303,3	-2,2	41,3	-6,3	32,9	336,1
2021 Q1	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,4	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	254,4	279,3	-34,4	11,7	-22,6	256,7	5,5	-16,0	8,6	-1,9	254,8
2021 Mai	8,9	70,2	79,1	-7,9	2,2	-5,7	73,4	-1,1	0,4	7,5	6,8	80,1
Juni	8,4	89,2	97,6	-26,7	3,7	-23,0	74,6	3,7	-0,3	-3,8	-0,4	74,3
Juli	8,0	77,6	85,6	-5,0	0,9	-4,1	81,5	3,8	0,5	6,8	11,1	92,5
Aug.	8,4	81,0	89,4	-17,2	4,7	-12,5	76,8	-3,1	0,8	1,2	-1,1	75,8
Sept.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-6,0	98,4	4,8	-17,3	0,6	-11,9	86,5
Okt. ^(p)	8,3	46,5	54,7	26,8	2,4	29,1	83,9	12,3	20,9	3,4	36,6	120,4
	Wachstumsraten											
2018	4,6	7,0	6,7	-6,2	2,0	-0,8	4,4	-1,1	2,5	-	1,1	4,2
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
2020 Q4	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
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	0,5	-	6,8	7,5
2021 Mai	9,2	12,1	11,7	-11,5	4,1	-0,8	8,4	9,0	13,2	-	13,3	8,6
Juni	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
Juli	8,9	11,3	11,0	-13,7	3,5	-1,8	7,6	5,0	6,2	-	9,8	7,7
Aug.	8,6	11,4	11,0	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,3	7,2	-	12,1	8,0
Sept.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	0,5	-	6,8	7,5
Okt. ^(p)	8,5	11,1	10,7	-12,0	2,9	-1,6	7,5	27,9	3,9	202,5	11,1	7,7

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													
2018	2 335,4	1 902,7	277,2	148,1	7,3	6 646,9	4 036,6	517,5	2 091,3	1,5	992,0	204,6	434,7
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
2020 Q4	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 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	1 133,3	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	3 160,4	2 736,2	283,8	130,9	9,6	8 020,8	5 314,2	388,9	2 317,1	0,7	1 210,6	227,4	515,6
2021 Mai	3 066,3	2 623,0	294,7	141,6	6,9	7 870,1	5 161,5	411,6	2 296,2	0,8	1 152,1	228,1	492,1
Juni	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
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.	3 160,4	2 736,2	283,8	130,9	9,6	8 020,8	5 314,2	388,9	2 317,1	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Okt. ^(p)	3 188,0	2 758,2	292,8	128,9	8,2	8 040,2	5 332,4	383,5	2 323,3	1,0	1 244,8	239,8	508,4
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2018	96,7	108,7	-9,7	-1,0	-1,3	327,6	325,8	-45,0	46,1	0,6	-1,6	-3,1	18,2
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
2020 Q4	40,1	59,0	-11,9	-3,3	-3,7	159,1	140,4	-9,5	28,1	-0,1	50,9	-6,0	27,5
2021 Q1	67,0	72,8	-9,9	0,0	4,2	160,8	146,1	-15,8	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	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,3	111,2	-18,3	15,4	-0,1	44,2	1,9	21,9
2021 Mai	14,0	15,3	0,3	-1,2	-0,4	32,3	35,0	-5,6	3,0	-0,1	14,9	3,6	-1,4
Juni	30,5	35,3	-4,8	-1,5	1,5	34,7	35,4	-4,8	4,2	-0,1	8,2	-6,0	2,5
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	-0,7	-0,2	2,6
Sept.	26,1	24,8	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	23,0	-2,6	14,7
Okt. ^(p)	28,1	22,4	9,0	-2,0	-1,4	19,5	18,3	-5,3	6,2	0,4	35,0	12,5	-7,2
Wachstumsraten													
2018	4,3	6,0	-3,4	-0,6	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,3	70,4	-0,2	-1,5	4,4
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
2020 Q4	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 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
2021 Mai	9,0	11,7	-5,8	-3,9	48,1	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,4	11,7	-0,1	6,5
Juni	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
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. ^(p)	7,4	10,5	-10,0	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,2	-0,1	6,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2018	4 678,9	1 010,8	3 656,7	13 410,4	11 119,2	11 480,7	4 404,0	5 741,0	847,9	126,3	1 518,3	772,9
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	12 295,3	4 721,5	6 118,8	911,7	167,8	1 548,1	865,3
2020 Q4	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 295,3	4 721,5	6 118,8	911,7	167,8	1 548,1	865,3
2021 Q1	6 069,4	994,5	5 073,2	14 457,5	12 058,9	12 410,0	4 777,1	6 176,5	953,7	151,6	1 518,4	880,2
Q2	6 217,4	1 004,1	5 211,7	14 488,0	12 077,6	12 440,5	4 746,7	6 239,8	942,0	149,1	1 523,1	887,2
Q3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 774,6	6 311,0	952,2	144,7	1 532,3	896,7
2021 Mai	6 148,8	1 002,3	5 144,7	14 463,2	12 067,9	12 417,4	4 747,0	6 215,4	949,0	156,4	1 510,7	884,7
Juni	6 217,4	1 004,1	5 211,7	14 488,0	12 077,6	12 440,5	4 746,7	6 239,8	942,0	149,1	1 523,1	887,2
Juli	6 305,8	1 006,9	5 297,2	14 530,9	12 114,7	12 474,0	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	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 774,6	6 311,0	952,2	144,7	1 532,3	896,7
Okt. ^(p)	6 393,6	987,4	5 404,6	14 677,4	12 228,9	12 590,0	4 794,2	6 334,3	945,9	154,5	1 553,0	895,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2018	91,7	-27,8	119,5	373,3	305,8	381,1	123,7	165,9	-1,4	17,5	88,4	-20,9
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	737,1	538,1	559,4	288,3	209,1	23,8	16,9	170,7	28,2
2020 Q4	165,1	-0,3	165,3	145,2	75,0	112,3	-0,6	59,7	5,7	10,1	28,4	41,8
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	164,2	9,5	154,1	53,3	43,6	51,8	-18,8	75,3	-10,6	-2,4	4,8	5,0
Q3	150,2	-5,1	155,2	131,9	117,5	120,4	39,5	65,8	19,1	-7,0	9,6	4,9
2021 Mai	57,2	1,8	55,2	40,3	34,4	26,0	4,2	24,3	1,5	4,4	-1,6	7,5
Juni	63,5	1,9	61,7	22,0	10,2	26,3	1,0	26,0	-9,5	-7,3	9,4	2,4
Juli	62,7	2,8	59,9	44,4	42,6	42,4	14,4	25,3	4,2	-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	14,9	20,7	12,5	-3,9	8,5	2,1
Okt. ^(p)	33,9	-12,0	45,9	74,7	46,2	58,5	18,9	23,7	-6,1	9,8	32,0	-3,5
Wachstumsraten												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,2	16,2	6,1	-2,6
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
2020 Q4	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 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	7,6
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3
2021 Mai	15,4	-0,2	19,3	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,5	1,7	5,2	9,6
Juni	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,6
Juli	12,4	1,0	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,2	-4,9	4,5	6,9
Aug.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,2	-6,0	2,7	7,1
Sept.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3
Okt. ^(p)	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,3	3,4	1,9	4,3	5,7	-5,7	4,4	7,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumen- tenkredite	Wohnungs- baukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2018	4 404,0	4 488,4	990,5	842,3	2 571,1	5 741,0	6 023,6	682,6	4 355,4	703,0
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	4 839,5	898,1	1 011,3	2 812,1	6 118,8	6 386,6	700,2	4 723,8	694,8
2020 Q4	4 721,5	4 839,5	898,1	1 011,3	2 812,1	6 118,8	6 386,6	700,2	4 723,8	694,8
2021 Q1	4 777,1	4 897,7	894,4	1 017,8	2 864,9	6 176,5	6 439,5	696,3	4 786,6	693,7
Q2	4 746,7	4 866,6	833,0	971,6	2 942,2	6 239,8	6 498,5	693,7	4 851,8	694,3
Q3	4 774,6	4 889,7	835,1	972,1	2 967,5	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
2021 Mai	4 747,0	4 861,8	872,6	973,7	2 900,7	6 215,4	6 475,0	692,1	4 830,8	692,5
Juni	4 746,7	4 866,6	833,0	971,6	2 942,2	6 239,8	6 498,5	693,7	4 851,8	694,3
Juli	4 747,8	4 860,7	828,2	968,1	2 951,4	6 273,3	6 531,3	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.	4 774,6	4 889,7	835,1	972,1	2 967,5	6 311,0	6 569,3	696,6	4 914,4	699,9
Okt. ^(p)	4 794,2	4 912,3	859,1	971,0	2 964,1	6 334,3	6 590,2	698,8	4 935,0	700,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	123,7	175,9	17,3	31,3	75,1	165,9	187,6	41,1	134,1	-9,4
2019	115,0	142,5	-13,1	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,3	324,8	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,9	-11,8	210,6	10,4
2020 Q4	-0,6	20,3	-21,6	-1,8	22,8	59,7	64,9	-1,0	59,5	1,2
2021 Q1	55,9	58,1	-3,8	6,8	52,9	60,8	58,1	-2,2	63,3	-0,3
Q2	-18,8	-22,4	-57,6	-43,2	82,0	75,3	70,6	2,4	72,1	0,9
Q3	39,5	43,9	4,0	1,8	33,7	65,8	67,6	4,1	63,9	-2,2
2021 Mai	4,2	-5,2	-0,4	-22,5	27,0	24,3	23,4	1,1	22,9	0,3
Juni	1,0	9,6	-39,9	-1,5	42,3	26,0	24,5	2,1	23,6	0,3
Juli	14,4	10,3	-3,0	-1,2	18,6	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.	14,9	19,4	7,0	2,3	5,6	20,7	21,4	2,1	19,9	-1,3
Okt. ^(p)	18,9	25,2	24,1	-1,6	-3,6	23,7	23,5	2,7	20,2	0,9
Wachstumsraten										
2018	2,9	4,1	1,8	3,8	3,0	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
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
2020 Q4	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
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	-2,2	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
2021 Mai	1,5	1,9	-7,8	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
Juni	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
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. ^(p)	1,9	2,5	-5,0	-3,6	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,1

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										
2018	389,1	6 813,8	1 938,6	56,1	2 097,7	2 721,4	1 046,1	432,7	187,0	194,9
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
2020 Q4	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 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	6 847,0	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,1	1 411,2	359,8	123,7	134,5
Q3	690,9	6 856,9	1 850,7	38,7	1 976,4	2 991,1	1 375,2	410,5	139,0	146,0
2021 Mai	698,1	6 839,0	1 869,6	40,7	1 947,2	2 981,6	1 463,6	326,4	133,4	130,8
Juni	680,1	6 847,0	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,1	1 411,2	359,8	123,7	134,5
Juli	686,8	6 889,7	1 860,9	39,4	1 962,6	3 026,7	1 436,9	344,9	133,4	133,2
Aug.	708,7	6 873,4	1 851,2	39,0	1 960,7	3 022,5	1 445,8	351,6	125,3	128,4
Sept.	690,9	6 856,9	1 850,7	38,7	1 976,4	2 991,1	1 375,2	410,5	139,0	146,0
Okt. ^(p)	739,6	6 866,9	1 835,3	38,1	2 005,7	2 987,7	1 396,4	470,7	139,2	146,9
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2018	44,9	49,0	-38,0	-4,9	15,1	76,8	91,8	34,0	16,2	23,6
2019	-25,0	107,9	-5,5	-2,9	28,0	88,3	312,6	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,9	-14,9	-8,0	-101,2	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2020 Q4	-48,7	-3,0	-6,9	-0,8	-43,1	47,9	-85,4	59,5	-9,8	-8,1
2021 Q1	-40,5	-27,4	-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	-17,1	-30,0	-3,6	4,3
Q3	10,8	0,5	-18,5	-1,5	8,8	11,8	-44,9	29,0	15,3	11,5
2021 Mai	-21,8	-24,2	-1,0	-0,3	-17,6	-5,3	-10,9	-52,4	0,6	-0,5
Juni	-18,0	21,0	-2,3	-0,5	-2,9	26,7	-40,6	32,4	-9,7	3,7
Juli	6,7	-0,6	-7,6	-0,7	8,1	-0,4	3,5	-12,0	9,7	-1,3
Aug.	22,0	-9,4	-10,0	-0,4	-3,9	4,9	4,9	-0,3	-8,0	-4,8
Sept.	-17,9	10,5	-1,0	-0,4	4,6	7,3	-53,3	41,2	13,7	17,6
Okt. ^(p)	48,7	11,3	-15,1	-0,5	26,4	0,5	8,4	63,4	0,2	0,9
Wachstumsraten										
2018	12,9	0,7	-1,9	-8,0	0,7	2,9	-	-	8,1	7,7
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
2020 Q4	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 Q1	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
2021 Mai	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,2	-	-	-32,1	-38,1
Juni	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
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. ^(p)	-11,3	-0,4	-4,3	-10,5	-1,9	3,4	-	-	-6,4	-4,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben					
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben							
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge		2	3	4	5	6		7	8	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	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 Q3	46,6	46,1	13,0	12,8	15,5	0,4	51,8	47,6	10,5	5,8	1,6	24,8	4,2					
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	46,5	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6					
Q2	46,3	45,8	12,8	12,8	15,5	0,5	53,3	48,7	10,5	5,9	1,5	25,0	4,6					

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

6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige	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 Q3	96,6	3,1	13,9	79,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	81,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraums)

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

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 Mai	15,7	14,3	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6	
Juni	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	
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.	14,6	13,3	4,0	1,4	0,3	8,0	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-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 Einjahreszeitraums; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
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 Q3	-7,1	-2,8	-4,0	-3,4	-5,5	-8,2	-7,2	-7,4	-4,2	
Q4	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 Q1	-8,8	-5,8	-5,6	-5,6	-12,6	-11,6	-10,5	-10,2	-7,4	
Q2	-6,4	-5,2	-4,3	-4,4	-11,2	-8,7	-9,2	-8,9	-6,2	
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 Q3	112,0	69,1	19,1	61,2	199,8	114,1	115,4	154,2	116,0	
Q4	112,8	68,7	19,0	58,4	205,7	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,4	209,0	125,3	117,9	159,6	121,4	
Q2	113,7	69,7	19,6	59,1	207,2	122,8	114,6	156,3	112,0	
	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 Q3	-3,5	-4,1	-2,6	-7,0	-2,5	-4,5	-4,2	-4,9	-4,0	-4,1
Q4	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2021 Q1	-6,6	-7,2	-2,5	-10,0	-5,8	-10,6	-7,0	-8,2	-6,4	-6,0
Q2	-7,0	-5,4	-0,6	-8,6	-4,2	-8,5	-5,8	-6,4	-6,2	-4,4
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 Q3	44,4	45,4	26,2	51,5	55,1	78,5	131,6	77,8	60,2	67,2
Q4	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	60,1	69,5
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,5	54,9	87,0	139,1	84,9	60,1	70,4
Q2	43,3	44,6	26,2	59,5	54,2	86,2	135,4	80,0	61,4	69,4

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 15. Dezember 2021.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-21-008-DE-N (Online-Version)