



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2022



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Konjunkturerwicklung	17
3 Preise und Kosten	24
4 Finanzmarktentwicklungen	33
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	39
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	48
<b>Kästen</b>	<b>53</b>
1 Die Bedeutung der Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Covid-19-Krise	53
2 Die Covid-19-Pandemie und Ruhestandsentscheidungen älterer Arbeitskräfte im Euro-Währungsgebiet	59
3 Wedelt der Schwanz mit dem Hund? Analyse der jüngsten Veränderungen in der Verteilung der Inflationserwartungen	65
4 Auswirkungen der steigenden Hypothekenzinsen auf den Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet	70
5 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 20. April bis zum 26. Juli 2022	75
6 Einheitliche Mindeststandards für die Berücksichtigung von Klimarisiken in den internen Bonitätsanalyse-verfahren des Eurosystems	82
<b>Aufsatz</b>	<b>87</b>
1 Finanzpolitische Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet zur Eindämmung des Klimawandels	87
<b>Statistik</b>	<b>111</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

## Überblick

Am 8. September 2022 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Dieser große Schritt sorgt für einen früheren Übergang von dem derzeitigen, stark akkommodierenden Leitzinsniveau auf ein Niveau, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige 2 %-Ziel des EZB-Rats gewährleisten wird. Der EZB-Rat geht auf Grundlage seiner aktualisierten Einschätzung davon aus, dass er die Zinsen in den kommenden Sitzungen weiter anheben wird, um die Nachfrage zu dämpfen und dem Risiko einer dauerhaften Aufwärtsverschiebung der Inflationserwartungen vorzubeugen. Er wird seinen geldpolitischen Kurs regelmäßig neu bewerten und dabei aktuelle Daten sowie die Entwicklung der Inflationsaussichten berücksichtigen. Die Leitzinsbeschlüsse des Rates werden auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung festgelegt.

Grund für den Beschluss des EZB-Rats ist, dass die Inflation nach wie vor deutlich zu hoch ist und voraussichtlich für längere Zeit über dem Zielwert bleiben wird. Aus demselben Grund geht der EZB-Rat davon aus, dass er die Zinsen weiter anheben wird. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge lag die Inflation im August bei 9,1 %. Angetrieben wird sie weiterhin durch die stark steigenden Energie- und Nahrungsmittelpreise, den in einigen Sektoren herrschenden Nachfragedruck infolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie durch Lieferengpässe. Der Preisdruck hat in der gesamten Wirtschaft weiter an Stärke und Breite gewonnen, und die Teuerung könnte auf kurze Sicht erneut anziehen. Wenn die aktuellen Inflationstreiber mit der Zeit nachlassen und die Normalisierung der Geldpolitik auf die Wirtschaft und die Preissetzung durchschlägt, wird die Inflation sinken. Die Fachleute der EZB haben ihre Inflationsprojektionen deutlich nach oben korrigiert. Sie rechnen nun mit durchschnittlichen Teuerungsraten von 8,1 % für 2022, 5,5 % für 2023 und 2,3 % für 2024.

Nachdem im ersten Halbjahr 2022 eine Erholung des Wirtschaftswachstums im Euroraum zu beobachten war, deuten die jüngsten Daten auf eine erhebliche Verlangsamung hin. Für den weiteren Jahresverlauf und das erste Quartal 2023 wird mit einer wirtschaftlichen Stagnation gerechnet. Die äußerst hohen Energiepreise verringern die Kaufkraft des Einkommens in der Bevölkerung. Ferner bilden sich die Lieferengpässe zwar gerade zurück, bremsen aber noch immer die Wirtschaftstätigkeit. Darüber hinaus belastet die ungünstige geopolitische Situation, und hier vor allem der ungerechtfertigte Angriff Russlands auf die Ukraine, das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen. Dieser Ausblick spiegelt sich in den jüngsten Projektionen der EZB-Fachleute für das Wirtschaftswachstum wider. Für den restlichen Jahresverlauf und für 2023 wurden sie deutlich nach unten korrigiert. Die Fachleute erwarten nun ein Wachstum von 3,1 % für 2022, 0,9 % für 2023 und 1,9 % für 2024.

Die anhaltenden, durch die Pandemie verursachten Anfälligkeiten stellen nach wie vor ein Risiko für die reibungslose Transmission der Geldpolitik dar. Der EZB-Rat wird daher bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) weiterhin flexibel agieren, um pandemiebedingten Risiken für den Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

## Konjunkturentwicklung

Eine hohe Inflation, restriktivere Finanzierungsbedingungen und anhaltende angebotsseitige Bremsfaktoren belasten die Konjunktur weltweit. Umfragedaten deuten darauf hin, dass sich die Konjunktur auf breiter Front abschwächt. Gemäß den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen, die von Fachleuten der EZB im September 2022 erstellt wurden, sind die Aussichten für das globale Wachstum verhalten: Das weltweite reale BIP – ohne das Eurogebiet – wird im laufenden Jahr um 2,9 %, im Jahr 2023 um 3,0 % und 2024 um 3,4 % steigen. Dieser Ausblick ist schwächer als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2022 dargelegt. Er impliziert, dass die Weltwirtschaft in diesem und im nächsten Jahr geringfügig hinter ihrem langfristigen Durchschnittswachstum zurückbleiben dürfte, da sich die Konjunktur sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern verlangsamt. Schwächere Nachfrageaussichten und eine verbesserte Angebotssituation haben dazu beigetragen, den Druck in den Lieferketten zu mildern, wenngleich er noch immer präsent ist. Analog zum globalen Wachstum haben sich auch die Aussichten für den Welthandel und die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums gegenüber den Juni-Projektionen eingetrübt. Der weltweite Inflationsdruck setzt sich angesichts der Preisausschläge an den Rohstoffmärkten, anhaltender Angebotsbeschränkungen, einer nach wie vor recht robusten Nachfrage und angespannter Arbeitsmärkte auf breiter Basis und erhöhtem Niveau fort. Allerdings sollte der Druck mit der Stabilisierung der Rohstoffmärkte und der Abschwächung des Wachstums nachlassen. In einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld sind die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen für das globale Weltwirtschaftswachstum abwärts- und für die globale Inflation aufwärtsgerichtet.

Die Wirtschaft im Euroraum wuchs im zweiten Quartal 2022 um 0,8 %, wofür insbesondere hohe Konsumausgaben für kontaktintensive Dienstleistungen nach der Aufhebung pandemiebedingter Einschränkungen den Ausschlag gaben. In den Sommermonaten nahm die Reisetätigkeit zu. Davon profitierten vor allem Länder mit einem bedeutenden Tourismussektor. Unterdessen litten die Unternehmen unter den hohen Energiekosten und den anhaltenden – wenngleich zuletzt allmählich nachlassenden – Lieferengpässen. Zwar hat der florierende Tourismus das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal gestützt, doch die Wirtschaftstätigkeit dürfte sich gemäß den Erwartungen des EZB-Rats im weiteren Jahresverlauf erheblich verlangsamen. Dafür sprechen im Wesentlichen vier Gründe. Erstens: Die hohe Inflation dämpft Ausgaben und Produktion in der Gesamtwirtschaft. Verstärkt werden diese Bremsfaktoren durch Störungen in der Gasversorgung. Zweitens: Die mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft eingetretene kräftige Nachfrageerholung bei den

Dienstleistungen wird in den kommenden Monaten an Schwung verlieren. Drittens: Mit der sich auch angesichts der strafferen Geldpolitik vieler großer Volkswirtschaften abschwächenden globalen Nachfrage und den sich verschlechternden Terms of Trade werden weniger Impulse für die Wirtschaft im Euroraum zu erwarten sein. Viertens: Die Unsicherheit ist nach wie vor hoch, und das Vertrauen sinkt rapide.

Unterdessen zeigt sich der Arbeitsmarkt weiterhin robust, was die Konjunktur stützt. Die Zahl der Erwerbstätigen erhöhte sich im zweiten Quartal 2022 um mehr als 600 000, und die Arbeitslosenquote markierte im Juli mit 6,6 % einen historischen Tiefstand. Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden stieg im zweiten Quartal weiter an (um 0,6 %) und ist nun höher als vor Ausbruch der Pandemie. Was die künftige Entwicklung betrifft, so dürfte die konjunkturelle Abkühlung zu einem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote führen.

Das Basisszenario der Euroraum-Projektionen vom September 2022 beruht auf der Annahme, dass einerseits die Gasnachfrage durch die hohen Preise und die vorbeugenden Maßnahmen zur Einsparung von Energie gedämpft (nach dem jüngsten EU-Abkommen zur Verringerung der Gasnachfrage um bis zu 15 %) und andererseits keine gravierende Rationierung von Gas vonnöten sein wird. Gleichwohl wird unterstellt, dass in Ländern, die stark von Gasimporten aus Russland abhängig sind und dem Risiko von Lieferausfällen unterliegen, gewisse Produktionssenkungen im Winter erforderlich sein könnten. Wenngleich die Lieferengpässe zuletzt etwas rascher als erwartet nachgelassen haben, belasten sie weiterhin die Konjunktur, wobei sie sich den Annahmen zufolge nur allmählich auflösen dürften. Auf mittlere Sicht dürfte sich das Wirtschaftswachstum ungeachtet der ungünstigeren Finanzierungsbedingungen wieder erholen, wenn der Energiemarkt zu einem Gleichgewicht zurückfindet, die Unsicherheit abflaut, die Lieferengpässe schwinden und die Realeinkommen steigen. Der Arbeitsmarkt dürfte sich im Gefolge der konjunkturellen Verlangsamung abschwächen, insgesamt aber recht widerstandsfähig bleiben. In den Projektionen der EZB-Fachleute vom September 2022 wird das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr insgesamt mit durchschnittlich 3,1 % beziffert; 2023 dürfte es sich deutlich auf 0,9 % verlangsamen und 2024 wieder auf 1,9 % anziehen. Der Ausblick für das BIP-Wachstum ist dank unerwartet positiver Daten im ersten Halbjahr gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Juni für 2022 um 0,3 Prozentpunkte nach oben revidiert worden. Für 2023 und 2024 ergab sich eine Abwärtskorrektur um 1,2 bzw. 0,2 Prozentpunkte. Hierfür ursächlich waren vor allem Störungen bei der Energieversorgung und die höhere Inflation und der damit verbundene Rückgang des Vertrauens.

Der öffentliche Finanzierungssaldo im Euroraum wird sich den September-Projektionen zufolge bis 2024 kontinuierlich verbessern, wenn auch etwas geringfügiger als noch in den Juni-Projektionen vorhergesehen. Allerdings sind die finanzpolitischen Prognosen weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet, die in erster Linie mit dem Krieg in der Ukraine und der Entwicklung an den Energiemärkten zusammenhängt. Mithin könnten sich die Regierungen dazu veranlasst sehen, zusätzliche finanzpolitische Stimulierungsmaßnahmen zu ergreifen. Derartige

Stützungsmaßnahmen sind weitgehend darauf ausgerichtet, die steigenden Lebenshaltungskosten insbesondere im Energiebereich abzufedern. Eine Rolle spielen darüber hinaus auch die Finanzierung des Ausbaus von Verteidigungskapazitäten und die Unterstützung von Kriegsflüchtlingen aus der Ukraine. Dennoch ist mit einer weiteren Verringerung der gesamtstaatlichen Defizitquote zu rechnen, und zwar von 5,1 % im Jahr 2021 auf 3,8 % im laufenden Jahr und nochmals auf 2,7 % am Ende des Prognosezeitraums. Nachdem der fiskalische Kurs 2020 als Reaktion auf die Coronakrise (Covid-19) stark gelockert worden war, wurde er im vergangenen Jahr angezogen und dürfte 2023 noch etwas gestrafft sein. Für 2024 wird mit einer neutralen fiskalischen Ausrichtung gerechnet. Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit und der Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick durch den Krieg in der Ukraine sowie der Energiepreissteigerungen und der anhaltenden Lieferkettenstörungen empfahl die Europäische Kommission am 23. Mai 2022, die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) bis Ende 2023 zu verlängern. Hierdurch sei es der nationalen Finanzpolitik möglich, erforderlichenfalls auf veränderte Rahmenbedingungen zu reagieren. Angesichts der Haushaltsungleichgewichte, die immer noch über dem Stand vor der Pandemie liegen, und der außerordentlich hohen Inflation muss die Finanzpolitik freilich in zunehmendem Maße selektiv und zielgenau vorgehen. Nur so können in der mittleren Frist eine Verstärkung des Inflationsdrucks vermieden und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gewährleistet werden.

Die finanzpolitische Unterstützung zur Abfederung der Auswirkungen höherer Energiepreise sollte befristet und nur auf schutzbedürftige Privathaushalte und die anfälligsten Unternehmen ausgerichtet sein, um das Risiko eines höheren Inflationsdrucks zu begrenzen, die Effizienz der öffentlichen Ausgaben zu verbessern und die Schuldentragfähigkeit zu wahren. Strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf abzielen, das Wachstumspotenzial des Euroraums zu steigern und seine Widerstandsfähigkeit zu stärken.

## Inflation

Die Inflation zog im August weiter auf 9,1 % an. Die Verteuerung von Energie lag mit 38,3 % nach wie vor auf einem extrem hohen Stand und leistete damit erneut den größten Beitrag zur Gesamtinflation. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Ölpreise auf kurze Sicht nachgeben, während die Großhandelspreise für Gas auf einem außerordentlich hohen Niveau verbleiben werden. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln erhöhte sich im August ebenfalls, und zwar auf 10,6 %. Zum Teil ist dies gestiegenen Vorleistungskosten im Zusammenhang mit Energie, Handelsstörungen bei Nahrungsmittelrohstoffen und widrigen Witterungsbedingungen zuzuschreiben. Die Lieferengpässe haben sich zwar verringert, schlagen aber weiterhin sukzessive auf die Verbraucherpreise durch und sorgen – ebenso wie die Nachfrageerholung im Dienstleistungssektor – für Aufwärtsdruck auf die Inflation. Auch die Abwertung des Euro hat zum Aufbau des Inflationsdrucks beigetragen. Dieser erfasst immer mehr Sektoren, was unter anderem daran liegt, dass die hohen Energiekosten Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft haben. Dementsprechend weisen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor ein erhöhtes



Niveau auf. Die Fachleute der EZB gehen in ihren jüngsten Projektionen davon aus, dass die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel 2022 bei 3,9 %, 2023 bei 3,4 % und 2024 bei 2,3 % liegen wird. Robuste Arbeitsmärkte und eine gewisse Aufholdynamik zur Kompensation der höheren Inflation dürften zum Lohnwachstum beitragen. Zugleich deuten die neu verfügbaren Daten sowie die jüngsten Tarifvereinbarungen auf eine weiterhin insgesamt verhaltene Lohnentwicklung hin. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Mit Blick auf die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf Werte oberhalb des Inflationsziels ist jedoch eine weitere Beobachtung erforderlich.

Vor dem Hintergrund erneuter großer Angebotsschocks, die schneller als in der Vergangenheit auf die Verbraucherpreise durchschlagen, steigt die Teuerungsrate weiter an. Den September-Projektionen der EZB zufolge dürfte die HVPI-Gesamtinflation im restlichen Jahresverlauf bei über 9 % bleiben. Grund hierfür sind die sehr hohen Preise für Energie und Nahrungsmittelrohstoffe sowie der Aufwärtsdruck durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft, Lieferengpässe und angespannte Arbeitsmärkte. Der erwartete Rückgang der Inflationsrate von durchschnittlich 8,1 % im Jahr 2022 auf 5,5 % im Jahr 2023 und 2,3 % im Jahr 2024 resultiert in erster Linie aus einem deutlich nachlassenden Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln, der auf negative Basiseffekte und die Annahme eines Rückgangs der Rohstoffpreise analog zu den Terminpreisen zurückzuführen ist. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte bis Mitte 2023 auf einem historischen Höchststand bleiben, danach jedoch zurückgehen, da die Effekte im Zusammenhang mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft abklingen und sich die Lieferengpässe wie auch der Kostendruck bei den Vorleistungen für Energie zurückbilden. Die Gesamtinflation dürfte 2024 weiterhin über dem von der EZB angestrebten Ziel von 2 % liegen. Zurückzuführen ist dies auf die verzögerte Wirkung der hohen Energiepreise auf die Inflationskomponenten ohne Energie, die jüngste Abwertung des Euro, robuste Arbeitsmärkte und gewisse Effekte des Inflationsausgleichs bei den Löhnen, deren Anstieg deutlich über dem historischen Durchschnitt liegen dürfte. Gegenüber den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2022 wurde die Gesamtinflation für 2022 und 2023 deutlich (um 1,3 bzw. 2,0 Prozentpunkte) und für das Jahr 2024 leicht (um 0,2 Prozentpunkte) nach oben korrigiert. Ausschlaggebend hierfür sind aktuelle Daten, die anders als erwartet ausfielen, drastisch höhere Annahmen für die Großhandelspreise von Gas und Strom, ein stärkeres Lohnwachstum und die jüngste Abwertung des Euro. Diese Effekte überwogen die dämpfende Wirkung des kürzlich erfolgten Preisrückgangs bei Nahrungsmittelrohstoffen, der weniger gravierend als zuvor angenommen ausfallenden Lieferengpässe sowie der schwächeren Wachstumsaussichten.

## Risikobewertung

Vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Weltkonjunktur überwiegen vor allem auf kurze Sicht die Abwärtsrisiken für das Wachstum. Ein lang andauernder Krieg in der Ukraine stellt – insbesondere bei einer etwaigen Rationierung der Energieversorgung von Unternehmen und privaten Haushalten – nach wie vor ein



erhebliches Risiko für das Wachstum dar. Dies wird auch im Abwärtsszenario der Projektionen berücksichtigt. Eine solche Situation könnte das Vertrauen weiter schwächen und angebotsseitige Engpässe wieder verschärfen. Energie- und Nahrungsmittelkosten könnten ebenfalls dauerhaft höher bleiben als erwartet. Eine weitere Eintrübung der weltwirtschaftlichen Aussichten könnte die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums zusätzlich belasten.

In Bezug auf die Inflationsaussichten überwiegen die Aufwärtsrisiken. Wie beim Wachstum besteht das größte Risiko auf kurze Sicht in einer weiteren Störung der Energieversorgung. Auf mittlere Sicht könnte die Inflation höher ausfallen als erwartet, wenn die Produktionskapazität im Euroraum dauerhaft beeinträchtigt wird, die Energie- und Nahrungsmittelpreise weiter anziehen, die Inflationserwartungen über den Zielwert des EZB-Rats ansteigen oder die Löhne stärker wachsen als erwartet. Sollten die Energiekosten oder die Nachfrage jedoch mittelfristig sinken, würde dies den Preisdruck mindern.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind gestiegen, da eine weitere geldpolitische Normalisierung als Reaktion auf die Inflationsaussichten vorweggenommen wird. Unternehmenskredite haben sich in den vergangenen Monaten verteuert, und die Bankkreditzinsen für private Haushalte sind so hoch wie seit über fünf Jahren nicht mehr. Das Volumen der Bankkreditvergabe an Unternehmen ist nach wie vor hoch, was teilweise dem Finanzierungsbedarf aufgrund hoher Produktionskosten und des Lageraufbaus zuzuschreiben ist. Die Vergabe von Hypothekendarlehen an private Haushalte verlangsamt sich wegen restriktiver werdender Kreditrichtlinien, steigender Kreditkosten und eines schwachen Verbrauchervertrauens.

## Geldpolitische Beschlüsse

Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend wurden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 14. September 2022 auf 1,25 %, 1,50 % bzw. 0,75 % erhöht. Dieser große Schritt sorgt für einen früheren Übergang von dem derzeitigen, stark akkommodierenden Leitzinsniveau auf ein Niveau, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige 2 %-Ziel des EZB-Rats unterstützen wird. Grund für den Zinsschritt ist, dass die Inflation nach wie vor deutlich zu hoch ist und voraussichtlich für längere Zeit über dem Zielwert bleiben wird. Aus demselben Grund geht der EZB-Rat davon aus, dass er die Zinsen weiter anheben wird. Die Leitzinsbeschlüsse des Rates werden auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung festgelegt.

Nach der Anhebung des Zinssatzes für die Einlagefazilität auf einen Wert über null ist das zweistufige System für die Verzinsung von Überschussreserven nicht mehr erforderlich. Der EZB-Rat beschloss daher auf seiner Sitzung vom 8. September 2022, das zweistufige System auszusetzen, indem der Multiplikator auf null gesetzt wird.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen begonnen hat, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um eine reichliche Liquiditätsausstattung zu gewährleisten und einen angemessenen geldpolitischen Kurs aufrechtzuerhalten. Mit Blick auf das PEPP beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 weiterhin bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird. Die Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im PEPP-Portfolio werden flexibel wieder angelegt, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat wird die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiterhin beobachten und dafür sorgen, dass die Fälligkeit von Geschäften 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.

Um die Wirksamkeit der geldpolitischen Transmission zu gewährleisten und das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte sicherzustellen, beschloss der EZB-Rat am 8. September 2022, die Obergrenze von 0 % für die Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte vorübergehend aufzuheben. Stattdessen wird entweder der Zinssatz für die Einlagefazilität (Einlagesatz) des Eurosystems oder der Euro Short-Term Rate (€STR) für eine befristete Zeit die Obergrenze bilden – je nachdem, welcher der beiden Zinssätze niedriger ist. Dies gilt auch im Falle eines positiven Einlagesatzes. Die Maßnahme soll bis zum 30. April 2023 in Kraft bleiben. Diese Änderung wird zu einer Zeit, in der sich in einigen Segmenten der Repomärkte im Euroraum eine Knappheit an Sicherheiten abzeichnet, einen abrupten Abfluss von Einlagen in den Markt verhindern und eine eingehende Beurteilung darüber ermöglichen, wie sich die Geldmärkte auf die Rückkehr zu positiven Zinssätzen ausrichten.

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Das Instrument zur Absicherung der Transmission (TPI) steht zur Verfügung, um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen. Es ermöglicht dem EZB-Rat mithin eine effektivere Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Die hohe Inflation, restriktivere Finanzierungsbedingungen und die anhaltenden Lieferengpässe fordern ihren Tribut, denn die Konjunktur schwächt sich weltweit ab. Gemäß den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2022 ist der Ausblick für das Weltwirtschaftswachstum verhalten. Demnach wird das globale reale BIP (ohne Euroraum) im laufenden Jahr um 2,9 %, im Jahr 2023 um 3,0 % und 2024 um 3,4 % steigen. Dieser Ausblick ist schwächer als in den Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2022 angenommen. Er impliziert, dass die Weltwirtschaft in diesem und im nächsten Jahr geringfügig hinter ihrem langfristigen Durchschnittswachstum zurückbleiben wird, da sich die Konjunktur sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern verlangsamt. Verhaltene Aussichten für die Nachfrage und eine verbesserte Angebotslage haben dazu beigetragen, den Druck in den Lieferketten zu mindern, wenngleich er nach wie vor vorhanden ist. Der Ausblick für den Welthandel und die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet hat sich gegenüber den Projektionen vom Juni ebenfalls eingetrübt. Der globale Preisdruck bleibt angesichts der Preissprünge an den Rohstoffmärkten, der anhaltenden Lieferengpässe sowie der immer noch relativ robusten Nachfrage und der angespannten Arbeitsmärkte breit angelegt und auf erhöhtem Niveau. Mit der Stabilisierung der Rohstoffmärkte und der Abschwächung des Wachstums dürfte sich der Druck jedoch zurückbilden. In einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld sind die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen für das globale Wirtschaftswachstum insgesamt abwärtsgerichtet und für den weltweiten Preisdruck aufwärtsgerichtet.*

**Die weltwirtschaftliche Entwicklung verlangsamt sich, da die hohe Inflation, restriktivere Finanzierungsbedingungen und die anhaltenden Lieferengpässe die Konjunktur belasten.** Der Krieg in der Ukraine hat die Preise für Energierohstoffe in die Höhe getrieben und zu einer Störung der internationalen Nahrungsmittelversorgungsketten geführt. Dadurch ist der Inflationsdruck weltweit gestiegen, und es kamen Bedenken hinsichtlich der globalen Nahrungsmittelsicherheit auf. In China ist die wirtschaftliche Erholung von den Lockdowns, die im Frühjahr in wichtigen Provinzen angeordnet wurden, zuletzt ins Stocken geraten. Zurückzuführen ist diese Entwicklung auf eine schwächere Nachfrage infolge der strikten Maßnahmen zur Bekämpfung kleinerer Coronavirus-Ausbrüche sowie auf Produktionskürzungen in einigen energieintensiven Sektoren und eine Verschärfung der Rezession im Wohnimmobiliensektor. Die anhaltende Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen, die seit dem Frühjahr in führenden Industrieländern zu beobachten ist, hat zur Stützung des Konsums im Reiseverkehr und Gastgewerbe beigetragen. Jedoch wirkt sich der außergewöhnlich hohe Inflationsdruck, der die Zentralbanken zur Straffung der Geldpolitik gezwungen hat, negativ auf das verfügbare Einkommen und die während der Pandemie aufgebauten Ersparnisse aus.

**Umfragedaten signalisieren, dass sich die Konjunktur auf breiter Front abschwächt.** Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe der Industrie- und Schwellenländer hat sich im August dieses Jahres weiter verringert (siehe Abbildung 1). Ähnliche Entwicklungen sind – insbesondere in den Industrieländern –

auch im Dienstleistungssektor zu verzeichnen. Der Konjunkturindikator für das globale reale BIP (ohne Euroraum), der auf einer breiten Palette von Indikatoren basiert, bestätigt die aus Umfragen gewonnenen Erkenntnisse und deutet darauf hin, dass die konjunkturelle Dynamik im Verlauf des Monats August weiter abgenommen hat. Diese Entwicklungen stehen mit der Schätzung für das zweite Quartal 2022 im Einklang, wonach das globale reale BIP (ohne Euroraum) in diesem Jahresviertel um 0,6 % geschrumpft ist. Verglichen mit den Projektionen vom Juni spiegelt die Verschlechterung der Ergebnisse ein gegenüber früheren Annahmen schwächeres Wachstum in China, Japan, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten wider.

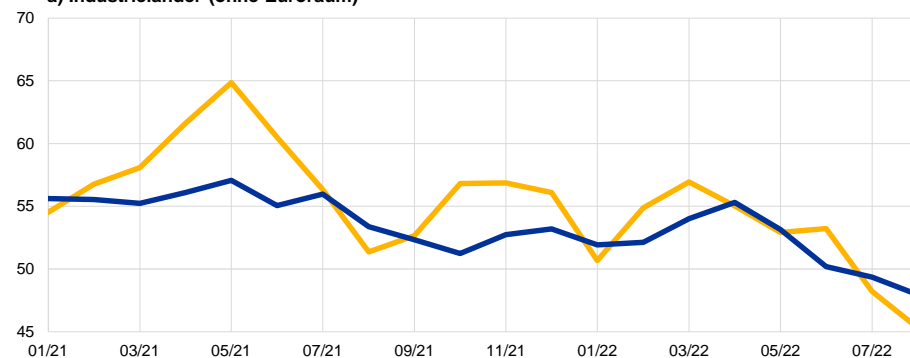
### Abbildung 1

#### EMI für die Produktion nach Sektor und Art der Wirtschaft

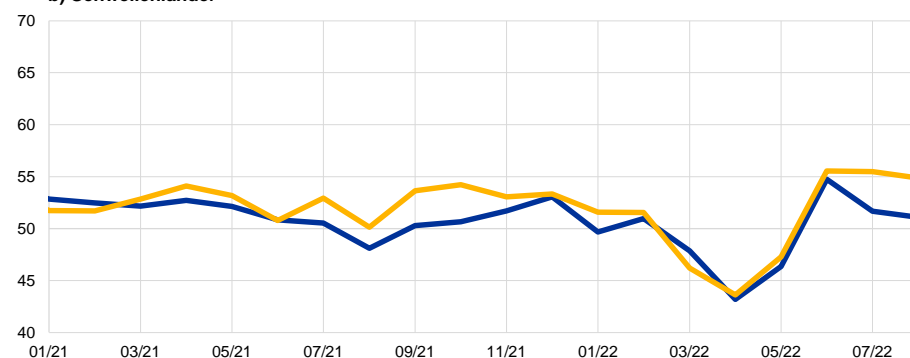
(Diffusionsindizes)

— Dienstleistungssektor  
— Verarbeitendes Gewerbe

##### a) Industrieländer (ohne Euroraum)



##### b) Schwellenländer



Quellen: S&P Global und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022.

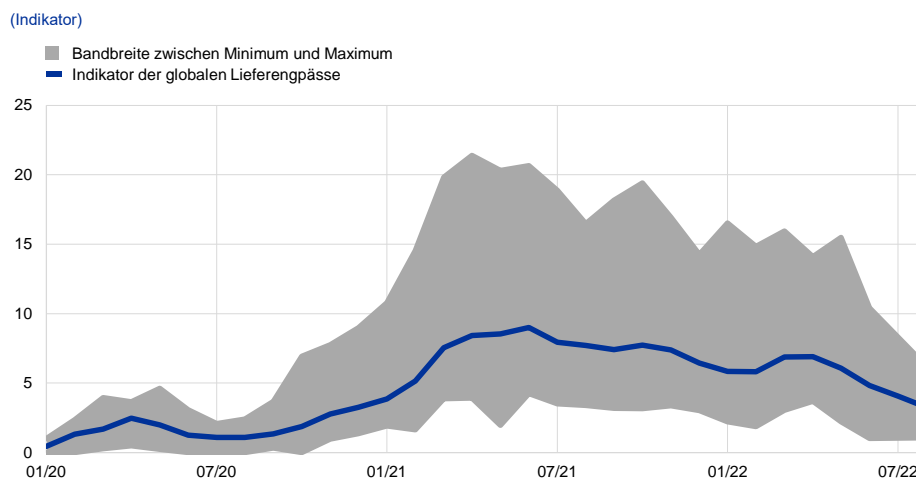
**Der Ausblick für das Wachstum der Weltwirtschaft ist verhalten, wobei das globale reale BIP (ohne Euroraum) im laufenden Jahr um 2,9 %, im Jahr 2023 um 3,0 % und 2024 um 3,4 % steigen dürfte.** Insgesamt wird erwartet, dass die Weltwirtschaft in diesem und im nächsten Jahr mit einer geringfügig unter dem langfristigen Durchschnitt liegenden Rate wachsen wird, da sich die Konjunktur sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern verlangsamt. Gegenüber den Projektionen vom Juni 2022, die Expertinnen und Experten des Eurosystems erstellt haben, wurde das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) für

2022 um 0,1 Prozentpunkte, für 2023 um 0,4 Prozentpunkte und für 2024 um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Diese Abwärtskorrektur der Wachstumsannahmen im Projektionszeitraum ist vor allem auf die Eintrübung der Aussichten in China und den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Im Vereinigten Königreich dürfte der kräftige Anstieg der Energiepreise die Konjunktur schwer belasten, die den Erwartungen zufolge ab dem Jahreswechsel schrumpfen wird. Die Abwärtskorrekturen für das Wachstum im laufenden Jahr wurden teilweise dadurch kompensiert, dass die Rezession in Russland etwas milder ausgefallen ist als angenommen und die russische Wirtschaft die Sanktionen bislang besser verkräftet hat als ursprünglich gedacht. Darüber hinaus hat sich die Konjunktur in einigen großen Schwellenländern wie Brasilien, Mexiko und der Türkei dynamischer entwickelt als erwartet.

**Die schwächere Aktivität im verarbeitenden Gewerbe weltweit beeinträchtigt den Handel, der sich bereits seit dem Frühjahr dieses Jahres verlangsamt.**

Auch ungeachtet der Lieferunterbrechungen infolge der strikten Lockdowns, die im Frühjahr in wichtigen chinesischen Provinzen verfügt wurden, lässt sich am internationalen Warenhandel deutlich eine nachlassende Handelsdynamik ablesen. Grund hierfür ist, dass sich in den Industrieländern die private Nachfrage nach Waren gegenüber dem zuvor hohen Niveau allmählich normalisiert. Außerdem weist der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes, der im August den zweiten Monat in Folge unterhalb der Wachstumsschwelle lag, auf eine weitere Eintrübung der Aussichten für den globalen Warenhandel hin. Vor diesem Hintergrund haben sich die Lieferzeiten verkürzt, wenngleich sie in einigen wichtigen Volkswirtschaften wie dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten ihr früheres Niveau noch immer nicht erreicht haben. Die Lieferengpässe im verarbeitenden Gewerbe bildeten sich bei einer ganzen Reihe von Waren zurück, was im Verbund mit der nachlassenden Nachfrage dazu beitrug, den weltweiten Angebotsdruck etwas zu mindern (siehe Abbildung 2). Dennoch bleiben einige Lieferengpässe bestehen.

**Abbildung 2**  
Indikator der globalen Lieferengpässe



Quellen: S&P Global und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator der globalen Lieferengpässe stellt dar, bei wie vielen ausgewählten Positionen gemessen am langfristigen Durchschnitt pro Monat eine Knappheit bestand. Der langfristige Durchschnitt entspricht dem Indikatorwert 1. Der schattierte Bereich, der die Bandbreite zwischen Minimum und Maximum anzeigt, bezieht sich auf das 5.-95. Perzentil für 20 ausgewählte Positionen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022.

**Der Ausblick für den internationalen Handel hat sich eingetrübt.** Das Wachstum der globalen Importe (ohne Euroraum) wird sich den Erwartungen gemäß im Jahr 2022 auf 4,6 %, 2023 auf 2,7 % und 2024 auf 3,4 % belaufen. Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Eurogebiets dürfte zugleich etwas schwächer ausfallen, was besonders für das Jahr 2023 gilt. Im Vergleich zu den Juni-Projektionen wurden die Aussichten für den Welthandel und die Auslandsnachfrage im Euroraum für die beiden letzten Jahre des Projektionszeitraums nach unten revidiert. Für das laufende Jahr wurden sie indes nach oben korrigiert, da sich der Handel in den Industrieländern zu Jahresbeginn dynamischer entwickelte als bis dato angenommen. Dies betrifft insbesondere das Vereinigte Königreich und die europäischen Länder außerhalb des Eurogebiets.

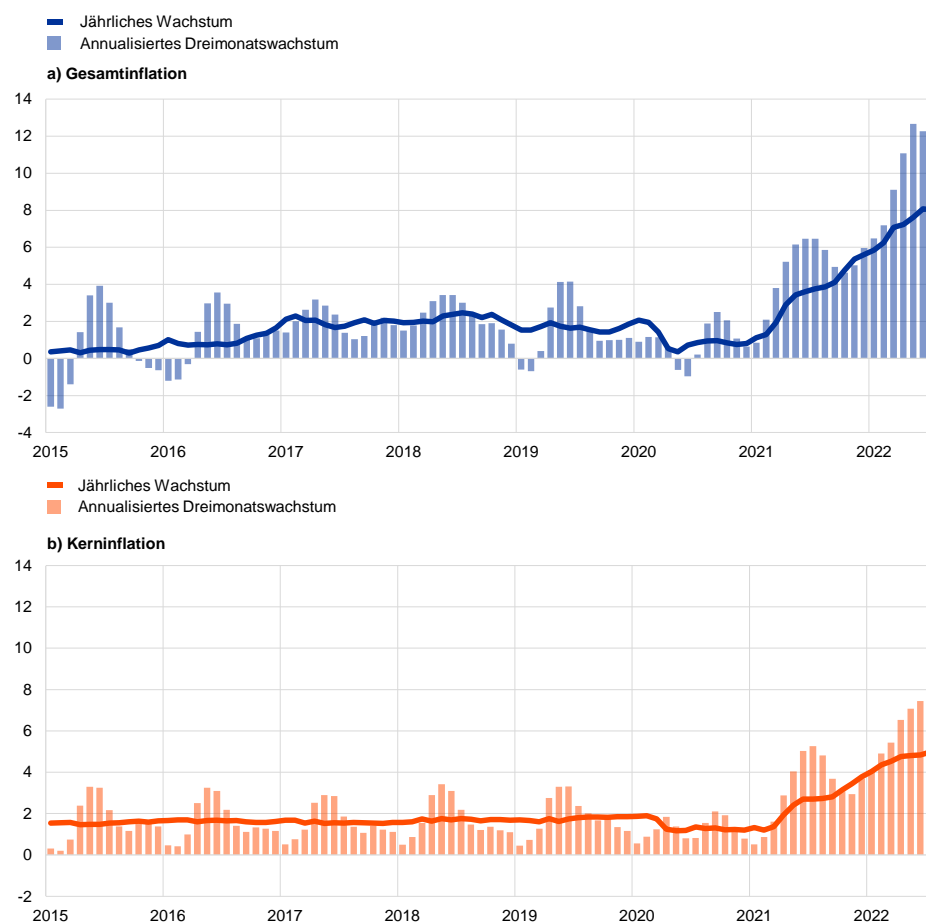
**Auf globaler Ebene ist nach wie vor ein breit angelegter und erhöhter Preisdruck zu beobachten.** Hierin schlagen sich die Preissprünge bei Rohstoffen, die anhaltenden Lieferengpässe, die noch immer recht robuste Nachfrage und die angespannte Arbeitsmarktlage nieder. Allerdings wird erwartet, dass der Inflationsdruck im Zuge einer Stabilisierung der Rohstoffmärkte und der Wachstumsabschwächung allmählich nachlässt. Die jährliche Gesamtinflation in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) verringerte sich leicht von 8,1 % im Juni auf 8,0 % im Juli. Dabei wurde ein Anstieg der Kerninflation durch einen niedrigeren Beitrag der Preissteigerungen bei Energie und Nahrungsmitteln mehr als ausgeglichen.<sup>1</sup> Die Inflationsdynamik ist indes nach wie vor hoch, und die Teuerungsraten liegen deutlich über dem Niveau, das Mitte 2021 verzeichnet wurde, als sich die Nachfrage mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft kräftig erholte (siehe Abbildung 3).

<sup>1</sup> Die Daten zur Inflationsentwicklung im OECD-Raum werden ohne die Türkei ausgewiesen. Grund hierfür ist, dass das Land im Juli auf der Verbraucherstufe gemessen eine jährliche Gesamtteuerungsrates von 79,6 % verzeichnete und damit als Ausreißer unter den OECD-Staaten betrachtet werden kann.

**Der zunehmende Inflationsdruck manifestiert sich auch in steigenden Exportpreisen der Wettbewerber des Eurogebiets.** Diese (in Landeswährung gerechneten) Preise wurden gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni nach oben korrigiert, da die Auswirkungen der etwas niedrigeren Preisannahmen für Öl und Rohstoffe ohne Energie durch den stärkeren Preisdruck im Inland und weltweit mehr als kompensiert wurden. Der Rückgang der Rohstoffpreise, der angesichts der Entwicklung der entsprechenden Terminkontrakte zu erwarten ist, dürfte jedoch zusammen mit der Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums den Inflationsdruck auf mittlere Sicht dämpfen.

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: OECD-Aggregate jeweils ohne die Türkei. In der Türkei lag die jährliche Gesamtinflation bei 79,6 % und die Kerninflation bei 63,8 %. Unter Einbeziehung der Türkei ergäbe sich für die OECD-Staaten im Juli eine jährliche Gesamtinflation von 10,2 % und eine jährliche Kerninflation von 6,8 % (nicht in der Abbildung ausgewiesen). Im Juni lagen die entsprechenden Werte bei 10,3 % bzw. 6,5 %. Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2022.

**Die Notierungen für Öl und Rohstoffe (ohne Energie) gingen gegenüber den Projektionen vom Juni zurück, während die Gaspreise in Europa weiter in die Höhe schnellten.** Der Abwärtsdruck auf die Ölpreise resultierte daraus, dass infolge der Eintrübung der weltwirtschaftlichen Aussichten und der Ausweitung der globalen Ölförderung eine Entspannung bei der Ölnachfrage erwartet wird. Die weltweite Ölproduktion erreichte im Juli den höchsten Stand seit Januar 2020. Das russische



Ölangebot hat sich bislang als unerwartet stabil erwiesen. Dies ist vor allem der Tatsache geschuldet, dass Russland seine Ölausfuhren nach Indien, in die Türkei und nach China umgelenkt hat. Während die Ölnotierungen zuletzt gesunken sind, haben die Gaspreise vor allem aufgrund der Drosselung der Gaslieferungen aus Russland weiter zugelegt. Besonders die Tatsache, dass die Lieferungen nach Deutschland über die Nord-Stream-1-Pipeline im Juli um 80 % gekürzt wurden, sowie die kürzlich erfolgte Ankündigung einer erneuten Unterbrechung dieser Gasströme auf unbestimmte Zeit haben die Befürchtung verstärkt, dass die russischen Gaslieferungen nach Westeuropa komplett eingestellt werden. Die Notierungen von Industriemetallen waren angesichts von Bedenken hinsichtlich der Nachfrage aus China und auch allgemein wegen der Verschlechterung der weltweiten Konjunkturaussichten rückläufig. Die Nahrungsmittelpreise sanken ebenfalls; ausschlaggebend hierfür waren die trilateralen Vereinbarungen zwischen der Türkei und den Vereinten Nationen, Russland und der Ukraine zur Schaffung eines sicheren Korridors für Getreidelieferungen aus der Ukraine.

**Die internationalen Finanzierungsbedingungen haben sich seit der vorangegangenen Projektionsrunde uneinheitlich entwickelt.** So war zunächst eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu beobachten. Aufgrund der hohen und weiter steigenden Inflation vollzog sich die Normalisierung der Geldpolitik rascher als zuvor erwartet. Zudem erhöhten sich die Anleiherenditen, und es kam zu Kurskorrekturen bei risikoreichen Vermögenswerten. Da sich die Wachstumsaussichten jedoch abgeschwächt haben, kehrte sich diese Verschärfung zuletzt in weiten Teilen wieder um. Dies war besonders in den Schwellenländern der Fall, in geringerem Maße aber auch in den Vereinigten Staaten und anderen Industrieländern. Die Lockerung der Finanzierungsbedingungen wirkte in gewissem Umfang den von den Zentralbanken ergriffenen Maßnahmen entgegen. Zugleich signalisierten die Notenbanken gemeinhin, dass noch viel zu tun sei, um die rekordhohe Inflation in den Griff zu bekommen. Da für die Geldpolitik Daten von großer Bedeutung sind, reagieren die Finanzierungsbedingungen weiterhin sensibel auf neue Entwicklungen in Bezug auf die Inflation und die gesamtwirtschaftliche Lage.

**In den Vereinigten Staaten schrumpfte das reale BIP im zweiten Quartal 2022 erneut, da die Ausgaben der privaten Haushalte und die Investitionen sanken.** Steigende Hypothekenzinsen sowie ein hoher Kostendruck führten zu einer Verringerung der Wohnungsbauinvestitionen, was auch am weiteren Rückgang der Baubeginne zu erkennen war. Die privaten Konsumausgaben schwächten sich ab, da das Verbrauchervertrauen sank und sich durch die hohen Teuerungsraten das real verfügbare Einkommen verringerte. Mit Blick auf die nähere Zukunft dürfte das Wachstum des realen BIP ab dem dritten Quartal wieder positive Werte aufweisen, insgesamt jedoch verhalten bleiben. Die Gesamtinflation gab im Juli stärker nach als erwartet, nachdem sie sich im Juni noch beschleunigt hatte. Die jährliche am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate sank im Juli infolge der rückläufigen Energiepreise auf 8,5 %, während die Kernrate unverändert bei 5,9 % lag.

**Die chinesische Wirtschaft nahm zwar im Juni 2022 wieder Fahrt auf, doch geriet die Erholung im Juli erneut ins Stocken.** Im zweiten Quartal 2022 kam es zu einem Konjunkturrückgang, nachdem aufgrund von Corona-Ausbrüchen in wichtigen Provinzen strikte Eindämmungsmaßnahmen im Rahmen der chinesischen Null-Covid-Strategie verhängt worden waren. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Wirtschaft wieder in den Wachstumsbereich zurückkehren. Dies gilt unter der Annahme, dass die politischen Stützungsmaßnahmen ausgeweitet werden und nur wenige Corona-Ausbrüche zu verzeichnen sind. Dementsprechend wurde der Wachstumsausblick für China verglichen mit den Juni-Projektionen für das laufende Jahr deutlich und für den übrigen Projektionszeitraum etwas weniger stark nach unten revidiert. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe fällt in China indes weiterhin moderat aus.

**In Japan schwenkte die Konjunktur – gestützt durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft – auf einen Erholungspfad ein.** Nach der wirtschaftlichen Kontraktion im ersten Jahresviertel 2022 belebte sich die Konjunktur im zweiten Quartal wieder. Triebfeder war eine Erholung der Inlandsnachfrage, nachdem die Corona-Beschränkungen gelockert worden waren. Es wird erwartet, dass sich die moderate wirtschaftliche Erholung fortsetzt. Die jährliche VPI-Teuerungsrate wird den Projektionen zufolge im laufenden Jahr oberhalb der Zielmarke der japanischen Notenbank von 2 % bleiben und in der Folgezeit unter diesen Wert sinken.

**Im Vereinigten Königreich dürfte sich die Wachstumsdynamik weiter abschwächen, da der Rückgang des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte die Konsumausgaben belastet.** Das Wachstum des realen BIP verlangsamte sich im zweiten Vierteljahr 2022 und dürfte in den kommenden Quartalen weiter abnehmen. Es ist davon auszugehen, dass die Wirtschaft angesichts der stark steigenden Teuerung – die noch weiter zulegen dürfte – zum Jahreswechsel hin allmählich schrumpfen wird. Die Lage am Arbeitsmarkt bleibt angespannt, und der breit angelegte Lohndruck trägt zusätzlich zur anhaltend hohen Inflation im Land bei. Des Weiteren dürften die hohen Rohstoffnotierungen den Anstieg der Verbraucherpreise auch im restlichen Jahresverlauf weiter befördern.

**In Russland deuten die aktuellen Daten auf eine einsetzende Rezession hin, die allerdings nicht so gravierend ausfallen dürfte wie zuvor erwartet.** Im zweiten Jahresviertel 2022 verringerte sich das reale BIP um 5,8 % gegenüber dem Vorquartal. Dies lässt darauf schließen, dass die erwartete Rezession in diesem Jahr weniger ausgeprägt sein wird als in den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2022 angenommen. Die Wirtschaftsleistung dürfte dennoch deutlich zurückgehen, weil sowohl die Binnennachfrage als auch der Handel mit dem Ausland immer stärker unter den beispiellosen internationalen Sanktionen zu leiden haben. Die Sanktionsmaßnahmen haben zu höheren Importpreisen und Lieferunterbrechungen geführt, was wiederum einen Aufwärtsdruck auf die Teuerung zur Folge hatte. Allerdings wurde dieser Druck in jüngster Zeit durch eine Aufwertung des Rubel und eine schwächere Verbrauchernachfrage abgemildert.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet belief sich im zweiten Quartal 2022 auf 0,8 %. Dieser Anstieg war vor allem auf die dynamische Entwicklung im Dienstleistungssektor zurückzuführen, da die Aufhebung pandemiebedingter Einschränkungen die Konsumausgaben für kontaktintensive Dienstleistungen stützte. Der Reiseverkehr nahm zu, was insbesondere den Ländern mit einer großen Tourismusbranche zugutekam. Dagegen litt das verarbeitende Gewerbe unter den hohen Energiekosten, der Drosselung der Gaslieferungen und den anhaltenden, wenn auch rückläufigen Lieferengpässen. Mit Blick auf die Zukunft werden sich die wirtschaftlichen Folgen des Krieges in der Ukraine weiter ausbreiten und für eine weitere Eintrübung der Aussichten für das Eurogebiet sorgen. Für das dritte Quartal wird mit einer spürbaren Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit gerechnet. Während das Wirtschaftswachstum im Euroraum in den Sommermonaten noch vom dynamischen Tourismussektor getragen wurde, lassen die vom Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgehenden Impulse nun nach. Hinzu kommt, dass die hohe Inflation und die fortbestehende Unsicherheit, insbesondere im Zusammenhang mit den Störungen der Gasversorgung und den allgemeinen geopolitischen Auswirkungen eines lang anhaltenden Krieges, alle Wirtschaftszweige belasten. Auch im Winter 2022/2023 dürften diese Faktoren die Konjunktur im Euroraum beeinträchtigen. Positiv ist anzumerken, dass die finanzpolitischen Maßnahmen zur Abfederung der Folgen des Energiepreisanstiegs, die insgesamt robuste Entwicklung an den Arbeitsmärkten sowie die akkumulierten Ersparnisse der Wirtschaftstätigkeit Auftrieb verleihen sollten. Auf mittlere Sicht dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet allmählich erholen, wenn der Energiemarkt zu einem Gleichgewicht zurückfindet, die Unsicherheit nachlässt, die Lieferengpässe sich auflösen und die Realeinkommen steigen.*

*Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022, denen zufolge das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr bei 3,1 %, im kommenden Jahr bei 0,9 % und 2024 bei 1,9 % liegen wird. Gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2022 wurden die Aussichten für 2022 nach oben und für 2023 sowie 2024 nach unten korrigiert.*

### **Die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet profitierte im zweiten Quartal 2022 vom Wiederhochfahren der Wirtschaft.**

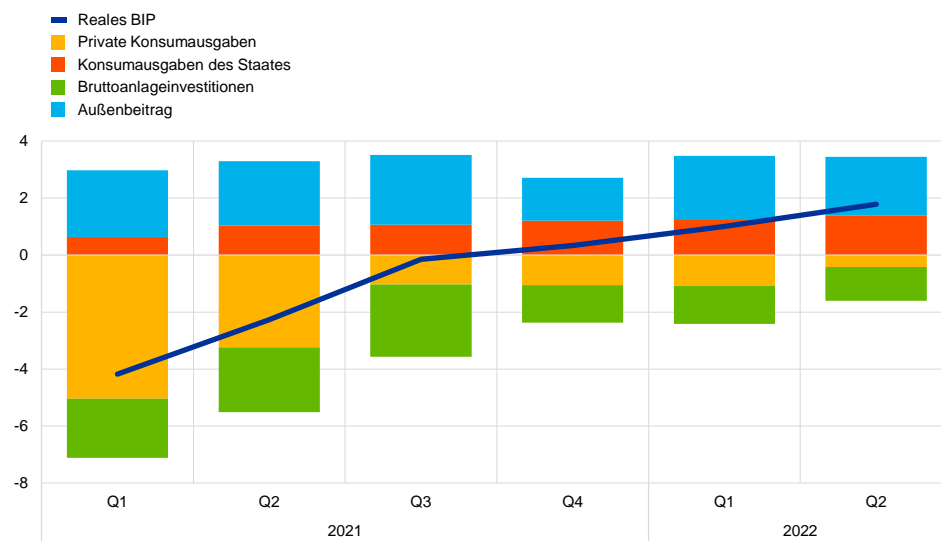
Das reale BIP erhöhte sich gegenüber dem Vorquartal um 0,8 %. Ausschlaggebend hierfür war ein positiver Beitrag der Binnennachfrage, wohingegen vom Außenhandel leicht negative Impulse ausgingen. Die privaten Konsumausgaben und die Investitionen stiegen im zweiten Quartal deutlich an, während die Konsumausgaben des Staates einen geringeren Zuwachs verzeichneten (siehe Abbildung 4). Das unerwartet kräftige Wachstum im zweiten Jahresviertel war zum Großteil auf die rege Aktivität im Dienstleistungssektor nach Aufhebung der meisten pandemiebedingten Einschränkungen zurückzuführen. Die verfügbaren Länderdaten und Konjunkturindikatoren signalisieren eine Verschiebung des privaten Verbrauchs weg von Waren hin zu – insbesondere den kontaktintensivsten – Dienstleistungen. Die Konsumausgaben für Dienstleistungen im Tourismus und im Gastgewerbe waren bereits im Frühjahr

bemerkenswert hoch. Davon profitierten vor allem Länder mit einer großen Tourismusbranche wie Spanien, Italien und Frankreich.

#### Abbildung 4

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

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



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

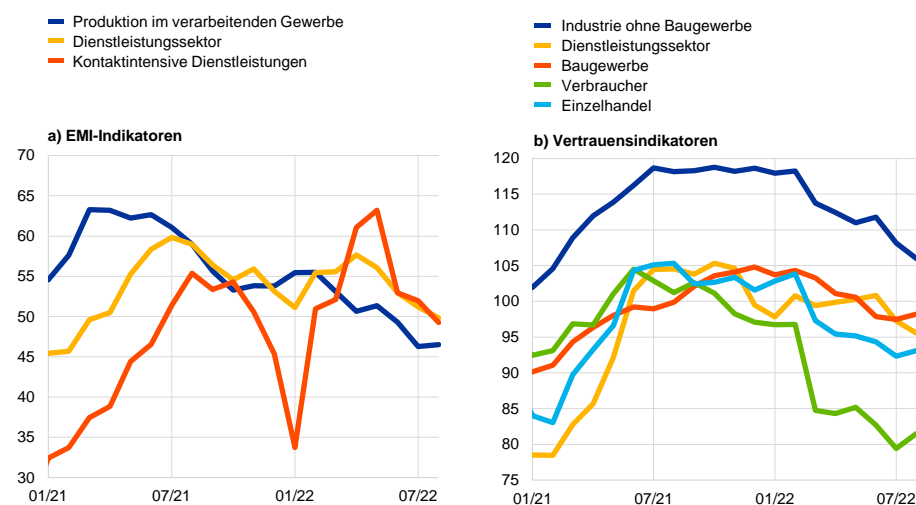
#### Vor dem Hintergrund der hohen Inflation und der anhaltenden Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine sowie der Entwicklung im Energiebereich zeichnet sich für die nähere Zukunft eine fortgesetzte konjunkturelle Verlangsamung deutlich ab.

Aktuelle Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Wachstumsdynamik im dritten Quartal 2022 in allen Wirtschaftssektoren abschwächen wird. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor fiel im August auf den niedrigsten Stand seit 18 Monaten und lag den zweiten Monat in Folge unterhalb der Wachstumsschwelle. Erneut war der Rückgang vornehmlich der Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe geschuldet, das unter den hohen Energiekosten, den anhaltenden, wenn auch rückläufigen Lieferengpässen sowie der sinkenden Nachfrage zu leiden hat (siehe Abbildung 5, Grafik a). Der EMI für den Dienstleistungssektor sank im August auf einen Wert, der eine Stagnation anzeigt. Dies lässt darauf schließen, dass die positiven Effekte, die sich aus der Erholung des privaten Konsums nach der Pandemie für das Dienstleistungsgewerbe ergeben haben, nachlassen. Sie werden durch den Druck auf die Lebenshaltungskosten gedämpft, obwohl sich das Tourismusgeschäft in den Sommermonaten noch positiv auswirkte. Zudem hat sich der Arbeitskräftemangel im Dienstleistungssektor spürbar verschärft. Die aktuellen Vertrauensindikatoren deuten ebenfalls auf eine branchenübergreifende Verlangsamung der Wachstumsdynamik im dritten Quartal hin. Ausschlaggebend für den erneuten Rückgang des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) im August war in erster Linie ein erheblicher Vertrauensverlust, der in der Industrie und in geringerem Maße auch im Dienstleistungssektor zu beobachten war (siehe

Abbildung 5, Grafik b). Das Verbrauchervertrauen stieg indes im August gegenüber seinem Rekordtief vom Juli etwas an. Gleichwohl liegt es immer noch unter dem vorangegangenen Tiefstand, der zu Beginn der Coronakrise (Covid-19) verzeichnet wurde. In diesen Entwicklungen spiegelt sich die anhaltende Besorgnis der privaten Haushalte über die hohen Energie- und Nahrungsmittelpreise vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit bezüglich der Auswirkungen des Krieges in der Ukraine wider.

**Abbildung 5**  
Umfrageindikatoren für einzelne (Teil-)Sektoren

(Grafik a: Salden in %; Grafik b: Salden in %, Februar 2020 = 100)



Quellen: S&P Global (Grafik a), Europäische Kommission und EZB-Berechnungen (Grafik b).  
Anmerkung: Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022.

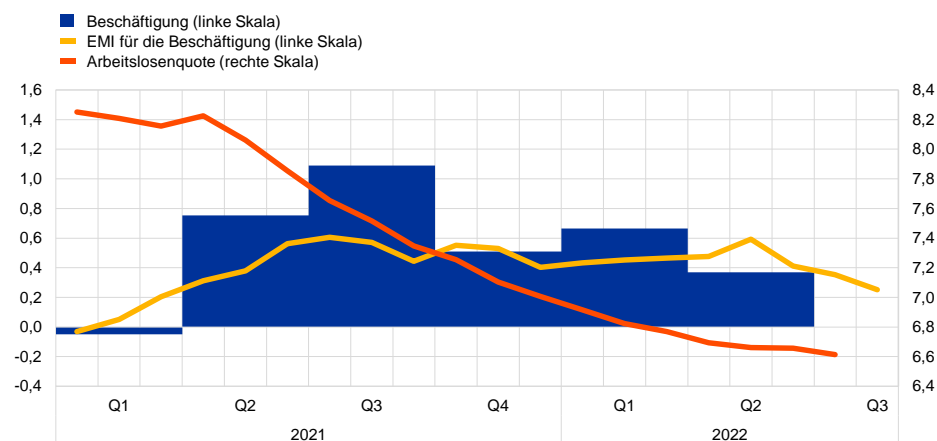
**Unterdessen hat sich der Arbeitsmarkt weiter robust entwickelt und stützt somit die Konjunktur.** Die Gesamtbeschäftigung nahm im zweiten Quartal 2022 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem im ersten Jahresviertel ein Plus von 0,7 % verzeichnet worden war. Demzufolge ist die Zahl der Erwerbstätigen im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2022 um 2,7 Millionen gestiegen. Die Gesamtbeschäftigung entspricht nun dem Niveau, das angesichts der historischen Korrelation zum realen BIP auch zu erwarten wäre. Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden erhöhte sich im zweiten Quartal 2022 um 0,6 % und liegt inzwischen 0,6 % über dem Stand vor der Pandemie im vierten Quartal 2019. Die Arbeitslosenquote belief sich im Juli 2022 auf 6,6 %. Sie war damit geringfügig (0,1 Prozentpunkte) niedriger als im Vormonat und rund 0,8 Prozentpunkte niedriger als vor der Pandemie im Februar 2020 (siehe Abbildung 6). Die Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung war ebenfalls weiter rückläufig. Im zweiten Quartal 2022 nahmen den Schätzungen zufolge 0,9 % der Erwerbspersonen an einem solchen Programm teil, verglichen mit 1,4 % im ersten Jahresviertel. Demgegenüber waren im zweiten Quartal 2020 mehr als 15 % der Erwerbspersonen in Arbeitsplatzsicherungsprogramme eingebunden. Die Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet hat sich seit Ausbruch der Pandemie deutlich verbessert. So kam im ersten Quartal 2022 auf je drei Arbeitslose eine offene Stelle, und im Juli 2022 war der Arbeitskräftemangel für mehr als 33 % der Unternehmen im Euroraum

eigenen Angaben zufolge ein Produktionshemmnis. Diese Entwicklung war über alle Sektoren hinweg zu beobachten.

### Abbildung 6

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

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



Quellen: Eurostat, S&P Global und EZB-Berechnungen.

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

**Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen trotz gewisser Anzeichen einer Abschwächung auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum hin.** Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im August 2022 auf 52,5 Zähler und lag damit einen Punkt unter dem Stand vom Juli. Er blieb damit aber weiterhin über der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Der Indikator liegt nunmehr seit Februar 2021 oberhalb der Wachstumsschwelle. Nach Sektoren aufgeschlüsselt lässt der EMI für die Beschäftigung mit Blick auf die Industrie und den Dienstleistungssektor auf einen anhaltenden, wenn auch schwächeren Zuwachs und für das Baugewerbe auf einen Beschäftigungsrückgang schließen.

**Nachdem sich die privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal 2022 erholt hatten, wird ihr Wachstum durch die hohe Inflation und die erhöhte Unsicherheit nun deutlich gehemmt.** Im zweiten Quartal erhöhten sich die privaten Konsumausgaben – gestützt durch die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in kontaktintensiven Branchen – um 1,3 %. Der Warenkonsum blieb jedoch schwach, da er weiterhin von der hohen Inflation und den Lieferengpässen beeinträchtigt wurde. Die Einzelhandelsumsätze sanken im zweiten Quartal 2022 um 0,8 %, nachdem sie sich im ersten Vierteljahr um 0,6 % verringert hatten. Die Pkw-Neuzulassungen lagen im zweiten Quartal nach wie vor deutlich unter ihrem Vorpandemieniveau (-31,4 % gegenüber dem Stand vor der Pandemie). Auch im dritten Jahresviertel 2022 dürfte sich der Warenkonsum schwach entwickeln, nachdem die Einzelhandelsumsätze im Juli 0,2 % unter ihrem für das zweite Quartal gemessenen Monatsdurchschnitt lagen. Das Verbrauchervertrauen ist im dritten Quartal weiter gesunken und spiegelt damit die anhaltenden wirtschaftlichen Sorgen der privaten Haushalte wider. Im Gegensatz zum Warenkonsum fielen die Ausgaben

für Dienstleistungen vor dem Hintergrund der gelockerten pandemiebedingten Einschränkungen und der Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in kontaktintensiven Branchen (darunter die Tourismusbranche) im zweiten Jahresviertel hoch aus. Allerdings scheinen die positiven Effekte des Wiederhochfahrens auf das Wachstum der privaten Konsumausgaben nachzulassen. Die jüngsten Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission deuten darauf hin, dass die Nachfrage nach Beherbergungs-, Gastronomie- und Reisedienstleistungen im dritten Quartal nicht mehr so stark zunehmen dürfte.

**Die Ersparnisse der privaten Haushalte vermögen die Folgen der sehr hohen Inflation teilweise abzufedern.** Im ersten Quartal 2022 belief sich der Ersparnisüberschuss gegenüber dem Stand vor der Pandemie auf rund 850 Mrd €. Angesichts der sinkenden Realeinkommen dürfte dieser Überschuss bis zu einem Grad zu einer Konsumglättung beitragen. Allerdings haben einkommensschwächere Privathaushalte vergleichsweise geringe Ersparnisse aufgebaut und müssen möglicherweise ihre aktuelle Ersparnisbildung reduzieren oder ihre Ersparnisse aufbrauchen. Ungeachtet der finanzpolitischen Maßnahmen zur Einkommensstützung sind diese privaten Haushalte dem Preisschock bei Energie- und Nahrungsmitteln besonders stark ausgesetzt. Im Gegensatz dazu könnten die privaten Haushalte mit mittlerem bis hohem Einkommen für Ausgaben auf ihre akkumulierten Ersparnisse zurückgreifen. Allerdings lässt die EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Juli darauf schließen, dass die privaten Haushalte die Notwendigkeit, aus Vorsichtsgründen vermehrt zu sparen, in ihrer eigenen Wahrnehmung deutlich nach oben korrigiert haben. Die erhöhte Inflation dürfte zudem real zu einem rascheren Abbau der angesammelten Ersparnisse führen.

**Die Unternehmensinvestitionen werden sich den Erwartungen zufolge abschwächen, nachdem sie im zweiten Quartal 2022 aufgrund der Entwicklung bei den Investitionen in Fahrzeuge robust angestiegen waren.** Die Investitionen ohne Bauten erhöhten sich im zweiten Vierteljahr um 1,8 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür war der Bereich der Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenmotoren, der sich vor dem Hintergrund allmählich nachlassender Lieferengpässe erholte. Außer in Spanien stieg die Investitionstätigkeit ohne Bauten in allen großen Ländern des Euroraums im zweiten Quartal an. Trotz eines zuletzt verzeichneten leichten Rückgangs ist der Auftragsbestand der Investitionsgüterproduzenten im Eurogebiet noch immer hoch, wie aus den entsprechenden Indikatoren der Europäischen Kommission hervorgeht. Bis August lagen diese Indikatoren nach wie vor deutlich über ihrem Durchschnitt. Die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission legen nahe, dass der Material- und/oder Ausrüstungsmangel weiterhin der wichtigste produktionshemmende Faktor war, auch wenn hier zuletzt eine gewisse Verbesserung beobachtet wurde. Die Nachfrage wurde hingegen nicht als Hemmnis angesehen. Die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine, die höheren Energiepreise, die gestiegenen Finanzierungskosten und das Risiko einer Gasrationierung implizieren jedoch eine spürbare Wachstumsverlangsamung im dritten Quartal 2022. Der EMI für das verarbeitende Gewerbe und der EMI für den Auftragseingang (d. h. dessen Veränderung) im Investitionsgütersektor waren im Juli weiter rückläufig und lagen deutlich im kontraktiven Bereich. Die Finanzierungsbedingungen sind zwar nach wie



vor günstig, aber die Kreditfinanzierungskosten für Unternehmen sind seit Beginn des Krieges in der Ukraine stark gestiegen. Die Unternehmensinvestitionen dürften im Verlauf des Jahres 2023 – gestützt unter anderem durch Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) – wieder ein dynamisches Wachstum verzeichnen.

**Die Wohnungsbauinvestitionen gingen im zweiten Quartal 2022 leicht zurück und dürften sich auf kurze Sicht weiter schwach entwickeln.** Im zweiten Jahresviertel 2022 sanken die Wohnungsbauinvestitionen um 0,4 % gegenüber dem ersten Quartal, als sie in vierteljährlicher Betrachtung um 2,8 % gestiegen waren. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der aktuellen Entwicklung der Bautätigkeit verringerte sich im Durchschnitt der Monate Juli und August gegenüber dem zweiten Quartal erneut, während der EMI für die Produktion im Wohnungsbau noch tiefer in den negativen Bereich fiel. Die Auftragsbücher der Unternehmen scheinen laut den bis August verfügbaren Umfrageergebnissen der Europäischen Kommission nach wie vor gut gefüllt zu sein, was die Bautätigkeit in den kommenden Monaten stützen dürfte. Allerdings haben die Unternehmen weiterhin stark unter den Lieferengpässen zu leiden. Dabei erreichte der Arbeitskräftemangel als Produktionshemmnis im August in der Einschätzung der Unternehmen einen neuen Höchststand, während in Bezug auf die Engpässe bei Ausrüstung und Material nur eine leichte Entspannung wahrgenommen wurde. Außerdem wurde bei den kurzfristigen Renovierungsvorhaben und Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich im dritten Quartal abermals ein Rückgang verzeichnet, was auf eine schwächere Nachfrage schließen lässt. Dies spiegelt sich auch in einem weiteren Anstieg des Anteils der Unternehmen, die eine unzureichende Nachfrage als Produktionshemmnis nannten, sowie in dem laut EMI weiterhin rückläufigen Auftragseingang im Baugewerbe wider. Die Nachfrageabschwächung vollzieht sich vor dem Hintergrund einer erhöhten Unsicherheit, deutlich gestiegener Baukosten, sinkender Realeinkommen und restriktiverer Finanzierungsbedingungen (siehe Kasten 4). All diese Faktoren dürften die künftige Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen zunehmend beeinträchtigen.

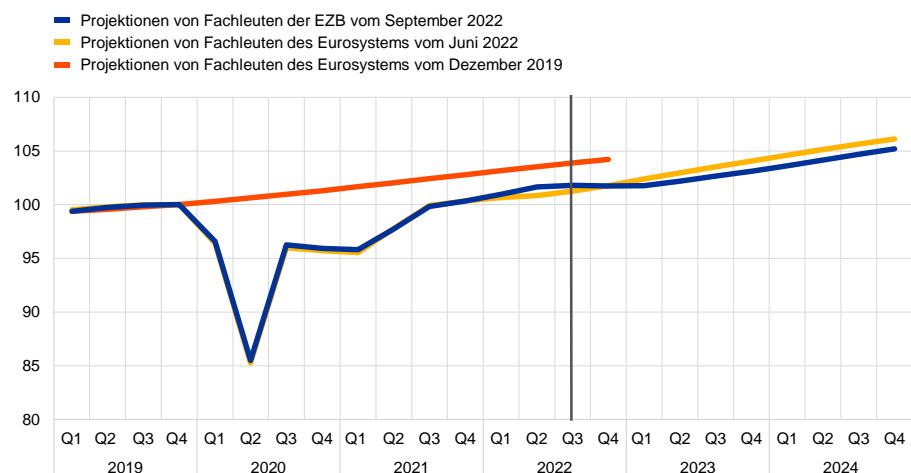
**Der Handel des Euro-Währungsgebiets verlor im Zuge der sich abschwächenden Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums etwas an Schwung, und auch die Aussichten deuten aufgrund der geringeren Nachfrage nach Ausfuhren des verarbeitenden Gewerbes und nach Dienstleistungsexporten auf eine gedämpfte Handelsdynamik hin.** Im Juni gingen die nominalen Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets zurück, nachdem sie im Monat zuvor deutlich gestiegen waren. Das Wachstum der Wareneinfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums schwächte sich indes in beiden Monaten ab. Das Defizit im Warenhandel des Euroraums stabilisierte sich, während die saisonbereinigte Leistungsbilanz – gestützt durch einen Anstieg der Dienstleistungsbilanz – nun wieder einen Überschuss aufwies. Das starke Exportergebnis im Mai und die Abschwächung im Juni waren in erster Linie auf die Ausfuhr chemischer Erzeugnisse in die Vereinigten Staaten zurückzuführen, was wiederum der temporären Aufstockung der Lagerbestände US-amerikanischer Importeure geschuldet gewesen sein dürfte. Kurzfristige Transport- und Umfrageindikatoren

lassen darauf schließen, dass die Lieferengpässe zwar noch immer ein erhöhtes Niveau aufweisen, aber nachlassen dürften. Gleichwohl deuten die kurzfristigen Aussichten für den Handel des Euroraums auf eine weitere Eintrübung hin, die darin begründet liegt, dass die Nachfrage nach Ausfuhren des verarbeitenden Gewerbes und nach Dienstleistungsexporten gleichzeitig sinkt. Dies geht aus dem EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft hervor, der im Juli und August in beiden Sektoren unterhalb der Wachstumsschwelle lag. Die Erholung des Dienstleistungshandels wurde zwar weiterhin durch eine starke Tourismussaison gestützt, schwächte sich jedoch ab, weil der Arbeitskräftemangel und der Rückgang der Realeinkommen die Geschäftstätigkeit zunehmend beeinträchtigen.

**Auf mittlere Sicht dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum allmählich beleben, sobald sich die Bremsfaktoren, die die Konjunktur im Winter 2022/2023 belasten werden, auflösen.** Die Unsicherheit, mit der diese Aussichten behaftet sind, ist nach wie vor groß. Den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022 zufolge wird das jährliche reale BIP 2022 um 3,1 %, 2023 um 0,9 % und 2024 um 1,9 % steigen (siehe Abbildung 7). Gegenüber den Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2022 wurden die Wachstumsaussichten für 2022 nach oben und für 2023 sowie 2024 nach unten korrigiert. Die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum dürfte den Projektionen zufolge im vierten Quartal 2022 wie auch im vierten Quartal 2023 bei jeweils 1,4 % und im vierten Quartal 2024 bei 2 % liegen. Dies zeigt, dass das projizierte durchschnittliche reale BIP-Wachstum im laufenden Jahr stark vom positiven statistischen Überhang aus der dynamischen ersten Jahreshälfte beeinflusst wird, während die Rate für 2023 deutlich im Zeichen der für das zweite Halbjahr 2022 erwarteten Abschwächung stehen wird.

**Abbildung 7**  
Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

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



Quellen: Eurostat und EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, September 2022.  
Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn der Projektionen der EZB vom September 2022.

## 3 Preise und Kosten

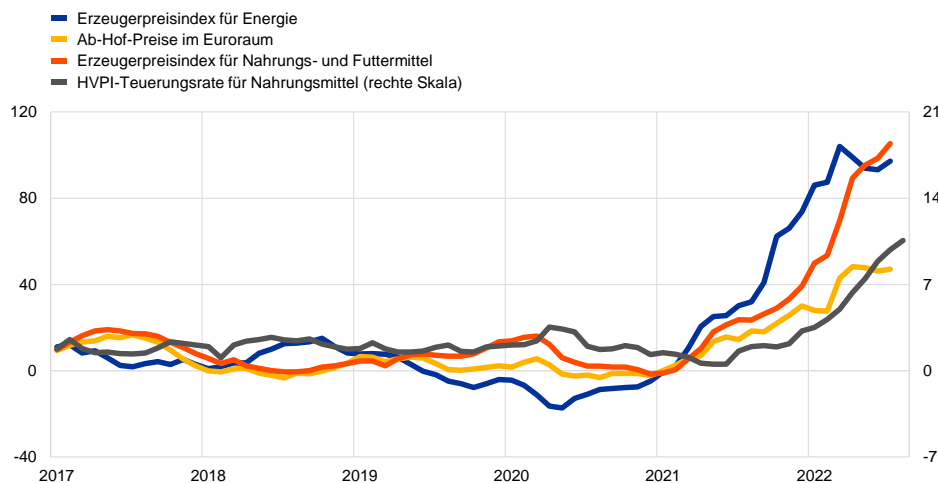
*Die Teuerung erhöhte sich im August weiter auf 9,1 %. Dabei leisteten die Energiepreise erneut den größten Beitrag zur Gesamtinflation. Angetrieben wird die Inflation nach wie vor von stark steigenden Energie- und Nahrungsmittelpreisen, Lieferengpässen und dem in einigen Sektoren herrschenden Nachfragedruck infolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft. Der Preisdruck hat in der gesamten Wirtschaft erneut an Stärke und Breite gewonnen, und auf kurze Sicht könnte die Teuerung weiter anziehen. Wenn die derzeitigen Inflationstreiber im Zeitverlauf nachlassen und die Normalisierung der Geldpolitik auf die Wirtschaft und die Preissetzung durchschlägt, wird die Inflation sinken. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022 wurde die Inflation deutlich nach oben korrigiert. Demnach wird nun für das Jahr 2022 mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 8,1 %, für 2023 von 5,5 % und für 2024 von 2,3 % gerechnet. Die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich auf 3,9 % im Jahr 2022, 3,4 % im Jahr 2023 und 2,3 % im Jahr 2024 belaufen. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf über dem Zielwert liegende Raten machen jedoch eine weitere Beobachtung erforderlich.*

**Gemäß der Schnellschätzung von Eurostat für August stieg die HVPI-Inflation weiter auf 9,1 % nach 8,9 % im Juli.** Die Zunahme im August war in erster Linie auf eine erneute Verstärkung des Preisauftriebs bei den Nahrungsmitteln sowie der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel zurückzuführen. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate für Energie verringerte sich zwar leicht, blieb aber mit 38,3 % außergewöhnlich hoch. Diese Komponente des Warenkorbs machte weiterhin fast die Hälfte der Gesamtinflation aus. Aufgrund der Verteuerung von Öl, Gas und Strom sowie der abnormen Höhe der Raffineriemargen für Diesel und der Vertriebsmargen bei Kraftstoffen für den Individualverkehr hielt sich die Inflationsrate für Energie auf erhöhtem Niveau. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Ölpreise auf kurze Sicht nachgeben, während die Großhandelspreise für Gas außerordentlich hoch bleiben werden. Bei Nahrungsmitteln war ein kräftiger Anstieg der Teuerungsrate von 9,8 % im Juli auf 10,6 % im August zu beobachten. Grund hierfür war die Höhe der Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe und der Ab-Hof-Preise im Euroraum. Der Preisdruck bei den Nahrungsmitteln wird zunehmend durch höhere Vorleistungskosten für Energie und Düngemittel getrieben, was auch an der Entwicklung der Erzeugerpreise ablesbar ist (siehe Abbildung 8), sowie durch Handelsstörungen bei Nahrungsmittelrohstoffen und widrige Witterungsbedingungen.

## Abbildung 8

### Kostendruck bei Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



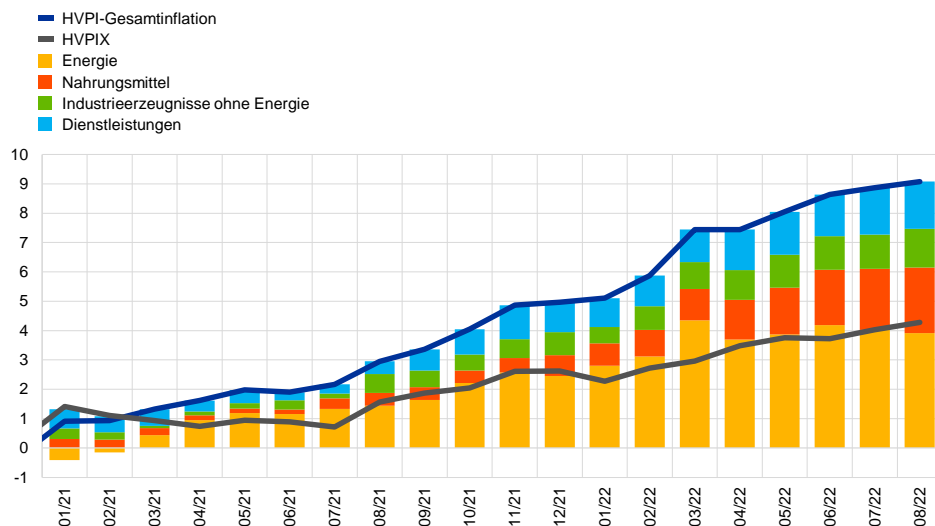
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022 (Schnellschätzung der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel) bzw. Juli 2022 (übrige Angaben).

**Der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) erhöhte sich im August weiter auf 4,3 %, was auf einen stärkeren Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie wie auch den Dienstleistungen zurückzuführen war** (siehe Abbildung 9). Auch hier waren höhere Vorleistungskosten infolge der sprunghaft gestiegenen Energiepreise nach wie vor ein bestimmender Faktor. Die Teuerung der Industrieerzeugnisse ohne Energie erreichte einen neuen Höchststand, was zum Teil immer noch durch die anhaltenden weltweiten Lieferengpässe bedingt war. Bei den Dienstleistungen zogen die Teuerungsraten ebenfalls weiter an. Dabei wurden die Auswirkungen der Energiepreise auf Positionen wie den Verkehr noch dadurch verstärkt, dass die sprunghafte Verteuerung von Nahrungsmitteln auf Positionen wie die Bewirtungsdienstleistungen durchschlug und Positionen wie die Beherbergungsdienstleistungen von den Folgen des Wiederhochfahrens der Wirtschaft tangiert wurden. Durch diese Einflüsse wurde der vorübergehende Abwärtseffekt staatlicher Maßnahmen wie des (im August ausgelaufenen) 9-Euro-Tickets im öffentlichen Nahverkehr in Deutschland überkompensiert.

## Abbildung 9 Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

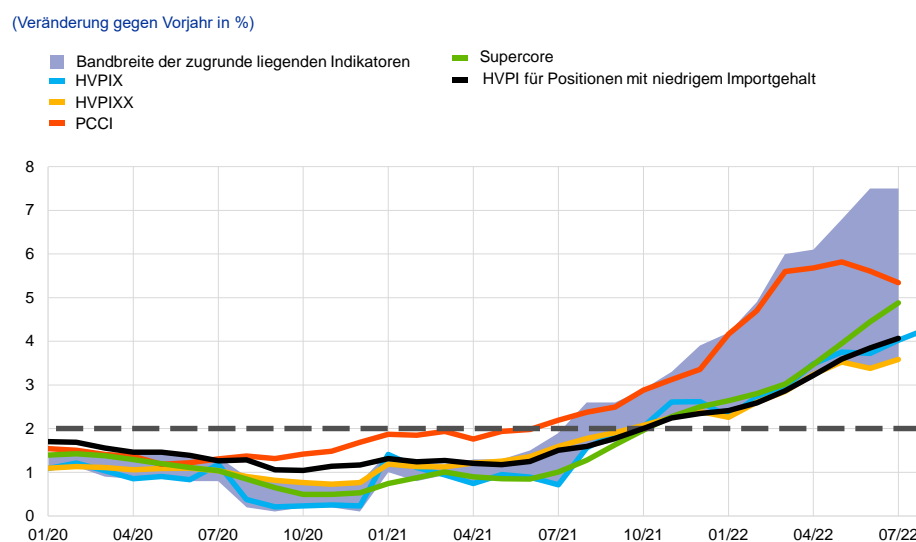
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022 (Schnellschätzung).

**Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation liegen weiterhin auf einem erhöhten Niveau** (siehe Abbildung 10). Darin kommt zum Ausdruck, dass sich der Preisdruck auf immer mehr Sektoren und HVPI-Positionen ausweitet. Dies liegt unter anderem daran, dass die hohen Energiekosten Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft haben. Innerhalb des breiten Spektrums an Indikatoren haben sich die meisten ausschlussbasierten Indikatoren weiter erhöht. Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Inflation nahm im August 2022 auf 4,3 % zu, verglichen mit 4,0 % im Juli. Bei den anderen Messgrößen liegen lediglich Angaben bis Juli vor. So stieg die HVPIXX-Inflation (die neben Energie und Nahrungsmitteln auch Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe außer Acht lässt) im Juli auf 3,6 %, nachdem sie sich im Vormonat noch verringert hatte. Der Supercore-Indikator, der konjunktursensible HVPI-Positionen umfasst, erhöhte sich im gleichen Zeitraum von 4,5 % auf 4,9 %, während die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) im Juli weiter auf 5,3 % sank. Die Vormonatsraten des letztgenannten Indikators bewegten sich weitgehend seitwärts. Dennoch deuten die anhaltend hohen monatlichen Änderungsraten dieser Messgröße nach wie vor auf eine bis Juli fortdauernde starke Aufwärtsdynamik der zugrunde liegenden Inflation hin. Der Indikator der Binneninflation, der die Preisentwicklung bei HVPI-Positionen mit niedrigerem Importgehalt erfasst, legte weiter zu und lag im Juli bei über 4 %.<sup>2</sup> Es ist anzunehmen, dass das in Deutschland befristet eingeführte 9-Euro-Ticket von Juni bis August einen Abwärtsdruck auf die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wie den HVPIX ausgeübt hat und sich dieser Effekt im September wieder umkehren wird. Zugleich bleibt ungewiss, wie lange diese verschiedenen Indikatoren auf einem derart hohen Niveau verharren werden. Die Aufwärtsdynamik der zugrunde liegenden Inflation lässt sich zu großen

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Ein neuer Indikator der Binneninflation im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

Teilen auf indirekte Effekte im Zusammenhang mit den sprunghaft gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreisen und dem Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zurückführen, die aus der Pandemie und dem Einmarsch Russlands in die Ukraine resultierten.

**Abbildung 10**  
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 (HVPIX), HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX), getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022 (Schnellschätzung des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) bzw. Juli 2022 (übrige Angaben).

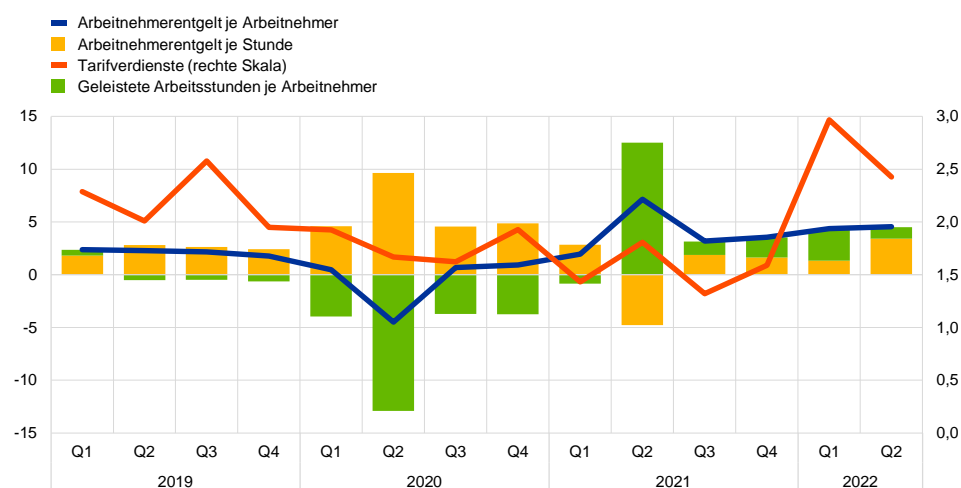
**Die jüngsten Angaben zu den Tarifverdiensten deuten nach wie vor auf eine relativ moderate Lohndynamik hin** (siehe Abbildung 11). Das Wachstum der Tarifverdienste sank im zweiten Quartal 2022 auf 2,4 %, verglichen mit 3,0 % im Vorquartal. Diese Abwärtsbewegung bildet jedoch nicht vollständig die zugrunde liegende Dynamik ab, denn die Tarifvereinbarungen umfassen auch Einmalzahlungen, die zu einer erheblichen Volatilität der Jahreswachstumsraten führen können. Ausschlaggebend für das rückläufige Wachstum der Tarifverdienste im zweiten Quartal waren vor allem Entwicklungen in Deutschland und Basiseffekte infolge umfangreicher, im Juni 2021 ausgezahlter Einmalzahlungen. Aktuellere Informationen zu Tarifverträgen, die seit Anfang 2022 abgeschlossen wurden, deuten auf eine gewisse Verstärkung der Lohndynamik hin. Im Verhältnis zu den derzeitigen Inflationsraten hält sich der Lohnzuwachs jedoch nach wie vor in Grenzen. Gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nahm die tatsächliche Lohnentwicklung im zweiten Quartal 2022 weiter Fahrt auf, und die entsprechende Rate stieg von 4,4 % im Vorquartal auf 4,6 %. Zurückzuführen war dies auf eine kräftige Zunahme der Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Stunde, die – bedingt durch Basiseffekte – im zweiten Quartal bei 3,4 % lag nach 1,3 % im ersten Quartal 2022. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer wurde einmal mehr durch den Anstieg der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden gestützt. Die pandemiebedingten Verzerrungen dieser Indikatoren bauen

sich allmählich ab, da die Wirkung der staatlichen Maßnahmen zur Arbeitsplatzsicherung weiter nachlässt.

### Abbildung 11

#### 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 zweite Quartal 2022.

#### Der Druck auf die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie ist nach wie vor hoch, und Kostensteigerungen schlagen nun wahrscheinlich rascher auf die Preise durch

(siehe Abbildung 12). Aus den Daten für Juli geht hervor, dass sich der Preisdruck bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie auf den vorangeleragerten Stufen der Preissetzungskette abgeschwächt, auf den nachgelagerten Stufen jedoch weiter erhöht hat. Die Jahreswachstumsrate der Importpreise für Vorleistungsgüter war seit Mitte 2020 zum zweiten Mal in Folge rückläufig und sank von 20,7 % im Juni auf 18,5 % im Juli. Die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter verringerte sich im selben Zeitraum weiter von 23,8 % auf 21,6 %. Das Wachstum der Importpreise und der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel tendierte uneinheitlich, wobei die Rate der Importpreise im Juli mit 8,0 % leicht rückläufig war, während sich jene der Erzeugerpreise auf 8,3 % erhöhte. Verglichen mit einer durchschnittlichen Vorjahresrate von 0,5 % in der Zeit von 2001 bis 2019 sind diese Werte nach wie vor außergewöhnlich hoch. Die Einfuhrpreise entwickeln sich weiterhin sehr dynamisch, was unter anderem mit der Abwertung des Euro und dem sich dadurch aufbauenden Inflationsdruck zusammenhängt. Eine aktualisierte Analyse des Durchwirkens der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel legt nahe, dass dieser Prozess derzeit rascher als in der Vergangenheit vonstattengeht und die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im laufenden Jahr weiterem Aufwärtsdruck ausgesetzt sein könnte.<sup>3</sup> Dies steht im Einklang mit den Daten zu den Verkaufspreiserwartungen für Konsumgüter,

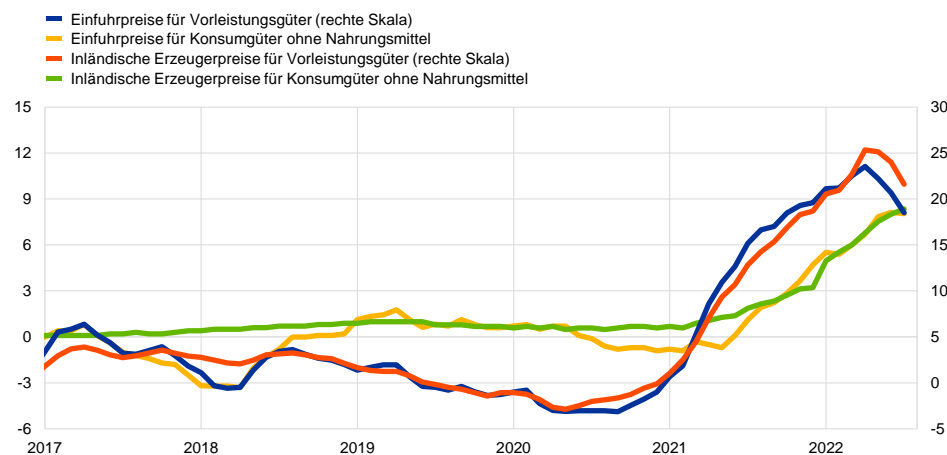
<sup>3</sup> Siehe EZB, [Jüngste Entwicklung des Preisdrucks bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.



die trotz der in den vergangenen vier Monaten verzeichneten leichten Abschwächung weiterhin erhöht sind.

**Abbildung 12**  
Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

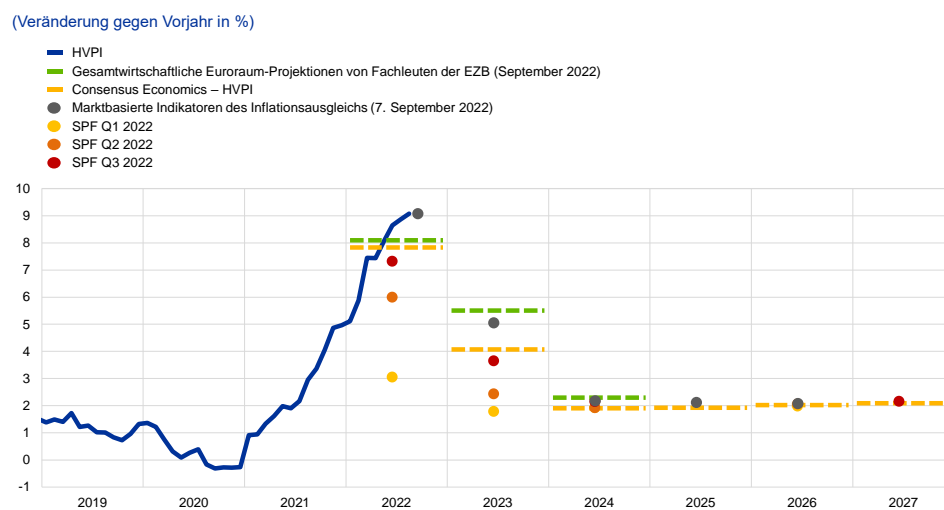
**Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Mit Blick auf die jüngsten Korrekturen einiger Indikatoren auf oberhalb des Zielwerts für die Inflation liegende Raten ist jedoch eine weitere Beobachtung erforderlich.**

Die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind weiter schrittweise gestiegen und liegen nun auf einem Niveau von rund 2 % oder leicht darüber. Die marktbasieren Messgrößen hingegen entwickelten sich sehr volatil und sind – mit Ausnahme der sehr kurzen Fristen – gesunken (siehe Abbildung 13). Laut dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB vom Juli 2022 haben sich die längerfristigen Inflationserwartungen (für 2026) weiter erhöht und liegen nun bei 2,2 %. Die Erwartungen von Consensus Economics beliefen sich im Juli auf 2,1 %, verglichen mit 1,9 % im Vorquartal. Zugleich betragen sowohl der Median als auch der Modalwert der Erwartungen in der SPF-Umfrage nach wie vor 2 %. Der aktuellen EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) zufolge lagen die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen im Juli unverändert bei 2,0 %. Aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey) ging hervor, dass sich die längerfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte (d. h. jene auf Sicht von drei Jahren) im Juli weiter erhöht haben.<sup>4</sup> Im Berichtszeitraum waren die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (basierend auf dem HVPI ohne Tabakwaren) mit Ausnahme der sehr kurzen Fristen insgesamt rückläufig. Grund hierfür waren die sich verfestigenden Erwartungen einer weiteren geldpolitischen Normalisierung und Bedenken hinsichtlich einer künftigen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Die Verringerung bei den Messgrößen des Inflationsausgleichs verschleierte indes eine erhebliche Volatilität, die während

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: Juli 2022](#), Pressemitteilung vom 2. September 2022.

des gesamten Berichtszeitraums festzustellen war. Vor allem bei den kurzen Fristen war eine volatile Entwicklung zu beobachten. So erreichten diese nach dem sprunghaften Anstieg der Stromkosten Spitzenwerte, gingen dann aber aufgrund der angekündigten politischen Initiativen der EU zur Eindämmung der Energiekrise wieder zurück. Anhand dieser marktbasiereten Messgrößen wird nun erwartet, dass die Inflation im Jahresverlauf 2024 wieder auf rund 2 % sinken und sich anschließend bei diesem Wert einpendeln wird. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren beträgt 2,2 %. Hierbei gilt es zu beachten, dass die marktbasiereten Messgrößen des Inflationausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, weil sie Inflationsrisikoprämien als Ausgleich für die Unsicherheit in Bezug auf die Teuerungsentwicklung enthalten. Die relative Stabilität der umfragebasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen (die keine Inflationsrisikoprämie enthalten) legt den Schluss nahe, dass die aktuelle Volatilität der langfristigen marktbasiereten Messgrößen vornehmlich auf Schwankungen der Inflationsrisikoprämien zurückzuführen ist.

**Abbildung 13**  
Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierete Indikatoren des Inflationausgleichs



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters sowie EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasiereten Indikatoren des Inflationausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren sowie dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasiereten Indikatoren des Inflationausgleichs beziehen sich auf den 7. September 2022. Die SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2022 wurde vom 1. bis zum 5. Juli 2022 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Juli 2022 für die Jahre 2024, 2025, 2026 und 2027 bzw. August 2022 für die Jahre 2022 und 2023. Für die in den Projektionen der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 25. August 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022 (Schnellschätzung).

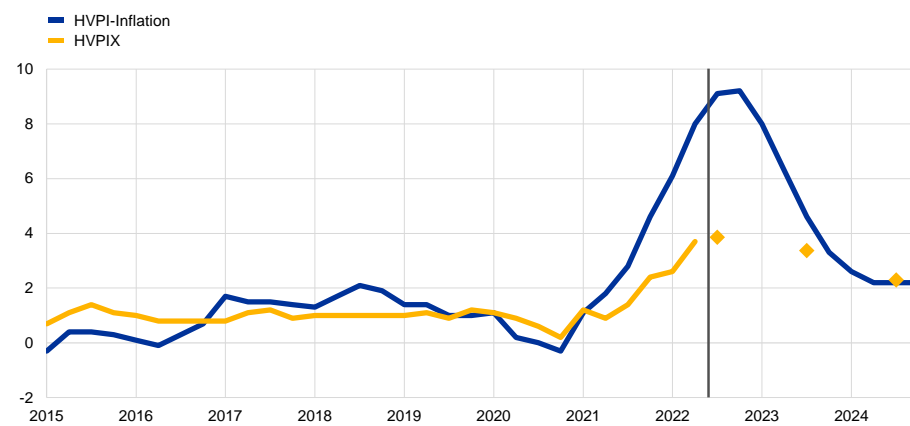
**Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2022 davon aus, dass die Gesamtinflation auf kurze Sicht erhöht bleiben und in den Jahren 2023 und 2024 auf durchschnittlich 5,5 % bzw. 2,3 % sinken wird (siehe Abbildung 14).** In Bezug auf die jährliche Teuerungsrates im vierten Quartal eines Jahres wird erwartet, dass diese 2022 bei 9,2 %, im Jahr 2023 bei 3,3 % und 2024 bei 2,2 % liegen wird. Vor dem Hintergrund weiterer großer Angebotsschocks, die schneller als in der

Vergangenheit auf die Verbraucherpreise durchschlagen, nimmt die Teuerung weiter zu. Die HVPI-Gesamtinflation dürfte im restlichen Jahresverlauf bei über 9 % bleiben. Grund hierfür sind die extrem hohen Preise für Energie und Nahrungsmittelrohstoffe, aber auch der durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgelöste Aufwärtsdruck, Lieferengpässe und die angespannte Lage am Arbeitsmarkt. Der erwartete Rückgang der durchschnittlichen Inflationsrate von 8,1 % im Jahr 2022 auf 5,5 % im Jahr 2023 und 2,3 % im Jahr 2024 resultiert in erster Linie aus einem deutlich geringeren Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln. Dieser ergibt sich durch negative Basiseffekte sowie aus der Annahme, dass sich die Rohstoffpreise im Einklang mit den Terminpreisen rückläufig entwickeln werden. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte sich bis Mitte 2023 auf historischen Höchstständen bewegen. Danach wird sie den Erwartungen zufolge jedoch ebenfalls zurückgehen, da der durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft bedingte Effekt nachlässt und sich die Lieferengpässe wie auch der Kostendruck bei den Vorleistungen für Energie zurückbilden. Die Gesamtinflation dürfte 2024 weiterhin über dem Zielwert der EZB von 2 % liegen. Zurückzuführen ist dies auf die zeitlich verzögerte Wirkung der hohen Energiepreise auf die Inflationskomponenten ohne Energie sowie auf die die jüngste Abwertung des Euro, robuste Arbeitsmärkte und gewisse Inflationsausgleichseffekte bei den Löhnen, deren Anstieg deutlich über dem historischen Durchschnitt liegen dürfte. Gegenüber den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2022 wurde die Gesamtinflation für 2022 und 2023 deutlich (um 1,3 bzw. 2,0 Prozentpunkte) und für 2024 leicht (um 0,2 Prozentpunkte) nach oben korrigiert. Ausschlaggebend hierfür waren die neuen unerwarteten Daten, drastisch gestiegene Annahmen zu den Großhandelspreisen für Gas und Strom, ein stärkeres Lohnwachstum und die jüngste Abwertung des Euro. Diese Effekte glichen den Abwärtsdruck, der vom jüngsten Rückgang der Nahrungsmittelrohstoffpreise ausging, sowie die verglichen mit den zuvor getroffenen Annahmen weniger gravierenden Lieferengpässe und die schwächeren Wachstumsaussichten mehr als aus.

## Abbildung 14

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2022.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2024 (Projektionen). Für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der Stichtag der 25. August 2022. Die historischen Daten für die HVPI-Inflation und die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) werden vierteljährlich ausgewiesen. Die Prognosedaten für die HVPI-Inflation werden vierteljährlich und für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) jährlich ausgewiesen.

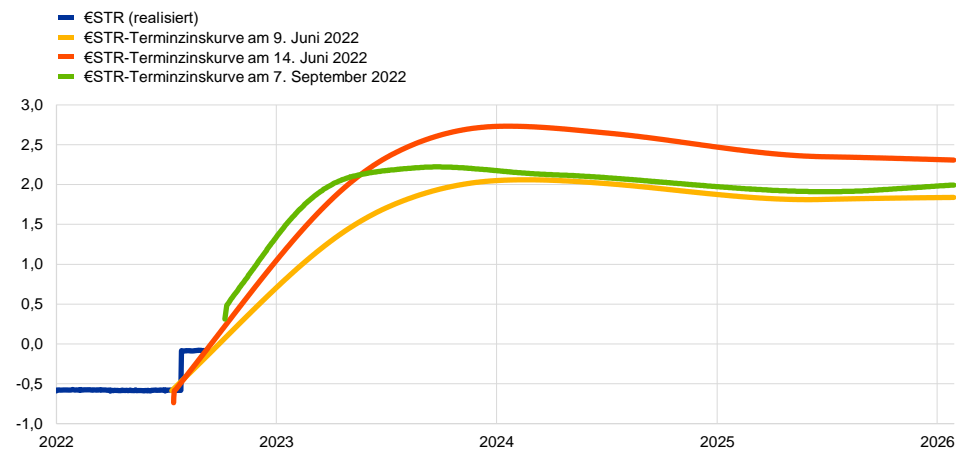
## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Die Vermögenspreise im Euro-Währungsgebiet zeigten sich im Berichtszeitraum (9. Juni bis 7. September 2022) volatil, denn die Marktteilnehmer wägten die Auswirkungen des hohen Inflationsdrucks und der Rezessionsgefahren auf die künftige Zinspolitik der Zentralbank ab. Letztlich stiegen die risikofreien Zinssätze im Euroraum an, da die Märkte ihre Erwartungen revidierten und fortan von einer rascheren und deutlicheren geldpolitischen Straffung ausgingen. Auch die langfristigen risikofreien Zinssätze stiegen an. Die Renditen von Staatsanleihen erhöhten sich im Gleichschritt mit den risikofreien Zinssätzen. Die Renditeabstände von Staatsanleihen veränderten sich hingegen kaum, wenngleich sie in einigen Ländern eine gewisse Volatilität aufwiesen. Die höheren Zinsen und die Eintrübung der Wachstumsaussichten belasteten risikoreiche Unternehmenswerte, wobei unter dem Strich zu beobachten war, dass sich die Renditeabstände europäischer Unternehmensanleihen vergrößerten und die Aktienkurse sanken. Der Euro verlor aufgrund der Wachstumssorgen im Euroraum in handelsgewichteter Rechnung weiter an Wert. Zum US-Dollar lag er leicht unter Parität.*

**Seit der EZB-Ratssitzung vom Juni sind die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet gestiegen, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen revidierten und fortan von einer rascheren und deutlicheren geldpolitischen Straffung ausgingen.** Beim €STR waren im Schnitt -34 Basispunkte zu verzeichnen. Die Überschussliquidität verringerte sich um rund 39 Mrd € auf 4 578 Mrd €. Die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) zeigte sich volatil. Insgesamt betrachtet wogen die Inflations Sorgen schwerer als die steigende Rezessionsgefahr, sodass die OIS-Terminzinskurve immer mehr auf die Erwartung einer rascheren und deutlicheren geldpolitischen Straffung durch die EZB hindeutete (siehe Abbildung 15). Am Ende des Berichtszeitraums wurde in der Kurve ein kumulierter Zinsanstieg von rund 150 Basispunkten bis zum Jahresultimo 2022 eingepreist (mit einem Höchststand von etwa 2,2 % Ende 2023).

**Abbildung 15**  
**€STR-Terminzinssätze**

(in % p. a.)



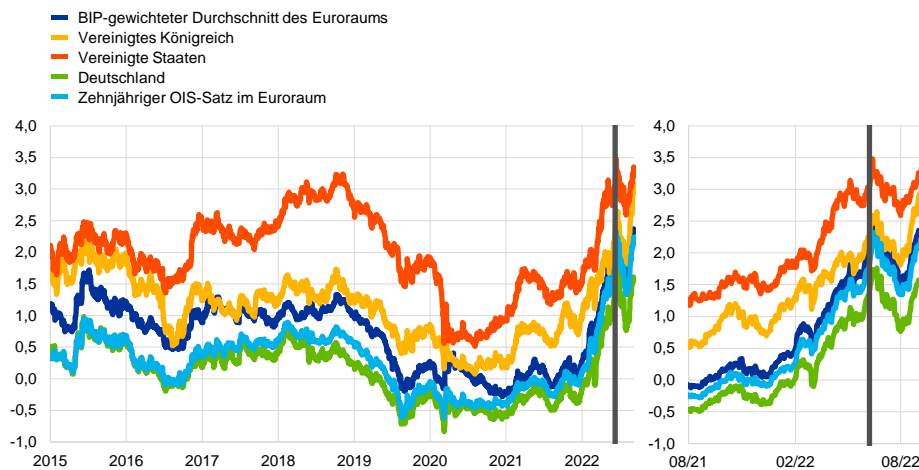
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Terminzinsskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

**Die Renditen langfristiger Anleihen stiegen als Reaktion auf die marktseitige Neubewertung des erwarteten künftigen geldpolitischen Kurses an** (siehe Abbildung 16). Im Berichtszeitraum war die Entwicklung der Renditen längerfristiger Anleihen weltweit von merklichen Schwankungen geprägt, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik in Abhängigkeit von den eingehenden Nachrichten über Inflation und Wachstumsausblick immer wieder revidierten. Insgesamt erhöhten sich die Renditen langfristiger Anleihen im Euroraum leicht. Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet stieg auf rund 2,3 % und war damit 16 Basispunkte höher als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im Juni. Auch die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der Vereinigten Staaten, des Vereinigten Königreichs und Deutschlands erhöhten sich, und zwar um 22 Basispunkte auf 3,3 %, um 71 Basispunkte auf 3,0 % bzw. um 14 Basispunkte auf 1,6 %.

## Abbildung 16

### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und €STR-basierter zehnjähriger OIS-Satz

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. Juni 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. September 2022.

**Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum bewegten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, und die Renditeabstände von Staatsanleihen blieben nahezu unverändert** (siehe Abbildung 17).

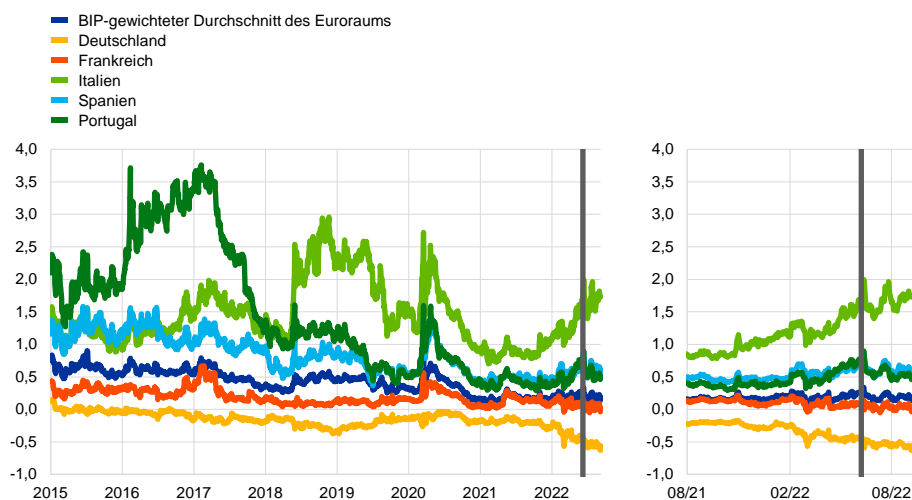
Während die risikofreien Zinssätze im Berichtszeitraum merklich schwankten, verkleinerte sich der Spread zwischen der BIP-gewichteten Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Euro-Währungsgebiet und dem OIS-Satz um 12 Basispunkte und blieb damit relativ stabil. Am Ende des Berichtszeitraums waren die Veränderungen der einzelnen Renditeabstände von Land zu Land etwas uneinheitlich. So verengten sich die Spreads zehnjähriger italienischer und portugiesischer Staatsschuldtitel um 10 bzw. 29 Basispunkte, während sich der Spread zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um weitere 14 Basispunkte verringerte. Gleichzeitig wiesen die italienischen Renditeabstände aufgrund der Verschärfung der innenpolitischen Krise in Italien einen volatilen Verlauf auf. Diese Volatilität griff aber nur in begrenztem Maße auf die anderen Euro-Länder über.



### Abbildung 17

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

(in Prozentpunkten)



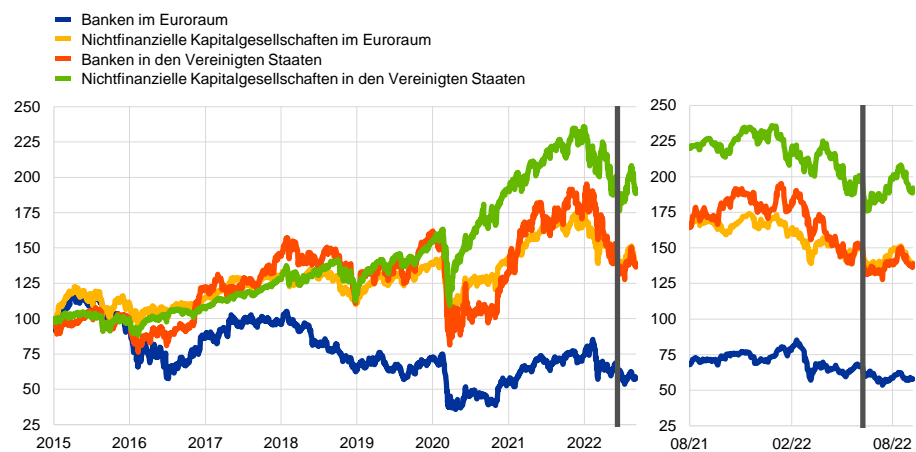
Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. Juni 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. September 2022.

### Abbildung 18

#### Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 9. Juni 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. September 2022.

**Die zunehmende Besorgnis über die Konjunkturaussichten und die Straffung der Geldpolitik belasteten weiterhin die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum. Die Spreads weiteten sich im Berichtszeitraum insgesamt aus.** Bedenken bezüglich einer bevorstehenden Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, Abwärtskorrekturen der Gewinnerwartungen sowie die Tatsache, dass die Märkte mit einer strafferen Geldpolitik rechneten, führten dazu, dass sich die Spreads im Berichtszeitraum etwas ausweiteten. Unter dem Strich vergrößerten sich die Renditeabstände bei hochverzinslichen Unternehmens-

anleihen um 18 Basispunkte, während sie bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen eine gewisse Widerstandsfähigkeit aufwiesen und sich am Ende des Berichtszeitraums um 2 Basispunkte ausgeweitet hatten.

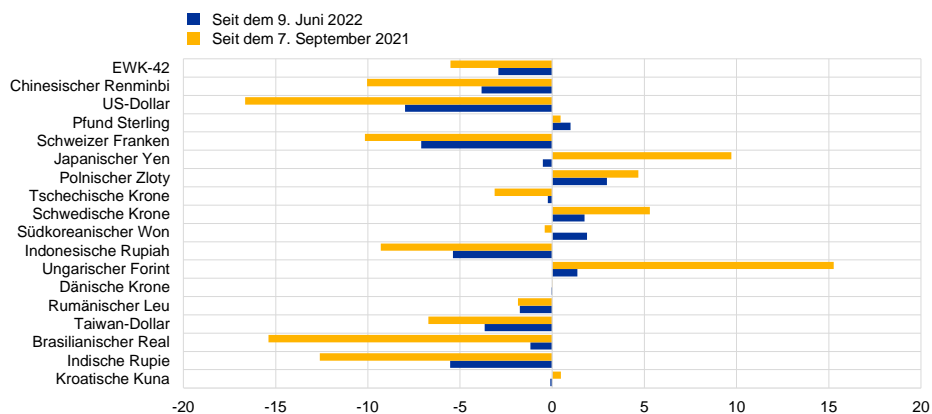
**Im Berichtszeitraum prägten Kursverluste die europäischen Aktienmärkte, was ähnlichen Faktoren geschuldet war wie bei den Märkten für Unternehmensanleihen** (siehe Abbildung 18). Die europäischen Aktienmärkte waren im gesamten Berichtszeitraum Schwankungen ausgesetzt, da sie auf die eingehenden Nachrichten über die Inflations- und Wachstumsaussichten und die jeweiligen Auswirkungen auf die Geldpolitik der Zentralbanken weltweit reagierten. Alles in allem sanken die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet in diesem Zeitraum. Die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Eurogebiet verringerten sich dabei um 5,7 % und jene von Banken um 11,3 %. Grund für die Kursverluste waren Abwärtskorrekturen der Gewinnerwartungen, eine beträchtliche Abwärtsrevision der Wachstumserwartungen für das reale BIP im Euroraum, die sich möglicherweise noch nicht vollständig in den Gewinnerwartungen niederschlug, und das höhere Niveau der langfristigen Zinssätze. Die Einbußen bei den Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und bei den Bankaktien wurden durch den Rückgang der Aktienrisikoprämie abgefedert (siehe Abschnitt 5). Auch in den Vereinigten Staaten führten höhere Zinsen und Rezessionsängste zu Kursverlusten. Die Bankwerte sanken dort um 3,1 %, die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die sich als widerstandsfähiger erwiesen, lediglich um 0,8 %.

**An den Devisenmärkten verlor der Euro in handelsgewichteter Rechnung weiter an Wert** (siehe Abbildung 19). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um insgesamt 2,9 % nach. Die allgemeine Schwäche des Euro spiegelte sich auch in dessen Abwertung gegenüber dem US-Dollar um 8 % wider. Damit lag die Gemeinschaftswährung am Ende des Berichtszeitraums leicht unter der Dollar-Parität. Hintergrund dieser Entwicklung waren die zunehmenden Bedenken hinsichtlich der Wachstumsaussichten für den Euroraum und die raschere geldpolitische Straffung in den Vereinigten Staaten. Auch gegenüber dem Schweizer Franken und dem japanischen Yen schwächte sich der Euro ab (-7,1 % bzw. -0,5 %). Zum Pfund Sterling wertete er hingegen um 1 % auf. In Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer verlor der Euro ebenfalls an Wert, beispielsweise zur indischen Rupie (-5,5 %) und zum chinesischen Renminbi (-3,8 %).

## Abbildung 19

### 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 entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 7. September 2022.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

*Im Zuge der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung haben sich die Kreditzinsen der Banken seit Ende Mai erhöht, und ihre Refinanzierungsbedingungen haben sich verschärft. Bei den Unternehmenskrediten war in nominaler Rechnung ein kräftiges Wachstum zu verbuchen. Die Kreditvergabe an private Haushalte entwickelte sich solide, wies jedoch erste Anzeichen einer Abschwächung auf. In der Zeit vom 9. Juni bis zum 7. September 2022 verringerten sich die Kosten der Finanzierung für Unternehmen über Eigenkapital erheblich, während die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung stiegen. Das Gesamtaußenfinanzierungsvolumen der Unternehmen erhöhte sich, wofür im Wesentlichen die verstärkte Aufnahme von Bankkrediten verantwortlich war. Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge schwächte sich der Tendenz nach weiter ab. Zurückzuführen ist dies auf die Beendigung der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem im Juli sowie auf die gestiegenen Energiekosten für private Haushalte und Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, die das verfügbare Einkommen mindern.*

**Im Zuge der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung nahmen die Refinanzierungskosten der Banken im Euro-Währungsgebiet in den vergangenen Monaten insgesamt zu.** Nachdem der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum zu Beginn dieses Jahres einen steilen Aufwärtstrend verzeichnet hatte, kam diese Entwicklung im Juli zum Erliegen (siehe Abbildung 20, Grafik a). Seit Anfang 2022 sind die Renditen von Bankanleihen wegen der steigenden risikofreien Zinssätze auf ein höheres Niveau als vor Beginn des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Jahr 2015 geklettert, allerdings weisen sie seit der EZB-Ratssitzung vom Juni eine gewisse Volatilität auf (siehe Abbildung 20, Grafik b). Mit ihrer Zinserhöhung im Juli 2022 beendete die EZB die vor acht Jahren begonnene Phase negativer Zinsen. Die meisten Banken sind dazu übergegangen, die Einlagen ihrer Kunden, die einen wesentlichen Teil der Refinanzierungsmittel der Banken im Eurogebiet darstellen, höher zu verzinsen.

**Die Bilanzen der Banken zeigten sich insgesamt robust, jedoch macht sich allmählich die konjunkturelle Eintrübung bemerkbar.** Die Eigenkapitalquoten der Banken sanken wieder auf ihr Vorpandemieniveau. Gestützt wird die Ertragslage der Banken durch die höheren Nettozinserträge, die sich aus der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung ergeben. Auch in Bezug auf die Verringerung des Anteils an notleidenden Krediten haben die Banken weitere Fortschritte erzielt. Einige andere Messgrößen der Aktivaqualität haben sich allerdings abgeschwächt. Vor dem Hintergrund der sich eintrübenden Konjunkturaussichten und eines steigenden Kreditrisikos deutet der jüngste Rückgang der Kurs-Buchwert-Verhältnisse auf eine gewisse Verschlechterung der Aussichten für die Banken hin.

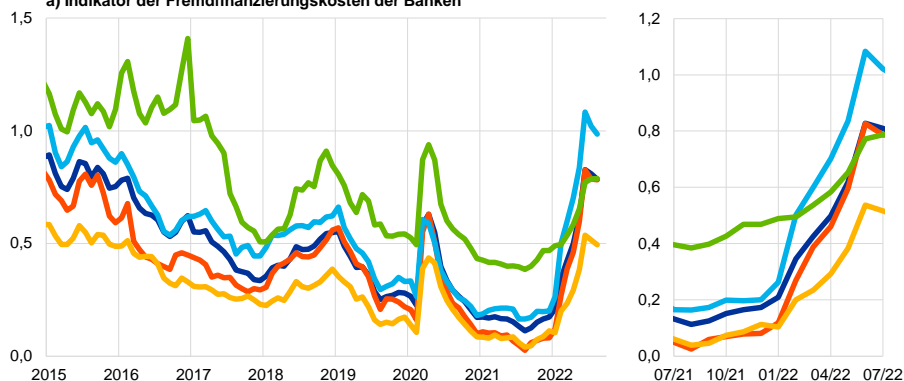
## Abbildung 20

### Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

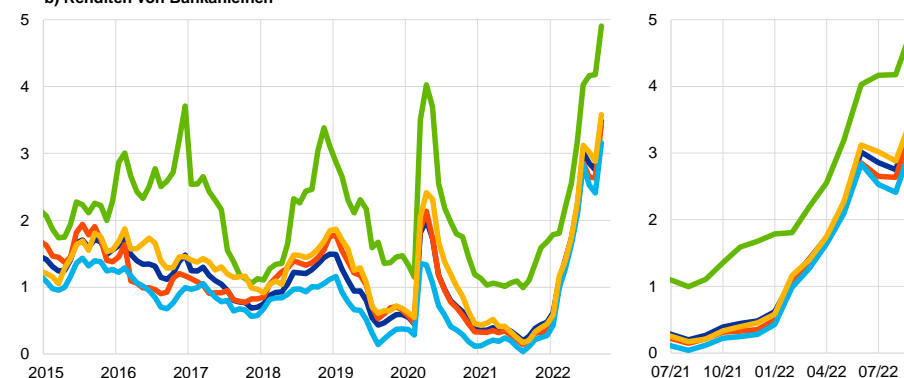
(in % p. a.)



a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



Quellen: EZB, IHS-Markit-iBoxx-Indizes und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht einem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Beständen). Bei den Bankanleihenrenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2022 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 7. September 2022 (Renditen von Bankanleihen).

### Aufgrund des restriktiveren Kreditangebots der Banken haben sich deren Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte seit Ende Mai weiter erhöht.

Die seit Beginn des laufenden Jahres kräftig gestiegenen risikofreien Zinssätze und Staatsanleiherenditen im Euroraum haben die Kreditzinsen in die Höhe getrieben; dies betrifft insbesondere die Zinsen für Wohnungsbaukredite an Privathaushalte (siehe Abbildung 21). So zogen die gewichteten Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Juli erneut kräftig auf zuletzt 2,15 % an. Mit diesem monatlichen Anstieg um 18 Basispunkte haben sich die Hypothekenzinsen seit Jahresbeginn um insgesamt 84 Basispunkte erhöht. Die Bankzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften waren unterdessen volatil und gingen im Juli geringfügig um 6 Basispunkte auf 1,77 % zurück. Seit Anfang 2022 sind sie um insgesamt 41 Basispunkte gestiegen. Der kräftige Anstieg der

Diffusionsindizes lässt den Schluss zu, dass die Zinssätze für Unternehmenskredite in den kommenden Monaten weiter steigen werden.<sup>5</sup> Auf der Angebotsseite spiegelt die Entwicklung der Kreditzinsen eine Verschärfung der Richtlinien für Darlehen an Unternehmen und private Haushalte wider (siehe die [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#) vom Juli). Grund für diese Verschärfung sind die gestiegenen Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten und die voranschreitende geldpolitische Normalisierung. Auf der Nachfrageseite vergrößern die höheren Energiepreise den Finanzierungsbedarf der Unternehmen und belasten die Budgets der privaten Haushalte, vor allem jener mit niedrigem Einkommen. Der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) zufolge sanken zudem die Erwartungen der Verbraucher in Bezug auf das Wirtschaftswachstum. Zugleich stiegen ihre Erwartungen, arbeitslos zu werden. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und große Ausleihungen lag in der Nähe des Vorpandemieniveaus. Dies lässt den Schluss zu, dass die Konditionen der bankbasierten Finanzierung für kleine und mittlere Unternehmen relativ gesehen weiterhin günstig sind. Überdies halten sich die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Firmen und Privathaushalte nach wie vor in Grenzen (siehe Abbildung 21, Grafik a und b).

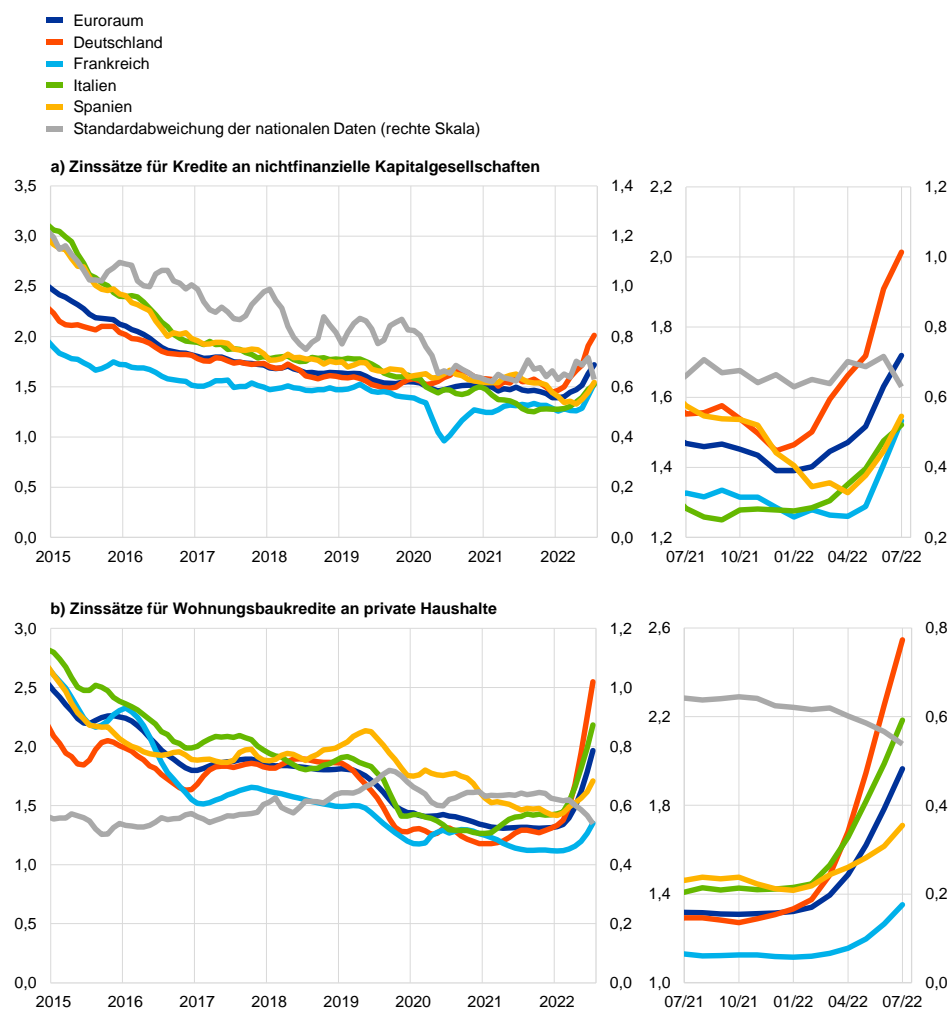
---

<sup>5</sup> Diese Indizes werden aus Mikrodaten berechnet und geben den Saldo der Banken an, die ihre Zinssätze für Unternehmenskredite anheben. Sie haben häufig Vorlaufeigenschaften.

## Abbildung 21

### Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums

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



Quelle: EZB.

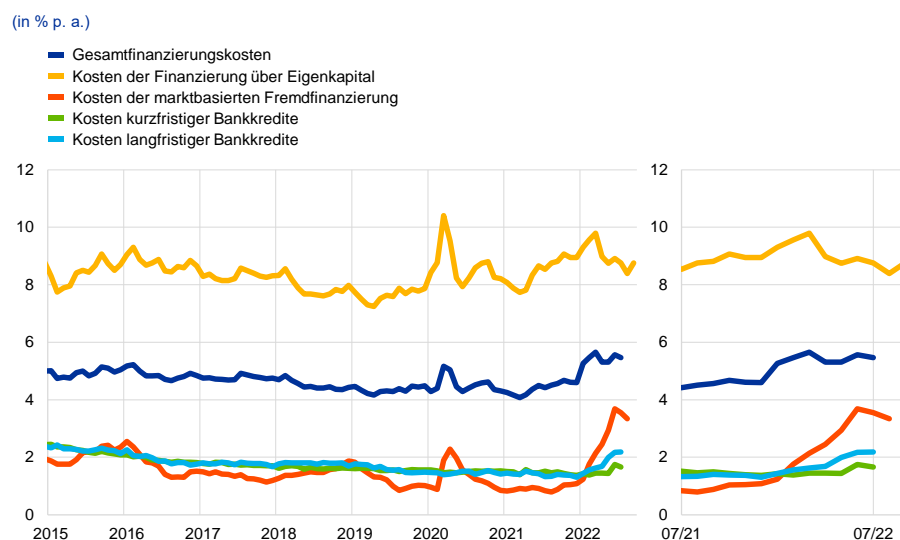
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern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

**Während sich die Finanzierung über Eigenkapital für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Zeit vom 9. Juni bis zum 7. September 2022 erheblich verbilligte, nahmen die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung zu.** Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme lassen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (die die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung umfassen) derzeit nur bis Juli 2022 berechnen. Sie beliefen sich im Juli auf 5,5 % nach 5,3 % im Mai. Diese Entwicklung war in erster Linie der starken Verteuerung der marktbasierter Fremdfinanzierung geschuldet; doch auch die Kosten für die Aufnahme von Bankkrediten trugen – wenn auch geringfügiger – zum Anstieg der Gesamtfinanzierungskosten bei (siehe Abbildung 22). Die Kosten der Finanzierung

über Eigenkapital blieben bis Juli 2022 nahezu unverändert. Im Juli lagen diese Kosten weiterhin in der Nähe der Spitzenwerte, die im früheren Jahresverlauf verzeichnet worden waren, und damit deutlich über dem Niveau der beiden vorangegangenen Jahre. In der Zeit vom 9. Juni bis zum 7. September verbilligte sich die Eigenkapitalfinanzierung um rund 15 Basispunkte; die Kosten der markt-basierten Fremdfinanzierung nahmen derweil in etwa gleichem Umfang zu. Der leichte Rückgang der Eigenkapitalkosten ist auf die gesunkene Aktienrisikoprämie zurückzuführen, die den Effekt des gestiegenen risikofreien Zinssatzes auf die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung mehr als kompensierte. Der höhere risikofreie Zinssatz trug im Übrigen auch zum Anstieg der Kosten der markt-basierten Fremdfinanzierung bei. Die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gingen im Investment-Grade-Segment leicht zurück, weiteten sich im Bereich der Hochzinsanleihen aber größtenteils aus.

### Abbildung 22

#### Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten



Quellen: EZB und EZB-Schätzungen, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg und Thomson Reuters.  
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind der gewichtete Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der markt-basierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 7. September 2022 (Kosten der markt-basierten Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 2. September 2022 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. auf Juli 2022 (Gesamtfinanzierungskosten und Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

#### Das Wachstum der Unternehmenskredite blieb im Juli kräftig, während sich die Kreditvergabe an private Haushalte abschwächte.

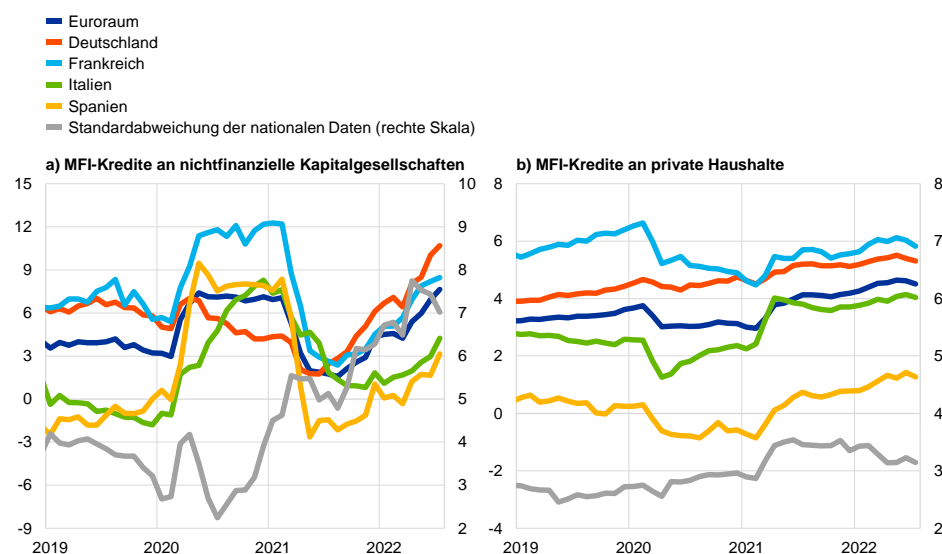
Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im Juli auf 7,7 %, nachdem sie im Juni 6,9 % und im Mai 6,0 % betragen hatte (siehe Abbildung 23, Grafik a). Verantwortlich hierfür war abermals ein großer Basiseffekt, der vor allem die längeren Laufzeiten betraf. Kürzerfristige Ausleihungen leisteten erneut einen erheblichen Wachstumsbeitrag, denn die Unternehmen hatten durch die anhaltenden Engpässe in den Lieferketten, die gestiegenen Vorleistungskosten und die größere Unsicherheit einen höheren Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel. Die Widerstandsfähigkeit des Kreditwachstums hängt bis zu einem gewissen Grad auch damit zusammen, dass die Unternehmen weniger Schuldverschreibungen begeben,



weil sich die Finanzierungsbedingungen an den Märkten stärker verschärft haben als die bankbasierten Finanzierungsbedingungen. Die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an private Haushalte verringerte sich im Juli geringfügig auf 4,5 %, nachdem sie zuvor drei Monate in Folge stabil bei 4,6 % gelegen hatte (siehe Abbildung 23, Grafik b). Dies war vor allem der schwächeren Vergabe von Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten geschuldet.

**Abbildung 23**  
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kredite der monetären Finanzinstitute (MFIs) sind um Verkäufe und Verbriefungen und bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2022.

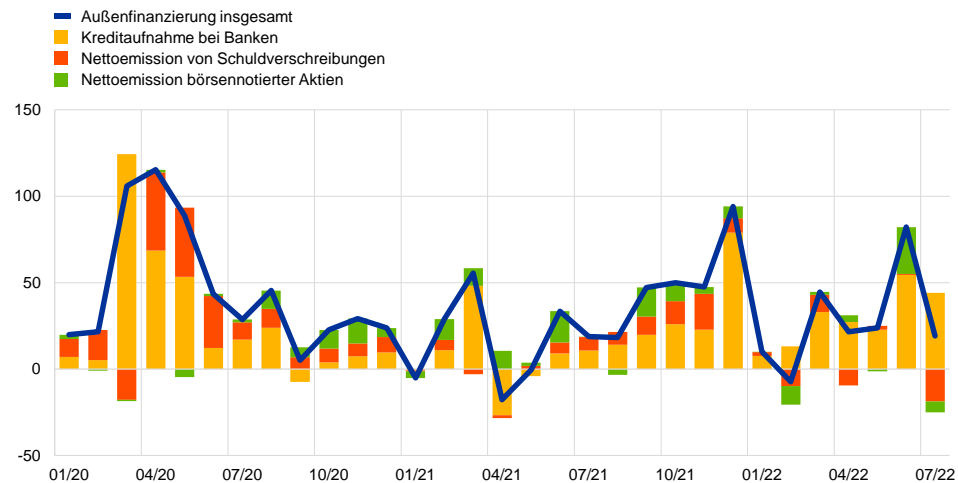
**Das Gesamtaußenfinanzierungsvolumen der Unternehmen erhöhte sich weiter, wofür im Wesentlichen die verstärkte Aufnahme von Bankkrediten verantwortlich war.**

Das jährliche Wachstum der Außenfinanzierung beschleunigte sich von 2,4 % im März auf 3,2 % im Juli. Grund hierfür war der gestiegene Finanzierungsbedarf der Firmen, insbesondere der kurzfristige Mittelbedarf energieintensiver Unternehmen. Die größte Zunahme war in den Sommermonaten zu beobachten, nachdem die Zuflüsse in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres noch relativ moderat ausgefallen waren (siehe Abbildung 24). Seit Anfang 2022 werden die Außenfinanzierungsströme maßgeblich dadurch gestützt, dass die Unternehmen mehr Bankkredite aufnehmen. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen fiel indes aufgrund der gestiegenen relativen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung schwach aus. Die Begebung börsennotierter Aktien war insgesamt verhalten. Im Juni belebte sie sich durch die Emissionstätigkeit energieintensiver Firmen zwar kurzzeitig, kehrte sich aber im Juli aufgrund des zuletzt höheren Anteils an Rückkäufen und eines wertmäßigen Rückgangs der Fusionen und Übernahmen wieder ins Negative.

## Abbildung 24

### Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum (netto)

(monatliche Ströme in Mrd €)



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

Anmerkung: Die Außenfinanzierung (netto) ist die Summe aus Bankkrediten (d. h. MFI-Krediten), der Nettoemission von Schuldverschreibungen und der Nettoemission börsennotierter Aktien. Die MFI-Kredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2022.

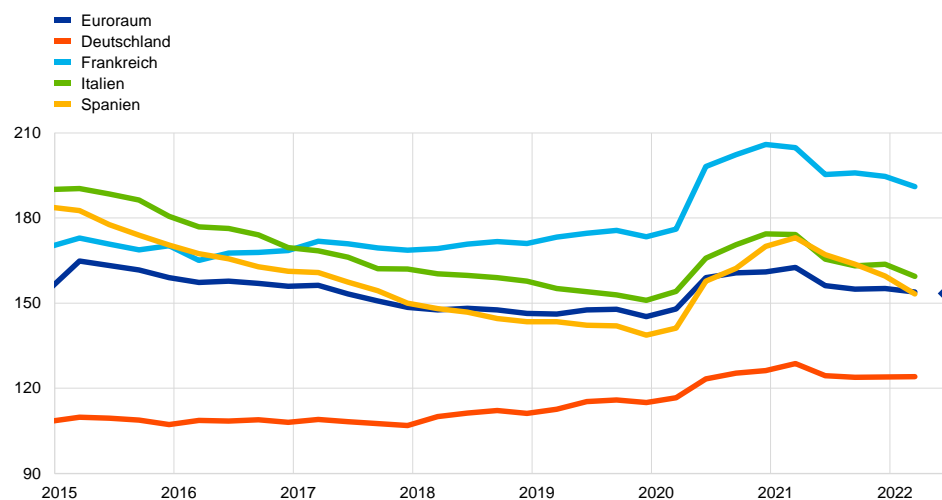
### Die Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum verringerte sich weiter gegenüber dem hohen Niveau, das während der Pandemie verzeichnet worden war (siehe Abbildung 25).

So war die an der Wertschöpfung der Unternehmen gemessene Bruttoschuldenquote der Unternehmen im zweiten Quartal dieses Jahres 2,8 Prozentpunkte niedriger als ein Jahr zuvor. Ursächlich hierfür war das starke Wachstum der Wertschöpfung. Dadurch verringerte sich die seit Ende 2019 verzeichnete aggregierte Zunahme der Bruttoschuldenquote auf 8,2 Prozentpunkte. Der breit angelegte Anstieg der Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seit Anfang 2020 war darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen vor allem in der ersten Phase der Corona-Pandemie verstärkt auf Fremdfinanzierungsmittel zurückgriffen. Dabei nahm die Bruttoverschuldung über die verschiedenen Unternehmensarten und Länder hinweg ungleich zu, da die Firmen unterschiedlich stark von der Pandemie betroffen waren und die politischen Reaktionen von Land zu Land unterschiedlich ausfielen. Derzeit sind die Schuldenquoten in den anfälligeren Ländern niedriger als während der letzten Zinserhöhungsphase im Jahr 2011. Dies sollte dazu beitragen, das Fragmentierungsrisiko im Unternehmenssektor einzudämmen. Obwohl die Bilanzen der Unternehmen in den meisten Ländern aktuell robuster sind als während der europäischen Staatsschulden- und Bankenkrise, ist die Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im historischen Vergleich immer noch hoch, sodass die Unternehmen weiterhin sehr anfällig für negative Schocks sein dürften. Angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten und des fortwährenden Inflationsdrucks dürfte die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen daher auch von einer anhaltenden öffentlichen Unterstützung, insbesondere seitens der Finanzpolitik, abhängen.

## Abbildung 25

### Bruttoverschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % der Bruttowertschöpfung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Verschuldung wird definiert als die Summe aller Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (ohne intrasektorale Kredite), begebenen Schuldverschreibungen und Pensionsverpflichtungen. Die blaue Raute zeigt den Nowcast für das zweite Quartal 2022. Ansonsten beziehen sich die jüngsten Angaben auf das erste Quartal 2022.

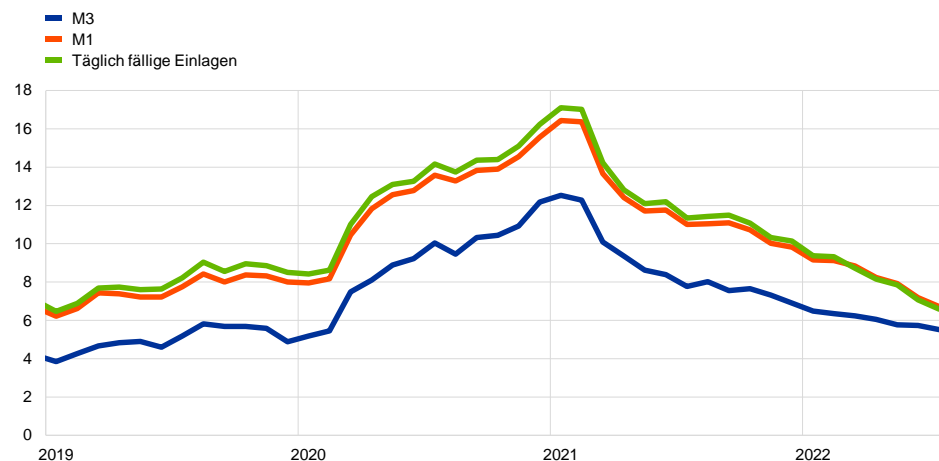
**Der Aufbau täglich fälliger Einlagen hat sich gegenüber dem hohen während der Pandemie verzeichneten Tempo verlangsamt** (siehe Abbildung 26). So sank die jährliche Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen von 7,1 % im Juni auf 6,6 % im Juli. Obwohl die höheren Kosten für Nahrungsmittel und Energie die Liquiditätsreserven der Unternehmen und die Sparfähigkeit der privaten Haushalte belasteten, waren im Juli beträchtliche monatliche Zuflüsse bei den M3-Einlagen von Unternehmen und Privathaushalten zu verzeichnen. Dadurch erreichte deren kurzfristige Dynamik wieder nahezu das Vorpandemieniveau.<sup>6</sup> Die jüngste Erholung dieser Einlagen dürfte Vorsorgemotive im Zusammenhang mit dem sich eintrübenden Konjunkturausblick widerspiegeln. Allerdings entwickelten sich die Einlagenbestände der Unternehmen und der privaten Haushalte von Land zu Land unterschiedlich und bildeten damit den heterogenen Liquiditätsbedarf sowie die Unterschiede zwischen den nationalen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen ab.

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Ersparnisse der privaten Haushalte während der Covid-19-Pandemie: Wie wirken sie sich auf die Erholung des Konsums aus?](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

## Abbildung 26

### M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2022.

#### **Das Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) schwächte sich im Juli abermals ab näherte sich damit weiter seinem längerfristigen Durchschnitt an.**

Das jährliche M3-Wachstum hat sich gegenüber der auf dem Höhepunkt der Pandemie verzeichneten Spitze verlangsamt. Die Jahreswachstumsrate verringerte sich von 5,7 % im Juni auf 5,5 % im Juli (siehe Abbildung 26). In diesem Rückgang spiegeln sich die Beendigung der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem im Juli 2022 sowie der weitere Anstieg der Energiekosten der privaten Haushalte und Unternehmen im Euroraum wider, *der das verfügbare Einkommen mindert*. Was die Komponenten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so wurde das M3-Wachstum nach wie vor hauptsächlich von den zum eng gefassten Geldmengenaggregat M1 zählenden täglich fälligen Einlagen bestimmt. Im Juli gewannen jedoch auch die im weiten Geldmengenaggregat M3 erfassten Termineinlagen an Bedeutung. Aufseiten der Gegenposten wurde die jährliche M3-Dynamik vor allem von den Krediten an den privaten Sektor befeuert. Indessen verringerte sich der positive Wachstumsbeitrag des Erwerbs von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) weiter. Auch höhere monetäre Nettoabflüsse in die übrige Welt dämpften nach wie vor das Geldmengenwachstum. Diese waren vor allem auf den negativen Effekt der höheren Energiepreise auf die Handelsbilanz des Euroraums zurückzuführen.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

*Den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2022 zufolge wird sich der öffentliche Finanzierungssaldo im Euroraum im Zeitraum bis 2024 zwar kontinuierlich, doch etwas weniger stark als in den Juni-Projektionen angenommen verbessern. Indes bleiben die Projektionen zu den öffentlichen Finanzen mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die Hauptgründe hierfür sind der Krieg Russlands gegen die Ukraine und die Entwicklung an den Energiemärkten; beide Faktoren könnten die Regierungen zur Ergreifung zusätzlicher fiskalpolitischer Stimulierungsmaßnahmen veranlassen. Derartige Maßnahmen zielten in jüngster Zeit vor allem darauf ab, die steigenden Lebenshaltungskosten insbesondere beim Bezug von Energie abzufedern, dienten aber auch dazu, den Ausbau von Verteidigungskapazitäten und die Unterstützung von Kriegsflüchtlingen aus der Ukraine zu finanzieren. Dennoch dürfte die gesamtstaatliche Defizitquote weiter sinken, und zwar von 5,1 % im Jahr 2021 auf 3,8 % im laufenden Jahr und nochmals auf 2,7 % am Ende des Prognosezeitraums. Nachdem der fiskalische Kurs 2020 als Reaktion auf die Coronakrise (Covid-19) stark gelockert worden war, wurde er im vergangenen Jahr angezogen und dürfte auch 2023 noch etwas gestrafft sein. Für 2024 wird mit einer neutralen fiskalischen Ausrichtung gerechnet. Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit und der Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick infolge des Krieges in der Ukraine sowie aufgrund der Energiepreissteigerungen und anhaltenden Lieferkettenstörungen empfahl die Europäische Kommission am 23. Mai 2022, die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) bis Ende 2023 zu verlängern. Hierdurch sei es der nationalen Finanzpolitik möglich, erforderlichenfalls auf veränderte Rahmenbedingungen zu reagieren. Angesichts der Haushaltsungleichgewichte, die immer noch über dem Stand vor der Pandemie liegen, und der außerordentlich hohen Inflation muss die Finanzpolitik freilich in zunehmendem Maße selektiv und zielgenau vorgehen. Nur so können in der mittleren Frist eine Verstärkung des Inflationsdrucks vermieden und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gewährleistet werden.*

**Den jüngsten Projektionen zufolge wird sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Eurogebiet während des Prognosezeitraums weiter verbessern.**<sup>7</sup> Die Defizitquote ging 2021 auf 5,1 % zurück, nachdem sie 2020 mit 7,1 % einen historischen Höchststand erreicht hatte. Die Fachleute der EZB rechnen damit, dass sie weiter sinken wird, und zwar auf 3,8 % im laufenden Jahr und auf 2,9 % bzw. 2,7 % in den beiden Folgejahren (siehe Abbildung 27). Ab 2022 wird sich die anhaltende Verbesserung des Finanzierungssaldos laut Projektionen aus dem Konjunkturzyklus sowie einem höheren konjunkturbereinigten Primärsaldo ergeben, denn ein Großteil der pandemiebedingten Krisenmaßnahmen läuft allmählich aus, und die neuen Maßnahmen sind weniger umfangreich. Im gesamten Prognosezeitraum werden die Zinsausgaben in Relation zum BIP auf Euroraumebene wohl noch ähnlich hoch sein wie von 2019 bis 2021 beobachtet. Dies ist dem Umstand geschuldet, dass die Zinsen für neu begebene Staatsanleihen zwar deutlich

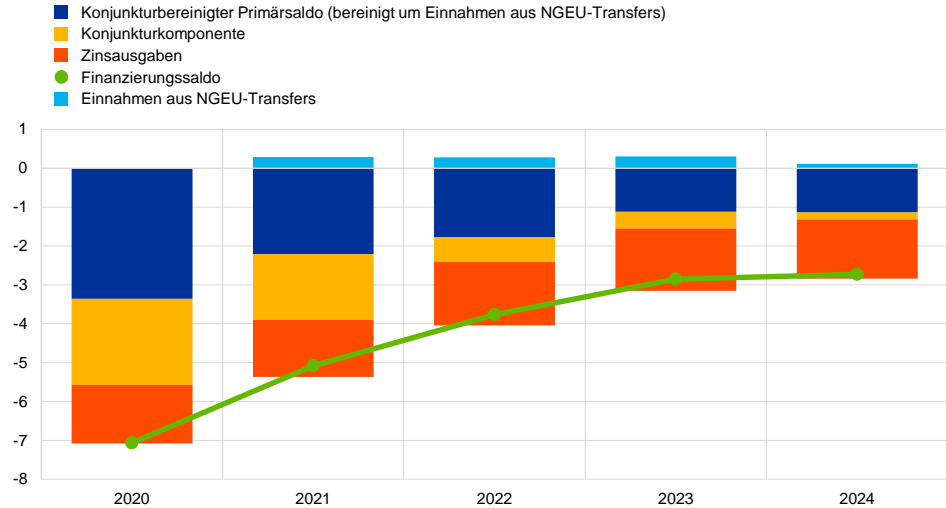
<sup>7</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2022.

gestiegen sind, aber annähernd dem durchschnittlichen Zinssatz des vorhandenen Anleihebestands entsprechen.

### Abbildung 27

#### Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB sowie gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022.  
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

**Der fiskalische Kurs im Eurogebiet wurde ab 2021 gestrafft, und dies dürfte bis 2023 anhalten. Für 2024 wird mit einer weitgehend neutralen Ausrichtung gerechnet.**<sup>8</sup> Die leichte Straffung im laufenden Jahr hängt vor allem damit zusammen, dass weiterhin ein bedeutender Teil der pandemiebedingten Stützungsmaßnahmen eingestellt wird und die neuen expansiv wirkenden Maßnahmen geringeren Umfangs sind. Letztere belaufen sich 2022 auf rund 1,4 % des BIP (in den Juni-Projektionen waren sie noch rund 0,3 Prozentpunkte niedriger beziffert worden). Sie sollen den Anstieg der Lebenshaltungskosten abfedern sowie den Ausbau der Verteidigungskapazitäten und Hilfen für Kriegsflüchtlinge aus der Ukraine finanzieren. Im Jahr 2022 sowie im gesamten verbleibenden Prognosezeitraum dürfte die fiskalische Straffung auch durch nichtdiskretionäre Faktoren abgeschwächt werden. Diese ergeben sich aus einer nur teilweisen Umkehr der ab 2021 verzeichneten hohen unerwarteten Mehreinnahmen. Dennoch wird die restriktive fiskalische Ausrichtung laut Projektionen im Jahr 2023 wieder etwas stärker ausfallen, da die meisten der genannten Stützungsmaßnahmen dann ausgelaufen sein dürften. Für das Ende des Prognosezeitraums wird trotz einer nach

<sup>8</sup> 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 Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

wie vor signifikanten Unterstützung der Wirtschaft mit einem weitgehend neutralen Fiskalkurs gerechnet.<sup>9</sup>

**Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Eurogebiet wurde in den aktuellen Projektionen für 2022 nicht revidiert; für die Folgejahre wird hingegen mit einem ungünstigeren Ergebnis gerechnet.** Der erwartete

Haushaltssaldo 2022 entspricht weitgehend der Juni-Projektion der Fachleute des Eurosystems. Dabei werden höhere temporäre stimulierende Sondermaßnahmen durch eine günstigere Konjunkturkomponente und den stärkeren Einfluss nicht-diskretionärer Faktoren, die die Kasseneinnahmen erhöhen, ausgeglichen. Der Finanzierungssaldo für 2023 und 2024 wurde gegenüber den Juni-Projektionen um 0,2 bzw. 0,3 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Ausschlaggebend hierfür ist die erwartete Verringerung der Konjunkturkomponente.<sup>10</sup>

**Nachdem der gesamtstaatliche Schuldenstand im Eurogebiet 2020 stark angestiegen war, dürfte er bis 2024 langsam auf knapp 90 % des BIP zurückgehen und damit weiterhin über seinem Vorkrisenniveau liegen.** Die

Schuldenquote erhöhte sich 2020 um rund 13 Prozentpunkte auf rund 97 %. Im darauffolgenden Jahr dürfte der sich verbessernde, aber immer noch stark defizitäre Primärsaldo durch einen deutlich schuldenstandssenkenden Beitrag des günstigen Zins-Wachstums-Differenzials mehr als ausgeglichen worden sein, woraus sich eine moderate Verringerung des öffentlichen Schuldenstands in Relation zum BIP ergibt. Im gesamten Zeitraum 2022-2024 wird die Schuldenquote laut Projektionen weiterhin langsam, aber stetig sinken. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der immer noch günstige Beitrag des Zins-Wachstums-Differenzials und – in den ersten beiden Jahren allerdings in begrenztem Umfang – der Deficit-Debt-Adjustments das den Schuldenstand erhöhende Primärdefizit übersteigt (siehe Abbildung 28). Am Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2024 dürfte sich die staatliche Schuldenquote bei knapp 90 % einpendeln und damit 6 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisenstand 2019 liegen.

---

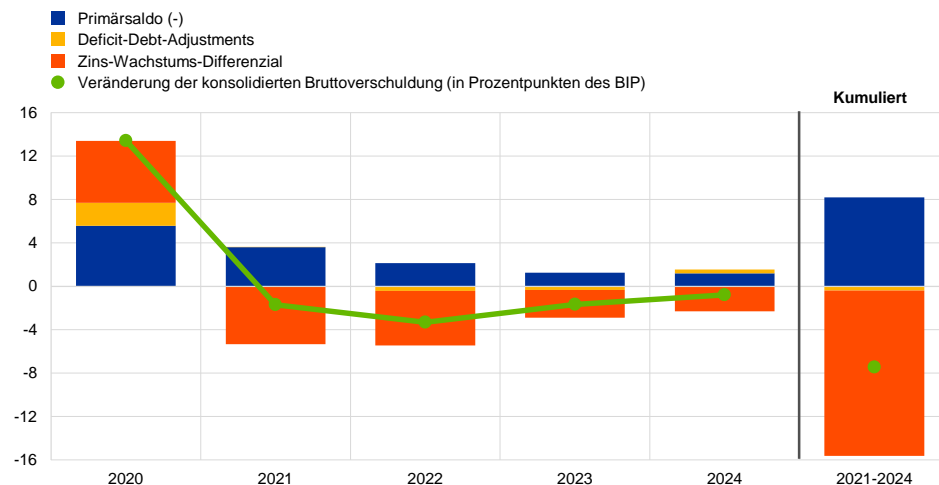
<sup>9</sup> Der um die Einnahmen aus NGEU-Transfers bereinigte fiskalische Kurs im Eurogebiet wird für 2020 auf -4,2 Prozentpunkte des BIP und für 2021 auf +1,1 Prozentpunkte des BIP geschätzt. In den Jahren 2022, 2023 und 2024 dürfte er +0,1, +0,7 bzw. 0,0 Prozentpunkte des BIP betragen. Damit sind die im Juni projizierten Werte für 2022 weitgehend unverändert geblieben, während sie für 2023 um 0,1 Prozentpunkte nach oben und für 2024 in derselben Größenordnung nach unten korrigiert wurden.

<sup>10</sup> Weitere staatliche Stützungsmaßnahmen zur Abfederung der höheren Energiepreise und sonstige Ausgaben im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg dürften sich 2022 auf 0,9 % des euroraumweiten BIP belaufen.

## Abbildung 28

### Veränderung der Staatsverschuldung und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB sowie gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022.  
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

**Die Projektionen zu den öffentlichen Finanzen im Basisszenario sind weiterhin mit einer hohen Unsicherheit behaftet, die in erster Linie mit dem Krieg in der Ukraine und der Entwicklung an den Energiemärkten zusammenhängt.** Was die Annahmen zur Finanzpolitik betrifft, so überwiegt im Basisszenario das Risiko, dass die fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen in der kurzen Frist ausgeweitet werden. Im Blick stehen hier eine neue oder verlängerte Unterstützung zur Abfederung der hohen Energiekosten sowie sonstige kriegsbezogene Ausgaben. Einige Maßnahmen wurden nach dem Projektionsstichtag bereits angekündigt.

**Finanzpolitische Hilfen absorbieren den kriegsbedingten Schock zwar teilweise, sollten aber zeitlich befristet und in zunehmendem Maße zielgenau sein und dabei die Gefahr einer Verstärkung des Inflationsdrucks begrenzen.**

Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit und der kriegsbedingten Abwärtsrisiken für den Wirtschaftsausblick sowie aufgrund der Energiepreiserhöhungen und anhaltenden Lieferkettenstörungen empfahl die Europäische Kommission am 23. Mai 2022, die allgemeine Ausweichklausel des SWP bis Ende 2023 zu verlängern.<sup>11</sup> Hierdurch sei es der nationalen Finanzpolitik möglich, erforderlichenfalls auf veränderte Rahmenbedingungen zu reagieren. Dabei muss jedoch in allen Ländern die Schuldentragfähigkeit gewahrt bleiben. Des Weiteren sollten jegliche Regierungsmaßnahmen zur Unterstützung von privaten Haushalten und Unternehmen sehr zielgenau und gut durchdacht sein, um die Gefahr zu begrenzen, dass von ihnen ein zusätzlicher Inflationsdruck ausgeht. Wie in Aufsatz 1<sup>12</sup> im vorliegenden Wirtschaftsbericht ausgeführt, sollten energiebezogene Maßnahmen befristet bleiben, Anreize zum Energiesparen enthalten, dabei effizient

<sup>11</sup> Siehe Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank, Europäisches Semester 2022, Frühjahrspaket (COM/2022/600 final), 23. Mai 2022.

<sup>12</sup> Siehe dort Kasten 1.



bei den kurzfristigen Herausforderungen ansetzen und nur auf schutzbedürftige Haushalte ausgerichtet werden. Sowohl horizontale Steuersenkungen als auch nicht zielgerichtete Transfers sind weniger kosteneffizient als Ausgabenmaßnahmen, deren Inanspruchnahme auf schutzbedürftige Zielpersonen konzentriert bleibt.

# Kästen

## 1 Die Bedeutung der Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Covid-19-Krise

**Agostino Consolo und António Dias da Silva**

### **Das Wachstum der Beschäftigung im öffentlichen Sektor hat während der Corona-Pandemie (Covid-19) maßgeblich zur Gesamtbeschäftigung beigetragen.**

**1** Im ersten Quartal 2022 war die Beschäftigung im öffentlichen Sektor rund 3,5 % höher als vor der Pandemie, verglichen mit 0,6 % in der Industrie und 0,2 % im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen (siehe Abbildung A, Grafik a). Analog hierzu lag auch die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden im öffentlichen Sektor im ersten Quartal des laufenden Jahres 1,7 % über ihrem Vorpandemieniveau. Bereits im ersten Vierteljahr 2021 war hier der vor der Pandemie verzeichnete Stand wieder erreicht worden. Im privaten Sektor hingegen war die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden im ersten Quartal 2022 noch um 1,1 % niedriger als vor der Pandemie (siehe Abbildung A, Grafik b).<sup>2</sup> Ein Blick auf die größten Euro-Länder zeigt, dass vom öffentlichen Sektor in Deutschland, Spanien und Frankreich starke Beschäftigungsimpulse ausgingen, wohingegen der entsprechende Beitrag in Italien moderater ausfiel.

---

<sup>1</sup> Im vorliegenden Kasten entspricht die Beschäftigung im öffentlichen Sektor der gesamten Beschäftigung in den Wirtschaftszweigen O bis Q gemäß Klassifikation der EU-Arbeitskräfteerhebung von Eurostat, d. h. öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht sowie Gesundheits- und Sozialwesen. Im Jahr 2021 entfielen im Euroraum 25 % der Gesamtbeschäftigung und 23 % der geleisteten Gesamtarbeitsstunden auf den öffentlichen Sektor.

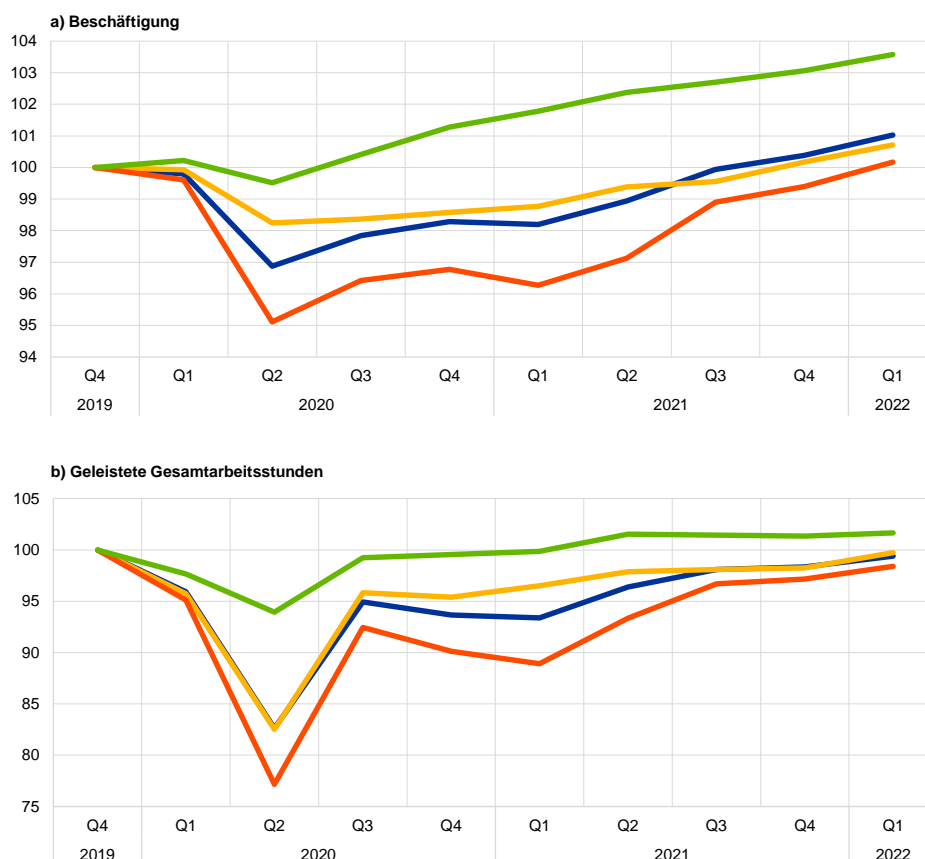
<sup>2</sup> Die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden spielt bei der Anpassung des Arbeitsmarkts an die Konjunktorentwicklung im Euroraum typischerweise eine wichtige Rolle. Siehe beispielsweise EZB, [Geleistete Arbeitszeit im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

## Abbildung A

### Beschäftigung und geleistete Gesamtarbeitsstunden im Euroraum nach Wirtschaftszweigen

(Index: Q4 2019 = 100)

- Gesamtwirtschaft
- Industrie
- Marktbestimmte Dienstleistungen
- Öffentlicher Sektor



Quelle: eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022.

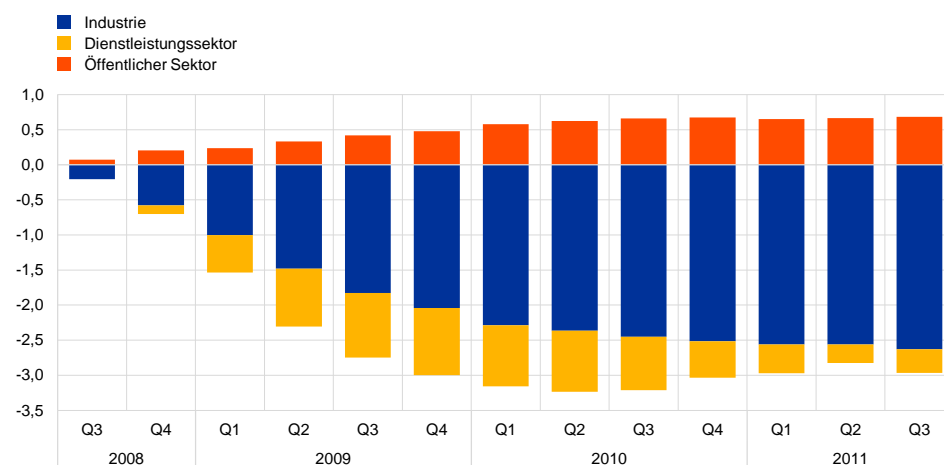
**Zwar nahm auch in früheren Rezessionsphasen im Euro-Währungsgebiet die Beschäftigung im öffentlichen Sektor stärker zu als in anderen Wirtschaftsbereichen, doch fiel der Anstieg in der jüngsten Krise höher aus als in vorangegangenen Rezessionen.** Abbildung B zeigt die unterschiedlichen Beiträge zum kumulierten Beschäftigungswachstum nach der Finanzkrise von 2008 und der Staatsschuldenkrise im Euroraum in Prozentpunkten. Die Beschäftigung im öffentlichen Sektor wies in beiden Fällen ein ähnliches Muster auf wie während der Erholung von der Corona-Pandemie und trug jeweils positiv zum Wachstum der Gesamtbeschäftigung bei. Allerdings wurde während der Pandemie ein stärkerer Beschäftigungszuwachs verzeichnet als in den zurückliegenden Rezessionsphasen. Ausschlaggebend für den positiven Beitrag der öffentlichen Beschäftigung waren vor allem die günstigen langfristigen Trends im Gesundheitswesen und im Bereich Erziehung und Unterricht (siehe Abbildung C). Diese dürften wiederum mit der Bevölkerungsalterung, die höhere Ausgaben für Gesundheitsleistungen erfordert, und dem im Zeitverlauf steigenden Anteil der Beschäftigten mit Hochschulbildung

zusammenhängen. Da die Gesundheitsausgaben bei älteren Jahrgängen höher sind, nehmen sie in einer alternden Gesellschaft zwangsläufig zu.<sup>3</sup> Hinzu kommt, dass die Ausgaben für Schülerinnen und Schüler bzw. Studierende vom Primar- bis zum Tertiärbereich in den OECD-Ländern von 2012 bis 2018 pro Kopf um durchschnittlich 1,6 % jährlich stiegen, während die Zahl der Schulpflichtigen und Studierenden unverändert blieb.<sup>4</sup>

**Abbildung B**  
Beschäftigung im Euroraum in früheren Rezessionsphasen

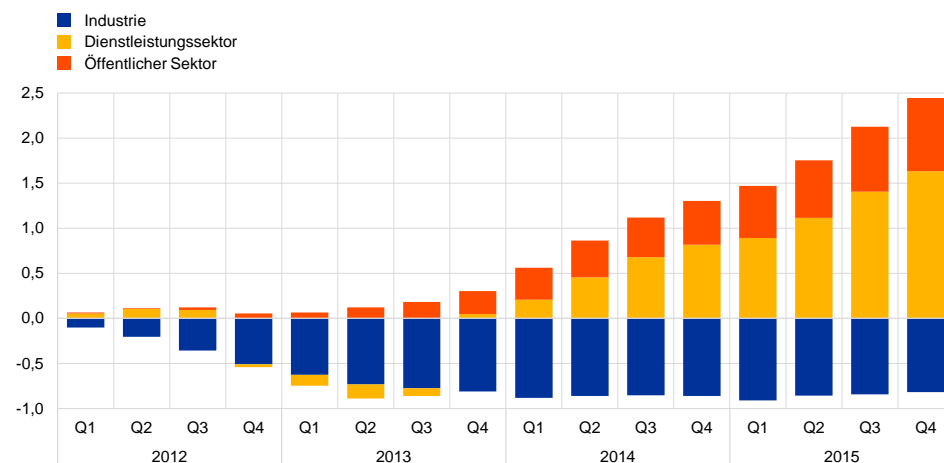
**a) Finanzkrise von 2008**

(Index: Q2 2008 = 100)



**b) Staatsschuldenkrise im Euroraum**

(Index: Q4 2011 = 100)



Quelle: eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.

<sup>3</sup> Siehe beispielsweise OECD, Health at a Glance 2021: OECD Indicators, 2021. Aus Kapitel 8 („Health workforce“) dieser Publikation geht hervor, dass sich die Zahl der niedergelassenen Ärztinnen und Ärzte in Relation zur Gesamtbevölkerung in den OECD-Ländern erhöht hat. Siehe z. B. auch Cedefop und Eurofound, Skills forecast: trends and challenges to 2030, Reference Series des Cedefop, Nr. 108, 2018. Darin wird in Anbetracht der Bevölkerungsalterung ein höherer Bedarf an qualifizierten Arbeitskräften im Gesundheitswesen der EU prognostiziert.

<sup>4</sup> Siehe OECD, Education at a glance, 2021.

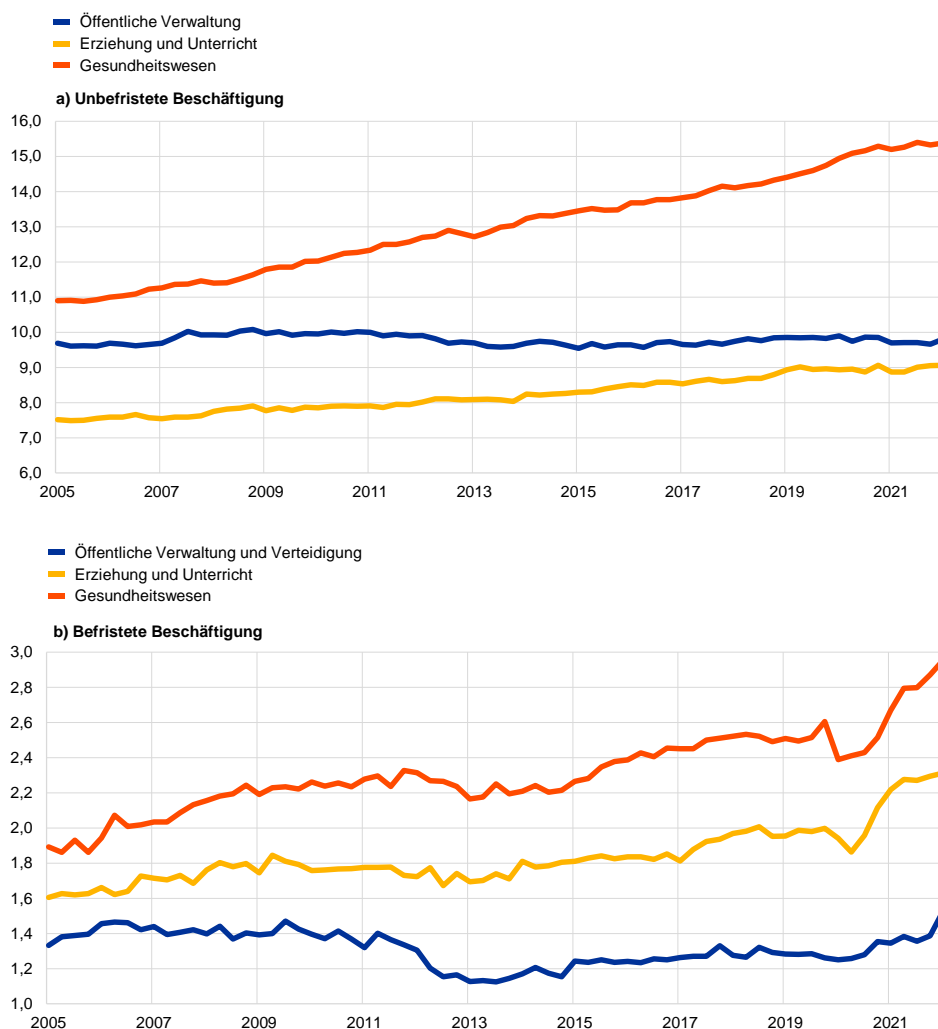
**Anders als in der Vergangenheit ging der Anstieg der Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Pandemie mit einem zunehmenden Anteil befristeter Arbeitsverhältnisse einher.**

Der zu Beginn der Pandemie verzeichnete Rückgang der Gesamtbeschäftigung um 3,1 % war zu rund zwei Dritteln darauf zurückzuführen, dass die Zahl der befristeten Arbeitsverhältnisse um 15 % sank. Ausschlaggebend hierfür war der Beschäftigungsabbau im privaten Sektor. Dass Beschäftigte mit befristeten Arbeitsverträgen tendenziell als Erste entlassen oder ihre Verträge nicht verlängert werden, ist eine normale Begleiterscheinung einer Rezession. Allerdings hat sich die befristete Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Coronakrise anders entwickelt als im privaten Sektor und in vorangegangenen Krisen. Im ersten Quartal 2022 lag sie 11,5 % über dem Vorpandemieniveau, und ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung im öffentlichen Sektor war um 2 Prozentpunkte gestiegen. Dieser Anstieg konzentrierte sich vornehmlich auf das Gesundheitswesen und den Bereich Erziehung und Unterricht (siehe Abbildung C). In diesen beiden Teilsektoren wurden 1,4 Millionen neue Arbeitsplätze (davon fast 1 Million befristete Stellen) geschaffen; dies entspricht rund 22 % des gesamten Beschäftigungszuwachses seit dem zweiten Quartal 2020. Im Zuge der Covid-19-Krise dürften der Anstieg der Hospitalisierungsraten, Testungen und Impfquoten sowie die Abstandsregeln und Kontaktbeschränkungen dazu geführt haben, dass Arbeitskräfte im Gesundheits- und Bildungswesen vermehrt befristet eingestellt wurden, um so den vorübergehenden pandemiebedingten Einschränkungen Rechnung zu tragen.

## Abbildung C

### Beschäftigung in der öffentlichen Verwaltung, im Bereich Erziehung und Unterricht sowie im Gesundheitswesen

(in Millionen Personen)



Quelle: eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022.

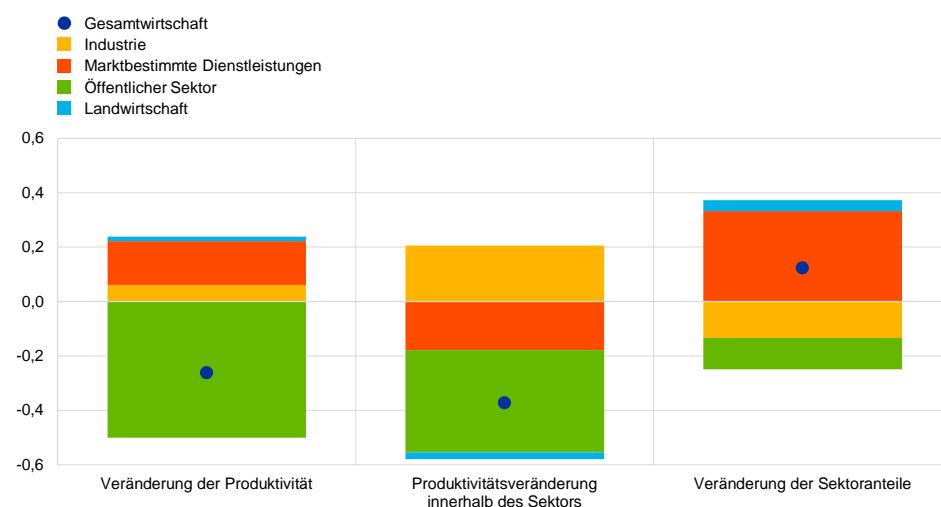
#### Die Zunahme befristeter Beschäftigungsverhältnisse im öffentlichen Sektor dürfte sich negativ auf die gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivität ausgewirkt haben.

Während der Corona-Pandemie belief sich der Beitrag des öffentlichen Sektors zur Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Arbeitsproduktivität auf -0,5 Prozentpunkte (siehe Abbildung D). Einer Shift-Share-Analyse zufolge waren für die Produktivitätsveränderungen im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2022 überwiegend Veränderungen innerhalb des öffentlichen Sektors (-0,4 Prozentpunkte) und in geringerem Maße auch der gestiegene Anteil der öffentlichen Beschäftigung an der Gesamtwirtschaft maßgeblich. Da ein Großteil des Beschäftigungswachstums innerhalb des öffentlichen Sektors durch den Zuwachs an befristeten Stellen bedingt ist, lässt sich die Produktivitätsentwicklung auf den kräftigen Anstieg der befristeten Arbeitsverhältnisse im Bereich Erziehung und Unterricht sowie im Gesundheitswesen zurückführen. Beschäftigte mit

befristeten Arbeitsverträgen werden in der Regel schlechter bezahlt als unbefristet Beschäftigte. Die Produktivitätszahlen im Bereich der nicht marktbestimmten Dienstleistungen hängen vor allem von den Arbeitskosten ab. Die Zunahme befristeter Arbeitsverträge, von denen typischerweise Beschäftigte mit geringerer Qualifikation oder Berufserfahrung betroffen sind, könnte den Rückgang des Produktivitätswachstums im öffentlichen Sektor zum Teil erklären.<sup>5</sup> Auch die Abnahme der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden spielt in diesem Zusammenhang eine Rolle.

**Abbildung D**  
Veränderung der Produktivität

(Veränderung im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2022 in %)



Quelle: eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Dargestellt ist eine Shift-Share-Analyse der kumulierten Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität je Arbeitnehmer, bei der zwischen Veränderungen innerhalb des jeweiligen Sektors und Veränderungen der Anteile zwischen den einzelnen Sektoren (Veränderung der Gewichte) unterschieden wird.

**Der Anstieg der befristeten Beschäftigungsverhältnisse im öffentlichen Sektor könnte sich nach dem Auslaufen der pandemiebedingten Gesundheitsschutzmaßnahmen teilweise umkehren; davon dürften jedoch höchstens 0,2 % der Erwerbspersonen im Euro-Währungsgebiet betroffen sein.** Die befristete Beschäftigung im Bereich Erziehung und Unterricht sowie im Gesundheitswesen liegt weiterhin über dem jeweiligen langfristigen Trend.<sup>6</sup> Bei einer Rückkehr zum Trendwachstum würde sich die Zahl der befristeten Arbeitsverhältnisse im öffentlichen Sektor um etwa 300 000 verringern. Damit könnte sich die Arbeitslosenquote im Euroraum um 0,2 Prozentpunkte erhöhen, sofern es nicht zu einer Reallokation der betreffenden Stellen in andere Sektoren kommt.

<sup>5</sup> Da für die Teilbereiche des öffentlichen Sektors keine Angaben zur Bruttowertschöpfung verfügbar sind und für befristete und unbefristete Arbeitsverhältnisse keine Daten zu den öffentlichen Personalausgaben vorliegen, ist eine quantitative Aufschlüsselung der Produktivität nicht möglich.

<sup>6</sup> Statistische Trends werden mithilfe des asymmetrischen Band-Pass-Filters von Christiano und Fitzgerald geschätzt, wobei Konjunkturfrequenzen zwischen 6 und 32 Quartalen herausgefiltert werden.

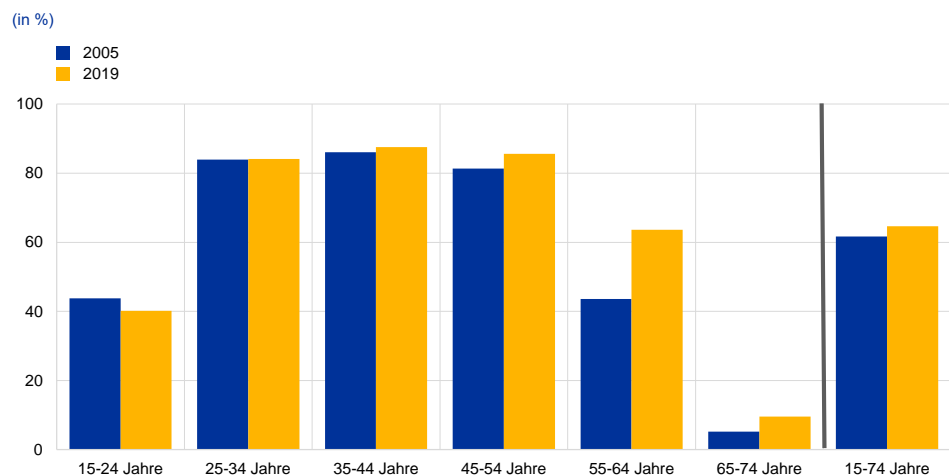
## Die Covid-19-Pandemie und Ruhestandsentscheidungen älterer Arbeitskräfte im Euro-Währungsgebiet

Vasco Botelho und Marco Weißler

**Die zunehmende Teilnahme älterer Arbeitskräfte am Erwerbsleben hat in den vergangenen 15 Jahren den Anstieg der Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet mit geprägt.** Die Erwerbsbeteiligung im Euroraum erhöhte sich von 61,7 % im Jahr 2005 auf 64,6 % im Jahr 2019 (siehe Abbildung A). Geschuldet war dies vornehmlich einer Zunahme der älteren Erwerbsbevölkerung. Die Erwerbsbeteiligung der 55- bis 64-Jährigen erhöhte sich in diesem Zeitraum um mehr als 21 Prozentpunkte, und bei den 65- bis 74-Jährigen waren es mehr als 4 Prozentpunkte. Im Hinblick auf eine alternde Bevölkerung ist diese Entwicklung von besonderer Bedeutung, da die Erwerbspersonen im Euroraum immer älter werden.<sup>1</sup> So lag der Anteil der Beschäftigten im Alter von 55 Jahren oder darüber im Jahr 2021 bei mehr als 20 %, verglichen mit 12 % im Jahr 2005.

### Abbildung A

Erwerbsbeteiligung im Euroraum nach Altersgruppen



Quellen: Eurostat, Arbeitskräfteerhebung der EU und EZB-Berechnungen.

**Die Corona-Pandemie (Covid-19) hat zumindest anfangs zu einem Rückgang der am Arbeitsmarkt aktiven älteren Personen im Eurogebiet geführt** (siehe Abbildung B). Von seinem während der Pandemie verzeichneten Tiefstand hat sich der Arbeitsmarkt im Euroraum deutlich erholt, wobei einige Indikatoren ihr Vorpandemieniveau sogar überschritten haben. Die Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte ist zwar inzwischen wieder höher als während der Pandemie, doch liegt sie immer noch unter dem Wert, den die in den vergangenen Jahren beobachtete

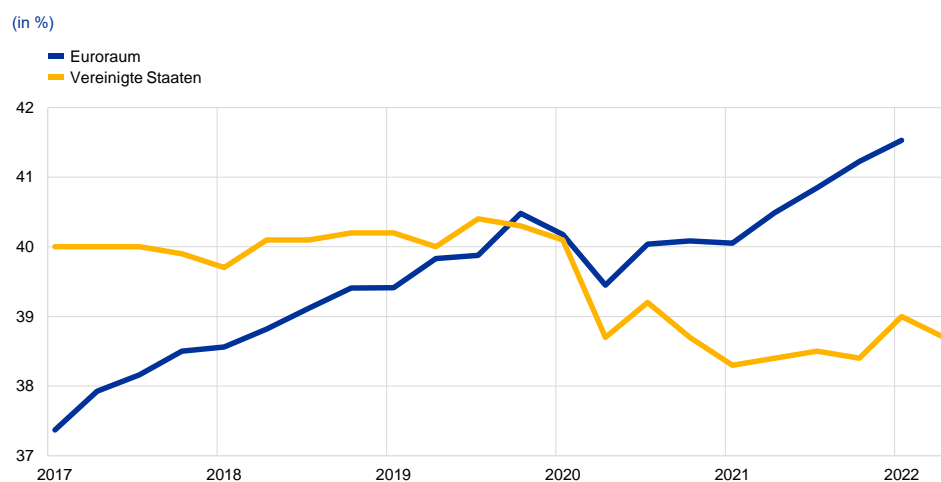
<sup>1</sup> Siehe auch EZB, [Bestimmungsfaktoren der steigenden Erwerbsbeteiligung – die Bedeutung von Reformen der Alterssicherung](#), Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020; K. Bodnár und C. Nerlich, [The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 296, 2022.



höhere Aktivität älterer Arbeitskräfte erwarten ließe.<sup>2</sup> Gemäß dem Bericht der Europäischen Kommission über die Bevölkerungsalterung 2021 dürfte die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter bis 2040 weiter zunehmen und sich anschließend allmählich bei Werten von über 72 % bei den 55- bis 64-Jährigen und rund 20 % bei den 65- bis 74-Jährigen stabilisieren.<sup>3</sup> Die jüngste Entwicklung im Euroraum steht in deutlichem Gegensatz zu einer häufig diskutierten Beobachtung in den Vereinigten Staaten. Dort ist die Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte noch nicht wieder auf ihr Vorpandemieniveau zurückgekehrt, obwohl sie vor der Pandemie weitgehend stabil gewesen war. Im Eurogebiet hingegen stieg die Erwerbsbeteiligung Älterer kontinuierlich an, bis sie Ende 2019 die in den Vereinigten Staaten verzeichneten Werte erreichte und ab 2020 übertraf. Zuweilen wird argumentiert, dass die Zahl der Eintritte in den Vorruhestand in den Vereinigten Staaten während der Pandemie übermäßig hoch war, wodurch sich die Erwerbsbeteiligung dauerhaft verringerte.<sup>4</sup> Dieser Effekt lässt sich für den Euroraum nicht direkt beobachten.

### Abbildung B

#### Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte in den Vereinigten Staaten und im Euroraum



Quellen: Eurostat, Arbeitskräfteerhebung der EU, Current Population Survey des U.S. Bureau of Labor Statistics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ältere Arbeitskräfte umfassen im Euroraum die 55- bis 74-Jährigen und in den Vereinigten Staaten die Beschäftigten, die 55 Jahre oder älter sind.

Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022 (Euroraum) bzw. das zweite Quartal 2022 (Vereinigte Staaten).

**Insgesamt erhöhte sich die jährliche Zahl der älteren Erwerbspersonen, die in den Ruhestand gingen, nach Ausbruch der Pandemie im Jahr 2020 nur geringfügig.** Die Zahl der Rentnerinnen und Rentner nimmt im Euroraum zu – wenn auch langsam. Der Anstieg steht weitgehend mit demografischen Entwicklungen wie etwa der Bevölkerungsalterung im Einklang. So blieb die jährliche Zahl der

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

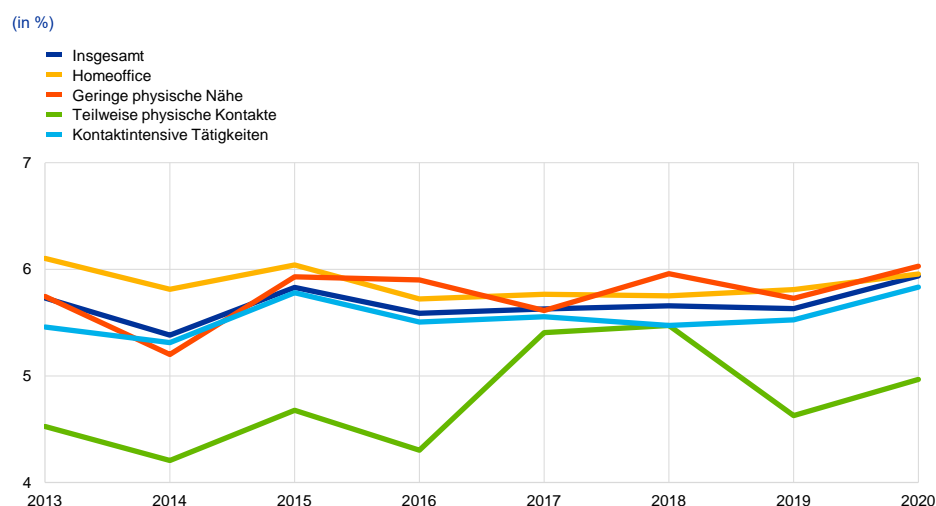
<sup>3</sup> Siehe Europäische Kommission, [The 2021 Ageing Report](#), Institutional Paper, Nr. 148, 2021. Dem Bericht zufolge ist der Anstieg vor allem dadurch bedingt, dass Frauen bei der Erwerbsbeteiligung weiter aufholen und verschiedene potenzielle Reformen der Alterssicherung zu einer Erhöhung des effektiven Renteneintrittsalters führen.

<sup>4</sup> Siehe M. Faria-e-Castro, [The COVID Retirement Boom](#), Economic Synopses, Nr. 25, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021; A. Domash und L. H. Summers, [How tight are U.S. labor markets?](#), Working Paper des NBER, Nr. 29739, 2022.

Personen, die in den Ruhestand wechselten, 2020 verglichen mit dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau im Großen und Ganzen unverändert (siehe Abbildung C). Im ersten Pandemiejahr gab es – unabhängig von der Infektionsgefahr am Arbeitsplatz – nur eine begrenzte Anzahl von Renteneintritten, die über das Normalmaß hinausgingen. Darüber hinaus besteht nach wie vor die Möglichkeit, dass einige dieser Personen eventuell zu einem späteren Zeitpunkt wieder in den Arbeitsmarkt zurückkehren. In den Vereinigten Staaten hat sich der Anteil der Personen im Ruhestand, die erneut in den Arbeitsmarkt eintreten, wieder seinem Vorkrisenniveau angenähert.<sup>5</sup> Dies lässt den Schluss zu, dass einige ältere Personen im Zuge der Konjunkturerholung allmählich wieder ins Erwerbsleben zurückkehren, sofern die Gesundheitsrisiken begrenzt bleiben.

### Abbildung C

#### Jährlicher Übergang in den Ruhestand nach Kontaktintensität der beruflichen Tätigkeit



Quelle: Eurostat, Arbeitskräfteerhebung der EU, O\*NET und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Arbeitskräfte im Übergang in den Ruhestand sind Personen, die nicht mehr erwerbsaktiv sind und ihren Arbeitsplatz in den letzten zwölf Monaten aufgegeben haben, um (vorzeitig) in den Ruhestand einzutreten. Nach sämtlichen Definitionen sind dies Personen im Alter von 55 bis 74 Jahren, und der Übergang in den Ruhestand wird als Anteil der Erwerbsbevölkerung im Alter von 55 bis 74 Jahren, wie er im vorangegangenen Jahr in allen Ländern des Euroraums ermittelt wurde, errechnet. Die Klassifizierung nach Kontaktintensität der beruflichen Tätigkeit beruht auf G. Basso, T. Boeri, A. Caiumi und M. Paccagnella, *Unsafe jobs, labour market risk and social protection*, Economic Policy, Bd. 37, Ausgabe 110, 2022, S. 229-267. Die Klassifizierung gibt wieder, inwieweit Arbeitskräfte der Gefahr einer Virusinfektion über die Luft ausgesetzt sind.

**Stärker aufgeschlüsselte Daten zeigen, dass der marginale Anstieg der Renteneintritte rund 175 000 Beschäftigte betraf und hauptsächlich durch eine zeitliche Verschiebung von Ruhestandsentscheidungen bedingt war.** Für etwaige Auswirkungen der Pandemie auf den Renteneintritt älterer Arbeitskräfte im Euroraum dürfte es verschiedene Gründe geben. Hierzu zählen beispielsweise die Lockdown-Maßnahmen und die damit einhergehenden Eindämmungsmaßnahmen, eine erhöhte wirtschaftliche und gesundheitsbezogene Unsicherheit sowie die umfassende finanzpolitische Unterstützung und die Arbeitsmarktinitiativen mit der weitverbreiteten Inanspruchnahme von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung. Anhand von Daten aus der Erhebung zu Gesundheit, Altern und Ruhestand in Europa (Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe – SHARE), die in der

<sup>5</sup> Siehe beispielsweise N. Bunker, 'Unretirements' Continue to Rise as More Workers Return to Work, Indeed Hiring Lab, April 2022.

Zeit von März bis April 2020 und im Juni 2021 unter 55- bis 74-Jährigen durchgeführt wurde, lässt sich quantifizieren, wie die Pandemie die Ruhestandsentscheidungen einiger älterer Arbeitskräfte beeinflusst hat.<sup>6</sup> In diesem Zeitraum gaben 70 % der Rentnerinnen und Rentner an, gemäß ihren ursprünglichen Plänen in den Ruhestand gegangen zu sein, während dies bei 23 % früher und bei 7 % später als geplant der Fall war (siehe Abbildung D). Diese Zahlen implizieren, dass die Pandemie für die meisten in den Ruhestand eintretenden Personen kaum eine Rolle gespielt hat. Dagegen berichteten 38 % derjenigen, die vorzeitig in den Ruhestand wechselten, dass die Pandemie ausschlaggebend für ihre Entscheidung gewesen sei. Von den 5,5 % aller Erwerbspersonen, die nach dem Ausbruch von Covid-19 in den Ruhestand eintraten, gaben 8,7 % die Pandemie als unmittelbaren Grund für den vorzeitigen Rentenbeginn an. Dies entspricht einem Anteil von lediglich rund 0,5 % der Erwerbspersonen im Alter von 55 bis 74 Jahren, d. h. einer Gesamtzahl von etwa 175 000 Personen, und steht mit dem marginalen Anstieg der Renteneintritte im Einklang, der aus den aggregierten Daten hervorgeht. Unterdessen wechselte nur ein sehr geringer Anteil älterer Arbeitskräfte pandemiebedingt später als geplant in den Ruhestand. Dies deutet darauf hin, dass die meisten älteren Erwerbspersonen die Auswirkungen der erhöhten wirtschaftlichen Unsicherheit nicht dadurch zu glätten suchten, dass sie zu einem späteren Zeitpunkt aus dem Erwerbsleben ausschieden.<sup>7</sup>

---

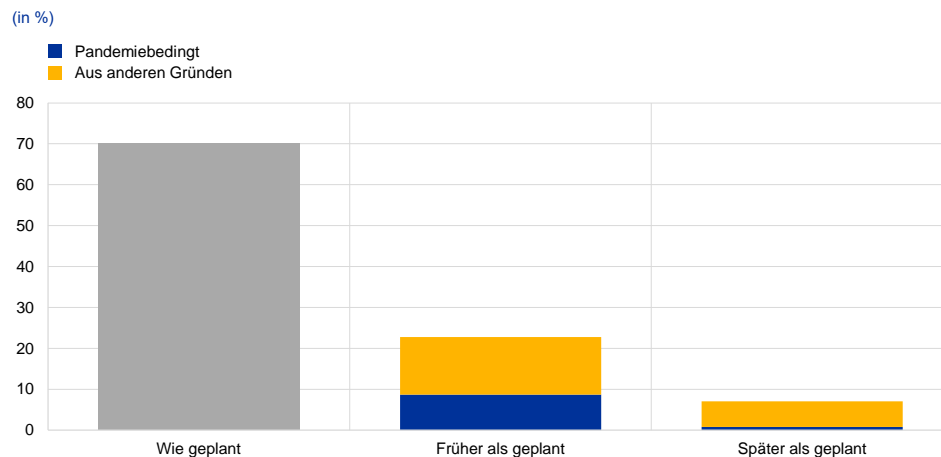
<sup>6</sup> Die hier verwendeten Daten stammen aus der SHARE-Erhebungswelle 9 (10.6103/SHARE.w9ca800). Einzelheiten zur SHARE-Methodik finden sich in: A. Börsch-Supan et al., Data Resource Profile: The Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE), *International Journal of Epidemiology*, Bd. 42, Ausgabe 4, 2013, S. 992-1001.

Finanziert wird die SHARE-Datenerhebung von der Europäischen Kommission, GD Forschung und Innovation im Rahmen von FP5 (QLK6-CT-2001-00360), FP6 (SHARE-I3: RII-CT-2006-062193, COMPARE: CIT5-CT-2005-028857, SHARELIFE: CIT4-CT-2006-028812), FP7 (SHARE-PREP: GA N°211909, SHARE-LEAP: GA N°227822, SHARE M4: GA N°261982, DASISH: GA N°283646) und Horizon 2020 (SHARE-DEV3: GA N°676536, SHARE-COHESION: GA N°870628, SERISS: GA N°654221, SSHOC: GA N°823782, SHARE-COVID19: GA N°101015924), sowie GD Beschäftigung, Soziales und Integration durch VS 2015/0195, VS 2016/0135, VS 2018/0285, VS 2019/0332 und VS 2020/0313. Weitere Mittel wurden dankenswerterweise vom Bundesministerium für Bildung und Forschung in Deutschland, von der Max-Planck-Gesellschaft zur Förderung der Wissenschaften, dem National Institute on Aging der Vereinigten Staaten (U01\_AG09740-13S2, P01\_AG005842, P01\_AG08291, P30\_AG12815, R21\_AG025169, Y1-AG-4553-01, IAG\_BSR06-11, OGHA\_04-064, HHSN271201300071C, RAG052527A) sowie verschiedenen nationalen Finanzierungsquellen zur Verfügung gestellt (siehe [www.share-project.org](http://www.share-project.org)).

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020; EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021. Beide Beiträge zeigen, dass Covid-19 zu einer höheren Ersparnisbildung der Privathaushalte geführt hat. Dies kann ein wichtiger Faktor sein, der etwaigen Befürchtungen bezüglich künftiger Einkommensrisiken entgegenwirkt, was wiederum eine entscheidende Bestimmungsgröße für den Zeitpunkt von Ruhestandsentscheidungen darstellt.

## Abbildung D

### Covid-19-Pandemie und Zeitpunkt von Ruhestandsentscheidungen älterer Arbeitskräfte



Quelle: Erhebung zu Gesundheit, Altern und Ruhestand in Europa (SHARE), Welle 9.

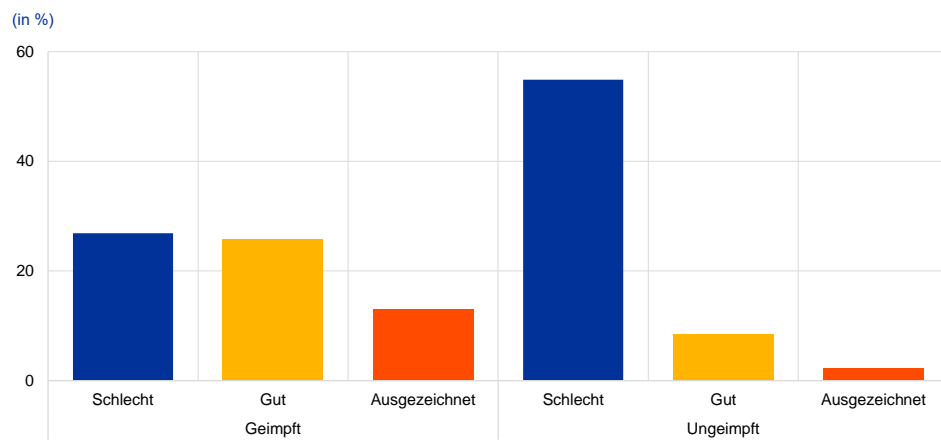
**Unter den Beschäftigten, die sich in einem vergleichsweise schlechteren Gesundheitszustand befanden, waren vorzeitige Renteneintritte besonders verbreitet, was mit deren Wahrnehmung pandemiebedingt gesteigerter Gesundheitsrisiken zusammenhing.** Bei der Beurteilung von Ruhestands-

entscheidungen älterer Arbeitskräfte spielen soziodemografische oder gesundheits-spezifische Faktoren eine große Rolle.<sup>8</sup> Ein wesentlicher Aspekt im Zusammenhang mit vorzeitigen Verrentungen betrifft die Einschätzung des eigenen Gesundheits-zustands (siehe Abbildung E). Nach dem Ausbruch der Pandemie traten rund 30 % der älteren Arbeitskräfte, die ihren Gesundheitszustand als relativ schlecht beurteilten, früher in den Ruhestand als ursprünglich geplant. Bei denjenigen, die sich nach eigenem Bekunden in einem ausgezeichneten Gesundheitszustand befanden, lag der Anteil lediglich bei 12 %. Im Fall von Arbeitskräften, die nicht gegen Covid-19 geimpft sind, ist dieses Muster noch weit ausgeprägter. So ging von den ungeimpften älteren Beschäftigten, die ihren Gesundheitszustand als schlecht einschätzten, über die Hälfte früher als vorgesehen in Rente. Im Gegensatz dazu schieden weniger als 10 % der ungeimpften Personen mit guter und weniger als 5 % der Personen mit ausgezeichneter Gesundheit vorzeitig aus dem Erwerbsleben aus. Diese Erkenntnisse lassen einen wichtigen Zusammenhang zwischen dem Gesundheitszustand und den Ruhestandsentscheidungen von Erwerbspersonen erkennen.

<sup>8</sup> Siehe beispielsweise H. Beydoun, M. Beydoun, J. Weiss, R. Gautam, S. Hossain, B. Alemu und A. Zonderman, [Predictors of Covid-19 level of concern among older adults from the health and retirement study](#), Scientific Reports 12, Artikelnummer 4396, 2022.

## Abbildung E

Anteil der vorzeitigen Renteneintritte nach dem Ausbruch der Pandemie, nach Gesundheitszustand und Impfstatus der betreffenden Personen



Quelle: Erhebung zu Gesundheit, Altern und Ruhestand in Europa (SHARE), Welle 9.

Anmerkung: Die gewichteten SHARE-Daten sind repräsentativ für die Bevölkerung im Alter ab 50 Jahren. Die Gesundheit wird als „ausgezeichnet“ definiert, wenn die Befragten ihren Gesundheitszustand als sehr gut oder ausgezeichnet einschätzen (26,2 % der älteren Bevölkerung), als „gut“, wenn sie ihn als gut bezeichnen (43,9 %) und als „schlecht“, wenn sie ihn für mäßig oder schlecht befinden (29,9 %). Von den älteren Beschäftigten in einem schlechten Gesundheitszustand gaben 86,3 % an, geimpft zu sein. Bei den älteren Personen in gutem Gesundheitszustand lag die Impfquote bei 87 % und bei jenen mit ausgezeichneter Gesundheit bei 84,7 %.

**Die Analyse zeigt unter dem Strich, dass die Entwicklung der Erwerbsbeteiligung älterer Arbeitskräfte bis zu einem gewissen Grad von pandemiebedingten Verschiebungen der Ruhestandsentscheidungen geprägt war.** Die Pandemie hatte zur Folge, dass die Erwerbsbeteiligung älterer Beschäftigter im Euroraum vorübergehend sank und rund 175 000 Arbeitskräfte beschlossen, den Zeitpunkt ihres Renteneintritts vorzuziehen. Diese relativ geringe Zahl lässt darauf schließen, dass die Pandemie anders als in den Vereinigten Staaten keinen allzu großen Einfluss auf die Ruhestandsentscheidungen älterer Menschen im Eurogebiet hatte. Gesundheitliche Bedenken scheinen indes für den Zeitpunkt des Renteneintritts eine Rolle gespielt zu haben. Diese Ergebnisse sind für die Analyse des Arbeitsmarkts im Euroraum von Belang, da sie zeigen, wie sich große auf das Gesundheitssystem wirkende exogene Schocks in der Wirtschaftstätigkeit niederschlagen. Dies verdeutlicht, dass die Resilienz der Erwerbsbeteiligung im Eurogebiet durch strukturpolitische Maßnahmen erhöht werden kann, wenn diese zum Ziel haben, die Gesundheit der Beschäftigten zu verbessern oder gesundheitsfördernde Arbeitsbedingungen zu schaffen.

### 3 Wedelt der Schwanz mit dem Hund? Analyse der jüngsten Veränderungen in der Verteilung der Inflationserwartungen

Lucyna Górnicka und Aidan Meyler

Nachdem die Verteilung der individuellen längerfristigen Inflationserwartungen, die aus dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB abgeleitet werden, vom ersten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2021 unter 2 % gelegen hatte, zentrierte sie sich zuletzt wieder um den Wert von 2 % und stellt sich nun recht ähnlich dar wie die durchschnittliche Verteilung im Zeitraum vom dritten Quartal 2003 bis zum ersten Quartal 2014 (siehe Abbildung A).<sup>1,2</sup> Dabei ragt jedoch ein Unterschied heraus: In einem Randbereich der Verteilung meldet ein merklicher Anteil der Befragten nun längerfristige Inflationserwartungen von mindestens 2,5 %. Im SPF für das dritte Quartal 2022 erhöhte sich dieser Anteil auf 17 % (8 von 46 Befragten, die Angaben zu ihren längerfristigen Inflationserwartungen gemacht haben).<sup>3</sup> Im vorliegenden Kasten werden die Erwartungen der Umfrageteilnehmer am oberen Verteilungsrand näher untersucht, um herauszufinden, ob ihre in jüngster Zeit insgesamt zunehmenden Anteile Vorlaufeigenschaften für die übrige Verteilung besitzen könnten.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Das Panel der SPF-Umfrage der EZB, die seit 1999 durchgeführt wird, setzt sich aus in Europa tätigen professionellen makroökonomischen Prognostikern zusammen. Derzeit umfasst der aktive Kreis der Befragten 75 bis 80 Institute. Davon nehmen etwa 60 Institute an jeder einzelnen Umfrage teil, wovon wiederum durchschnittlich 75 % (45 Institute) Angaben zu ihren längerfristigen Inflationserwartungen machen.

<sup>2</sup> Dieser Referenzzeitraum wurde gewählt, da er nach der Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB im Jahr 2003 beginnt, in deren Rahmen das mittelfristige Inflationsziel von unter, aber nahe 2 % festgelegt wurde. Im Jahr 2014 (als die EZB ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten einführte) sank die Zahl der Befragten, die Erwartungen von 2,0 % angaben, und die Zahl der Befragten, deren Erwartungen 1,7 % betragen, nahm zu.

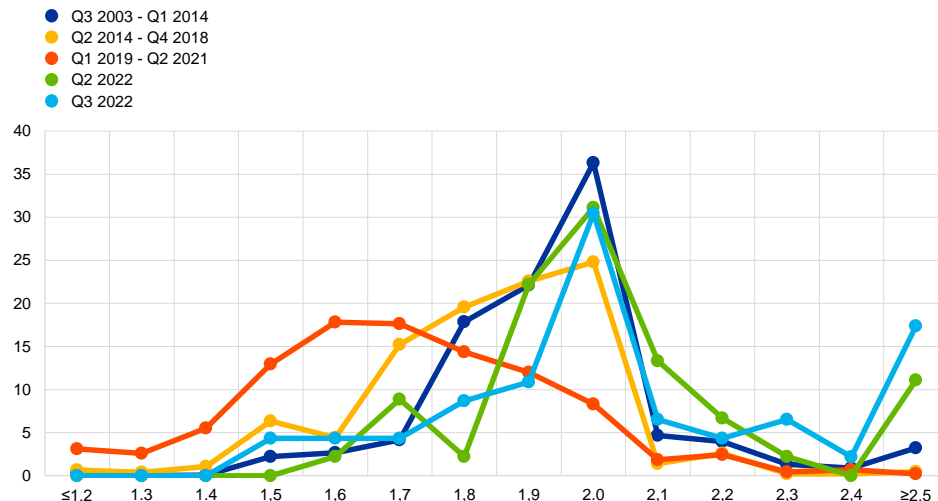
<sup>3</sup> Noch nie meldeten mehr als 10 % der am SPF teilnehmenden Institute längerfristige Inflationserwartungen von 2,5 % oder mehr. Der einzige Zeitraum (mit Ausnahme einer Umfragerunde), in dem mehr als 5 % der Befragten längerfristige Inflationserwartungen von 2,5 % oder mehr prognostizierten, erstreckte sich vom zweiten Quartal 2011 bis zum dritten Quartal 2013, als 7 % bis 9 % der Umfrageteilnehmer (bzw. drei bis vier Befragte) eine solche Zahl nannten.

<sup>4</sup> Ein Argument dafür, dass die Entwicklung der Querschnittsverteilung der Inflationserwartungen möglicherweise als Frühwarnsignal für eine Entankerung dienen könnte, findet sich in: R. Reis, [Losing the Inflation Anchor](#), Brookings Papers on Economic Activity, BPEA Conference Drafts, 9. September 2021.

## Abbildung A

### Histogramm der individuellen längerfristigen Inflationserwartungen im SPF der EZB

(y-Achse: in % der Befragten; x-Achse: Inflationserwartungen in %)



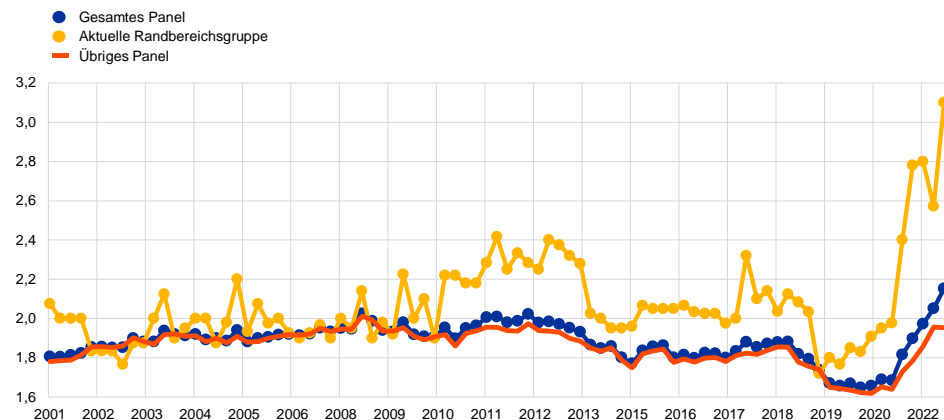
Anmerkung: Im Rahmen des SPF werden die teilnehmenden Institute gebeten, Punktprognosen abzugeben und verschiedenen Ergebnisbandbreiten gesondert Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen. Die Abbildung zeigt die Streuung der Punktprognosen.

**Die längerfristigen Inflationserwartungen der aktuellen Randbereichsgruppe sind bereits seit 2010 höher und volatiler als jene der übrigen Befragten** (siehe Abbildung B). Im Schnitt überstiegen die Inflationserwartungen der aktuellen Randbereichsgruppe jene der anderen Umfrageteilnehmer um 0,3 Prozentpunkte (2,15 % gegenüber 1,85 %). In den letzten vier Umfragerunden hat sich dieser Abstand jedoch vergrößert. Auch die (als Standardabweichung gemessene) Volatilität der Inflationserwartungen der Randbereichsgruppe ist seit 2010 deutlich höher (0,3 Prozentpunkte gegenüber 0,1 Prozentpunkten). Angesichts der geringen Größe dieser Gruppe (acht Befragte in der jüngsten Umfragerunde, wobei aber seit 2010 im Schnitt nur fünf an allen Umfragen teilgenommen haben) sind diese Daten mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren.

## Abbildung B

### Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen im SPF der EZB

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Anmerkung: „Aktuelle Randbereichsgruppe“ bezieht sich auf acht Befragte, die in der Umfrage für das dritte Quartal 2022 längerfristige Inflationserwartungen von 2,5 % oder mehr angaben.

**Die aktuelle Randbereichsgruppe geht davon aus, dass der gegenwärtige Inflationsanstieg länger anhalten wird.** Eine Erklärung dafür lässt sich aus den jüngsten Erwartungen der Gruppe in Bezug auf andere Variablen ableiten. In Tabelle A sind lediglich die längerfristigen Erwartungen für die anderen Variablen dargestellt, doch das vollständige Zeitprofil ist aufschlussreich. Die Randbereichsgruppe erwartet, dass der aktuelle sprunghafte Anstieg der Gesamtinflation länger andauern wird. Darüber hinaus rechnet sie aber auch mit einer höheren und persistenteren zugrunde liegenden Inflation als die anderen SPF-Teilnehmer. Dies zeigt sich daran, dass die Erwartungen der Randbereichsgruppe in Bezug auf die Gesamt- und die Kerninflation über die Prognosezeiträume hinweg auf kurze bis längere Sicht höher sind. Verglichen mit dem übrigen Panel erwartet die Randbereichsgruppe, dass die Arbeitskosten ab dem kommenden Kalenderjahr höher ausfallen werden und die Arbeitslosenquote insgesamt niedriger (im Einklang mit einer auf lange Sicht zunehmend angespannten Arbeitsmarktlage). In beiden Gruppen ist kein eindeutiger Zusammenhang zu den Erwartungen für das Wachstum des realen BIP erkennbar. Die Unterschiede bei den Erwartungen zur Arbeitslosenquote stehen zwar mit der Einschätzung eines angespannteren Arbeitsmarkts im Einklang, doch scheinen sie nicht groß genug zu sein, um den deutlichen Abstand zwischen den längerfristigen Inflationserwartungen der Randbereichsgruppe und jenen der übrigen professionellen Prognostiker zu erklären.



**Tabelle A**

Längerfristige Erwartungen zu makroökonomischen Variablen im SPF der EZB für das dritte Quartal 2022

	Inflation nach dem HVPI	Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	Wachstum des realen BIP	Arbeitslosenquote	Anstieg der Arbeitskosten
<b>Randbereichsgruppe</b>	3,1 %	3,2 %	1,8 %	6,1 %	4,3 %
(ohne extremen Ausreißer)	(2,6 %)	(2,5 %)	(1,6 %)	(6,2 %)	(3,0 %)
Zahl der Antwortenden	8	5	8	7	4
<b>Übriges Panel</b>	2,0 %	1,9 %	1,4 %	6,4 %	2,5 %
Zahl der Antwortenden	38	25	35	30	12
<b>Gesamtes Panel</b>	2,2 %	2,2 %	1,5 %	6,4 %	3,0 %
(ohne extremen Ausreißer)	(2,1 %)	(2,0 %)	(1,5 %)	(6,4 %)	(2,6 %)
Zahl der Antwortenden	46	30	43	37	16

Anmerkung: Prozentangaben in Klammern stellen den Wert ohne einen extremen Ausreißer dar, während Prozentangaben ohne Klammern diesen Ausreißer enthalten.

**Die Prognostiker, die derzeit die höchsten längerfristigen Inflationserwartungen melden, reagierten in der Vergangenheit tendenziell stärker auf die beobachtete Inflation.** Die Beurteilung der Korrelationen mit der Inflation und dem Wachstum (sowohl der beobachteten Werte als auch der kurzfristigen Erwartungen) im Zeitverlauf verdeutlicht, dass die längerfristigen Inflationserwartungen in der Randbereichsgruppe offenbar stärker mit der tatsächlich beobachteten Inflation und den individuellen kurzfristigen Erwartungen korrelieren als bei den übrigen Prognostikern. Demgegenüber besteht bei keiner der beiden Gruppen ein eindeutiger Zusammenhang mit dem tatsächlichen Wachstum oder den kurzfristigen Wachstumserwartungen.<sup>5</sup>

**Eilen die Erwartungen der Randbereichsgruppe jenen der übrigen Befragten voraus?** Um dieser Frage nachzugehen, werden Granger-Kausalitätstests für die durchschnittlichen Erwartungen der Randbereichsgruppe für die lange Frist und das kommende Jahr durchgeführt und die Ergebnisse jenen des übrigen Panels gegenübergestellt.<sup>6</sup> Aus dieser Analyse ergeben sich keine eindeutigen Hinweise auf eine Granger-Kausalität, gleich in welche Richtung. Dies bedeutet in historischer Betrachtung, dass der Schwanz nicht mit dem Hund gewedelt hat.

<sup>5</sup> Bestätigt wird diese Einschätzung durch Regressionen der langfristigen Inflationserwartungen auf die in der Vergangenheit tatsächlich verzeichneten Werte für Inflation, BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit, die auf Ebene der einzelnen Prognostiker (unter Berücksichtigung prognostikerspezifischer fixer Effekte) durchgeführt wurden. Während sowohl die Randbereichsgruppe als auch das übrige Panel eine Reaktion auf die tatsächliche Inflation zeigen, fällt diese bei der ersten Gruppe deutlich stärker aus als bei der zweiten. Ein Anstieg der Inflation um 1 Prozentpunkt erhöht die längerfristigen Inflationserwartungen der ersten Gruppe um 0,2 Prozentpunkte, verglichen mit lediglich 0,03 Prozentpunkten beim übrigen Panel.

<sup>6</sup> Siehe C. W. J. Granger, Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods, *Econometrica*, 1969.

**Unsere Analyse deutet somit darauf hin, dass die Erwartungen der Randbereichsgruppe die Erwartungen der übrigen professionellen Prognostiker nicht angeführt haben.** In einigen neueren Untersuchungen wird die Ansicht vertreten, dass die Prognostiker, deren Erwartungen sich am rechten Rand der Verteilung befinden, über eine höhere Auffassungsgabe verfügen und neue Daten und Informationen aufmerksam zur Kenntnis nehmen.<sup>7</sup> Demnach lieferten Prognostiker, die ihre Einschätzungen frühzeitig anpassten, gute Vorhersagen für die Zukunft. Unsere Ergebnisse legen nahe, dass die Befragten in der Randbereichsgruppe deutlicher auf aktuelle Entwicklungen reagieren als andere Prognostiker und die kurzfristige Inflationsdynamik möglicherweise stärker und persistenter auf die längere Sicht extrapolieren.

---

<sup>7</sup> Siehe R. Reis, [Inflation expectations: rise and responses](#), Rede anlässlich des ECB Forum on Central Banking am 29. Juni 2022.

## Auswirkungen der steigenden Hypothekenzinsen auf den Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet

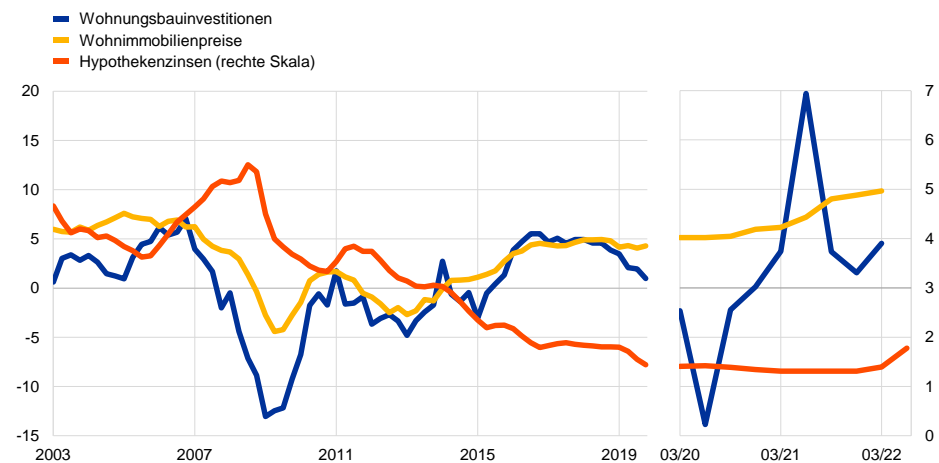
Niccolò Battistini, Johannes Gareis und Moreno Roma

**Die Hypothekenzinsen im Euroraum sind seit Anfang 2022 deutlich gestiegen, nachdem sie sich im Vorjahr noch auf einem historischen Tiefstand befunden hatten.** In den vergangenen beiden Jahren hat sich der Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet dynamisch entwickelt und wurde dabei auch von den günstigen Hypothekenzinsen gestützt (siehe Abbildung A).<sup>1</sup> Das jährliche Wachstum der Wohnimmobilienpreise im Euroraum beschleunigte sich auf aggregierter Ebene von rund 4 % Ende 2019 auf knapp 10 % im ersten Quartal 2022 und damit auf die höchste Zuwachsrate seit Anfang 1991. Gleichzeitig erholten sich die Wohnungsbauinvestitionen nach dem pandemiebedingten Einbruch im Jahr 2020 rasch und lagen im ersten Quartal des laufenden Jahres etwa 6 % über ihrem Vorkrisenniveau. Der gewichtete Indikator der Kreditfinanzierungskosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte sank im September 2021 auf einen historischen Tiefstand von 1,3 % und blieb bis Dezember 2021 nahezu unverändert.<sup>2</sup> In der ersten Jahreshälfte 2022 zogen die Hypothekenzinsen mit einem Plus von 63 Basispunkten allerdings deutlich an und verzeichneten damit den höchsten Anstieg innerhalb von sechs Monaten seit Beginn der entsprechenden Aufzeichnungen.

### Abbildung A

#### Wohnungsbauinvestitionen, Wohnimmobilienpreise und Hypothekenzinsen

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



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Hypothekenzinsen beziehen sich auf den gewichteten Indikator der Kreditfinanzierungskosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und sind als Quartalsdurchschnitt ausgewiesen.

<sup>1</sup> Eine Bewertung der Entwicklungen am Wohnungsmarkt im Euroraum während der Corona-Pandemie (Covid-19) findet sich in: EZB, [Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts im Euro-Währungsgebiet während der Corona-Pandemie](#), Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021. Zu einer Erörterung der Risiken am Wohnimmobilienmarkt siehe D. Igan, E. Kohlscheen und P. Rungcharoenkitkul, [Housing market risks in the wake of the pandemic](#), BIS Bulletin, Nr. 50, BIZ, 2022.

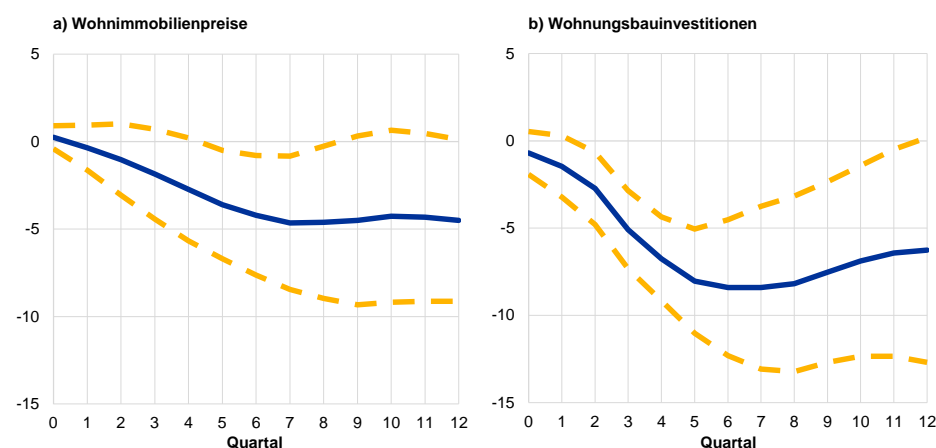
<sup>2</sup> In diesem Kasten bezieht sich der Begriff „Hypothekenzinsen“ auf den gewichteten Indikator der Kreditfinanzierungskosten für Wohnungsbaukredite an private Haushalte.

**Empirische Belege lassen darauf schließen, dass die Entwicklung am Wohnimmobilienmarkt eine hohe Reagibilität gegenüber den Hypothekenzinsen aufweist.** Um zu beleuchten, welche Auswirkungen steigende Hypothekenzinsen auf die Hauspreise und die Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet haben, wird ein Modell mit linearen lokalen Projektionen herangezogen.<sup>3</sup> Aus den Modellschätzungen geht hervor, dass ein Anstieg der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt unter sonst gleichen Bedingungen nach etwa zwei Jahren einen Rückgang der Wohnimmobilienpreise um rund 5 % zur Folge hat (siehe Abbildung B).<sup>4</sup> Auf die Wohnungsbauinvestitionen wirkt sich eine Erhöhung der Hypothekenzinsen in der genannten Größenordnung indes stärker aus: Hier kommt es nach etwa zwei Jahren zu einem Rückgang um 8 %.

### Abbildung B

Geschätzte Semi-Elastizitäten der Wohnimmobilienpreise und Wohnungsbauinvestitionen bei einem Anstieg der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt

(in %)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geglätteten geschätzten Semi-Elastizitäten der Wohnimmobilienpreise und Wohnungsbauinvestitionen, die sich als Reaktion auf einen Anstieg der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt ergeben. Die Berechnung erfolgt anhand linearer lokaler Projektionen. Die Projektionen umfassen das reale BIP, den HVPI, einen kurzfristigen Zinssatz und Wohnungsbaukredite als Kontrollvariablen und werden für den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2019 geschätzt (d. h., die Zeit der Covid-19-Krise ist nicht berücksichtigt). Der Begriff „geglättet“ bezieht sich auf zentrierte gleitende Dreiperiodendurchschnitte der geschätzten Semi-Elastizitäten ohne die Anfangs- und Endpunkte. Die gestrichelten Linien markieren das Konfidenzintervall von 90 %.

<sup>3</sup> Das Modell berücksichtigt Verzögerungen der einzelnen wohnungsmarktbezogenen Variablen sowie Verzögerungen einer Reihe zusätzlicher Variablen, die für die Konjunkturlage sowie die Bedingungen an den Finanz- und den Kreditmärkten kontrollieren (nämlich das reale BIP, der HVPI, ein kurzfristiger Zinssatz und Wohnungsbaukredite). Diese Kontrollvariablen werden bis zu einer Verzögerung von null ebenfalls berücksichtigt, sodass sich in der geschätzten Reagibilität der Wohnimmobilienpreise und der Wohnungsbauinvestitionen gegenüber Änderungen der Hypothekenzinsen ausschließlich der Effekt eines „Hypothekenzinsspread-Schocks“ niederschlägt. Dieser wird durch Faktoren bestimmt, die nicht von den Kontrollvariablen erfasst werden (beispielsweise durch einen veränderten Risikogehalt der Kreditnehmer und Änderungen der Laufzeitprämien für langfristige Zinsen). Ein ähnliches, auf den US-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt ausgerichtetes Modell findet sich in: H. Liu, D. Lucca, D. Parker und G. Rays-Wahba, *The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates*, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, September 2021.

<sup>4</sup> Sämtliche Modellvariablen werden als logarithmische Werte multipliziert mit 100 dargestellt. Lediglich die Zinssätze werden in Prozent ausgedrückt. Somit wird mithilfe der geschätzten Reagibilität der Wohnimmobilienpreise und der Wohnungsbauinvestitionen die prozentuale Veränderung der Wohnimmobilienpreise und der Wohnungsbauinvestitionen als Reaktion auf eine Änderung der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt ermittelt. Dies wird gemeinhin als „Semi-Elastizität“ bezeichnet.

**Steigende Hypothekenzinsen wirken sich in einem Niedrigzinsumfeld auf die Hauspreise und Wohnungsbauminvestitionen stärker aus.** Je niedriger das Niveau der Hypothekenzinsen ist – so die Vermögenspreistheorie –, desto stärker reagieren die Wohnimmobilienpreise auf Änderungen der Hypothekenzinsen. Grund hierfür ist, dass niedrigere Hypothekenzinsen größere Diskontierungseffekte in Bezug auf die künftigen Mieten und Preise haben.<sup>5</sup> Diese höhere Reagibilität der Wohnimmobilienpreise könnte wiederum darauf hindeuten, dass die Wohnungsbauminvestitionen aufgrund von Effekten im Zusammenhang mit der Rentabilität von Wohnimmobilien und dem Wert von Immobilien als Sicherheit eine höhere Reagibilität aufweisen. Die beiden genannten Effekte sind nämlich wichtige Triebkräfte der Wohnungsbauminvestitionen und werden von der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise beeinflusst.<sup>6</sup> Um diese Nichtlinearität zu erfassen, wird das Modell durch Einbeziehung eines Indikators, der für die Höhe der Hypothekenzinsen kontrolliert, angepasst.<sup>7</sup> Die Ergebnisse dieses nichtlinearen Modells zeigen, dass in einem Niedrigzinsumfeld der geschätzte Rückgang der Wohnimmobilienpreise und der Wohnungsbauminvestitionen infolge einer Erhöhung der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt nach rund zwei Jahren etwa 9 % bzw. 15 % beträgt. Dies ist etwa doppelt so hoch wie im Fall der linearen Ergebnisse (siehe Abbildung C).<sup>8</sup>

<sup>5</sup> Siehe beispielsweise C. Himmelberg, C. Mayer und T. Sinai, [Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 19, Nr. 4, Herbst 2005, S. 67-92.

<sup>6</sup> Einzelheiten zum Zusammenhang zwischen der Rentabilität von Wohnimmobilien und den Wohnungsbauminvestitionen finden sich unter anderem in: G. D. Jud und D. T. Winkler, [The Q Theory of Housing Investment](#), The Journal of Real Estate Finance and Economics, Nr. 27, 2003, S. 379-392.

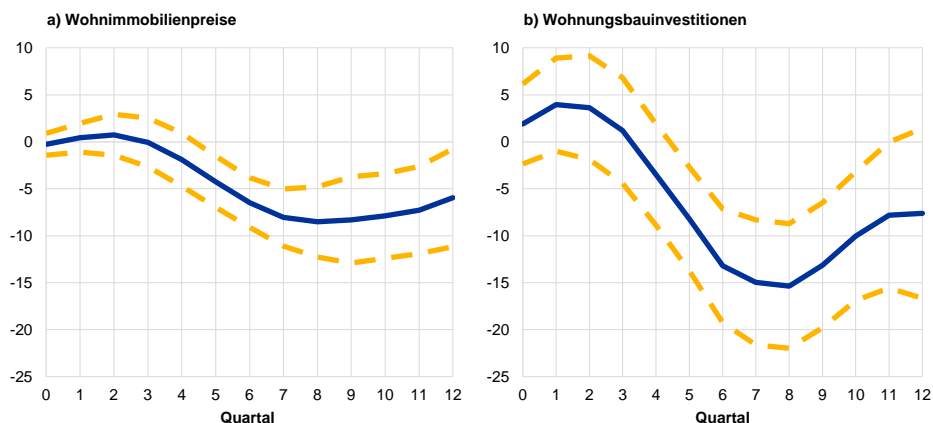
<sup>7</sup> Dieser Indikator bemisst die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Entwicklung in einem Niedrigzinsumfeld vollzieht, und wird durch eine logistische Funktion mit dem gleitenden Zwölfquartalsdurchschnitt der Hypothekenzinsen als Zustandsvariable ermittelt. Der Schwellenwert für das Niedrigzinsumfeld wird auf den Median dieser Variable festgesetzt, wodurch sich ein Zins von 4,5 % ergibt. Der Parameter für die Übergangsgeschwindigkeit wird auf 5 festgelegt. Verschiedene Anwendungsfälle dieses Verfahrens finden sich beispielsweise in: A. J. Auerbach und Y. Gorodnichenko, Fiscal Multipliers in Recession and Expansion, in: A. Alesina und F. Giavazzi (Hrsg.), Fiscal Policy after the Financial Crisis, University of Chicago Press, 2013, S. 63-102; S. Tenreyro und G. Thwaites, [Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 8, Nr. 4, 2016, S. 43-74.

<sup>8</sup> Weitere Evidenz zur höheren Reagibilität der Wohnungsmarktentwicklung im Euroraum gegenüber Änderungen der Hypothekenzinsen in einem Niedrigzinsumfeld findet sich in: EZB, [Drivers of rising house prices and the risk of reversal](#), Kasten 2, Financial Stability Review, Mai 2022. Darin wird aufgezeigt, dass die realen Wohnimmobilienpreise als Reaktion auf eine Erhöhung der realen Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt ausgehend vom aktuellen Niveau um 280 Basispunkte stärker sinken, wenn nichtlineare Zusammenhänge berücksichtigt werden. Dass es in einem Niedrigzinsumfeld zu stärkeren Effekten kommt, wird auch durch Simulationen bestätigt, bei denen das BASE-Modell der EZB verwendet wird; allerdings fällt der Einfluss hier deutlich schwächer aus. Zum BASE-Modell der EZB siehe E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli und S. Zimic, [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, 2019. In Bezug auf nichtlineare lokale Projektionen ist eine wichtige Einschränkung zu beachten, denn es gibt Bedenken hinsichtlich der Endogenität der Zustandsvariable. Auf dieses Thema wurde kürzlich eingegangen in: S. Gonçalves, A. M. Herrera, L. Kilian und E. Pesavento, [When Do State-Dependent Local Projections Work?](#), Research Department Working Papers, Nr. 2205, Federal Reserve Bank of Dallas, 2022. Um diesen Bedenken Rechnung zu tragen, basiert die Zustandsvariable hier auf der Annahme einer langen Verzögerung (siehe Fußnote 7).

## Abbildung C

Geschätzte Semi-Elastizitäten der Wohnimmobilienpreise und Wohnungsbauinvestitionen bei einem Anstieg der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt in einem Niedrigzinsumfeld

(in %)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geglätteten geschätzten Semi-Elastizitäten der Wohnimmobilienpreise und Wohnungsbauinvestitionen, die sich als Reaktion auf einen Anstieg der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt in einem Niedrigzinsumfeld ergeben. Die Berechnung erfolgt anhand nichtlinearer lokaler Projektionen. Die Projektionen umfassen das reale BIP, den HVPI, einen kurzfristigen Zinssatz und Wohnungsbaukredite als zusätzliche Variablen und werden für den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2019 geschätzt (d. h., die Zeit der Covid-19-Krise ist nicht berücksichtigt). Der Begriff „geglättet“ bezieht sich auf zentrierte gleitende Dreiperiodendurchschnitte der geschätzten Semi-Elastizitäten ohne die Anfangs- und Endpunkte. Die gestrichelten Linien markieren das Konfidenzintervall von 90 %.

**Die Entwicklung an den Wohnimmobilienmärkten wird jedoch nicht nur von den Hypothekenzinsen beeinflusst, sondern auch von anderen – beispielsweise strukturellen – Faktoren.** Zwar deuten die empirischen Belege aus den lokalen Projektionen auf potenziell umfangreiche Abwärtskorrekturen am Wohnimmobilienmarkt im Euroraum hin, doch sollten darüber hinaus noch andere, nicht von den Modellen erfasste Faktoren berücksichtigt werden. Diese könnten die Unsicherheit, mit der die Aussichten für den Wohnungsmarkt behaftet sind, erhöhen.<sup>9</sup> Seit der Corona-Pandemie scheinen die privaten Haushalte verstärkt Wert auf geräumigere Immobilien zu legen, die ein Arbeiten von zu Hause aus ermöglichen, und empfinden Wohnlagen in größerer Entfernung zum Arbeitsplatz nun als attraktiver.<sup>10</sup> Vorläufige Daten lassen den Schluss zu, dass die Preise für Einfamilienhäuser in einigen Euro-Ländern, für die Daten vorliegen, seit der Pandemie stärker gestiegen sind als für andere Immobilien (siehe Abbildung D, Grafik a). Zudem haben sich Wohnimmobilien außerhalb der Hauptstädte seither stärker verteuert, und der Anteil der Bevölkerung, der in Einfamilienhäusern lebt, hat im Jahr 2020 zugenommen (siehe Abbildung D, Grafik b).<sup>11</sup> Dass sich die Menschen

<sup>9</sup> Unter anderem dürften Wohnimmobilien als Anlageobjekte an Attraktivität verlieren, da die Mietrenditen im Vergleich zum beobachteten Anstieg der Anleiherenditen relativ stabil sind. Allerdings könnte die höhere Inflation diesen Effekt teilweise mindern, da sie die Portfolioallokation zugunsten von Sachwerten wie eben Wohnimmobilien verschiebt.

<sup>10</sup> Siehe beispielsweise M. Bottero, M. Bravi, C. Caprioli, F. Dell'Anna, M. Dell'Ovo und A. Oppio, *New Housing Preferences in the COVID-19 Era: A Best-to-Worst Scaling Experiment*, Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021, September 2021, S. 120-129; F. Tajani, P. Morano, F. Di Liddo, M. R. Guarini und R. Ranieri, *The Effects of Covid-19 Pandemic on the Housing Market: A Case Study in Rome (Italy)*, Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021, September 2021, S. 50-62.

<sup>11</sup> Hierbei ist zu beachten, dass solche Präferenzverschiebungen eher die relativen als die aggregierten Immobilienpreise beeinflussen.

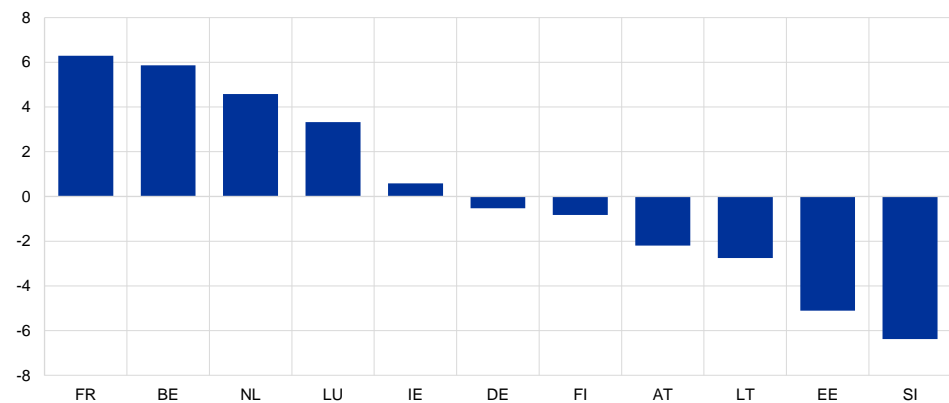
größere Wohnungen wünschen, könnte auch eine stützende Wirkung auf die Wohnungsbauinvestitionen haben. Pandemiebedingte Verschiebungen der Wohnpräferenzen könnten ein Gegengewicht zu den höheren Hypothekenzinsen bilden und die Widerstandsfähigkeit, die am Wohnimmobilienmarkt des Euroraums zu beobachten war, in gewissem Umfang erklären.

### Abbildung D

Preisanstieg bei Einfamilienhäusern und Doppelhaushälften im Vergleich; aggregierte Wohnimmobilienpreise im Euroraum und Wohnimmobilienpreise in Hauptstädten des Euroraums sowie Anteil/Veränderung des Anteils der in Einfamilienhäusern lebenden Bevölkerung

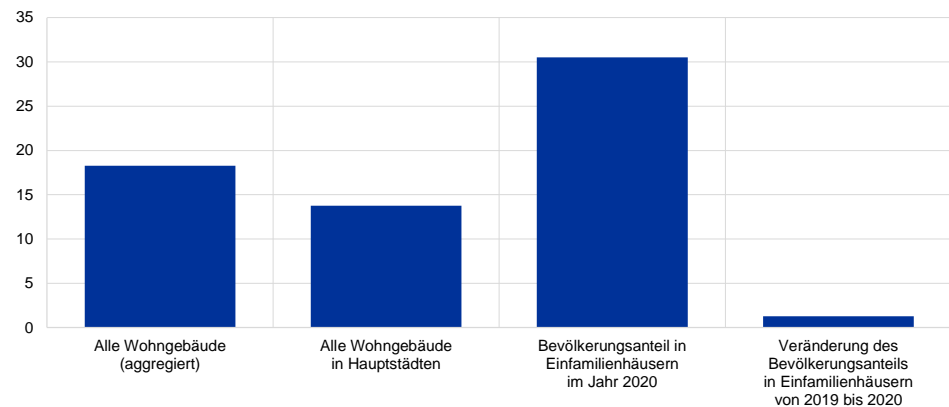
#### a) Preisanstieg bei Einfamilienhäusern und Doppelhaushälften im Vergleich

(Differenz in Prozentpunkten seit dem ersten Quartal 2020)



#### b) Wohnimmobilienpreise im Euroraum und Anteil/Veränderung des Anteils der Bevölkerung, der in Einfamilienhäusern lebt

(prozentuale Veränderung der Preise seit dem ersten Quartal 2021; Bevölkerungsanteil in % der Gesamtbevölkerung, Veränderung des Bevölkerungsanteils in Prozentpunkten)



Quellen: OECD, BIZ, Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Im Fall Deutschlands und Belgiens beziehen sich die Daten auf die Differenz zwischen den Häuser- und den Wohnungspreisen. Die Daten für Deutschland, Estland, Irland und Litauen umfassen alle Wohngebäude (d. h. neue und bereits bestehende), während sie bei den anderen Ländern nur bestehende Wohngebäude abdecken. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022, mit Ausnahme der Angaben zu Luxemburg, Österreich und Finnland (diese beziehen sich auf das vierte Quartal 2021). Grafik b: Bei der aggregierten Euroraum-Zeitreihe zu den Wohnimmobilienpreisen handelt es sich um einen BIP-gewichteten Durchschnitt. Die Zeitreihe umfasst die Länder Belgien, Deutschland, Estland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Slowenien und Finnland.

## 5 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 20. April bis zum 26. Juli 2022

Ioana Duca-Radu und Juliane Kinsele

**Dieser Kasten gibt einen Überblick über die geldpolitischen Geschäfte der EZB und die Liquiditätsentwicklung in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2022.** Die beiden Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 20. April bis zum 26. Juli 2022 („Berichtszeitraum“).

**Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nahm im Berichtszeitraum um 34,1 Mrd € zu und erreichte mit 4 523,1 Mrd € einen neuen Höchststand.** Dieser insgesamt zu beobachtende Anstieg war in erster Linie auf die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zurückzuführen, die jedoch durch eine Zunahme der autonomen Faktoren (netto) teilweise aufgewogen wurden. Die Ausweitung der Überschussliquidität erfolgte vor allem in der dritten Erfüllungsperiode, während es in der vierten Erfüllungsperiode zu einem Rückgang kam, der primär dadurch bedingt war, dass Rückzahlungen bei den GLRG III verbucht wurden und die APP-Nettokäufe zum 1. Juli 2022 endeten.

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – erhöhte sich im Berichtszeitraum um 25,3 Mrd € auf 2 602,8 Mrd €.** Der Zuwachs war nahezu vollständig auf einen Anstieg der autonomen Faktoren (netto) um 21,6 Mrd € auf 2 443,7 Mrd € zurückzuführen (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich indes lediglich um 3,7 Mrd € auf 159,1 Mrd €.

**Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum um 63,4 Mrd € auf 3 385,3 Mrd €, was in erster Linie durch eine Zunahme der sonstigen autonomen Faktoren und des Banknotenumlaufs bedingt war.** Die sonstigen autonomen Faktoren erhöhten sich im Berichtszeitraum um 42,3 Mrd € auf 1 145,7 Mrd € (siehe auch Tabelle A). Der Banknotenumlauf stieg um 33,6 Mrd € auf 1 596,9 Mrd €, was auf eine Rückkehr zu den vor der Pandemie verzeichneten Mustern hindeutet. Dadurch, dass die Bargeldnachfrage nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine in einigen Ländern gestiegen war, hatte der durchschnittliche Banknotenumlauf der ersten und zweiten Erfüllungsperiode nicht das typische saisonale Verlaufsmuster aufgewiesen, das üblicherweise durch den Rücklauf von Banknoten nach der Weihnachtszeit und dem Jahresende gekennzeichnet ist. Diese aus Vorsorgegründen erhöhte Bargeldnachfrage hatte allerdings am Ende der zweiten Erfüllungsperiode nachgelassen. Die Einlagen öffentlicher Haushalte sanken im Mittel nur geringfügig um 12,4 Mrd € und lagen bei



durchschnittlich 642,7 Mrd €. Zum Vergleich: In der sechsten Erfüllungsperiode 2020 war ein historisch hoher Durchschnittswert von 749,0 Mrd € verzeichnet worden, als die Regierungen des Euroraums ihre vorsorglichen Liquiditätspuffer als Reaktion auf den Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) aufstockten und die Unsicherheit über Einnahmen und Ausgaben zunahm.

**Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 42,0 Mrd € auf 942,0 Mrd €.** Darin spiegelt sich vor allem ein Zuwachs der Nettoforderungen in Fremdwährung um 38,1 Mrd € wider. Insgesamt wurde diese Entwicklung durch den Anstieg der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren mehr als ausgeglichen, sodass die autonomen Faktoren (netto) zu einem Rückgang der Überschussliquidität beitrugen.

Tabelle A gibt einen Überblick über die autonomen Faktoren<sup>1</sup> und ihre Veränderung.

## Tabelle A

### Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

#### Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 9. Februar bis 19. April 2022	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 20. April bis 14. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 15. Juni bis 26. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	3 385,3	(+63,4)	3 346,9	(-8,6)	3 436,4	(+89,5)	3 321,9	(+149,9)
Banknotenumlauf	1 596,9	(+33,6)	1 591,5	(+15,6)	1 604,0	(+12,4)	1 563,2	(+32,2)
Einlagen öffentlicher Haushalte	642,7	(-12,4)	624,1	(-43,7)	667,6	(+43,6)	655,2	(+50,0)
Sonstige autonome Faktoren (netto) <sup>1</sup>	1 145,7	(+42,3)	1 131,4	(+19,5)	1 164,9	(+33,5)	1 103,5	(+67,7)
<b>Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giroguthaben</b>	<b>3 843,0</b>	<b>(+84,3)</b>	<b>3 888,3</b>	<b>(+117,8)</b>	<b>3 782,5</b>	<b>(-105,9)</b>	<b>3 758,7</b>	<b>(+85,7)</b>
darunter: im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	942,2	(+19,1)	935,5	(+5,1)	948,9	(+13,4)	923,0	(+0,4)
darunter: nicht im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems befreit	2 893,2	(+57,6)	2 952,8	(+112,7)	2 833,6	(-119,2)	2 835,6	(+85,3)
<b>Mindestreserve-Soll<sup>2</sup></b>	<b>159,1</b>	<b>(+3,7)</b>	<b>157,8</b>	<b>(+1,0)</b>	<b>160,9</b>	<b>(+3,1)</b>	<b>155,4</b>	<b>(+0,6)</b>
<b>Freibetrag<sup>3</sup></b>	<b>954,6</b>	<b>(+22,3)</b>	<b>946,6</b>	<b>(+5,9)</b>	<b>965,1</b>	<b>(+18,5)</b>	<b>932,3</b>	<b>(+3,3)</b>
<b>Einlagefazilität</b>	<b>680,2</b>	<b>(-50,2)</b>	<b>681,3</b>	<b>(-33,5)</b>	<b>678,7</b>	<b>(-2,7)</b>	<b>730,4</b>	<b>(-9,2)</b>
<b>Liquiditätsabschöpfende Feinststeuerungsoperationen</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

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](#).

<sup>1</sup> Weitere Informationen zu den autonomen Faktoren finden sich in: EZB, [Die Liquiditätssteuerung der EZB](#), Monatsbericht Mai 2022.

## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 9. Februar bis 19. April 2022	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 20. April bis 14. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 15. Juni bis 26. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
<b>Autonome Liquiditätsfaktoren</b>	<b>942,0</b>	<b>(+42,0)</b>	<b>936,3</b>	<b>(+27,6)</b>	<b>949,7</b>	<b>(+13,4)</b>	<b>900,1</b>	<b>(+68,7)</b>
Nettoforderungen in Fremdwährung	938,3	(+38,1)	934,2	(+21,0)	943,7	(+9,5)	900,2	(+41,8)
Nettoforderungen in Euro	3,7	(+3,9)	2,1	(+6,6)	6,0	(+3,9)	-0,1	(+26,9)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	<b>7 125,9</b>	<b>(+59,5)</b>	<b>7 138,4</b>	<b>(+49,1)</b>	<b>7 109,1</b>	<b>(-29,3)</b>	<b>7 066,4</b>	<b>(+158,1)</b>
Offenmarktgeschäfte	7 125,9	(+59,5)	7 138,4	(+49,1)	7 109,1	(-29,3)	7 066,4	(+158,1)
Kreditgeschäfte	2 178,3	(-22,5)	2 199,3	(-0,7)	2 150,3	(-49,0)	2 200,8	(-4,5)
Hauptrefinanzierungs- geschäfte (HRGs)	0,7	(+0,4)	0,5	(+0,2)	1,0	(+0,5)	0,3	(+0,1)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,2)	0,1	(+0,0)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	2 174,6	(-22,6)	2 195,7	(-0,8)	2 146,4	(-49,4)	2 197,2	(-5,0)
Längerfristige Pandemie- Notfallrefinanzierungs- geschäfte (PELTROs)	2,8	(-0,4)	2,9	(-0,2)	2,6	(-0,3)	3,2	(+0,4)
Outright-Geschäfte	4 947,6	(+82,0)	4 939,1	(+49,9)	4 958,8	(+19,7)	4 865,6	(+162,7)
Erstes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,4)
Zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP2)	0,5	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,2	(-0,5)	1,0	(-1,2)
Drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3)	300,2	(+3,9)	298,8	(+2,2)	302,1	(+3,3)	296,3	(-1,4)
Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)	3,4	(-0,9)	3,3	(+0,0)	3,4	(+0,0)	4,2	(-2,3)
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP)	26,0	(-0,9)	26,5	(-0,6)	25,4	(-1,1)	27,0	(-1,4)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP)	2 579,8	(+54,2)	2 572,3	(+38,8)	2 589,8	(+17,6)	2 525,6	(+37,9)
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP)	341,1	(+14,5)	338,7	(+8,1)	344,2	(+5,5)	326,5	(+16,4)
Pandemie- Notfallankaufprogramm (PEPP)	1 696,6	(+11,6)	1 698,8	(+1,5)	1 693,7	(-5,1)	1 685,1	(+115,1)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

## Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 9. Februar bis 19. April 2022	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 20. April bis 14. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 15. Juni bis 26. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf <sup>1</sup>	2 602,8	(+25,3)	2 568,8	(-35,1)	2 648,0	(+79,2)	2 577,4	(+81,8)
Autonome Faktoren (netto) <sup>2</sup>	2 443,7	(+21,6)	2 411,1	(-36,1)	2 487,2	(+76,1)	2 422,1	(+81,2)
Überschussliquidität <sup>3</sup>	4 523,1	(+34,1)	4 569,7	(+84,3)	4 461,1	(-108,5)	4 489,1	(+76,4)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in %)

	Aktueller Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 9. Februar bis 19. April 2022	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 20. April bis 14. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 15. Juni bis 26. Juli		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungs- geschäfte (HRGs)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungs- fazilität	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,583	(-0,003)	-0,584	(-0,002)	-0,581	(+0,003)	-0,579	(-0,003)
RepoFunds Rate Euro	-0,646	(-0,008)	-0,642	(+0,002)	-0,652	(-0,010)	-0,638	(+0,108)

Quellen: EZB und CME Group.

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

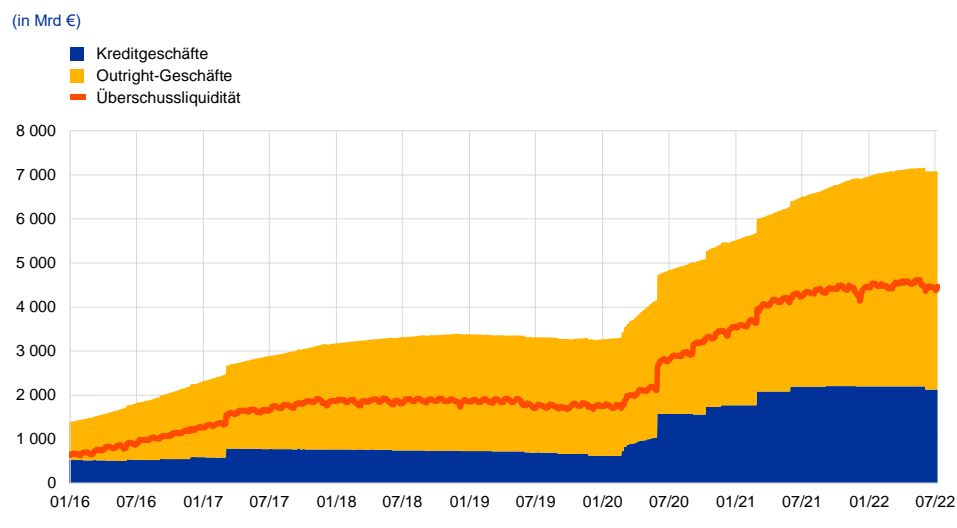
## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität erhöhte sich im Berichtszeitraum um 59,5 Mrd € auf 7 125,9 Mrd €** (siehe Abbildung A). Dieser Anstieg erfolgte vor allem während der dritten Erfüllungsperiode und war auf den fortgesetzten Nettoerwerb von Wertpapieren im Rahmen des APP zurückzuführen. In der vierten Erfüllungsperiode endeten die

APP-Nettokäufe am 1. Juli, und es wurden freiwillige GLRG-III-Rückzahlungen abgewickelt, woraufhin es zu einem Rückgang der Überschussliquidität kam.

### Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Juli 2022.

### Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte

**verringerte sich im Berichtszeitraum um 22,5 Mrd €.** Der Rückgang war vor allem darauf zurückzuführen, das Ende Juni freiwillige GLRG-III-Rückzahlungen in Höhe von 74,1 Mrd € geleistet wurden, die erst in der nächsten Erfüllungsperiode in den Durchschnittswerten des Betrachtungszeitraums vollständig zum Tragen kommen werden. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) spielten weiterhin nur eine untergeordnete Rolle. Ihre durchschnittliche Inanspruchnahme erhöhte sich gegenüber dem vorangegangenen Berichtszeitraum geringfügig um 0,4 Mrd € bzw. 0,2 Mrd €.

### Unterdessen nahmen die Outright-Geschäfte aufgrund der Nettoankäufe im

**Rahmen des APP um 82,0 Mrd € auf 4 947,6 Mrd € zu.** Maßgeblich für die Gesamtentwicklung des APP waren die Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP), die im Schnitt um 54,2 Mrd € auf 2 579,8 Mrd € stiegen. Bei den Nettokäufen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) war eine durchschnittliche Zunahme um 14,5 Mrd € auf 341,1 Mrd € zu verzeichnen. Die anderen APP-Programme wiesen nur geringfügige Veränderungen auf. Der durchschnittliche Bestand des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) beläuft sich auf 1 696,6 Mrd €. Die Nettokäufe im Rahmen des PEPP wurden Ende März 2022 eingestellt, aber die Tilgungsbeträge werden bei Fälligkeit weiterhin wieder angelegt. Aufgrund fällig werdender Wertpapiere in den Portfolios nicht aktiver Programme – darunter das Programm für die Wertpapiermärkte (SMP) und

die ersten beiden Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen –, verringerte sich das Gesamtvolumen dieser Portfolios um 1,4 Mrd €.

## Überschussliquidität

**Die durchschnittliche Überschussliquidität stieg um 34,1 Mrd € auf ein neues Rekordhoch von 4 523,1 Mrd €** (siehe Abbildung A). Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken wider. Die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Giro Guthaben der Banken (Überschussreserven) erhöhten sich um 84,3 Mrd € auf 3 843,0 Mrd €. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität sank indes um 50,2 Mrd € auf 680,2 Mrd €. Die tägliche Überschussliquidität erreichte am 14. Juni, dem letzten Tag der dritten Erfüllungsperiode, einen Höchststand von 4 622,4 Mrd €.

**Die im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems<sup>2</sup> vom negativen Einlagesatz befreiten Überschussreserven stiegen um 19,1 Mrd € auf 942,2 Mrd €. Die nicht befreiten Überschussreserven, zu denen auch die Einlagefazilität zählt, nahmen geringfügig um 7,4 Mrd € auf 3 573,4 Mrd € zu.**

Die aggregierte Nutzungsquote des maximalen Freibetrags (also der Quotient aus tatsächlich befreiten Überschussreserven und dem maximal möglichen Betrag an Reserven, der vom negativen Zinssatz für die Einlagefazilität ausgenommen werden kann)<sup>3</sup> liegt seit der dritten Erfüllungsperiode 2020 bei über 98 %. Im aktuellen Berichtszeitraum war sie mit 98,7 % geringfügig niedriger als im vorangegangenen Berichtszeitraum (99,0 %). Der Anteil der befreiten Überschussreserven an der gesamten Überschussliquidität betrug 20,8 %, verglichen mit zuvor 20,6 %.

## Zinsentwicklung

**Der durchschnittliche €STR blieb im Berichtszeitraum mit -58,3 Basispunkten weitgehend stabil.** Aufgrund der hohen Überschussliquidität verhält sich der €STR selbst gegenüber erheblichen Liquiditätsschwankungen weiterhin relativ unelastisch. Die Leitzinsen der EZB, d. h. die Zinssätze für die Einlagefazilität, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität, blieben im Berichtszeitraum unverändert. Da die Anhebung der Leitzinsen um 50 Basispunkte erst nach Ablauf des Berichtszeitraums in Kraft trat, wird ihr Einfluss in der nächsten Ausgabe dieses Kastens zu den Liquiditätsbedingungen untersucht.

---

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

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

**Auch der durchschnittliche Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, blieb mit -64,6 Basispunkten weitgehend unverändert.**

Ungeachtet des im Wesentlichen konstanten Durchschnittsniveaus war das Quartalsendmuster Ende Juni besonders ausgeprägt, als der RepoFunds Rate Euro mit -1,145 % den niedrigsten Stand (ohne Berücksichtigung von Jahresendständen) seit Oktober 2014 verzeichnete.

## 6 Einheitliche Mindeststandards für die Berücksichtigung von Klimarisiken in den internen Bonitätsanalyseverfahren des Eurosystems

Julia Körding und Florian Resch<sup>1</sup>

**Um zu gewährleisten, dass die für die geldpolitischen Geschäfte hinterlegten Sicherheiten stets angemessen sind, müssen in den internen Bonitätsanalyseverfahren (In-house Credit Assessment Systems – ICASs) alle relevanten Risikofaktoren, darunter auch die mit dem Klimawandel einhergehenden Risiken, betrachtet werden.** Das vorrangige Ziel der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, ist vom Klimawandel und dem Übergang zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft betroffen, denn beides hat Auswirkungen auf die Wirtschaft sowie auf das Risikoprofil und den Wert der Aktiva in der Bilanz des Eurosystems. Am 8. Juli 2021 veröffentlichte die EZB einen [Maßnahmenplan](#) sowie einen [Fahrplan](#) zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie und ihren geldpolitischen Operationen. Im Fahrplan geht es unter anderem um die Klimarisiken bei Bonitätsbeurteilungen für Sicherheiten. So sind bei der Beurteilung des Kreditrisikos sowohl die mit dem Übergang zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft verbundenen Risiken als auch die physischen Risiken zu berücksichtigen, da sie das Wachstum, die Finanzkraft, die Marktposition und das Geschäftsmodell eines Unternehmens und folglich auch dessen Bonität beeinflussen können. Aus diesem Grund wurden vom Eurosystem einheitliche Mindeststandards für die Berücksichtigung von Klimarisiken in den ICAS-Ratings entwickelt. Die EZB hat diese Standards gebilligt; sie sollen bis Ende 2024 in Kraft treten (siehe [Pressemitteilung](#) vom 4. Juli 2022).

### Interne Verfahren des Eurosystems für die Bonitätseinstufung von Kreditforderungen: ICASs

**Innerhalb des Sicherheitenrahmens des Eurosystems stellen die von sieben NZBen des Euro-Währungsgebiets entwickelten ICASs einen wichtigen Ausgangspunkt für die Beurteilung des Kreditrisikos von nicht marktfähigen Sicherheiten (Kreditforderungen) dar.**<sup>2</sup> Mithilfe der ICAS-Ratings können die Geschäftspartner des Eurosystems ihre an nichtfinanzielle Unternehmen, einschließlich kleiner und mittlerer Unternehmen (KMUs), ausgereichten Kredite als Sicherheiten mobilisieren; für diese liegen in den meisten Fällen nämlich keine

<sup>1</sup> Zur Entwicklung einheitlicher Mindeststandards für die Berücksichtigung von Klimarisiken in den internen Bonitätsanalyseverfahren wurden bereits umfangreiche Arbeiten durchgeführt, die in diesem Kasten beleuchtet werden sollen. Neben den genannten Personen waren auch folgende Kolleginnen und Kollegen der EZB und der NZBen an dem vorliegenden Beitrag beteiligt: L. Auria, J. Braun, S. Caleiro, S. Ciummo, T. Fluteau, P.-Y. Gauthier, F. Giovannelli, A. Maldonado, F. Monterisi und S. Wukovits.

<sup>2</sup> Siehe L. Auria, M. Bingmer, C. M. Caicedo Graciano et al., [Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 284, 2021.

Bonitätsbeurteilungen durch externe Ratingagenturen vor. Ende 2021 wurden 34 % der nicht marktfähigen Sicherheiten (gemessen an deren Wert nach Bewertungsabschlägen) einem ICAS unterzogen. Eine Reihe von Vorschriften, die für das gesamte Eurosystem gelten, sorgen dafür, dass die Einstufung durch harmonisierte Prozesse erfolgt und die jeweils relevanten Risikofaktoren berücksichtigt werden. Die Bonitätsanalyse greift zunächst auf ein statistisches Modell zurück, das üblicherweise Finanzkennzahlen in den Blick nimmt. In der sich daran anschließenden Expertenanalyse werden qualitative Informationen und zusätzliche quantitative Daten betrachtet. Dabei werden die Stärken und Schwächen des Unternehmens analysiert, sowie die Verflechtungen mit Mutter- und Tochtergesellschaften, die Arbeit der Geschäftsführung und das branchenspezifische sowie allgemeine wirtschaftliche Umfeld. Es wurden bereits erste Schritte unternommen, um den Klimawandel als Risikofaktor in die ICAS-Analysen einfließen zu lassen. Zudem liegen mittlerweile einheitliche Mindeststandards für die Berücksichtigung von Klimarisiken im Bonitätsbeurteilungsprozess vor; sie wurden vom EZB-Rat gebilligt und sollen bis Ende 2024 umgesetzt werden.

## Kernprinzipien für die Berücksichtigung von Klimarisiken in ICAS-Ratings

**Die einheitlichen Mindeststandards sehen vor, dass die Analyse von Klimarisiken nach denselben hohen Qualitäts- und Zuverlässigkeitsstandards erfolgen muss wie die Beurteilung aller anderen Risikofaktoren und dass sie in den regulären Bonitätsbeurteilungsprozess einzugliedern ist.** Die Standards legen Anforderungen bezüglich der Datenquellen, Methodik und zu verwendenden Verfahren fest. Da die ICAS-Ratings innerhalb des Rahmenwerks für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (ECAF) den Ausgangspunkt für die Beurteilung des Kreditrisikos bilden, folgen sie dem Konzept der einheitlichen Erheblichkeit, wonach lediglich Risiken berücksichtigt werden, die für die Bonität eines Unternehmens relevant und erheblich sind. Bei der Beurteilung im Rahmen der ICASs wird zwischen Übergangs- und physischen Risiken differenziert, und es werden die unterschiedlichen Transmissionskanäle betrachtet. Die Analyse sollte auf Unternehmensebene durchgeführt werden, sofern hierfür ausreichende und verlässliche Daten vorliegen. Im Einklang mit den Empfehlungen der zuständigen Task Force des Financial Stability Board (FSB)<sup>3</sup> werden die Klimarisiken definiert und zwecks Einschätzung ihrer finanziellen Auswirkungen in die Bonitätsanalyse einbezogen.

**Die Bewertung von Klimarisiken im Rahmen der ICASs wird sich auf die vom Klimawandel am stärksten betroffenen Unternehmen sowie auf solche konzentrieren, die aufgrund ihrer Größe die höchsten Risiken für das Eurosystem bergen; diese Unternehmen werden somit umfassender analysiert.** Die Einhaltung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit steht im Einklang mit der höheren Datenverfügbarkeit, die angesichts der vorgeschlagenen Richtlinie zur

<sup>3</sup> Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, [Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures](#), Basel, Juni 2017.



Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) zu erwarten ist.<sup>4</sup> Für die Analyse der Klimarisiken, die sich auf die Bonität nichtfinanzieller Unternehmen auswirken, gilt die nachstehende Rangfolge:

- Großunternehmen aus Sektoren mit hoher Umweltverschmutzung
- KMUs aus Sektoren mit hoher Umweltverschmutzung, sofern unternehmensspezifische Daten vorliegen
- andere Großunternehmen
- andere KMUs, sofern unternehmensspezifische Daten vorliegen

Für alle übrigen Unternehmen wird dringend empfohlen, im Rahmen der internen Bonitätsanalyseverfahren eine Bewertung der Klimarisiken auf sektoraler bzw. regionaler Ebene vorzunehmen.

## Daten und methodische Verfahren für die Berücksichtigung von Klimarisiken

### **Im Rahmen der internen Bonitätsanalyseverfahren wird angestrebt, dezidierte Unternehmensdaten einfließen zu lassen, um die Klimarisiken zu beurteilen.**

Notwendiger Bestandteil des Beurteilungsverfahrens ist die Zusammenfassung von Informationen zu den Risikofaktoren des Unternehmens (z. B. CO<sub>2</sub>-Preise), zur Risikoexponierung (z. B. Treibhausgasemissionen) und zur Vulnerabilität nach Berücksichtigung risikomindernder Maßnahmen (z. B. Technologien zur Emissionsreduzierung) für jede einzelne Klimarisikokategorie. Eine Herausforderung – insbesondere auf kurze Sicht – wird dabei die Verfügbarkeit verlässlicher und vergleichbarer Daten zu allen genannten Kategorien sein. Dies gilt sowohl für die ICASs als auch für andere Rating-Quellen. Die im Rahmen der CSRD vorgeschlagenen Offenlegungspflichten verkörpern einen großen Schritt hin zu einer harmonisierten Lösung. Sobald von den Unternehmen Informationen im Rahmen ihrer Offenlegungspflicht gemäß der CSRD vorliegen, werden sich die internen Bonitätsanalyseverfahren darauf als primäre Datenquelle für Klimarisiken stützen. Überdies wird nachdrücklich empfohlen, unternehmensspezifische Daten auch aus anderen Quellen (z. B. Offenlegungen nach Maßgabe der Richtlinie über die Angabe nichtfinanzieller Informationen<sup>5</sup> und aus dem [Emissionshandelssystem der EU](#)) zu beziehen – oder auf sektorale und regionale Informationen zurückzugreifen, wenn Angaben auf Unternehmensebene nicht verfügbar sind.

<sup>4</sup> Vorschlag für eine [Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen](#), April 2021.

<sup>5</sup> [Richtlinie 2014/95/EU](#) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen (ABl. L 330 vom 15.11.2014, S. 1).

**Eine Schwierigkeit der ICASs besteht freilich darin, den Einfluss längerfristiger Klimarisiken mit Blick auf den einjährigen Prognosehorizont der ICAS-Ratings zu bewerten.** Dieser methodischen Herausforderung wollen die ICASs durch ein stufenweises Vorgehen begegnen. Auf der ersten Stufe werden die relevanten Risiken, die sich für ein Unternehmen aus dem Klimawandel ergeben, über den Prognosehorizont der Bonitätsbeurteilung hinausschauend ermittelt und bewertet. Auf der zweiten Stufe geht es um die Erheblichkeit der Risiken: Es wird geprüft, wie belastend sie sich auf die kurzfristige Kreditwürdigkeit des Unternehmens auswirken.

**Die Analysemethoden für die Risiken aus dem Klimawandel werden sich durch modernste Techniken auszeichnen.** In den ICASs sollen Methoden und Kennzahlen, die auf harmonisierten Offenlegungs- und Branchenstandards basieren, und vorausschauende Ansätze verwendet werden. Im Rahmen der Offenlegung gemäß CSRD sind die Unternehmen angehalten, ein erweitertes Spektrum an Indikatoren zu veröffentlichen, die sich möglichst auf standardisierte und vergleichbare Methoden stützen.<sup>6</sup> Diese Daten lassen sich direkt für Kennzahlen verwenden oder mit Angaben aus anderen Quellen kombinieren. In den historischen Daten treten die erwarteten Auswirkungen der Klimarisiken mit niedrigerer Frequenz und geringeren Ausschlägen zum Vorschein. Deshalb werden die verwendeten Methoden und Kennzahlen auch vorausschauende Ansätze beinhalten. Letztere werden auf harmonisierten Szenarien aus den Branchenstandards fußen, beispielsweise jenen aus dem Network for Greening the Financial System (NGFS).<sup>7</sup> Dies trägt dazu bei, dass eine Vergleichbarkeit der Beurteilungen unterschiedlicher ICASs gegeben ist.

**Die ICAS-Beurteilungen der Klimarisiken werden transparent und objektiv sein.** Dazu erfolgt eine Dokumentation der Datenquellen und deren Verwendung sowie der gewählten Methoden und Verfahren zur Einschätzung der Klimarisiken. Dokumentiert werden darüber hinaus das jeweilige Ergebnis der Klimarisikobeurteilung und die aufgrund dessen expliziter Berücksichtigung gegebenenfalls vorgenommenen Anpassungen der ICAS-Ratings. Die gewonnenen Informationen können in der jährlichen Überprüfung der Angemessenheit der ICAS-Beurteilungen und in entsprechenden Validitätskontrollen verwendet werden. Da die historischen Daten für Rückvergleiche (Backtesting) nicht ausreichen werden, dürften sich derartige Vergleiche in der kurzen Frist auf Benchmark-Analysen und qualitative Einschätzungen beschränken.

## Anwendung und Weiterentwicklung

**Die einheitlichen ICAS-Mindeststandards sind ein Meilenstein auf dem Weg zu einer besseren Berücksichtigung von Klimarisiken im Sicherheitenrahmen des Eurosystems.** Durch ihre explizite Einbeziehung in die Bonitätsanalyse tragen die Mindeststandards zu einer kohärenten Beurteilung der Klimarisiken und zur Umsetzung von Entscheidungen zur Steuerung dieser Risiken bei. Zurzeit werden die Arbeiten an den internen Bonitätsanalyseverfahren weiter intensiviert, um die

<sup>6</sup> Europäische Beratungsgruppe für Rechnungslegung (European Financial Reporting Advisory Group – EFRAG), [Climate standard prototype](#), Brüssel, September 2021.

<sup>7</sup> Network for Greening the Financial System, [NGFS Scenarios Portal](#).

Klimarisiken in die Beurteilungen einfließen zu lassen. Ab Ende 2024 sollen alle ICASs die einheitlichen Mindeststandards erfüllen. Eine breitere Verfügbarkeit von verlässlichen und vergleichbaren Daten sowie verbesserte Methoden sollen dazu führen, dass sich die bewährten Verfahren (Best Practices) weiterentwickeln. Diese Weiterentwicklung wird durch die internen Bonitätsanalyseverfahren kontinuierlich und verbindlich begleitet und mitgestaltet, wobei auch die Einbeziehung verwandter Aspekte wie Umwelt- und Biodiversitätsrisiken erwogen wird. Durch ihre intendierte Vorbildfunktion werden die ICASs wegweisend für die Etablierung einer Bonitätsbeurteilungskultur sein, die den Risiken aus dem Klimawandel als einer der elementarsten Herausforderungen unserer Zeit angemessen Rechnung trägt.

# Aufsatz

## 1 Finanzpolitische Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet zur Eindämmung des Klimawandels

Mar Delgado-Télez, Marien Ferdinandusse und Caroline Nerlich

### 1 Einleitung

**Die Eindämmung des Klimawandels besitzt eine Dringlichkeit, die nachhaltige und umfassende politische Anstrengungen, darunter auch die Umsetzung von finanzpolitischen Maßnahmen, erforderlich macht.** Die Mitgliedstaaten der EU sind mit dem europäischen Grünen Deal die Verpflichtung eingegangen, im Einklang mit dem Pariser Klimaschutzabkommen ihren Ausstoß von Treibhausgasen bis zum Jahr 2030 gegenüber 1990 um 55 % zu senken und bis zum Jahr 2050 CO<sub>2</sub>-neutral zu werden.<sup>1</sup> Zur Einhaltung dieser Verpflichtung werden auf zahlreichen Gebieten zusätzliche nachhaltige und zeitnah zu realisierende politische Anstrengungen vonnöten sein.<sup>2</sup>

**Viele dieser Initiativen zur Bekämpfung des Klimawandels haben eine eindeutig finanzpolitische Dimension.** Derartige Vorstöße lassen sich vornehmlich im Wege öffentlicher Ausgaben oder der Steuergestaltung direkt auf dem Gebiet der Finanzpolitik verorten. Aber auch indirekt können sie ihren Niederschlag in der gesamtwirtschaftlichen Leistung und den öffentlichen Finanzen finden. Wesentliche einnahmenseitige klimapolitische Maßnahmen der Euro-Länder sind das Emissionshandelssystem der EU (EU-EHS) und nationale CO<sub>2</sub>-Steuern sowie sonstige nationale Umweltsteuern, wie etwa Verbrauchsteuern auf fossile Brennstoffe; diesen ist gemein, dass sie die Emission von Kohlenstoffdioxid – direkt oder indirekt – mit einem Preis versehen. Aus wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive sollte die CO<sub>2</sub>-Bepreisung der Kernbestandteil einer jeden erfolgsorientierten Politik zur Eindämmung des Klimawandels sein. Was die Ausgabenseite betrifft, so zählen „grüne“ Investitionen des Staates, klimaschutzbezogene Subventionen und Transfers an den privaten Sektor sowie die Unterbindung umweltschädlicher Subventionen zu jenen Maßnahmen, mit denen zur ökologischen Wende beitragen werden soll. Dies geschieht dadurch, indem Anreize für die Verwendung emissionsfreier Energie gesetzt, klimafreundliche Innovationen gefördert und eine verbesserte Energieeffizienz geschaffen werden. Außerdem stehen die genannten finanzpolitischen Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels in einer

<sup>1</sup> Europäische Kommission, [Der europäische Grüne Deal](#), Mitteilung und Anhang, Dezember 2019.

<sup>2</sup> Im Rahmen des Pakets „Fit für 55“ hat die Europäische Kommission eine Reihe von Vorschlägen vorgelegt, um die einschlägige EU-Politik mit dem Ziel, die Netto-Treibhausgasemissionen bis 2030 um mindestens 55 % gegenüber dem Stand von 1990 zu verringern, in Einklang zu bringen. Siehe Europäische Kommission, [„Fit für 55“: auf dem Weg zur Klimaneutralität – Umsetzung des EU-Klimaziels für 2030](#), Juli 2021.

Wechselbeziehung zu den nichtfiskalischen Maßnahmen wie etwa Regulierungsschritten für eine bessere Energieeffizienz.

**Der vorliegende Aufsatz bietet einen Überblick über die bereits unternommenen sowie noch erforderlichen oder zu erwartenden Schritte der Finanzpolitik, die geeignet sind, den Übergang zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft im Euroraum zu beschleunigen.** Analysiert werden die schon in Kraft gesetzten finanzpolitischen Klimaschutzmaßnahmen, auf die nur ein relativ geringer Anteil der Einnahmen und Ausgaben des Staates entfällt. Dabei liegt der Schwerpunkt auf zwei hochwirksamen Instrumenten, nämlich der CO<sub>2</sub>-Bepreisung sowie grünen Investitionen des Staates. Erörtert werden ferner Ausgleichsmaßnahmen, die eine gerechtere Transition zu einer klimaneutralen Wirtschaft sicherstellen sollen.<sup>3</sup>

## 2 Bestehende Maßnahmen der Finanzpolitik zur Bekämpfung des Klimawandels

**Umweltbezogene Steuern leisten in der gegenwärtigen Situation insgesamt einen nur moderaten Beitrag zu den staatlichen Einnahmen.** In den meisten Ländern liegen die erhobenen Energiesteuern über den Mindestsätzen der EU-Richtlinie zur Energiebesteuerung<sup>4</sup>, wobei diese zuletzt 2003 überarbeitet wurde. Im Jahr 2019 trugen die Energiesteuern 4,8 % zum gesamten Steueraufkommen im Eurogebiet bei (siehe Abbildung 1, Grafik a). Mit verkehrsbezogenen Steuern werden in der Regel die umweltschädlichsten Fahrzeuge ins Visier genommen, etwa durch höhere Zulassungs- oder Kfz-Steuern.<sup>5</sup> Im Jahr 2019 machten diese Steuern durchschnittlich rund 1,2 % der Einnahmen im Euroraum aus. Für gewöhnlich stehen Energie- und Verkehrssteuern überdies in keinem proportionalen Verhältnis zu den verursachten Treibhausgaswirkungen.

**Emissionshandelssysteme und CO<sub>2</sub>-Abgaben sind dezidiert auf CO<sub>2</sub>-Emissionen ausgerichtet; allerdings halten sich die staatlichen Einnahmen hieraus angesichts der eingeschränkten sektoralen Abdeckung und zunächst niedrigen Zertifikatspreise bislang in Grenzen.** Das Emissionshandelssystem der EU (EU-EHS) wurde 2005 ins Leben gerufen und umfasste im Jahr 2021 insgesamt 1,73 Gigatonnen an CO<sub>2</sub>-äquivalenten Treibhausgasemissionen in 31 Staaten, was 3,2 % der weltweiten Gesamtemissionen entspricht.<sup>6</sup> Wegen der niedrigen Auktionspreise für

<sup>3</sup> Maßnahmen zur Anpassung an die Klimawandelfolgen (die ebenfalls eine stark finanzpolitische Dimension haben) bleiben im Rahmen dieses Aufsatzes unberücksichtigt.

<sup>4</sup> Richtlinie 2003/96/EG des Rates vom 27. Oktober 2003 zur Restrukturierung der gemeinschaftlichen Rahmenvorschriften zur Besteuerung von Energieerzeugnissen und elektrischem Strom ([ABl. L 283 vom 31.10.2003](#)), S. 51.

<sup>5</sup> Siehe K. El Beyrouty, M. Gatto, H. Essen et al., [Transport taxes and charges in Europe: An overview study of Economic Internalisation measures applied in Europe](#), Europäische Kommission, Generaldirektion Mobilität und Verkehr, 2019.

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Preise von EU-Emissionszertifikaten vor dem Hintergrund des Maßnahmenplans zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten der EZB](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021. Am EU-Emissionshandelssystem sind die EU-Länder sowie Island, Liechtenstein, Norwegen und das Vereinigte Königreich beteiligt.

Emissionszertifikate und aufgrund der freien Zuteilung von Zertifikaten während der ersten Implementierungsphasen waren die anfänglichen Einnahmen nicht sonderlich relevant (siehe Abbildung 1, Grafik a). Im Jahr 2021 und Anfang 2022 erhöhten sich die Auktionspreise deutlich – und mit ihnen die Einnahmen. Allerdings besteht nach wie vor die Einschränkung, dass etliche CO<sub>2</sub>-intensive Wirtschaftssektoren nicht vom EU-EHS abgedeckt werden und dass ein großer Teil der Emissionszertifikate kostenlos statt über Auktionen vergeben wurde, um das Carbon-Leakage-Risiko einzudämmen.<sup>7</sup> Neben dem EU-EHS bestehen in einigen Ländern explizite CO<sub>2</sub>-Steuern, so etwa in Finnland bereits seit 1990. Viele dieser nationalen Steuern sind jedoch in Bezug auf die Emissionsabdeckung und den Preis tendenziell relativ unbedeutend (siehe Abbildung 1, Grafik b). Deutschland hat 2021 ein eigenes Emissionshandelssystem für den Verkehrs- und den Gebäudesektor – die beide nicht vom Emissionshandelssystem der EU erfasst werden – eingeführt.

---

<sup>7</sup> Unter Carbon Leakage versteht man die Verlagerung von Geschäftsaktivitäten in Länder mit weniger restriktiven Emissionsbeschränkungen, um Kosten zu vermeiden. Dieses Phänomen beeinträchtigt die Klimapolitik in ihrer Wirkung auf den globalen Treibhausgasausstoß.

## Abbildung 1

### Auswirkung der Klimaschutzmaßnahmen auf die Einnahmen der öffentlichen Haushalte

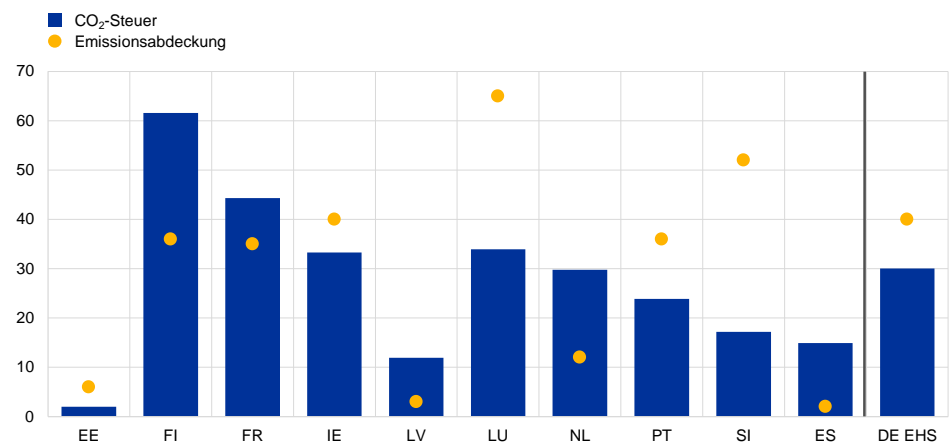
#### a) Staatseinnahmen im Euroraum aus Umweltsteuern und dem EU-EHS

(in % der gesamten Staatseinnahmen)



#### b) Einnahmen aus nationalen CO<sub>2</sub>-Steuern und Emissionshandelssystemen nach Ländern

(CO<sub>2</sub>-Steuer in € je Tonne CO<sub>2</sub>-Äquivalent an Treibhausgasemissionen; Emissionsabdeckung in % der Gesamtemissionen)



Quellen: Eurostat, Weltbank und eigene Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a werden die umweltbezogenen Steuern im Jahr 2019 (vor der Coronakrise) dargestellt. „Minimum-Maximum“ steht für das jeweilige Euro-Land mit dem niedrigsten und mit dem höchsten Anteil der Einnahmen aus umweltbezogenen Steuern und aus Emissionshandelssystemen (EHS) an den staatlichen Gesamteinnahmen. „Durchschnitt“ zeigt den durchschnittlichen Anteil im Euroraum an. In Grafik b werden die Länder des Euroraums gezeigt, die entweder über eine dezidierte nationale CO<sub>2</sub>-Steuer oder ein nationales Emissionshandelssystem verfügen. Das nationale Emissionshandelssystem Deutschlands wurde im Januar 2021 eingeführt. In einigen Ländern unterliegen bestimmte Sektoren sowohl nationalen CO<sub>2</sub>-Steuern als auch dem EU-EHS (Letzteres bleibt in der Grafik unberücksichtigt).

**Die Investitionen des Staates in saubere Energien, in die Energieeffizienz von Gebäuden und in den öffentlichen Nah- und Fernverkehr liegen in überschaubarem Rahmen.** Insgesamt lässt sich lediglich ein Viertel der staatlichen Investitionen (rund 1 % des euroraumweiten BIP) als klimarelevant (im Sinne von Verkehrs-, Energie- und Umweltinvestitionen) einstufen. Die meisten Investitionsausgaben der öffentlichen Hand fließen dabei in Verkehrs- und Umweltschutzinvestitionen (siehe Abbildung 2, Grafik a).

**Die Subventionierung fossiler Brennstoffe ist zwar rückläufig, hat aber nach wie vor eine gewisse Bedeutung.** Solche Subventionen erfolgen etwa in Form von Steuergutschriften an Unternehmen, die fossile Brennstoffe erzeugen, oder als Zuschüsse zur Verbilligung fossiler Brennstoffe für die Verbraucher. Der Internationale Währungsfonds unterscheidet zwischen expliziten und impliziten Subventionen (siehe Abbildung 2, Grafik b). Um explizite Subventionen handelt es sich, wenn die Differenz zwischen den Beschaffungskosten für Kraftstoffe und dem Endkundenpreis negativ ist und diese Preisunterbietung auf eine direkte staatliche Unterstützung der Produzenten zurückzuführen ist. Implizite Subventionen sind weiter abgegrenzt, weil sie auch externe Effekte im Zusammenhang mit der Nutzung fossiler Brennstoffe, wie etwa den Klimawandel, die Umweltbelastung in den Städten oder Verkehrsstaus, berücksichtigen. In den Euro-Ländern überwiegen die impliziten Subventionen die expliziten Subventionen. Eine Ausnahme bildet Estland, das sowohl die höchsten expliziten Subventionen als auch die höchsten Energiesteuereinnahmen im Euroraum verzeichnet. Mehrere Länder setzen weiter auf die explizite finanzpolitische Unterstützung des Einsatzes fossiler Brennstoffe, wengleich sich der Umfang auf unter 2 % der Gesamtausgaben beläuft.



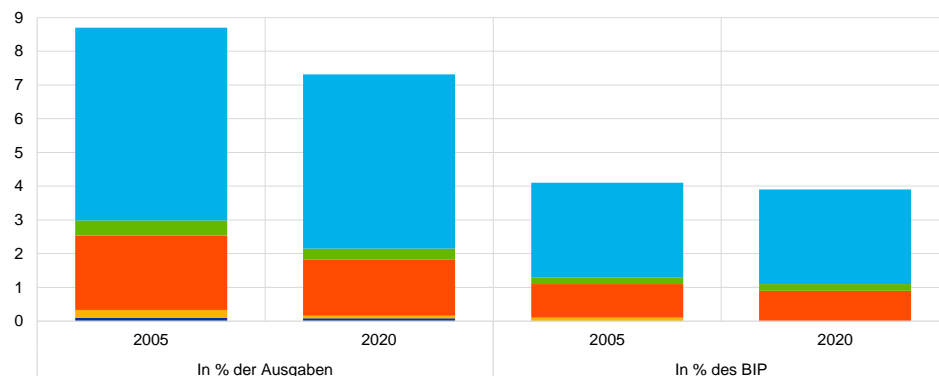
## Abbildung 2

### Klimamaßnahmen gemessen an den Ausgaben der öffentlichen Haushalte

#### a) Staatliche Gesamtinvestitionen im Euroraum

(in % der gesamten Staatsausgaben und des BIP)

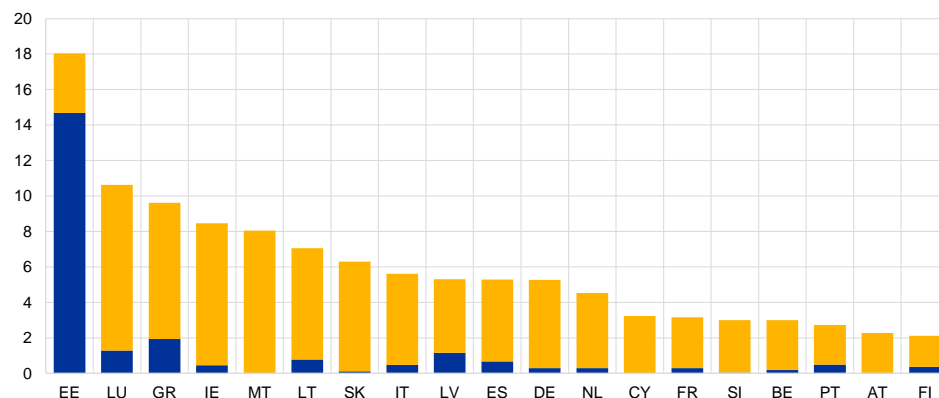
- Kraftstoffe und Energie
- Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Baugewerbe
- Verkehr
- Umweltschutz
- Sonstige Bereiche



#### b) Subventionen für die Nutzung fossiler Brennstoffe

(in % der gesamten Staatsausgaben 2019)

- Explizit
- Implizit



Quellen: Grafik a: Eurostat (Daten aus der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates – COFOG); Grafik b: I. Parry, S. Black, N. Vernon, *Still Not Getting Energy Prices Right: A Global and Country Update of Fossil Fuel Subsidies*, IWF, September 2021; eigene Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a umfassen die Investitionen die Gesamtinvestitionen und die Investitionszuschüsse.

## Kasten 1

### Politische Reaktion auf die hohen Energiepreise und Schritte zur Gewährleistung der Energiesicherheit

Steffen Osterloh, Christoph Zwick und Miles Parker

Russlands Krieg in der Ukraine hat die Staatsregierungen dazu veranlasst, den steigenden Energiepreisen mit finanzpolitischen Maßnahmen entgegenzuwirken. Auf europäischer Ebene hat der Krieg auch die Gesetzgebungsaktivitäten beschleunigt, die auf den Übergang zu einer klimafreundlichen Wirtschaft gerichtet sind. Von den EU-Mitgliedstaaten sind befristete finanzpolitische Maßnahmen, vornehmlich zur Unterstützung der privaten Haushalte, implementiert

worden.<sup>8</sup> Im Mai 2022 wurde der Plan REPowerEU zur Gewährleistung der europäischen Energiesicherheit vorgelegt, der auch den Klimaschutzzielen der EU Rechnung trägt.<sup>9</sup>

Die nationale Finanzpolitik zielt bislang entweder auf die vulnerabelsten Privathaushalte ab oder bedient sich sehr breit gefasster Maßnahmen. Dies gilt sowohl für die Einnahmen- als auch für die Ausgabenseite. Einnahmenseitig konzentrieren die Staaten ihre Schritte zumeist auf die Senkung von Mehrwert- und Verbrauchsteuern auf Energie oder die Ermäßigung sonstiger Steuern und Abgaben auf den Verbrauch von Energie. Da es schwierig ist, Steuersenkungen passgenau auf die schutzbedürftigen Haushalte abzustimmen, sind diese Maßnahmen in ihrer Mehrheit breit gefasst. Auf der Ausgabenseite sind einige Maßnahmen an den Energieverbrauch geknüpft: Sie beinhalten staatlich subventionierte Rabatte auf Kraftstoffe bzw. Preisdeckelungen für Energie oder auch Energiegutscheine für Kraftstoffe oder Strom, durch die sich die Energiepreise auf der Verbraucherstufe verringern. Während Kraftstoffrabatte allen Verbrauchern eingeräumt werden, können Ausgaben auch gezielt zu ausgewählten privaten Haushalte gelenkt werden, etwa in Form von Preisnachlässen oder Gutscheinen. Um Anreize für einen vermehrten Verbrauch fossiler Brennstoffe zu vermeiden, kann eine ausgabenseitige direkte Unterstützung auch in Gestalt von Pauschalzahlungen geleistet werden, die nicht mit dem individuellen Energieverbrauch korrelieren. Solche Einkommensunterstützungen können unterschiedlichen Zielgruppen gewährt werden und lassen sich an die jeweiligen Mobilitätserfordernisse anpassen. Schließlich kann der Staat auch Subventionen zur Substituierung energieverbrauchender Aktivitäten bereitstellen, beispielsweise für die Nutzung öffentlicher Verkehrsmittel.

Energiebezogene Maßnahmen sollten befristet bleiben und gleichzeitig Anreize zum Energiesparen setzen, effizient auf die kurzfristigen Herausforderungen eingehen und die anfälligsten Privathaushalte schützen. Sowohl horizontale Steuersenkungen als auch nicht zielgerichtete Transfers sind weniger kosteneffizient als Ausgabenmaßnahmen, deren Inanspruchnahme den schutzbedürftigsten Personen vorbehalten bleibt. Denn gezielte Ausgabenmaßnahmen vermindern Wohlfahrtsverluste, die sich aus der Subventionierung nicht hilfsbedürftiger Verbraucher ergeben. Eine kosteneffiziente Orientierung der Maßnahmen sollte soziale Kriterien und den Energiebedarf berücksichtigen, wie dies bei einer Subventionierung des individuellen Energieverbrauchs gegeben ist. Schließlich sollten die Maßnahmen, ganz im Einklang mit den Dekarbonisierungszielen, Anreize zur Energieeinsparung bieten und befristet sein. Steuersenkungen (oder Ausnahmen von den Verbrauchsteuern auf fossile Brennstoffe) sowie Ausgaben zur Subventionierung der Nutzung fossiler Brennstoffe und kohlenstoffintensiver Produkte stellen sich nicht zuletzt deshalb als problematisch dar, weil sie keine Anreize für eine effiziente Energienutzung und für Investitionen in Energieeinsparungen beinhalten. Vorzugsweise sollten die Subventionen in Form einer pauschalen Einkommensstützung oder individueller Kompensationen für Energieaufwendungen (beispielsweise Pendlerzuschüssen für öffentliche Verkehrsmittel) erfolgen. Subventionierungen des öffentlichen Nah- und Fernverkehrs oder grüne Investitionen können besonders förderlich für die Energiesubstitution sein, lassen sich aber schwer auf schutzbedürftige Haushalte als Zielgruppe konzentrieren.

REPowerEU enthält wichtige Initiativen zur Beschleunigung des ökologischen Umbaus. Der Plan will der Einführung erneuerbarer Energien Schub verleihen. Dazu wird das im Rahmen des Pakets „Fit für 55“ vorgegebene Ziel für den bis 2030 zu erreichenden Anteil an erneuerbaren Energien von

---

<sup>8</sup> Siehe EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euro-Währungsgebiet auf den Krieg in der Ukraine und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

<sup>9</sup> Siehe Europäische Kommission, [REPowerEU-Plan](#), Kommunikation und Anhänge, Mai 2022.

40 % auf 45 % angehoben. Ermöglicht werden soll dies unter anderem durch die Vereinfachung der Genehmigungsverfahren für Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien und das Vorziehen von Investitionen zur Installation von Solarpaneelen auf Gebäuden. Darüber hinaus regt die Europäische Kommission an, das im „Fit für 55“-Paket angepeilte Energieeffizienzziel für 2030 von 9 % auf 13 % anzuheben, und schlägt konkrete Umsetzungsmaßnahmen wie beispielsweise eine beschleunigte Einführung hocheffizienter Heizsysteme vor.

Durch diese Bestrebungen zur Energieunabhängigkeit dürfte sich der Zeitplan für die Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen verändern. Eine Abkehr von fossilen Brennstoffen aus Russland wird mutmaßlich dazu führen, dass bestehende Kohlekapazitäten im Euroraum zum Teil länger als ursprünglich vorgesehen genutzt werden. Zusammen mit dem geplanten Verkauf zusätzlicher Emissionszertifikate aus der Marktstabilitätsreserve (insgesamt 20 Mrd €, die sich gleichmäßig über vier Jahre verteilen) dürfte REPowerEU zwar dazu führen, dass die Emissionsminderungsziele kurzfristig beeinträchtigt werden. Doch wenn die vorgeschlagenen Maßnahmen zur Förderung der Energieeffizienz und der erneuerbaren Energien vollständig umgesetzt sind und zunehmend ihre Wirkung entfalten, werden die Emissionen gegen Ende des Jahrzehnts möglicherweise zügiger zurückgehen.

Verbesserte Zulassungsverfahren für erneuerbare Energien könnten den Anteil sauberer Energien an der gesamten Energieversorgung erheblich steigern. Langsame und komplexe Genehmigungsverfahren stellen derzeit eine elementare Hürde für den Ausbau erneuerbarer Energien dar. Die vorgeschlagene Verkürzung der Verfahren im Rahmen von REPowerEU wird für die Beschleunigung der Energiewende von entscheidender Bedeutung sein. Dazu gehört auch die Einführung spezieller sogenannter Go-to-Gebiete, für die innerhalb von einem Jahr Genehmigungen erteilt werden sollen, verglichen mit aktuell neun Jahren für Windenergieprojekte. Dies ist umso wichtiger, als die Kosten für Technologien im Bereich der erneuerbaren Energien in den vergangenen zehn Jahren gesunken sind: für Solarmodule um rund 85 % und für Windkraft um über 50 %. Dadurch entwickeln sich diese Technologien zu einer wettbewerbsfähigen Alternative zu fossilen Brennstoffen.

---

### 3 Minimierung der politischen Handlungslücken und finanzpolitische Folgen

Um die Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens zu erreichen, müssen die Euro-Länder ihre Anstrengungen zur Verringerung der Treibhausgasemissionen spürbar verstärken. In der Durchschnittsbetrachtung wurden die EU-Ziele für 2020 in den Bereichen Emissionsreduktion, erneuerbare Energien und Energieverbrauch erfüllt, wobei die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie (Covid-19) eine große Rolle gespielt haben. Mit Blick auf die ehrgeizigeren Ziele für das Jahr 2030 – den nächsten Meilenstein im Rahmen des europäischen Grünen Deals – sind allerdings noch erhebliche zusätzliche Anstrengungen vonnöten.<sup>10</sup> Der Bepreisung von Kohlendioxidemissionen und „grünen“ Investitionen fällt dabei eine

---

<sup>10</sup> Siehe Europäische Umweltagentur, [Trends and projections in Europe 2021](#), Oktober 2021.

Schlüsselrolle zu, um die politischen Handlungslücken zu minimieren und den Übergang zu einer grünen Wirtschaft zu beschleunigen.

## Die Rolle der CO<sub>2</sub>-Bepreisung

**CO<sub>2</sub>-Preise können ein sehr wirksames und effizientes Instrument zur Bekämpfung des Klimawandels sein.** Eine erfolgreiche Klimaschutzpolitik sollte durch eine wohl durchdachte und hinreichend hohe CO<sub>2</sub>-Bepreisung untermauert werden. Hierdurch werden kontinuierliche Anreize zur Emissionsreduzierung – unter anderem durch Innovationen im Bereich der klimafreundlichen Technologien – gesetzt und zugleich Einnahmen generiert, die wiederum in Investitionen fließen oder für Sozialtransfers genutzt werden können. Anders als bei der Regulierung können Unternehmen bei einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung selbst entscheiden, wie groß ihre zusätzlichen Anstrengungen zur Verringerung von Emissionen ausfallen sollen und über welche Wege dies zu erreichen ist. Damit wird sichergestellt, dass der Treibhausgasausstoß so effizient wie möglich reduziert und ein Anreiz für Innovationen geboten wird. Die Vorteile der Bepreisung von CO<sub>2</sub> nehmen zu, je höher und einheitlicher diese Bepreisung in einer Volkswirtschaft ausfällt, weil sich dann mehr Wirtschaftsakteure mit ihren Kohlendioxidemissionen am CO<sub>2</sub>-Preis orientieren werden.

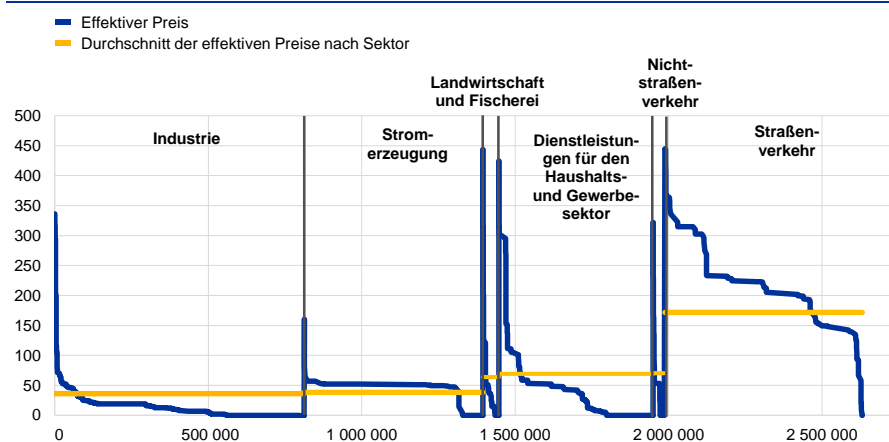
**Die effektiven CO<sub>2</sub>-Preise sind ein nützlicher Indikator, um die Lücke bei der CO<sub>2</sub>-Bepreisung zu erfassen; sie fallen im Euroraum sehr unterschiedlich aus.** Die effektiven CO<sub>2</sub>-Preise basieren auf einem von der OECD entwickelten Konzept. Der Preis des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes wird hierbei aus drei verschiedenen Quellen abgeleitet: den Preisen von Emissionszertifikaten, den CO<sub>2</sub>-Steuern sowie den Verbrauchsteuern für Kraftstoffe. Die Berechnung erfolgt für sechs Wirtschaftssektoren und deckt somit nahezu die gesamte Volkswirtschaft ab.<sup>11</sup> Aufgrund der großen Divergenzen zwischen den nationalen Steuersätzen und wegen der nicht vollständigen Erfassung durch das EU-EHS (siehe Abschnitt 2) gibt es bei den effektiven CO<sub>2</sub>-Preisen mit Blick auf die Wirtschaftssektoren der jeweiligen Euro-Länder beträchtliche intra- und intersektorale Unterschiede (siehe Abbildung 3), aber auch Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Während der höchste effektive CO<sub>2</sub>-Preis in einigen Sektoren mehr als 300 € pro Tonne CO<sub>2</sub> beträgt, wird ein großer Teil der CO<sub>2</sub>-Emissionen nur in sehr geringem Umfang oder gar nicht bepreist. Der Preis für CO<sub>2</sub> im Eurogebiet (von durchschnittlich 77 € pro Tonne) liegt über jenem in vielen anderen Staaten, jedoch deutlich unterhalb des Betrags von 120 € je Tonne, der – nach aktuellen Schätzungen – im Jahr 2030 erforderlich wäre, um bis 2050 Klimaneutralität zu erreichen.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Diese Sektoren umfassen die Industrie, den Stromsektor, Landwirtschaft und Fischerei, Dienstleistungen für den Haushalts- und Gewerbesektor, den Straßen- sowie den Nichtstraßenverkehr.

<sup>12</sup> Siehe OECD, Taxing Energy Use 2022 (im Erscheinen). In früheren Studien hatte die OECD einen Preis von 30 € je Tonne CO<sub>2</sub> als den historisch niedrigsten Richtwert und 60 € pro Tonne CO<sub>2</sub> als die niedrigste Schätzung für die CO<sub>2</sub>-Kosten im Jahr 2030 angesetzt. Der IWF plädierte für eine CO<sub>2</sub>-Preisuntergrenze von 75 USD je Tonne CO<sub>2</sub> in den Industrieländern. Siehe IWF, [Fiscal Monitor](#), April 2022.

### Abbildung 3

#### Effektive CO<sub>2</sub>-Preise im Euroraum im Jahr 2021



Quellen: OECD und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Der effektive CO<sub>2</sub>-Preis gibt die Bepreisung von CO<sub>2</sub>-Emissionen wieder und wird aus drei verschiedenen Quellen abgeleitet: den Preisen von Emissionszertifikaten, den CO<sub>2</sub>-Steuern sowie den Verbrauchsteuern auf Kraftstoffe; der effektive CO<sub>2</sub>-Preis wird dann auf Basis des Energiegehalts verschiedener Kraftstoffquellen berechnet, und zwar für die sechs Wirtschaftssektoren Straßenverkehr, Nichtstraßenverkehr (ohne internationalen Flugverkehr und Schifffahrt), Industrie, Landwirtschaft und Fischerei, Dienstleistungen für den Haushalts- und Gewerbesektor sowie Stromerzeugung. Grundlage bilden die CO<sub>2</sub>-Preise am 1. April 2021 sowie der auktionsgewichtete EHS-Preis in der EU für 2021. Die horizontale Achse bildet die kumulierten Gesamtemissionen ab (basierend auf den Daten von 2018, mit einer Anpassung infolge des 2021 in Deutschland eingeführten Emissionshandelssystems), unterteilt in die sechs Sektoren, für die der effektive CO<sub>2</sub>-Preis ermittelt wird.

#### Zur Erreichung von Netto-Null-Emissionen bis 2050 muss der CO<sub>2</sub>-Preis de facto höher sein und mehr Emissionen abdecken.

Zu diesem Zweck hat die Europäische Kommission insbesondere im Paket „Fit für 55“ eine Reihe von Vorschlägen unterbreitet. Hierzu gehören die Ausweitung des Erfassungsgrads des EHS, die Schaffung eines separaten EHS für den Gebäude- und den Verkehrssektor, eine Verringerung der Anzahl an Zertifikaten und die allmähliche Absenkung der Anzahl an frei zugeteilten Emissionszertifikaten auf null. Das Paket enthält überdies einen Vorschlag zur Überarbeitung der EU-Richtlinie über die Energiebesteuerung, der darauf abzielt, umweltfreundliche Technologien zu fördern und die Besteuerung fossiler Brennstoffe zu erhöhen. Bei Annahme dieser Vorschläge dürften die effektiven CO<sub>2</sub>-Preise steigen und sich der Abdeckungsgrad verbessern. Im Durchschnitt wird eine Erhöhung der effektiven CO<sub>2</sub>-Preise um 10 € pro Tonne CO<sub>2</sub> nach Schätzungen langfristig zu einer Minderung des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes um 7,3 % führen.<sup>13</sup> Ob diese Wirkung tatsächlich erreicht wird, hängt allerdings auch von der Verfügbarkeit umweltfreundlicher Technologien und dem Zeitrahmen für eine höhere Besteuerung ab. Der kurzfristige Einfluss eines höheren effektiven CO<sub>2</sub>-Preises auf Produktion und Teuerung wird dadurch bestimmt, wie rasch diese Anhebung erfolgt, welche Sektoren von einer höheren CO<sub>2</sub>-Bepreisung betroffen sind und wie die zusätzlichen Steuereinnahmen verwendet werden (siehe Kasten 2).

<sup>13</sup> Siehe F. D’Arcangelo, M. Pisu, A. Raj und K. Van Dender, Estimating the CO<sub>2</sub> emission and revenue effects of carbon pricing: new evidence from a large cross-country dataset, OECD Economics Department Working Paper Series (im Erscheinen).

## Kasten 2

### Modellbasierte Analyse der kurzfristigen Auswirkungen einer steigenden effektiven CO<sub>2</sub>-Bepreisung auf Produktion und Inflation im Euro-Währungsgebiet

Marion Ferdinandusse, Friderike Kuik, Georg Müller und Carolin Nerlich

Im vorliegenden Kasten werden die kurzfristigen Auswirkungen einer Erhöhung des effektiven CO<sub>2</sub>-Preises auf die Produktion und Inflation im Euroraum in einem Modell mit zwei Szenarien untersucht.<sup>14</sup> Das erste Szenario ist das einer allmählichen CO<sub>2</sub>-Bepreisung. Es beruht auf der Annahme, dass die effektiven CO<sub>2</sub>-Preise bis 2030 in allen Sektoren stetig und linear auf durchschnittlich 120 € pro Tonne CO<sub>2</sub> steigen, mit Ausnahme des Straßenverkehrs, für den eine Anhebung auf 200 € je Tonne CO<sub>2</sub> unterstellt wird.<sup>15</sup> Das zweite Szenario simuliert eine zügigere CO<sub>2</sub>-Bepreisung mit einem steileren Anstieg der effektiven CO<sub>2</sub>-Preise, der über alle Sektoren hinweg in gleichem Maße erfolgt (jährlich rund 18 € pro Tonne CO<sub>2</sub>). Der CO<sub>2</sub>-Preis erreicht dann bis 2024 ein Niveau, das mit dem Ziel der Klimaneutralität (Netto-Null-Emissionen) im Einklang steht.

Die Auswirkungen der steigenden effektiven CO<sub>2</sub>-Preise auf die Gesamtwirtschaft werden über zwei Transmissionskanäle betrachtet: zum einen über die Besteuerung des Energieverbrauchs privater Haushalte und zum anderen über die Besteuerung der von den Unternehmen eingesetzten Energie. Die gesamtwirtschaftlichen Implikationen werden anhand des Neuen Mehrländermodells (NMCM) der EZB evaluiert, das gut geeignet ist, kurzfristige Entwicklungen, die sich in etwa mit dem dreijährigen Projektionszeitraum des Basisszenarios decken, zu analysieren.<sup>16</sup> Weder der Energieeinsatz in der Produktion noch die Besteuerung dieser eingesetzten Energie spielen in diesem Mehrländermodell eine explizite Rolle. Gleichwohl lässt sich das Instrument der effektiven CO<sub>2</sub>-Bepreisung über zwei verschiedene Kanäle abbilden. Der erste Kanal entspricht der Besteuerung des Verbrauchs und wird als ein herkömmlicher Mehrwertsteuerschock modelliert, der sich direkt in den Verbraucherpreisen der privaten Haushalte niederschlägt. Der zweite Kanal stellt die CO<sub>2</sub>-Preise für Unternehmen dar und wird als ein Schock auf Energieimporte modelliert,<sup>17</sup> der sich indirekt auf die Endverbraucherpreise auswirkt. Für beide Wirkungskanäle werden die effektiven CO<sub>2</sub>-Steuern in sechs Sektoren berechnet.<sup>18</sup>

<sup>14</sup> Im Rahmen dieser Analyse wird der Inflationsdruck gemessen. Dabei bleiben die endogenen geldpolitischen Reaktionen der Zentralbank unberücksichtigt.

<sup>15</sup> Siehe Abschnitt 3 und Fußnote 12. Für den Straßenverkehrssektor wird eine höhere Untergrenze der CO<sub>2</sub>-Besteuerung in Erwägung gezogen, da der entsprechende effektive CO<sub>2</sub>-Preis hier bereits über 120 € pro Tonne CO<sub>2</sub> beträgt und einige der Vorschläge auf EU-Ebene weitere Erhöhungen vorsehen.

<sup>16</sup> Siehe A. Dieppe, A. González Pandiella, S. Hall und A. Willman, Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model, *Economic Modelling*, Bd. 33, Ausgabe C, 2013.

<sup>17</sup> Der CO<sub>2</sub>-Preis kann somit als eine Steuer angesehen werden, die auf den Wert fossiler Ressourcen erhoben wird. Dabei liegt die Annahme zugrunde, dass der Euroraum vollständig auf den Import dieser Ressourcen angewiesen ist. Im Modell wird der Preiseffekt ausschließlich durch fossile Ressourcen ausgelöst. Höhere Importpreise führen in diesem Fall zu einem Kaufkraftverlust der privaten Haushalte und damit zu einem Rückgang des Warenkonsums.

<sup>18</sup> Für die CO<sub>2</sub>-Besteuerung der Unternehmen werden die Sektoren Industrie, Landwirtschaft und Fischerei sowie der Nichtstraßenverkehr als maßgeblich erachtet. Der Straßenverkehr ist indes mit der Besteuerung des CO<sub>2</sub>-Verbrauchs der privaten Haushalte verbunden. Das höhere Steueraufkommen im Zusammenhang mit den Dienstleistungen für den Haushalts- und Gewerbesektor sowie der Stromerzeugung verteilt sich auf die privaten Haushalte und die Unternehmen auf der Grundlage ihres relativen Energieverbrauchs in diesen Sektoren. So entfallen auf die Privathaushalte 75 % der Emissionen aus Dienstleistungen für den Haushalts- und Gewerbesektor und 25 % der Emissionen aus der Stromerzeugung.

Die Analyseergebnisse deuten darauf hin, dass die gesamtwirtschaftlichen Effekte bei einer allmählichen Erhöhung der effektiven CO<sub>2</sub>-Preise begrenzt, jedoch nicht zu vernachlässigen sind, während sie im zweiten Szenario einer zügigeren CO<sub>2</sub>-Bepreisung deutlich stärker ausfallen. Da sich die privaten Haushalte bereits relativ hohen impliziten CO<sub>2</sub>-Abgaben (überwiegend im Straßenverkehr) gegenübersehen, wirkt sich das Szenario einer allmählichen CO<sub>2</sub>-Bepreisung vor allem in Form zusätzlicher Inputkosten für Unternehmen aus. Die Simulationen implizieren eine Überwälzung der Erzeugerkosten und -preise auf die Endverbraucher. Infolgedessen fällt die am HVPI gemessene Inflation um rund 0,15 Prozentpunkte pro Jahr höher aus (siehe Abbildung A, Grafik b). Die höheren Energiekosten schlagen auch auf den HVPI ohne Energie durch. Im zweiten Szenario zeigt sich indes ein kräftigerer Anstieg der HVPI-Teuerung: um über 0,4 Prozentpunkte im Zeitraum 2022-2023 und um 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2024.<sup>19</sup> Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass dem Inputkanal hier eine größere Rolle zukommt als im ersten Szenario. Ein weiterer Grund ist, dass die von den privaten Haushalten entrichteten Verbrauchsteuern stärker steigen als im ersten Szenario. Der erheblichere nominale Effekt im zweiten Szenario, der reale Einkommensverluste und somit einen Rückgang der Konsumausgaben verursacht, führt ohne entsprechende finanzpolitische Maßnahmen dazu, dass das BIP bis 2024 deutlich (um 0,5 %) niedriger ausfällt (siehe Abbildung A, Grafik a).

---

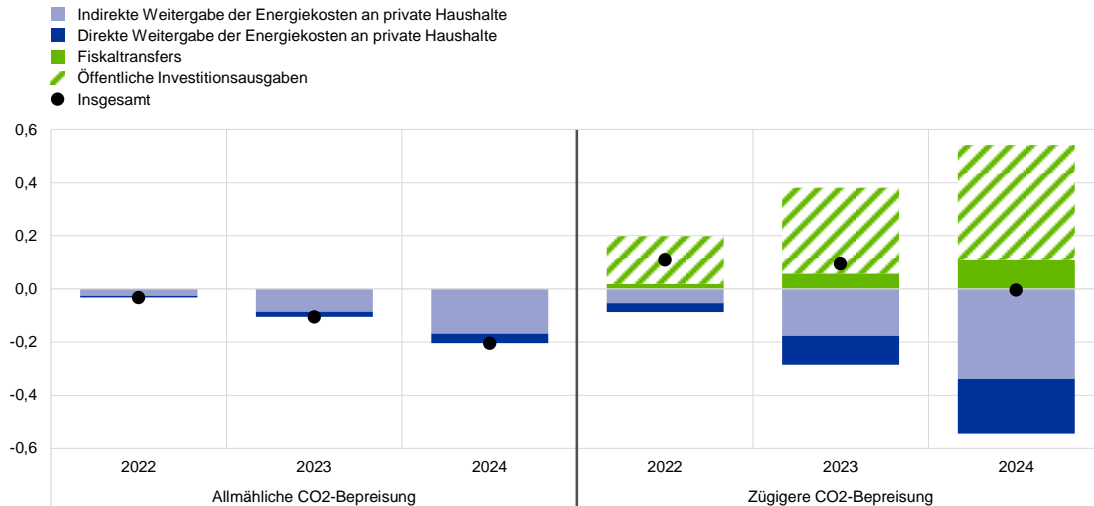
<sup>19</sup> Die Auswirkungen finanzpolitischer Maßnahmen (wie Fiskaltransfers oder öffentliche Investitionsausgaben) sind in diesen Zahlen nicht berücksichtigt.

## Abbildung A

### Auswirkungen einer Erhöhung der effektiven CO<sub>2</sub>-Bepreisung im Euroraum

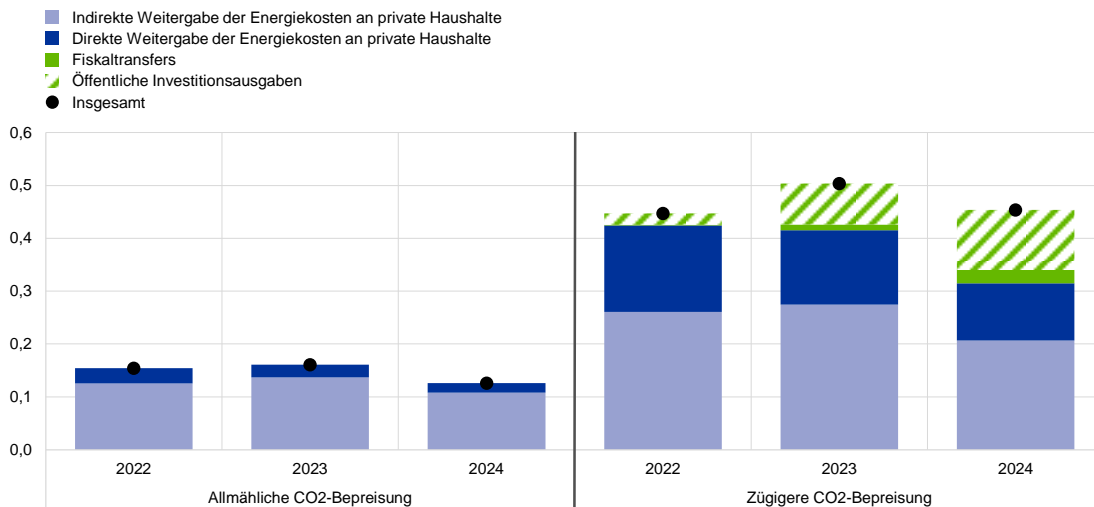
#### a) BIP-Niveau

(Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)



#### b) HVPI-Inflation

(Abweichung von den Anstiegswerten im Basisszenario in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Simulationen basieren auf dem Neuen Mehrländermodell der EZB. Im Szenario „zügigere CO<sub>2</sub>-Bepreisung“ entspricht der Betrag der Transferzahlungen an private Haushalte den Einnahmen aus den bei den Verbrauchern erhobenen CO<sub>2</sub>-Steuern. Die Höhe der öffentlichen Investitionsausgaben stimmt mit den Einnahmen aus den CO<sub>2</sub>-Steuern überein, die von den Unternehmen abgeführt werden. Die Simulationen werden unter folgenden Bedingungen durchgeführt: exogene Geldpolitik, keine automatischen Stabilisatoren und keine zusätzlichen Übertragungseffekte im Handel.

Durch den Wiedereinsatz der Mehreinnahmen könnten zwar die Produktionseffekte gedämpft werden, doch würde damit die inflationssteigernde Wirkung der höheren effektiven CO<sub>2</sub>-Preise noch verstärkt. Statt die zusätzlichen Einnahmen aus der CO<sub>2</sub>-Besteuerung wie im ersten Szenario simuliert für den Schuldenabbau zu verwenden, könnten die Regierungen mit diesen Mitteln anderweitige Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen finanzieren. Im zweiten Szenario wird der Wiedereinsatz der Steuereinnahmen in Form von Transferzahlungen an die privaten Haushalte und öffentlichen Investitionen simuliert. Diese federn zwar die negativen Folgen für die Produktion ab, doch durch die zusätzliche Nachfrage würden sich die inflationssteigernden Effekte noch verstärken (siehe Abbildung A, Grafik a). Würden die aus höheren effektiven CO<sub>2</sub>-Preisen



gewonnenen Staatseinnahmen zur Senkung anderer indirekter Steuern auf Waren und Dienstleistungen genutzt, hätte dies eine Verringerung des Aufwärtsdrucks auf die Inflation und des Abwärtsdrucks auf die Produktion zur Folge.

Diese Ergebnisse können als Maximum der kurzfristigen Auswirkungen steigender effektiver CO<sub>2</sub>-Preise auf Produktion und Inflation angesehen werden. Die Analyse beruht auf mehreren Annahmen. Erstens wird die eigentlich komplexe Energiekostentransmission über die Produktionskette auf die privaten Haushalte deutlich vereinfacht. Zwischen den einzelnen Ländern und Sektoren können indes beträchtliche Unterschiede bestehen.<sup>20</sup> Zweitens wird unterstellt, dass die Maßnahmen innerhalb des relativ kurzen Analysezeitraums eingeführt werden. Tatsächlich herrscht derzeit jedoch noch Unsicherheit bezüglich des Implementierungszeitpunkts für die von der EU vorgeschlagenen Maßnahmen, die zur Erreichung der Klimaneutralität bis 2050 erforderlich sind. Zudem ist noch ungewiss, wie strikt bei der CO<sub>2</sub>-Bepreisung verfahren wird. So ist das Szenario „zügigere CO<sub>2</sub>-Bepreisung“ ambitionierter als die aktuellen Maßnahmenvorschläge. Drittens gehen die Szenarien zwar von einer Senkung der Emissionen aus, die mit der Erreichung der EU-Ziele im Einklang steht, doch werden mögliche Reaktionen der Wirtschaftsakteure auf die steigenden CO<sub>2</sub>-Preise nicht explizit modelliert. Zu guter Letzt bleiben bei dieser Analyse die potenziellen Auswirkungen der globalen Klimaschutzmaßnahmen auf die Energierohstoffpreise außer Acht.

---

## Die Rolle der öffentlichen Investitionen

### **Um den Übergang zu einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft zu fördern, sind in erheblichem Maße zusätzliche grüne Investitionen notwendig.** Laut

Schätzungen der Europäischen Kommission beträgt der Mehrbedarf an öffentlichen und privaten klimafreundlichen Investitionen in der EU für den Zeitraum von 2021 bis 2030 rund 520 Mrd € pro Jahr (rund 3,7 % des BIP von 2019).<sup>21</sup> Hierzu zählen auch zusätzliche Investitionen in Energiesysteme von rund 390 Mrd € im Jahr, was einer Steigerung von 57 % gegenüber den durchschnittlichen jährlichen Investitionsausgaben in der Zeit von 2011 bis 2020 entspricht (siehe Abbildung 4, Grafik a).<sup>22</sup> Diese Schätzungen beruhen auf der Annahme einer höheren CO<sub>2</sub>-Bepreisung und leicht steigenden Energieeffizienz, und es wird unterstellt, dass zur Erreichung des Emissionsreduktionsziels von 55 % bis zum Jahr 2030 erneuerbare Energien eingesetzt und Maßnahmen für einen klimaschonenden Verkehrssektor ergriffen werden. Hinzu kommen 130 Mrd € pro Jahr, die zur Verwirklichung weiter gefasster umweltpolitischer Ziele wie den Umweltschutz oder die Ressourcenbewirtschaftung notwendig sind.

---

<sup>20</sup> Länderübergreifende Unterschiede bei der Transmission hängen von den jeweiligen Anteilen an Primärenergieträgern, der Bedeutung der verschiedenen Branchen in den einzelnen Regionen sowie den rechtlichen und vertraglichen Rahmenbedingungen für die Preisgestaltung am Strommarkt ab.

<sup>21</sup> Siehe Europäische Kommission, [Die EU-Wirtschaft nach COVID-19: Auswirkungen auf die wirtschaftspolitische Steuerung](#), Oktober 2021; Europäische Kommission, [Impact assessment for the revision of the Renewable Energy Directive](#), Juli 2021.

<sup>22</sup> In diesen Schätzungen wird der Investitionsbedarf möglicherweise zu niedrig angesetzt, da er keine weiteren Investitionen für Anpassungen (etwa aufgrund häufigerer Extremwetterereignisse) enthält. Zudem werden notwendige Investitionen zur Verringerung der Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen im Rahmen von REPowerEU nicht berücksichtigt.

**Die größten Investitionslücken im Energiebereich bestehen im Gebäude- und im Verkehrssektor.**

Laut Europäischer Kommission ergibt sich der zusätzliche jährliche Investitionsbedarf zum größten Teil daraus, dass die Energieeffizienz im Verkehrs- und Wohnungssektor (Bedarf von 175 Mrd € bzw. 92 Mrd €) verbessert werden muss (siehe Abbildung 4, Grafik a).<sup>23</sup> Für den Bereich der erneuerbaren Energien (Stromnetze und Kraftwerke) wurde ein Investitionsmehrbedarf in Höhe von 54 Mrd € ermittelt. Um dem im REPowerEU-Plan gesteckten ehrgeizigeren Ziel für erneuerbare Energien Rechnung zu tragen, dürfte dieser Betrag jedoch noch höher zu veranschlagen sein.<sup>24</sup>

**Der Bedarf an grünen Investitionen ist von Land zu Land unterschiedlich.** Die jährliche Investitionslücke bewegt sich in einer Spanne von 7 % des BIP in Portugal bis deutlich unter 1 % des BIP in Finnland, wie aus den von den Staaten selbst erstellten nationalen Energie- und Klimaplänen (National Energy and Climate Plans – NECPs) für die Jahre 2021-2030 hervorgeht (siehe Abbildung 4, Grafik b). Allerdings müsste der in den NECPs umrissene Investitionsbedarf höher beziffert werden, wenn das ehrgeizigere Ziel einer Emissionsverminderung um 55 % bis 2030 berücksichtigt werden soll, da die Pläne noch vor der Überarbeitung des Zielwerts aufgestellt wurden.

---

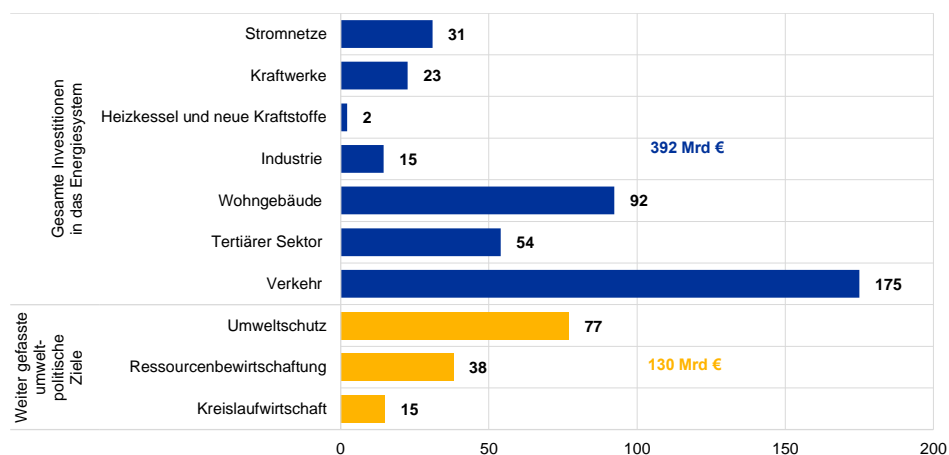
<sup>23</sup> Siehe Europäische Kommission (2021b), a. a. O.

<sup>24</sup> Weitere Einzelheiten zu REPowerEU finden sich in Kasten 1.

**Abbildung 4**  
Lücke bei grünen Investitionen

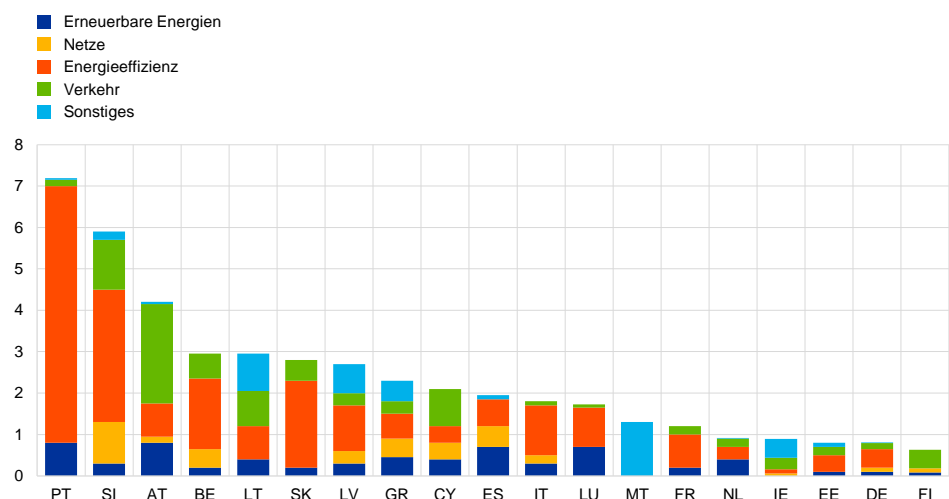
**a) Sektorale Aufschlüsselung der Investitionslücke bei den Energiesystemen in der EU**

(in Mrd €, jährliche Beträge für den Zeitraum 2021-2030)



**b) Bedarf an grünen Investitionen in den Euro-Ländern nach Kategorie**

(in % des BIP, jährliche Beträge für den Zeitraum 2021-2030)



Quellen: Grafik a: Europäische Kommission (2021a und 2021b); Grafik b: Europäische Investitionsbank und nationale Energie- und Klimapläne (NEPCs) von 2019 für die Länder des Euroraums.

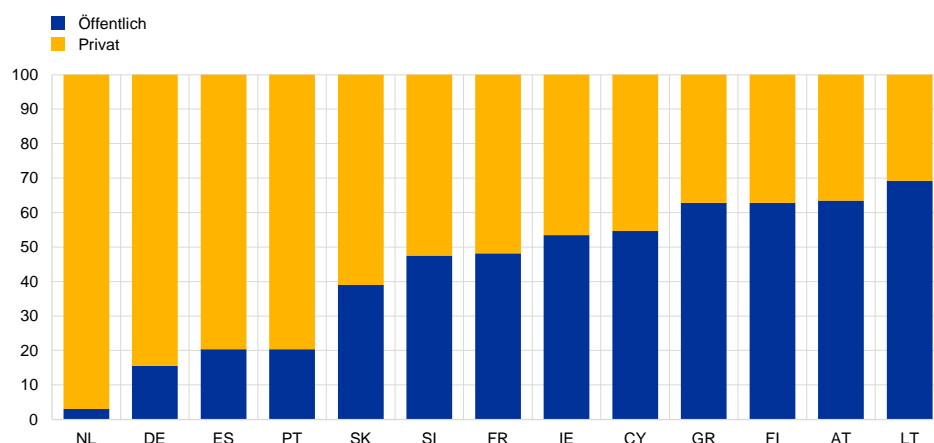
Anmerkung: Die Vorausberechnung des zusätzlichen Investitionsbedarfs erfolgt für die Energiesysteme durch Gegenüberstellung mit dem durchschnittlichen Investitionsniveau im Zeitraum von 2011 bis 2020 und für die weiter gefassten umweltpolitischen Ziele durch Gegenüberstellung mit dem Stand von 2016. Investitionspläne im Rahmen von REPowerEU werden nicht berücksichtigt. Grafik b basiert auf den NEPCs von 2019.

**Zur Unterstützung dieser notwendigen Investitionen ist der öffentliche Sektor von entscheidender Bedeutung.** Wengleich die zusätzlichen grünen Investitionen zum größten Teil durch den privaten Sektor getätigt werden müssen, fällt dem Staat beim ökologischen Wandel eine Rolle als Katalysator zu. Diese kann er durch direkte öffentliche Investitionen oder auf andere Art und Weise, etwa über Ko-Finanzierungen, öffentlich-private Partnerschaften oder die Leistung staatlicher Garantien, wahrnehmen. Investitionen in Forschung und Entwicklung könnten darüber hinaus Wegbereiter für Innovationen im Bereich der umweltfreundlichen

Technologien sein.<sup>25</sup> Den NECPs zufolge beläuft sich der ungewichtete Anteil der grünen Investitionen, die vom staatlichen Sektor zu übernehmen sind, auf durchschnittlich 45 % des gesamten Mehrbedarfs an grünen Investitionen; zwischen den einzelnen Ländern gibt es jedoch erhebliche Unterschiede (siehe Abbildung 5).<sup>26</sup> Aus diesem Wert und eventuell erforderlichen Anpassungen an das ehrgeizigere Ziel für 2030 ergibt sich ein Anteil von 1 % bis 1,8 % des BIP in der EU, der in der Zeitspanne von 2021 bis 2030 jährlich für zusätzliche grüne Investitionen des öffentlichen Sektors aufzuwenden wäre. Als Anreiz für die Regierungen, ihre Ausgaben für klimafreundliche Investitionen auszuweiten, wurde unter anderem eine Goldene Regel für Klimaschutz Ausgaben vorgeschlagen (siehe Kasten 3). Zur Mobilisierung zusätzlicher privater Ressourcen wären nicht zuletzt auch Fortschritte beim EU-Rahmen für nachhaltige Finanzierungen und auf dem Weg zu einer grünen Kapitalmarktunion notwendig.

**Abbildung 5**  
Bedarf an zusätzlichen grünen Investitionen aus öffentlichen und privaten Quellen

(in % des Gesamtbedarfs, Durchschnitt für den Zeitraum 2021-2030)



Quelle: Europäische Investitionsbank.

Anmerkung: Die Daten basieren auf den nationalen Energie- und Klimaplänen (NECPs) der Euro-Länder von 2019, deren Prämisse die Erreichung der beabsichtigten Emissionsreduktion um 40 % bis 2030 ist. Für das ehrgeizigere Ziel von 55 % liegen keine Daten vor. Nach öffentlichen und privaten Investitionen aufgeschlüsselte Daten sind nicht für alle Euro-Länder verfügbar.

**Das Aufbauprogramm NextGenerationEU (NGEU) wird zwar ebenfalls einen Beitrag zur Finanzierung des für den ökologischen Wandel erforderlichen Investitionsbedarfs leisten, dieser wird sich in Umfang und Dauer jedoch in Grenzen halten.** Die über das NGEU finanzierten klimafreundlichen Investitionen entsprechen rund 5 % der gesamten grünen Investitionen, die laut Schätzung benötigt werden, um das Klimaziel der EU für 2030 zu erreichen.<sup>27</sup> Das für klimabezogene Maßnahmen in den Aufbau- und Resilienzplänen beantragte

<sup>25</sup> Siehe P. Aghion, L. Boneva, J. Breckenfelder, L. Laeven, C. Olovsson, A. Popov und E. Rancoita, [Financial markets and green innovation](#), Working Paper Series der EZB, 2022.

<sup>26</sup> Der BIP-gewichtete Anteil der öffentlichen grünen Investitionen beträgt rund 25 %. Dies ist vergleichbar mit den Berechnungen in Z. Darvas und G. Wolff, [A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation](#), Policy Contribution, Bd. 18, Bruegel, 2021. Die Schätzungen für zusätzliche grüne Investitionen des Staates belaufen sich in dieser Studie auf 0,5 % bis 1 % des BIP in der EU, wobei angenommen wird, dass lediglich 28 % der grünen Investitionen vom öffentlichen Sektor vorgenommen werden.

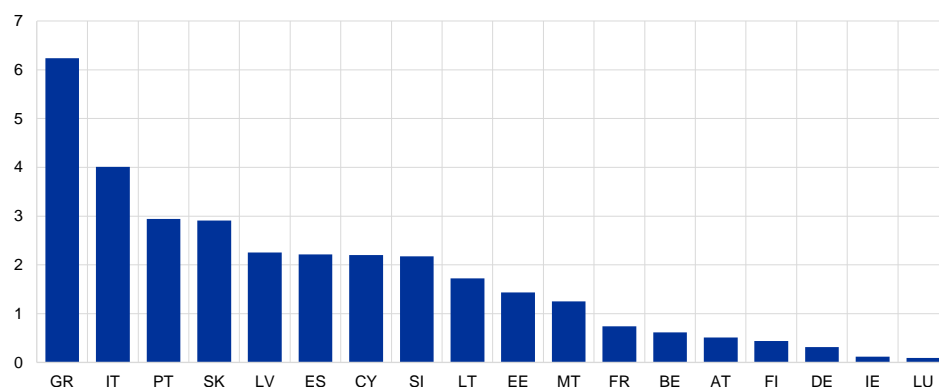
<sup>27</sup> Für den Betrag wird eine lineare Verteilung auf die sechsjährige Programmdauer (2021-2026) unterstellt.

Gesamtvolumen für die Euro-Länder beläuft sich auf 159 Mrd €. Dies entspricht 1,3 % des euroraumweiten BIP im Jahr 2019 und knapp 40 % der bislang beantragten Mittel aus der Aufbau- und Resilienzfazilität.<sup>28</sup> Dabei bestehen große Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten; so reicht der Anteil am BIP von mehr als 5 % in Griechenland bis zu weniger als 0,5 % in Deutschland (siehe Abbildung 6, Grafik a). Was die Unterscheidung nach Politikbereichen betrifft, so sollen im Schnitt rund 75 % der verfügbaren Mittel für nachhaltige Mobilität, Energieeffizienz sowie umweltfreundliche Energie und Netze eingesetzt werden (siehe Abbildung 6, Grafik b).

**Abbildung 6**  
Grüne Elemente der Aufbau- und Resilienzpläne

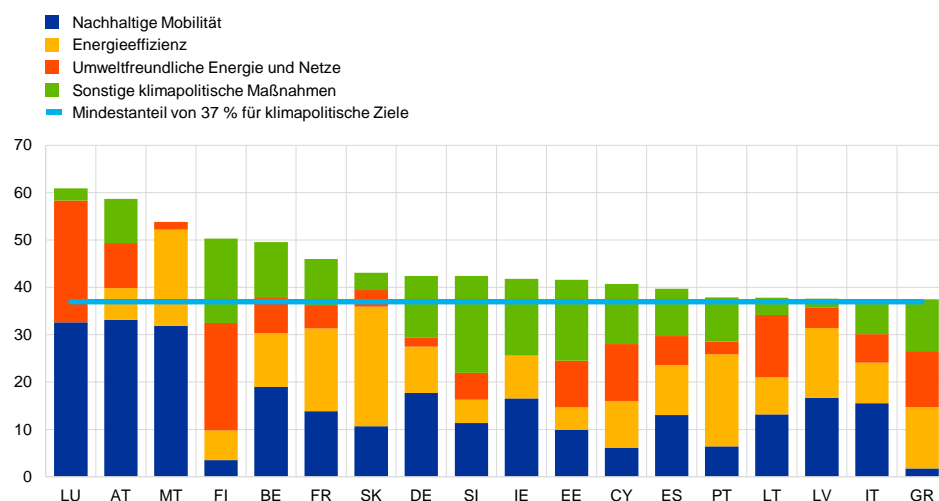
**a) In den Aufbau- und Resilienzplänen beantragte Mittel für den Klimaschutz nach Ländern**

(in % des BIP im Jahr 2019 für den Zeitraum 2021-2026)



**b) In den Aufbau- und Resilienzplänen vorgesehene Ausgaben zur Erreichung der klimapolitischen Ziele nach Politikbereichen und nach Ländern**

(in % der Gesamtausgaben für den Zeitraum 2021-2026)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Ausgewiesen sind die Aufbau- und Resilienzpläne für alle Länder des Euroraums außer die Niederlande, wo der Plan Anfang August 2022 noch nicht verabschiedet war. „Sonstige klimapolitische Maßnahmen“ umfassen beispielsweise Ausgaben für Forschung und Entwicklung, den Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft sowie Qualifizierungen und Arbeitsplätze, die Nachhaltigkeitszielen gerecht werden.

<sup>28</sup> Damit wird der Mindestanteil von 37 % an den insgesamt zugewiesenen Mitteln, der für klimapolitische Ziele eingesetzt werden soll, deutlich übertroffen.

### Kasten 3

#### Kann eine Goldene Regel für Klimaschutz Ausgaben dazu beitragen, die Lücke bei grünen Investitionen zu schließen?

Marion Ferdinandusse, Carolin Nerlich und Steffen Osterloh

Mit den Vorschlägen für die Anwendung einer sogenannten Golden Rule für Klimaschutz Ausgaben sollen klimafreundliche staatliche Investitionen – unter Wahrung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen – in der EU angestoßen werden.<sup>29</sup> Eine solche Ausnahmeregelung für „grüne“ Investitionen würde bedeuten, dass entsprechende Ausgaben der öffentlichen Hand nicht den Fiskalregeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) unterliegen.<sup>30</sup> In diesem Kasten werden die wichtigsten Argumente beleuchtet, die für bzw. gegen die Einführung einer Goldenen Regel zur Ankurbelung staatlicher Klimaschutzinvestitionen sprechen.

Es sind mehrere Argumente zugunsten der entsprechenden Vorschläge vorgebracht worden. Erstens könnten Staaten angeregt werden, verstärkt in klimafreundliche Projekte zu investieren, wenn ihre Ausgaben für Investitionen gegen den Klimawandel von den Regeln des SWP ausgenommen sind. Der Klimawandel stellt zwar ein globales Phänomen dar, doch die öffentlichen Klimaschutz Ausgaben werden auf nationaler Ebene getätigt. Für die nationalen Regierungen bestehen möglicherweise wenig Anreize, die negativen externen Effekte des Klimawandels zu internalisieren, woraus ein Mangel an Investitionen in klimafreundliche Projekte resultieren kann. Dies gilt besonders für Länder mit begrenztem finanzpolitischen Spielraum. Zweitens könnte eine Ausnahmeregelung für klimafreundliche Investitionen dazu beitragen, ein Problem der Zeitinkonsistenz zu lösen: Die wirtschaftlichen Verluste, die aus heutiger Untätigkeit erwachsen, werden sich exponentiell erhöhen und womöglich erst Jahrzehnte später vollständig zum Tragen kommen, wobei ihr Ausmaß ungewiss ist.<sup>31</sup> Werden die Anreize für das Vorziehen staatlicher Klimaschutzinvestitionen jedoch finanziert, indem die Wähler von heute für Maßnahmen besteuert werden, deren Früchte die Wähler von morgen ernten, dann stoßen entsprechende Initiativen womöglich auf wenig Unterstützung aufseiten der Wählerschaft.<sup>32</sup> Drittens können Klimaschutzinvestitionen der öffentlichen Hand grüne Investitionen des privaten Sektors anstoßen, etwa über Netzwerkeffekte; ein Beispiel hierfür sind Ladestationen für Elektroautos. Investitionen gegen den Klimawandel können daher zur Schließung von Finanzierungslücken im Bereich klimafreundlicher Innovationen beitragen.<sup>33</sup> Viertens könnten klimafreundliche Investitionen letztlich die Tragfähigkeit

<sup>29</sup> Siehe beispielsweise G. Claeys, S. Tagliapietra und G. Zachmann, [How to make the European Green Deal work](#), Policy Contribution, Bd. 13, 2019; Z. Darvas und G. Wolff, a. a. O.

<sup>30</sup> Der SWP enthält keine Golden Rule, weil sich die Auffassung durchgesetzt hat, dass eine in den Fiskalregeln verankerte allgemeine Ausnahmeregelung für öffentliche Investitionen vom praktischen Standpunkt aus mehr Nach- als Vorteile bietet. Eine Diskussion zur Einführung einer Goldenen Regel findet sich bei: F. Balassone und D. Franco, *Public Investment, the Stability Pact and the 'Golden Rule'*, Fiscal Studies, Vol. 21, Nr. 2, 2000.

<sup>31</sup> Siehe Intergovernmental Panel on Climate Change, [Impacts, adaptation and vulnerability](#), Februar 2022.

<sup>32</sup> Eine Modellierung der Wohlfahrtsgewinne aus schuldenfinanzierten klimafreundlichen Investitionen findet sich bei: L. Kotlikoff, F. Kubler, A. Polbin, J. Sachs und S. Scheidegger, [Making carbon taxation a generational win win](#), Working Paper des NBER, Nr. 25760, 2019.

<sup>33</sup> Siehe E. Aghion et al., a. a. O. In der Veröffentlichung wird angeführt, dass der ökologische Wandel auf klimafreundliche Innovationen, Risikokapital und staatliche Unterstützung angewiesen ist.

der öffentlichen Finanzen erhöhen, wenn sie mittel- bis langfristig zu einer Wachstumssteigerung und einer Minderung der aus dem Klimawandel resultierenden wirtschaftlichen Verluste beitragen.<sup>34</sup>

Allerdings sprechen verschiedene Faktoren gegen die Anwendung einer Goldenen Regel auf grüne Staatsinvestitionen. Erstens ist die Identifizierung und Abgrenzung klimafreundlicher Investitionsprojekte auf ein effektives Klassifizierungssystem („grüne Taxonomie“) angewiesen. Eine solche Taxonomie wäre eine wesentliche Voraussetzung, um das Risiko zu begrenzen, dass die Regierungen laufende Ausgaben zu grünen Investitionen erklären („Greenwashing“). Zweitens lässt sich das optimale Niveau von klimafreundlichen Investitionen des Staates nur schwer ermitteln. Es hängt vom Zusammenspiel privater Investitionen mit anderen finanzpolitischen Instrumenten wie etwa der CO<sub>2</sub>-Bepreisung oder klimafreundlichen Subventionen ab. Eine Golden Rule für Klimaschutz Ausgaben könnte die Neigung der Politik zur Unterstützung der CO<sub>2</sub>-Bepreisung sogar dämpfen. Drittens könnte ein derartiges Zulassen von Regelabweichungen die Anreize aufseiten der Regierungen schmälern, innerhalb des verfügbaren Haushaltsrahmens eine Neuordnung der Ausgabenprioritäten – einschließlich der erforderlichen Kürzung klimaschädlicher Ausgaben – vorzunehmen.<sup>35</sup> Hieraus können sich wiederum Risiken für die Schuldentragfähigkeit ergeben. Viertens würde eine Goldene Regel für klimafreundliche Investitionen den Rahmen des SWP verkomplizieren, da die Ausnahmen von den Fiskalregeln spezifiziert werden müssten.

Insgesamt müssten derartige Ausnahmeregelungen für Klimaschutz Ausgaben sehr sorgfältig ausgestaltet werden. Sie mögen zwar zu zusätzlichen klimafreundlichen Investitionen führen, könnten zugleich aber die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gefährden.<sup>36</sup> Eine rasche Umsetzung solcher Regelungen ist unwahrscheinlich, und ihr Erfolg hinge von einer Reihe von Bedingungen ab.<sup>37</sup> Erstens gilt es, öffentliche Klimaschutzinvestitionen sehr genau abzugrenzen und zu quantifizieren. Neben einer verbesserten Analyse der klima- und umweltspezifischen Auswirkungen aller öffentlichen Maßnahmen („Green Budgeting“) muss auch eine gemeinsame und präzise Definition der Investitionskategorien (z. B. Dämmung von Wohnraum, Ladestationen für Elektroautos) erarbeitet werden, die im Rahmen der Fiskalregeln bis zu einem gewissen Grad anerkennungsfähig sind. Zweitens sollte eine solche Goldene Regel zur Finanzierung grüner Projekte Hand in Hand mit einem Abbau von klimaschädlichen Subventionen gehen. Drittens sollte sie befristet sein, um Anreize für ein Vorziehen klimafreundlicher öffentlicher Investitionen bei gleichzeitiger Wahrung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu schaffen. Schließlich sollte

---

<sup>34</sup> Studien, in denen klimafreundliche mit herkömmlichen Investitionen verglichen werden, kommen zu dem Schluss, dass es vergleichbare fiskalische Multiplikatoren gibt (siehe N. Batini, G. Melina, M. di Serio und M. Fragetta, *Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?*, Working Paper des IWF, Bd. 87, 2021). Soweit Investitionen in den Klimaschutz den bestehenden Kapitalstock lediglich ersetzen und nicht erhöhen, fallen die langfristigen Effekte auf die Produktion weniger signifikant aus. Der Übergang zur Klimaneutralität könnte das Wirtschaftswachstum auch dämpfen, sollte er mit einer substantiellen Entwertung von Unternehmenskapital („gestrandeten Vermögenswerten“) einhergehen. Siehe J. Pisani-Ferry, *Climate policy is macroeconomic policy, and the implications will be significant*, PIIE, Policy Briefs, Nr. 21-20, August 2021.

<sup>35</sup> Laut Europäischer Kommission beliefen sich die Subventionen für fossile Brennstoffe in der EU im Jahr 2019 auf 0,4 % des BIP. Siehe Europäische Kommission, *Anhang des Berichts der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Bericht zur Lage der Energieunion 2021 – ein Beitrag zur Umsetzung des europäischen Grünen Deals und zur Erholung der Union*, Oktober 2021.

<sup>36</sup> Eine Goldene Regel für Klimaschutz Ausgaben wird mit dem Vorschlag gleichgesetzt, einen zentralen „grünen“ Investitionsfonds einzurichten, aus dessen Mitteln Kredite zur Finanzierung klimafreundlicher Investitionen vergeben werden. Siehe Z. Darvas, *A European climate fund or a green golden rule: not as different as they seem*, Bruegel Blog, Februar 2022.

<sup>37</sup> Eine Erörterung der rechtlichen Realisierbarkeit einer Golden Rule für grüne Investitionen findet sich bei: F. Corti, C. Alcidi, D. Gros, A. Liscai und F. Shamsfakhr, *A qualified treatment for green and social investments within a revised EU fiscal framework*, CEPS Research Report, Nr. 2022-02, Mai 2022.

die Ausgestaltung und Anwendung einer Goldenen Regel für Klimaschutz Ausgaben von unabhängigen Experten geprüft werden, um die Gefahr von Greenwashing zu begrenzen.

---

## 4 Verteilungsfragen der CO<sub>2</sub>-Bepreisung

**Bei der Gestaltung der Klimapolitik gilt es, auch ihre Verteilungseffekte zu berücksichtigen.**<sup>38</sup> Maßnahmen zur Bepreisung von CO<sub>2</sub> werden zwar im Allgemeinen als effektiv in Bezug auf den Umweltschutz und auch als wirtschaftlich effizient angesehen, ihre Verteilungseffekte sind jedoch nicht völlig klar.<sup>39</sup> So kommen die Verteilungseffekte sowohl über direkte als auch über indirekte Kanäle zum Tragen. Die CO<sub>2</sub>-Bepreisung wirkt sich auf die privaten Haushalte über höhere Anschaffungskosten für kohlenstoffintensive Produkte aus. Damit ergeben sich direkte Verteilungseffekte, die davon abhängen, inwieweit sich der Warenkorb der privaten Haushalte und deren marginale Konsumneigung in den einzelnen Einkommensgruppen unterscheidet.<sup>40</sup> Haushalte mit niedrigem Einkommen sind von einer regressiven CO<sub>2</sub>-Steuer überproportional stark betroffen, da sie in der Tendenz einen größeren Anteil ihres verfügbaren Einkommens für kohlenstoffintensive Produkte aufwenden.<sup>41</sup> Zugleich weisen Haushalte mit einem höheren Einkommen tendenziell einen größeren CO<sub>2</sub>-Fußabdruck pro Kopf auf als die Bezieher niedriger Einkommen. Dies wird häufig als CO<sub>2</sub>-Ungleichheit bezeichnet und betrifft in erster Linie Konsumausgaben im Zusammenhang mit Verkehr und Wohnen (siehe Abbildung 7).<sup>42</sup>

---

<sup>38</sup> Auch der Klimawandel selbst bringt Verteilungseffekte mit sich. Laut Untersuchungen wirken sich klimabezogene Anfälligkeiten in Entwicklungsländern siebenmal so stark auf die Einkommensverteilung aus wie in Industrieländern, denn die Fähigkeit von Entwicklungsländern, sich an die Folgen des Klimawandels anzupassen, ist tendenziell schwächer ausgeprägt. Siehe S. Cevik und J. Jalles, [For Whom the Bell Tolls: Climate Change and Inequality](#), Working Paper des IWF, Bd. 103, 2022.

<sup>39</sup> Dies steht in Zusammenhang mit dem Konzept einer „dreifachen Dividende“. Demnach sollten klimabezogene Maßnahmen nicht nur effektiv zur Verringerung des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes beitragen und wirtschaftlich effizient sein, sondern auch bezüglich ihrer Auswirkungen auf verschiedene Einkommensgruppen gerecht ausfallen.

<sup>40</sup> Eine Erörterung der Verteilungseffekte höherer Energiepreise findet sich in: N. Battistini, V. Di Nino, M. Dossche und A. Kolndrekaj, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, EZB, April 2022.

<sup>41</sup> Siehe J. Andersson und G. Atkinson, [The distributional effects of a carbon tax: The role of income inequality](#), Working Paper des Centre for Climate Change Economics and Policy, Nr. 378, 2020. Hierin wird festgestellt, dass sich beispielsweise die im Jahr 1991 in Schweden eingeführte CO<sub>2</sub>-Steuer auf Kraftstoffe als regressiv erweist, wenn sie am jährlichen Einkommen gemessen wird. Die regressiv Wirkung kommt in ländlichen Gebieten stärker zum Tragen als in der Stadt.

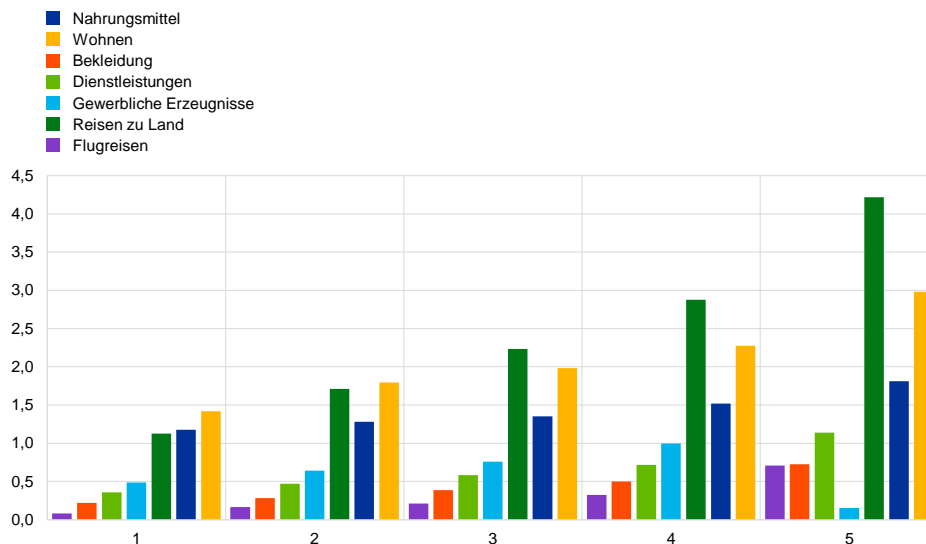
<sup>42</sup> Siehe D. Ivanova und R. Wood, [The unequal distribution of household carbon footprints in Europe and its link to sustainability](#), Global Sustainability, Bd. 3, Cambridge, 2020.



## Abbildung 7

### CO<sub>2</sub>-Fußabdruck in der EU nach Einkommensgruppen

(Pro-Kopf-CO<sub>2</sub> in Tonnen, 2019)



Quellen: Ivanova und Wood (2020), a. a. O.; eigene Berechnungen.

Anmerkung: Ausgewiesen werden Daten für die Einkommensquintile in den Ländern der EU, wobei „1“ für die niedrigste und „5“ für die höchste Einkommensgruppe steht. Die Reihenfolge der Positionen der Konsumausgaben richtet sich nach dem CO<sub>2</sub>-Fußabdruck der niedrigsten Einkommensgruppe.

**Der insgesamt zu beobachtende Verteilungseffekt der CO<sub>2</sub>-Bepreisung hängt auch von den indirekten Effekten ab.** Die Auswirkungen auf Beschäftigung und wirtschaftlichen Wohlstand (über das Arbeitseinkommen, Transferleistungen oder die Ersparnisbildung) variieren je nach Einkommensgruppe. Bei Privathaushalten mit einem niedrigen Einkommen könnte es zu einem kräftigeren Rückgang der Einkünfte kommen, da sie tendenziell stärker in nachfragesensitiven Branchen beschäftigt sind. Einer Studie zufolge sind indirekte Effekte für 80 % des regressiven Einflusses einer CO<sub>2</sub>-Steuer verantwortlich.<sup>43</sup> Andere Untersuchungen deuten wiederum darauf hin, dass von indirekten Effekten in Europa ein progressiver Einfluss ausgeht.<sup>44</sup>

**Durch CO<sub>2</sub>-Steuervergünstigungen für vulnerable Gruppen lässt sich der regressive Effekt abfedern, ohne dass der Staatshaushalt belastet wird.** Eine Umverteilung von Mitteln aus der CO<sub>2</sub>-Bepreisung kann dem regressiven Effekt ohne Nachteile für den Emissionsabbau entgegenwirken. Es gibt mehrere Möglichkeiten zur Gestaltung von CO<sub>2</sub>-Steuervergünstigungen, die jeweils unterschiedliche Auswirkungen haben. Untersuchungen zu den Wohlfahrtseffekten von pauschalen Steuerrabatten und zu Senkungen der Lohnsteuern, der Einkommensteuern und der Körperschaftsteuern in den Vereinigten Staaten zeigen, dass eine Rückführung der Steuereinnahmen durch Pauschalzahlungen stark progressive Effekte auf

<sup>43</sup> Siehe D. Känzig, [The unequal economic consequences of carbon pricing](#), London Business School, Januar 2022.

<sup>44</sup> Siehe beispielsweise F. Landis, G. Fredriksson und S. Rausch, [Between- and within-country distributional impacts from harmonizing carbon prices in the EU](#), Energy Economics, Bd. 103, 2021.

Privathaushalte mit niedrigem Einkommen haben kann.<sup>45</sup> Andere Autoren führen an, dass die Verwendung von CO<sub>2</sub>-Einnahmen für öffentliche Investitionen einer pauschalen Umverteilung möglicherweise vorzuziehen sei, da sie sich positiver in der wirtschaftlichen Effizienz niederschläge.<sup>46</sup> Insgesamt sollten Ausgleichsmaßnahmen effizient, zielgerichtet und befristet sein, um Verzerrungen in Grenzen zu halten.

**Ausgleichsmaßnahmen können eine breitere Unterstützung der Öffentlichkeit für die Klimaschutzpolitik sichern.** Eine solche Unterstützung kann indirekt zur Dekarbonisierung der Wirtschaft beitragen. Um die öffentliche Akzeptanz einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung weiter zu erhöhen, hat die Europäische Kommission einen Klima-Sozialfonds vorgeschlagen, mit dessen Hilfe ein sozial gerechter ökologischer Übergang zur Klimaneutralität erreicht werden soll.<sup>47</sup> Überdies könnten flankierende strukturpolitische Maßnahmen dazu beitragen, die kurzfristigen Anpassungskosten, die aus dem ökologischen Wandel resultieren, zu bewältigen.

## 5 Schlussbemerkungen

**Es sind zusätzliche Politikmaßnahmen im Euroraum erforderlich, um die Auswirkungen des Klimawandels abzumildern.** Der Klimawandel bringt langwierige und gravierende Folgen für Umwelt und Wirtschaft auf dem ganzen Globus mit sich. Dabei dürften die weltweiten langfristigen Kosten einer verzögerten Transition für Gesellschaft, Wirtschaft und Finanzpolitik die potenziellen kurzfristigen Kosten einer sofortigen effizienten und effektiven Klimapolitik bei Weitem übertreffen. Zur wirksamen Eindämmung des Klimawandels werden sämtliche Regionen einschließlich Europas Fortschritte beim Übergang zu einer emissionsarmen Wirtschaft erzielen müssen.

**Im Rahmen des Grünen Deals der EU haben sich die Länder des Euroraums ehrgeizige Klimaziele im Einklang mit dem Pariser Klimaschutzabkommen gesetzt.** Viele der zur Erreichung dieser Ziele notwendigen Schritte werden eine finanzpolitische Dimension beinhalten. Dabei ist ein effizienter und wirksamer Mix aus klimabezogenen finanzpolitischen Maßnahmen geboten, um die Energiesicherheit zu gewährleisten und den ökologischen Umbau zu beschleunigen. Durch die aktuelle geopolitische Lage ist darüber hinaus deutlich geworden, wie wichtig es für Europa ist, seine Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen zu verringern.

---

<sup>45</sup> Siehe beispielsweise die Erörterung in L. Goulder, M. Hafstead, G. Kim und X. Long, [Impacts of a carbon tax across US household income groups: What are the equity-efficiency trade-offs?](#), *Journal of Public Economics*, Bd. 175, 2019; S. Rausch, G. Metcalf und J. Reilly, [Distributional impacts of carbon pricing: a general equilibrium approach with micro-data for households](#), Working Paper des NBER, Nr. 17087, 2011.

<sup>46</sup> Siehe F. Vona, [Managing the Distributional Effects of Environmental and Climate Policies: The Narrow Path for a Triple Dividend](#), Environment Working Paper der OECD, Nr. 188, 2021.

<sup>47</sup> Der Klima-Sozialfonds der EU ist Teil des zur Beratung vorgelegten „Fit für 55“-Pakets und zielt darauf ab, einkommensschwachen Haushalten zu helfen – sowohl direkt durch befristete Programme zur Stützung der Einkommen als auch indirekt durch Maßnahmen und Investitionen, die der Verbesserung der Energieeffizienz und der Dekarbonisierung des Gebäude- und des Verkehrssektors dienen. Zur Finanzierung sollen in den Fonds 25 % der EHS-Einnahmen aus dem vorgeschlagenen Emissionshandelssystem für Gebäude und den Straßenverkehr im Zeitraum von 2026 bis 2032 fließen. Gerechnet wird dabei mit einem Gesamtbetrag von schätzungsweise 72 Mrd €.

**Wie die Folgen für die öffentlichen Finanzen ausfallen, wird durch die gewählte Mischung an Klimaschutzmaßnahmen bestimmt.** Dabei wird es zuvorderst auf die Art der ergriffenen finanzpolitischen und sonstigen Klimaschutzanstrengungen ankommen. Hierfür spielen die CO<sub>2</sub>-Bepreisung, öffentliche und private Klimainvestitionen sowie Regulierungs- und Genehmigungsverfahren für privatwirtschaftliche Investitionen in erneuerbare Energien eine besonders wichtige Rolle.

**Fiskalisch ausschlaggebend ist die Ausgewogenheit der Maßnahmen auf der Einnahmen- und der Ausgabenseite.** Die Bepreisung von Kohlendioxidemissionen ist ein äußerst wirksames und effizientes Instrument zur Verringerung des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes, das zugleich Zusatzeinnahmen generiert, die für den Abbau der Staatsverschuldung, gezielte soziale Ausgleichsmaßnahmen oder alternative Ausgaben, darunter für die Unterstützung des ökologischen Wandels, verwendet werden können. Ausgabenbasierte Maßnahmen wie etwa „grüne“ Investitionen des Staates und Subventionen für privatwirtschaftliche Investitionen oder Forschung und Entwicklung im Klimaschutz vergrößern – zumindest kurzfristig – die Haushaltsdefizite der Länder, sofern sie nicht durch zusätzliche Einnahmen oder die Kürzung von Ausgaben einschließlich umweltbelastender Subventionen abgedeckt werden. Angesichts des Ausmaßes der Klimakrise, des derzeit noch begrenzten Umfangs an klimafreundlichen Technologien und der Verteilungseffekte der CO<sub>2</sub>-Bepreisung sollte eine Kombination aus Einnahmen- und Ausgabenmaßnahmen das Mittel der Wahl sein.

**Eine erfolgreiche Klimapolitik bleibt nicht ohne Auswirkung für die Steuerbasis.** Je erfolgreicher der CO<sub>2</sub>-Ausstoß durch die Bepreisung von Kohlendioxidemissionen vermindert wird, umso stärker wird im Laufe der Zeit die CO<sub>2</sub>-basierte Steuerbemessungsgrundlage schrumpfen. Daher sollten vorübergehend höhere Einnahmen aus CO<sub>2</sub>-Abgaben oder Umweltsteuern nicht für dauerhafte Ausgaben verplant werden. Analog dazu sollten Ausgabenmaßnahmen wie Investitionsprogramme oder grüne Subventionen in einem frühen Stadium erfolgen und in Kongruenz mit der zur Beschleunigung des ökologischen Wandels erforderlichen Zeit stehen, statt unbefristet beschlossen zu werden.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

1 Außenwirtschaftliches Umfeld	S 2
2 Konjunkturentwicklung	S 3
3 Preise und Kosten	S 9
4 Finanzmarktentwicklungen	S 13
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	S 18
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S 23

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	2,8	2,3	1,7	-0,4	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2	
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,6	2,2	-6,1	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3	
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,2	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2021 Q3	1,9	0,6	0,9	-0,5	0,4	2,2	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8	
Q4	1,3	1,7	1,3	1,0	1,4	0,5	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6	
2022 Q1	0,7	-0,4	0,8	0,0	1,4	0,7	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1	
Q2	.	-0,1	-0,1	0,5	-2,6	0,8	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0	
2022 März	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4	
April	-	-	-	-	-	-	9,2	6,3	8,3	9,0	2,5	2,1	7,4	
Mai	-	-	-	-	-	-	9,7	6,4	8,6	9,1	2,5	2,1	8,1	
Juni	-	-	-	-	-	-	10,3	6,7	9,1	9,4	2,4	2,5	8,6	
Juli	-	-	-	-	-	-	.	.	8,5	10,1	2,6	2,7	8,9	
Aug. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	9,1	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) Beim HVPI für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung auf Basis von vorläufigen nationalen Daten sowie von Frühdaten zu den Energiepreisen.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,7
2021 Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-0,4	-0,1	-0,7
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,2	2,4	1,9
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,9	3,5	0,1
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,3	-0,3	0,9
2022 März	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,9	3,5	0,1
April	50,5	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,4	51,1	48,2	-0,5	0,3	-1,3
Mai	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	-0,6	0,4	-1,7
Juni	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	52,9	54,0	50,1	0,3	-0,3	0,9
Juli	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	.	.	.
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2019	11 984,5	11 578,4	6 381,0	2 455,3	2 657,0	1 253,1	771,7	625,5	85,1	406,1	5 767,7	5 361,6
2020	11 448,1	11 040,4	5 918,7	2 565,3	2 511,2	1 221,9	684,4	598,0	45,3	407,6	5 181,8	4 774,1
2021	12 301,1	11 821,4	6 276,2	2 714,1	2 702,6	1 367,7	766,3	561,1	128,5	479,7	6 057,2	5 577,5
2021 Q3	3 124,6	2 992,9	1 617,1	681,2	674,7	346,6	189,3	136,9	20,0	131,7	1 549,1	1 417,4
Q4	3 170,9	3 087,8	1 639,9	691,5	706,8	353,9	195,3	155,7	49,6	83,1	1 630,0	1 546,8
2022 Q1	3 231,2	3 155,2	1 676,5	700,5	718,6	372,4	201,1	143,2	59,6	76,0	1 702,2	1 626,2
Q2	3 292,1	3 238,9	1 728,1	710,9	742,4	385,0	208,7	146,7	57,5	53,2	1 802,4	1 749,2
<i>In % des BIP</i>												
2021	100,0	96,1	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2021 Q3	2,2	2,1	4,4	0,1	-0,6	-0,6	-1,6	0,7	-	-	2,3	2,1
Q4	0,5	1,4	0,0	0,7	3,7	0,3	2,0	14,2	-	-	2,4	4,7
2022 Q1	0,7	0,0	0,0	0,2	-0,8	2,2	1,5	-10,4	-	-	1,2	-0,2
Q2	0,8	1,0	1,3	0,6	0,9	0,0	1,8	2,0	-	-	1,3	1,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,9	22,7	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,1	-6,4	-4,1	-11,8	-4,4	-	-	-9,0	-8,6
2021	5,2	4,1	3,7	4,2	4,1	6,2	10,5	-7,7	-	-	10,3	8,1
2021 Q3	3,7	3,3	2,9	2,8	2,5	3,3	2,9	0,2	-	-	10,3	9,9
Q4	4,6	4,9	5,9	2,6	2,7	1,9	3,5	3,3	-	-	8,1	9,0
2022 Q1	5,4	5,8	8,1	3,0	3,9	4,5	2,7	4,1	-	-	8,7	9,9
Q2	4,1	4,5	5,6	1,6	3,1	2,0	3,8	5,2	-	-	7,4	8,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2021 Q3	2,2	2,0	2,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
Q4	0,5	1,4	0,0	0,1	0,8	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
2022 Q1	0,7	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,1	-0,5	0,1	0,7	-	-
Q2	0,8	0,9	0,6	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2019	1,6	2,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,7	-	-
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,2	4,1	2,0	1,0	1,0	0,7	0,7	-0,4	0,2	1,4	-	-
2021 Q3	3,7	3,1	1,5	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0	0,4	0,6	-	-
Q4	4,6	4,6	3,0	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,5	0,0	-	-
2022 Q1	5,4	5,6	4,1	0,7	0,9	0,5	0,2	0,2	0,0	-0,1	-	-
Q2	4,1	4,4	2,8	0,4	0,7	0,2	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-

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.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2019	10 742,1	178,2	2 104,2	555,1	2 041,3	531,8	480,7	1 203,5	1 251,6	2 026,1	369,5	1 242,5
2020	10 318,1	177,4	1 993,3	544,5	1 803,9	544,6	478,7	1 207,0	1 182,2	2 064,8	321,5	1 130,0
2021	11 029,6	189,5	2 170,3	595,2	2 004,1	585,9	489,5	1 240,5	1 265,3	2 158,4	331,0	1 271,4
2021 Q3	2 799,2	48,0	546,3	149,3	524,9	146,5	122,2	310,1	320,7	543,6	87,6	325,4
Q4	2 833,7	50,0	557,6	152,5	537,5	149,7	122,6	312,1	326,2	541,8	83,7	337,3
2022 Q1	2 888,5	51,2	579,3	157,5	547,3	149,9	124,3	315,1	329,9	548,6	85,5	342,7
Q2	2 948,3	53,3	598,6	161,8	568,1	153,8	124,6	316,6	335,8	546,1	89,5	343,8
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2021	100,0	1,7	19,7	5,4	18,2	5,3	4,4	11,2	11,5	19,6	3,0	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2021 Q3	2,5	-0,5	0,9	-0,3	7,5	1,2	0,1	0,6	2,3	1,3	11,2	-0,5
Q4	0,2	-0,1	0,2	0,6	0,3	2,5	0,1	0,3	1,2	-0,8	-2,6	3,2
2022 Q1	0,9	-1,2	0,4	2,3	1,1	0,3	0,4	1,3	0,7	0,9	2,1	-1,4
Q2	0,7	-0,5	0,5	-0,7	1,6	2,2	0,1	0,1	1,0	-0,3	4,4	1,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019	1,6	1,5	0,4	0,9	2,5	5,7	0,6	1,4	1,8	1,0	1,7	2,0
2020	-6,0	-0,3	-6,2	-5,5	-13,9	2,0	0,2	-0,6	-7,0	-2,6	-18,0	-6,5
2021	5,1	-0,9	7,2	5,5	7,7	7,0	3,0	1,6	5,7	3,5	2,6	6,2
2021 Q3	3,8	-1,2	4,7	2,5	7,2	4,6	2,0	0,9	5,9	1,3	3,6	3,2
Q4	4,5	-1,9	1,9	1,0	11,4	8,4	2,3	1,6	5,4	2,1	13,3	5,5
2022 Q1	5,3	-1,5	1,6	4,8	13,9	6,0	0,9	3,1	6,1	2,0	17,1	6,8
Q2	4,3	-2,2	2,0	1,9	10,8	6,3	0,8	2,3	5,4	1,1	15,4	2,9
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2021 Q3	2,5	0,0	0,2	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 Q1	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
Q2	0,7	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2019	1,6	0,0	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,0	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,8	-0,5	-0,6	-
2021	5,1	0,0	1,5	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2021 Q3	3,8	0,0	0,9	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	0,1	-
Q4	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,1	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2022 Q1	5,3	0,0	0,3	0,3	2,4	0,3	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
Q2	4,3	0,0	0,4	0,1	1,9	0,3	0,0	0,3	0,6	0,2	0,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.



## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
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	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,4	1,1	2,6	1,5	3,4	-0,1	1,7	1,5	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,3	-2,2	-2,0	0,9	-3,8	1,8	-0,6	-0,4	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,3	1,5	0,1	0,0	-0,3	3,2	0,2	4,8	0,7	1,1	2,8	2,2	0,1
2021 Q3	2,3	2,6	0,8	-0,2	0,6	3,2	2,2	5,7	1,4	0,9	4,7	2,4	1,1
Q4	2,3	2,7	0,2	-1,4	1,2	3,1	3,1	6,3	0,9	0,5	3,7	1,8	1,0
2022 Q1	3,0	3,4	1,0	-1,5	1,5	3,5	5,1	6,0	-0,2	2,5	4,3	1,8	3,0
Q2	2,7	3,0	0,6	-0,7	1,3	3,1	4,6	6,0	0,3	2,3	3,4	1,5	1,8
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,8	21,7	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	14,9	6,9	24,1	3,3	2,6	1,1	13,8	23,2	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	0,9	1,2	-0,2	-3,4	0,4	2,5	1,1	3,1	0,2	1,8	1,2	1,2	0,3
2020	-7,9	-7,2	-10,8	-2,8	-7,8	-6,4	-14,2	-1,5	-3,0	-6,8	-8,3	-1,7	-12,4
2021	5,4	5,2	6,5	1,4	4,5	8,8	6,5	7,3	2,7	6,5	7,3	3,6	4,8
2021 Q3	3,5	3,9	1,7	-1,2	2,3	2,7	5,0	7,8	1,6	3,3	7,0	1,9	1,0
Q4	4,7	4,6	4,8	-1,3	2,0	3,5	10,8	6,3	0,7	2,7	5,6	0,7	7,2
2022 Q1	6,5	6,5	6,5	-1,8	2,5	4,8	15,6	6,2	-0,6	7,2	6,6	1,2	13,0
Q2	3,9	4,1	2,8	-2,0	1,0	2,7	10,1	5,3	-1,2	4,4	4,1	0,1	7,1
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	-0,4	-0,3	-0,5	-1,0	-0,7	-0,2	-0,5	-0,2	0,3	0,1	-0,3	-0,2	-0,1
2020	-6,4	-5,7	-9,7	-0,7	-5,9	-7,2	-10,9	-3,3	-2,4	-6,4	-6,0	-2,6	-9,8
2021	4,0	3,6	6,4	1,5	4,8	5,4	6,3	2,4	2,0	5,4	4,4	1,4	4,7
2021 Q3	1,1	1,3	0,9	-0,9	1,7	-0,5	2,8	1,9	0,2	2,4	2,2	-0,5	-0,2
Q4	2,3	1,9	4,6	0,0	0,9	0,4	7,5	0,0	-0,2	2,2	1,8	-1,1	6,1
2022 Q1	3,3	3,0	5,4	-0,2	1,0	1,3	10,0	0,2	-0,4	4,6	2,2	-0,6	9,8
Q2	1,2	1,1	2,3	-1,3	-0,3	-0,4	5,3	-0,7	-1,5	2,1	0,7	-1,5	5,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 2 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,509	3,5	12,428	7,6	3,3	10,060	6,8	2,368	16,3	6,348	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,958	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,318	3,4	12,635	7,7	3,2	10,183	6,8	2,452	16,8	6,431	7,4	6,204	8,1	2,4
2021 Q3	164,060	3,3	12,376	7,5	3,1	9,944	6,7	2,432	16,3	6,296	7,2	6,080	7,9	2,6
Q4	164,569	3,3	11,778	7,2	3,0	9,600	6,4	2,177	14,7	6,045	6,9	5,732	7,5	2,8
2022 Q1	165,410	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
Q2	.	.	11,071	6,7	.	8,896	5,9	2,175	14,2	5,575	6,3	5,496	7,1	3,3
2022 Febr.	-	-	11,275	6,8	-	9,153	6,1	2,123	14,2	5,640	6,4	5,635	7,3	-
März	-	-	11,211	6,8	-	9,064	6,0	2,147	14,2	5,632	6,4	5,579	7,2	-
April	-	-	11,101	6,7	-	8,919	5,9	2,182	14,3	5,585	6,3	5,516	7,1	-
Mai	-	-	11,053	6,7	-	8,917	5,9	2,136	14,0	5,562	6,3	5,491	7,1	-
Juni	-	-	11,060	6,7	-	8,852	5,9	2,208	14,4	5,577	6,3	5,482	7,1	-
Juli	-	-	10,983	6,6	-	8,810	5,8	2,173	14,2	5,564	6,3	5,419	7,0	-

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).

### 2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Umsatz im Dienst- leistungs- sektor <sup>1)</sup>	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2019	-0,7	-0,6	-2,6	0,0	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,8	9,7	9,1	7,8	1,6	5,3	5,1	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 Q3	5,9	6,8	7,8	5,0	8,8	-0,9	0,8	2,5	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
Q4	0,2	0,1	2,2	-4,0	4,0	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,8	16,9	-25,0
2022 Q1	-0,3	-0,1	1,1	-5,0	5,7	-0,7	5,2	5,0	-2,2	9,9	12,0	.	-13,0
Q2	0,5	0,8	-0,3	-0,4	3,3	-0,6	1,6	0,4	-3,3	2,4	7,1	.	-16,3
2022 Febr.	1,7	2,0	3,1	-3,4	8,7	-0,8	8,6	5,1	-2,2	9,9	12,2	-	-7,1
März	-1,1	-0,8	-0,3	-3,5	2,6	-1,6	2,9	1,9	-2,7	4,5	10,9	-	-19,9
April	-2,5	-2,4	-0,5	-9,0	4,0	0,0	2,7	4,2	-3,4	9,2	15,7	-	-18,3
Mai	1,6	2,0	0,0	0,9	6,4	-1,7	2,3	0,6	-3,9	3,0	5,8	-	-17,4
Juni	2,4	2,7	-0,5	7,6	-0,3	0,0	0,1	-3,2	-2,7	3,9	1,2	-	-13,5
Juli	.	.	.	.	.	.	.	-0,9	-2,4	-0,9	0,6	-	.
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2022 Febr.	0,5	0,7	0,9	-0,2	2,2	-2,5	1,5	0,4	-0,6	1,2	2,5	-	7,0
März	-1,7	-1,8	-1,8	-2,5	2,5	0,9	-0,4	0,6	0,9	-0,2	-1,0	-	-11,7
April	0,5	0,0	0,5	-0,1	2,0	2,6	-0,9	-1,2	-2,0	-0,7	1,5	-	2,5
Mai	2,1	1,8	0,2	3,6	2,4	-3,4	-0,3	0,5	-0,8	1,7	0,0	-	-0,3
Juni	0,7	1,0	-0,1	2,6	-2,8	0,6	-1,3	-1,0	0,0	-1,5	-1,2	-	2,5
Juli	.	.	.	.	.	.	.	0,3	0,1	-0,4	0,4	-	.

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

1) Einschließlich Großhandel.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q3	117,5	13,6	82,8	-4,2	6,0	4,8	17,4	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
Q4	115,8	13,8	82,5	-7,6	9,9	3,1	16,3	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 Q1	111,1	11,9	82,5	-13,6	9,5	1,9	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
Q2	104,2	7,0	82,5	-22,3	5,5	-4,5	13,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
2022 März	106,3	9,0	-	-21,7	9,0	-2,2	12,6	-	56,5	53,1	55,6	54,9
April	104,6	7,7	82,5	-22,1	6,8	-4,0	13,0	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
Mai	104,6	6,2	-	-21,2	6,3	-4,3	13,4	-	54,6	51,3	56,1	54,8
Juni	103,5	7,0	-	-23,7	3,6	-5,1	14,0	-	52,1	49,3	53,0	52,0
Juli	98,9	3,4	82,4	-27,0	3,2	-7,1	10,4	90,9	49,8	46,3	51,2	49,9
Aug.	97,6	1,2	-	-24,9	3,9	-6,3	8,7	-	49,6	46,5	49,8	49,0

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (brutto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,2	2,0	2,7	3,7	6,3	4,1	47,5	24,1	74,7	2,1	8,0	1,9
2020	19,5	96,1	-0,6	4,1	-3,4	4,7	3,8	46,0	24,8	81,6	3,2	-13,9	2,0
2021	17,4	96,5	1,3	3,5	19,8	7,3	7,8	48,8	26,8	79,5	5,2	8,0	3,0
2021 Q2	19,2	96,5	4,0	4,2	31,3	6,8	5,3	48,6	27,0	79,9	4,4	20,9	2,3
Q3	18,6	96,7	0,8	4,0	18,5	7,6	7,0	48,7	27,3	79,3	4,5	12,7	2,4
Q4	17,4	96,5	0,5	3,5	18,8	7,3	7,8	48,8	26,8	79,5	5,2	13,6	3,0
2022 Q1	15,8	96,2	0,2	3,1	17,5	5,6	8,3	48,5	26,3	78,8	5,1	14,4	3,2

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 ergibt sich aus der Division des Bruttounternehmensgewinns (der im Großen und Ganzen dem Cashflow entspricht) durch die Bruttowertschöpfung.

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

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz (in Mrd €; soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt; Transaktionen)

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q3	1 112,8	1 043,0	69,8	625,1	553,9	252,7	238,4	195,1	172,6	39,9	78,2	27,3	13,4
Q4	1 180,9	1 154,4	26,6	648,7	621,4	278,0	248,7	213,5	201,9	40,7	82,5	59,8	46,9
2022 Q1	1 224,4	1 201,9	22,5	683,3	674,7	294,5	253,8	207,4	204,0	39,1	69,4	27,8	20,5
Q2	1 278,8	1 285,7	-7,0	744,6	744,9	297,8	254,4	200,6	204,1	35,7	82,2	19,2	11,1
2022 Jan.	407,2	390,4	16,8	226,8	217,0	97,4	81,8	70,5	67,3	12,4	24,3	7,9	5,9
Febr.	410,3	401,5	8,7	230,2	227,7	98,8	86,5	68,8	65,9	12,5	21,4	7,3	4,4
März	406,9	410,0	-3,0	226,3	230,0	98,3	85,5	68,1	70,8	14,2	23,7	12,7	10,2
April	422,4	426,7	-4,3	243,2	243,3	98,7	87,5	67,9	69,1	12,6	26,8	6,9	4,5
Mai	425,9	432,9	-6,9	248,6	248,4	99,7	85,9	65,5	71,3	12,2	27,2	5,4	3,3
Juni	430,4	426,1	4,2	252,9	253,2	99,4	81,0	67,2	63,7	10,9	28,2	6,9	3,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2022 Juni	4 796,9	4 685,0	111,9	2 701,8	2 594,9	1 123,1	995,2	816,5	782,6	155,5	312,2	134,1	91,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2022 Juni	37,4	36,5	0,9	21,1	20,2	8,8	7,8	6,4	6,1	1,2	2,4	1,0	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

### 2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)<sup>1)</sup>, Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>2)</sup> (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q3	13,7	23,0	607,4	305,5	119,0	171,0	501,7	581,4	346,6	94,2	135,0	415,5	58,3
Q4	12,1	32,3	636,6	322,7	115,9	187,8	524,7	654,0	400,5	97,5	148,5	450,8	71,2
2022 Q1	17,0	40,3	674,9	342,4	123,6	196,3	553,4	715,6	451,3	104,0	151,3	478,6	85,7
Q2	20,5	45,4	715,0	.	.	.	572,9	805,4	.	.	.	513,1	.
2022 Jan.	19,9	45,6	222,7	112,1	42,5	65,2	183,7	232,1	144,2	34,6	50,0	159,1	24,9
Febr.	17,2	40,0	224,8	114,2	40,8	65,8	186,9	237,2	148,9	34,6	50,2	159,4	29,4
März	14,5	36,5	227,3	116,1	40,2	65,3	182,8	246,3	158,2	34,7	51,1	160,1	31,3
April	12,8	40,0	231,1	116,3	41,1	70,1	186,9	263,5	170,4	35,6	53,2	166,7	33,6
Mai	28,7	52,9	242,1	122,2	41,4	73,5	193,6	269,2	173,1	37,1	55,2	173,7	34,3
Juni	20,1	43,5	241,8	.	.	.	192,3	272,7	.	.	.	172,7	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q3	4,4	5,5	103,5	110,2	101,0	96,2	102,1	108,0	109,6	112,6	104,8	110,6	85,2
Q4	0,9	9,4	105,4	112,7	96,1	102,9	104,3	115,6	120,2	109,8	110,8	115,1	93,7
2022 Q1	2,5	10,8	106,3	111,7	101,2	103,5	105,6	115,6	118,9	114,6	110,5	117,9	93,1
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Dez.	2,5	15,9	104,8	113,4	94,7	101,9	104,0	119,6	125,0	114,4	112,6	118,8	93,1
2022 Jan.	5,7	15,0	106,5	111,3	104,5	104,8	105,8	114,7	117,8	113,6	109,5	117,8	92,7
Febr.	3,1	11,9	106,7	112,8	100,7	103,8	107,3	116,1	119,3	115,6	110,4	118,4	97,9
März	-0,5	6,4	105,6	111,0	98,3	102,0	103,7	116,0	119,7	114,6	111,6	117,6	88,7
April	-2,5	7,3	105,4	108,9	99,1	107,5	104,1	120,0	123,6	116,0	114,2	120,6	93,9
Mai	10,1	18,1	108,7	112,6	99,1	110,9	107,0	122,5	125,6	121,8	117,3	124,2	93,8

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 2.8) und durch Eurostat (Tabelle 2.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 3 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2021 Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,8	1,0	4,3	0,5	2,7	3,5	
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,7	1,0	1,4	0,3	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,8	3,1	1,5	14,4	0,8	6,0	6,9	
Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,3	3,4	4,1	1,2	7,1	1,0	8,2	7,1	
2022 März	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,8	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1	
April	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0	
Mai	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	0,0	0,5	1,9	0,4	8,1	7,6	
Juni	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,8	1,3	1,4	0,5	3,4	-0,1	9,1	5,6	
Juli	117,1	8,9	4,0	12,6	3,7	0,7	1,4	0,4	0,8	0,3	0,5	9,3	5,9	
Aug. <sup>3)</sup>	117,8	9,1	4,3	.	3,8	0,5	1,2	0,7	0,7	0,0	0,3	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2021 Q3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6
Q4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7
2022 Q1	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6
Q2	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7
2022 März	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7
April	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7
Mai	7,5	7,0	9,0	13,6	4,2	39,1	2,3	1,5	5,2	-0,1	5,9	1,8
Juni	8,9	8,2	11,2	14,5	4,3	42,0	2,4	1,6	2,7	0,0	6,7	1,7
Juli	9,8	9,4	11,1	14,3	4,5	39,6	2,6	1,8	3,7	-0,2	7,0	1,8
Aug. <sup>3)</sup>	10,6	10,5	10,9	.	5,0	38,3	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

## 3 Preise und Kosten

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

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien <sup>3)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	3,1	4,5	
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	2,0	1,6	
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	0,8	
2021 Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	1,5	
Q4	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	3,2	
2022 Q1	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	.	
Q2	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,4	95,4	.	.	
2022 Febr.	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	-	-	
März	146,3	36,9	17,8	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	-	-	
April	148,0	37,2	19,4	15,7	25,3	7,2	11,0	.	6,8	99,1	-	-	
Mai	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,5	94,0	-	-	
Juni	150,8	36,0	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,2	-	-	
Juli	156,8	37,9	18,7	15,1	21,6	7,9	13,2	.	8,3	97,2	-	-	

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 [hier](#)).

### 3.3 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 <sup>1)</sup>		Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,4	1,7	1,5	1,1	1,9	2,3	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,2	1,7	1,2	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,4	2,0	2,8	2,2	1,5	3,4	5,8	8,0	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q3	109,8	2,9	3,7	2,6	2,7	4,7	7,6	10,0	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
Q4	110,8	3,1	4,6	3,8	2,4	5,5	10,1	14,1	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 Q1	112,2	3,6	5,6	4,8	2,6	7,0	11,4	16,5	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
Q2	113,4	4,3	6,9	6,4	3,1	8,2	13,8	20,0	106,1	22,6	39,8	9,2	24,3	38,3	10,8
2022 März	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	37,4	43,1	32,6	40,4	45,7	35,0
April	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	19,8	39,5	4,9	22,0	38,3	6,6
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	35,0	2,8
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	106,9	12,2	31,6	-3,1	15,0	32,1	-1,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,3	30,7	4,2	16,1	26,6	5,1

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.

## 3 Preise und Kosten

### 3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 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	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,4	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q3	36,9	29,1	13,5	27,1	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
Q4	46,4	41,9	19,8	36,6	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 Q1	50,4	48,9	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
Q2	54,9	56,2	28,3	48,8	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
2022 März	56,0	55,3	25,4	44,4	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
April	59,3	56,0	29,2	51,9	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
Mai	55,2	56,1	28,2	49,1	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
Juni	50,1	56,4	27,6	45,4	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
Juli	45,3	55,0	26,9	41,5	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
Aug.	43,7	53,3	26,2	38,3	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9

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

### 3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	0,9	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 Q3	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,1	1,3
Q4	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,4	1,6
2022 Q1	108,5	3,8	3,3	5,3	4,1	3,0	3,0
Q2	.	.	.	.	.	.	2,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe [hier](#)).

## 3 Preise und Kosten

### 3.6 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
<b>Lohnstückkosten</b>												
2019	105,4	1,9	-1,5	2,1	3,1	0,7	1,0	1,6	2,6	2,4	2,7	2,1
2020	109,9	4,3	-1,6	2,3	5,0	6,6	0,4	-0,2	1,5	4,8	6,0	14,7
2021	110,0	0,1	4,2	-3,1	2,3	-1,2	1,7	0,5	4,8	1,5	0,4	2,1
2021 Q3	110,2	1,8	4,5	-0,4	2,3	0,1	4,4	1,9	3,9	1,9	2,9	0,9
Q4	111,0	1,3	4,2	2,0	4,2	-0,5	1,1	2,4	3,9	2,0	1,2	-5,7
2022 Q1	112,2	2,0	3,6	4,0	2,7	-0,5	2,3	2,2	5,1	2,8	2,4	-4,2
Q2	112,4	3,1	5,3	3,4	5,1	2,3	1,3	3,4	6,0	3,8	2,9	-5,1
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,7	3,3	2,3	2,4	2,7	2,3	3,4
2020	106,8	-0,6	0,3	-2,2	-1,6	-4,6	0,5	0,6	1,2	-0,1	2,3	-3,0
2021	111,0	3,9	3,3	4,2	4,5	6,2	3,9	2,9	5,3	4,3	1,7	4,6
2021 Q3	112,0	3,2	3,5	3,6	1,6	5,1	3,3	2,5	3,9	3,1	1,8	3,4
Q4	112,9	3,6	3,7	2,8	2,0	7,5	3,1	3,8	5,1	3,7	1,4	5,8
2022 Q1	114,1	4,4	3,6	4,2	4,0	7,9	2,3	3,3	5,7	4,6	2,6	8,9
Q2	114,7	4,6	3,7	4,1	3,9	8,3	1,6	3,9	6,0	5,8	2,5	7,6
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2019	101,9	0,3	4,0	-0,7	-1,7	1,0	2,3	0,7	-0,3	0,3	-0,4	1,3
2020	97,2	-4,7	2,0	-4,4	-6,3	-10,5	0,1	0,8	-0,3	-4,7	-3,5	-15,5
2021	100,9	3,9	-0,9	7,5	2,2	7,5	2,1	2,3	0,5	2,8	1,2	2,5
2021 Q3	101,7	1,4	-0,9	4,1	-0,7	4,9	-1,0	0,6	0,0	1,2	-1,0	2,5
Q4	101,7	2,2	-0,5	0,8	-2,1	8,1	2,0	1,4	1,2	1,7	0,3	12,2
2022 Q1	101,7	2,3	0,1	0,1	1,3	8,4	0,0	1,1	0,6	1,7	0,3	13,7
Q2	102,1	1,5	-1,5	0,7	-1,2	5,9	0,3	0,5	0,0	1,9	-0,4	13,4
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2019	107,5	2,4	3,2	2,1	1,6	2,1	3,4	1,8	2,3	3,0	2,5	3,8
2020	113,4	5,5	3,0	3,5	4,6	6,4	3,1	2,5	6,2	5,2	4,5	6,1
2021	113,7	0,3	0,6	-0,2	-0,2	0,5	1,6	1,0	1,2	0,4	0,5	0,7
2021 Q3	114,9	1,9	3,0	1,9	2,0	1,8	1,2	2,5	0,5	0,8	2,4	3,1
Q4	115,4	1,6	2,0	2,2	2,1	0,2	3,4	4,5	2,6	2,2	2,7	1,3
2022 Q1	115,7	1,3	3,0	3,4	2,9	-1,9	2,2	3,6	3,3	2,1	3,4	0,8
Q2	115,8	3,4	4,5	4,2	4,8	2,4	2,5	5,2	5,1	5,1	4,3	3,2
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2019	102,6	0,7	5,1	0,0	-1,5	1,4	2,5	0,4	-0,3	0,6	-0,2	1,4
2020	104,5	1,9	2,6	1,6	1,0	0,4	3,5	3,3	6,6	1,4	-1,0	-6,3
2021	104,4	-0,2	-2,3	2,6	-3,0	1,1	-0,3	0,3	-4,6	-1,5	-0,2	-2,1
2021 Q3	105,1	0,3	0,0	2,3	-0,2	2,1	-2,9	0,4	-2,4	-1,0	-0,5	2,7
Q4	104,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,5	0,6	2,1	1,6	-1,0	-0,2	1,4	5,7
2022 Q1	103,8	-1,0	0,3	-0,8	-0,1	-1,5	-0,2	1,5	-3,8	-0,5	0,8	3,6
Q2	103,9	0,3	-0,3	1,0	-0,7	0,6	1,0	2,0	-2,0	1,2	1,1	7,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.



## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) <sup>2)</sup>	Tagesgeld (EONIA) <sup>3)</sup>	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022 Febr.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
März	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
April	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
Mai	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02
Juni	-0,58	-	-0,52	-0,24	0,16	0,85	1,97	-0,03
Juli	-0,51	-	-0,31	0,04	0,47	0,99	2,61	-0,02
Aug.	-0,08	-	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

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

### 4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 Febr.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
März	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
April	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
Mai	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47
Juni	-0,42	0,31	0,64	1,11	1,50	1,19	0,21	0,38	0,86	1,07	1,72	1,95
Juli	0,04	0,16	0,25	0,55	0,93	0,77	-0,30	0,09	0,27	0,44	1,05	1,44
Aug.	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84

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.

### 4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2022 Febr.	452,7	4 084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4 436,0	27 066,5
März	422,1	3 796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4 391,3	26 584,1
April	428,9	3 837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4 391,3	27 043,3
Mai	413,5	3 691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4 040,4	26 653,8
Juni	399,6	3 587,6	929,8	235,5	165,6	113,4	153,0	693,6	694,0	350,4	293,7	833,3	3 898,9	26 958,4
Juli	390,4	3 523,3	866,4	238,1	170,9	104,4	142,4	683,1	692,9	335,4	294,7	841,0	3 911,7	26 986,7
Aug.	408,5	3 701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4 158,6	28 351,7

Quelle: Refinitiv.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
Sept.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
Okt.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,82	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
Nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,82	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
Dez.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 Jan.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Febr.	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
März	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,45	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
April	0,01	0,47	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,38	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
Mai	0,01	0,47	0,20	0,64	4,80	15,84	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,05	1,78
Juni	0,01	0,47	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,15	2,51	1,68	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
Juli <sup>(a)</sup>	0,01	0,46	0,30	0,87	4,83	15,86	6,10	5,74	6,32	2,80	1,83	2,26	2,53	1,99	2,35	2,15

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.

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
Sept.	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
Okt.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
Nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
Dez.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 Jan.	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
Febr.	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
März	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
April	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
Mai	-0,04	-0,27	0,52	1,69	1,81	2,02	2,40	1,52	1,50	1,79	1,14	1,22	1,95	1,55
Juni	-0,04	-0,14	1,05	1,72	1,83	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
Juli <sup>(a)</sup>	-0,01	0,04	1,19	1,74	1,89	2,43	2,75	1,68	1,86	2,13	1,39	1,77	2,08	1,77

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.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>						
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	FMKGs	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten			
												3	4	5
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kurzfristig</b>														
2019														
2020	1 499,1	429,0	141,7	54,5	96,5	832,0	718,4							
2021	1 419,6	428,4	142,1	53,4	87,7	761,4	671,7	387,3	138,6	79,5	25,9	31,8	137,3	104,6
2022														
Febr.	1 405,4	419,1	149,0	55,4	96,2	741,0	643,7	381,9	131,4	86,5	27,6	31,6	132,5	96,3
März	1 450,3	430,0	155,5	54,7	105,0	759,9	653,1	503,7	170,4	116,6	43,8	48,1	168,6	114,4
April	1 443,7	439,9	159,9	54,6	107,4	736,5	638,3	456,4	164,0	102,2	36,0	43,1	147,1	97,4
Mai	1 385,7	418,5	160,3	49,8	106,9	700,1	613,4	438,3	157,9	110,3	41,1	42,5	127,6	86,7
Juni	1 367,2	414,4	142,4	46,1	104,9	705,5	622,0	448,2	151,4	116,7	51,8	48,5	131,6	87,5
Juli	1 304,8	413,7	138,8	44,8	97,9	654,4	599,8	475,3	187,3	112,0	51,5	49,3	126,6	85,9
<b>Langfristig</b>														
2019														
2020	19 439,5	4 079,5	3 285,1	1 331,4	1 541,9	10 533,0	9 752,1							
2021	20 109,4	4 174,7	3 603,3	1 388,3	1 598,5	10 732,8	9 912,4	3 16,3	66,2	83,0	32,5	23,3	143,8	130,4
2022														
Febr.	19 776,9	4 139,8	3 549,5	1 388,3	1 528,7	10 559,0	9 753,4	3 08,0	79,2	76,0	34,0	11,8	141,1	130,4
März	19 594,8	4 120,3	3 552,7	1 392,5	1 514,0	10 407,7	9 617,3	4 01,4	100,6	117,4	54,2	26,8	156,5	147,2
April	19 193,2	4 081,0	3 570,1	1 401,3	1 482,6	10 059,6	9 286,3	2 88,2	65,2	81,8	27,4	14,3	126,9	118,1
Mai	19 015,5	4 092,3	3 556,3	1 372,6	1 464,1	9 902,8	9 129,3	3 32,7	98,0	67,9	13,1	26,8	140,0	125,0
Juni	18 737,0	4 027,9	3 519,2	1 363,3	1 404,1	9 785,7	9 029,2	3 07,4	82,9	66,9	17,0	13,6	143,8	135,5
Juli	19 266,8	4 128,2	3 594,0	1 357,3	1 462,3	10 082,3	9 301,3	2 26,3	51,9	51,6	14,9	8,8	113,9	107,8

Quelle: EZB.

1) Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den Durchschnitt der jeweiligen Monatswerte im Jahresverlauf.

### 4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %; Marktwerte)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	FMKGs	Darunter: Zentralstaaten					
							3				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2019											
2020	20 938,6	4 508,4	3 426,8	1 385,9	1 638,4	11 365,0	10 470,5	8 560,4	537,8	1 410,5	6 612,1
2021	21 528,9	4 603,1	3 745,4	1 441,8	1 686,2	11 494,2	10 584,0	10 343,6	609,3	1 558,7	8 174,6
2022											
Febr.	21 182,3	4 558,9	3 698,5	1 443,7	1 624,9	11 300,0	10 397,1	9 382,6	565,1	1 424,0	7 392,5
März	21 045,2	4 550,3	3 708,2	1 447,2	1 619,0	11 167,6	10 270,4	9 393,8	550,7	1 436,1	7 405,9
April	20 636,9	4 520,8	3 729,9	1 455,9	1 590,0	10 796,1	9 924,6	9 221,1	521,1	1 392,0	7 307,0
Mai	20 401,2	4 510,8	3 716,5	1 422,5	1 571,0	10 602,9	9 742,7	9 084,5	536,9	1 355,5	7 191,1
Juni	20 104,2	4 442,2	3 661,6	1 409,5	1 509,0	10 491,3	9 651,2	8 305,8	474,0	1 266,1	6 564,8
Juli	20 571,6	4 541,8	3 732,8	1 402,1	1 560,2	10 736,8	9 901,2	8 904,1	482,2	1 330,3	7 090,8
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>											
2019											
2020											
2021											
2022											
Febr.	4,9	3,3	8,0	4,4	3,8	4,8	4,9	1,7	0,5	5,1	1,1
März	4,9	2,9	8,2	4,3	4,7	4,7	4,8	1,2	0,2	3,7	0,8
April	4,4	2,7	8,2	4,2	4,3	3,9	4,1	1,1	0,0	3,7	0,7
Mai	4,4	3,8	8,1	3,5	4,1	3,5	3,7	1,0	0,0	3,2	0,6
Juni	4,0	2,8	7,5	4,1	3,6	3,5	3,8	1,0	-0,7	3,2	0,7
Juli	3,3	2,3	6,8	3,0	2,1	2,8	3,3	0,9	-0,7	2,8	0,6

Quelle: EZB.

1) Zur Berechnung von Wachstumsraten siehe Abschnitt „Technical Notes“ im Statistikbericht.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,1	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,4	76,9	87,7	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,8	86,1	120,8	94,2
2021 Q3	99,5	93,2	94,5	88,7	72,7	85,7	120,5	93,9
Q4	97,7	91,8	93,4	86,5	71,8	84,3	119,1	92,7
2022 Q1	96,4	91,4	94,7	84,6	70,6	83,1	118,6	92,6
Q2	95,6	90,2	96,0	.	.	.	116,4	90,3
2022 März	95,9	91,3	95,3	-	-	-	118,4	92,8
April	95,2	89,9	95,2	-	-	-	116,4	90,4
Mai	95,6	90,3	96,2	-	-	-	116,2	90,3
Juni	95,9	90,5	96,6	-	-	-	116,5	90,3
Juli	94,1	89,0	96,1	-	-	-	114,6	89,0
Aug.	93,6	88,7	96,3	-	-	-	114,1	88,7
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2022 Aug.	-0,6	-0,4	0,3	-	-	-	-0,5	-0,3
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2022 Aug.	-5,8	-4,7	2,1	-	-	-	-5,2	-5,5

Quelle: EZB.

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

### 4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechi- sche Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 Q3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
Q4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 Q1	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
Q2	7,043	7,539	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
2022 März	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
April	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
Mai	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
Juni	7,073	7,525	24,719	7,439	396,664	141,569	4,647	0,858	4,9444	10,601	1,024	1,057
Juli	6,854	7,519	24,594	7,443	404,098	139,174	4,768	0,850	4,9396	10,575	0,988	1,018
Aug.	6,888	7,514	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2022 Aug.	0,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-1,7	-0,9	-0,5	-0,9	-0,7	-1,9	-0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2022 Aug.	-9,6	0,2	-3,5	0,0	14,3	5,9	3,4	-0,9	-0,6	2,8	-10,0	-14,0

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2021 Q2	30 370,3	30 636,0	-265,7	11 452,5	9 464,6	12 014,7	14 001,3	-132,2	6 166,3	7 170,0	869,0	15 355,3
Q3	31 110,8	31 299,4	-188,6	11 679,4	9 453,6	12 221,4	14 320,8	-101,1	6 308,8	7 525,0	1 002,4	15 751,1
Q4	32 052,2	32 154,3	-102,1	11 830,2	9 718,7	12 838,5	14 644,5	-92,1	6 418,5	7 791,1	1 057,0	15 990,0
2022 Q1	32 080,1	32 085,7	-5,6	11 902,4	9 882,7	12 315,5	14 048,4	-55,9	6 815,3	8 154,5	1 102,8	16 415,9
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2022 Q1	255,2	255,2	0,0	94,7	78,6	98,0	111,7	-0,4	54,2	64,9	8,8	130,6
<b>Transaktionen</b>												
2021 Q3	382,7	299,5	83,2	44,6	-62,3	126,2	70,2	24,1	64,7	291,6	123,1	-
Q4	168,9	141,7	27,2	-16,0	-68,6	140,6	22,4	44,6	-3,2	187,9	2,9	-
2022 Q1	364,4	350,5	13,9	48,4	22,5	-21,0	11,6	-5,3	342,7	316,4	-0,4	-
Q2	-55,9	-63,8	8,0	55,3	-14,5	-110,7	-159,1	0,1	-2,9	109,7	2,3	-
2022 Jan.	262,0	232,9	29,1	53,5	54,7	48,3	-25,3	2,7	159,6	203,5	-2,1	-
Febr.	114,8	114,8	0,0	13,7	-17,7	-26,4	6,8	-3,8	129,5	125,8	1,7	-
März	-12,3	2,8	-15,1	-18,8	-14,5	-43,0	30,1	-4,3	53,6	-12,9	0,1	-
April	-13,3	25,6	-39,0	48,5	18,7	-52,0	-64,7	12,8	-21,9	71,6	-0,7	-
Mai	17,6	4,4	13,1	26,1	-16,0	-45,2	-98,0	-2,7	38,2	118,5	1,2	-
Juni	-60,1	-93,9	33,8	-19,3	-17,2	-13,5	3,6	-9,9	-19,2	-80,3	1,8	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2022 Juni	860,2	727,9	132,3	132,3	-123,0	135,1	-54,8	63,5	401,3	905,7	128,0	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2022 Juni	6,7	5,7	1,0	1,0	-1,0	1,1	-0,4	0,5	3,1	7,1	1,0	-

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile		
1	2	3	4	5									
<b>Bestände</b>													
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	737,2	14 469,2	
2021	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15 484,8	
2021 Q3	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 459,0	120,6	600,9	38,6	760,1	15 219,1	
Q4	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15 484,8	
2022 Q1	1 525,0	9 938,9	11 463,9	936,3	2 519,9	3 456,2	14 920,2	123,0	593,2	32,2	748,4	15 668,6	
Q2	1 530,4	10 040,2	11 570,6	970,8	2 528,0	3 498,8	15 069,5	113,6	606,7	60,0	780,2	15 849,7	
2022 Febr.	1 494,0	9 913,6	11 407,6	931,8	2 520,3	3 452,1	14 859,7	131,1	590,7	24,7	746,4	15 606,1	
März	1 525,0	9 938,9	11 463,9	936,3	2 519,9	3 456,2	14 920,2	123,0	593,2	32,2	748,4	15 668,6	
April	1 524,4	9 965,2	11 489,7	954,6	2 519,0	3 473,6	14 963,3	115,3	602,3	49,6	767,1	15 730,4	
Mai	1 528,7	10 007,6	11 536,2	935,3	2 524,7	3 460,0	14 996,2	124,2	600,2	43,7	768,2	15 764,4	
Juni	1 530,4	10 040,2	11 570,6	970,8	2 528,0	3 498,8	15 069,5	113,6	606,7	60,0	780,2	15 849,7	
Juli <sup>(p)</sup>	1 534,2	10 088,4	11 622,6	1 005,5	2 536,3	3 541,9	15 164,4	126,7	585,3	60,4	772,5	15 936,9	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
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	113,7	0,1	133,4	1 579,7	
2021	105,3	901,6	1 006,8	-118,5	67,2	-51,3	955,5	12,0	22,7	10,0	44,7	1 000,3	
2021 Q3	25,1	254,5	279,6	-34,4	11,7	-22,6	257,0	5,7	-12,8	9,9	2,8	259,8	
Q4	21,2	190,9	212,1	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9	
2022 Q1	60,2	134,5	194,7	12,1	9,9	22,0	216,7	5,1	-65,2	20,1	-40,0	176,7	
Q2	5,4	82,2	87,6	28,8	8,4	37,2	124,7	-10,7	13,3	24,8	27,4	152,2	
2022 Febr.	12,0	83,4	95,4	-13,1	7,6	-5,5	89,9	1,5	-24,5	-4,4	-27,4	62,5	
März	31,0	24,0	55,0	4,6	-0,9	3,7	58,7	-8,2	2,6	7,5	2,0	60,7	
April	-0,5	10,1	9,5	13,4	-0,6	12,8	22,3	-8,7	8,9	15,5	15,7	38,0	
Mai	4,2	47,9	52,2	-17,5	5,7	-11,7	40,4	9,3	-2,1	-5,4	1,8	42,2	
Juni	1,7	24,2	25,9	32,8	3,2	36,1	62,0	-11,2	6,5	14,7	9,9	71,9	
Juli <sup>(p)</sup>	3,7	37,7	41,4	31,2	8,2	39,4	80,8	12,1	-21,4	0,1	-9,2	71,6	
<b>Wachstumsraten</b>													
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9	
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2	
2021	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9	
2021 Q3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6	
Q4	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9	
2022 Q1	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	74,3	-0,2	6,2	
Q2	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	77,3	2,0	5,7	
2022 Febr.	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,1	-4,2	-9,3	-1,3	6,4	
März	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	74,3	-0,2	6,2	
April	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,8	1,3	6,1	
Mai	8,4	7,8	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,1	10,5	-2,2	16,5	0,6	5,8	
Juni	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	77,3	2,0	5,7	
Juli <sup>(p)</sup>	7,5	6,6	6,7	6,3	2,1	3,3	5,9	3,9	-5,3	37,5	-1,4	5,5	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
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	2 976,1	2 522,8	309,9	140,1	3,2	7 663,7	4 965,2	437,3	2 260,4	0,9	1 097,0	234,6	501,2
2021	3 244,4	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,9	228,4	551,6
2021 Q3	3 155,5	2 731,4	283,8	130,8	9,6	8 025,8	5 319,1	388,9	2 317,2	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Q4	3 244,4	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,9	228,4	551,6
2022 Q1	3 269,8	2 841,9	287,3	129,8	10,8	8 189,8	5 480,1	358,0	2 350,6	1,1	1 272,4	230,5	555,7
Q2	3 296,4	2 851,5	303,1	130,5	11,2	8 243,9	5 532,0	353,2	2 358,0	0,6	1 305,4	230,1	576,8
2022 Febr.	3 265,6	2 842,6	284,7	126,6	11,6	8 170,2	5 457,7	360,8	2 350,8	1,0	1 280,5	234,8	545,7
März	3 269,8	2 841,9	287,3	129,8	10,8	8 189,8	5 480,1	358,0	2 350,6	1,1	1 272,4	230,5	555,7
April	3 278,5	2 841,6	297,9	129,5	9,6	8 202,8	5 495,4	357,2	2 349,3	1,0	1 282,3	224,4	566,1
Mai	3 280,8	2 853,7	286,3	130,3	10,4	8 235,3	5 524,4	354,5	2 355,6	0,7	1 275,9	231,1	568,7
Juni	3 296,4	2 851,5	303,1	130,5	11,2	8 243,9	5 532,0	353,2	2 358,0	0,6	1 305,4	230,1	576,8
Juli <sup>4)</sup>	3 326,4	2 867,8	318,6	130,1	9,9	8 294,1	5 572,6	353,5	2 367,3	0,7	1 333,1	242,6	560,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
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	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,4	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,3	-8,2	48,2
2021 Q3	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	44,3	1,9	21,9
Q4	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 Q1	19,7	18,3	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	35,0	2,3	4,3
Q2	14,3	0,4	13,2	0,6	0,1	51,7	50,0	-5,6	7,8	-0,5	22,2	-0,6	21,0
2022 Febr.	25,2	33,9	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,4	-3,8	8,5
März	-3,8	-6,5	2,4	1,2	-0,9	19,3	22,1	-2,8	-0,2	0,2	-3,3	-2,8	10,2
April	-0,1	-6,6	8,4	-0,5	-1,5	10,2	12,8	-1,5	-0,9	-0,2	0,5	-6,8	10,3
Mai	4,1	13,0	-10,6	0,9	0,9	34,4	30,7	-2,4	6,4	-0,3	-2,7	7,0	2,6
Juni	10,3	-6,0	15,4	0,2	0,7	7,1	6,5	-1,6	2,3	-0,1	24,3	-0,8	8,0
Juli <sup>4)</sup>	25,6	13,5	14,0	-0,4	-1,4	46,7	37,4	0,0	9,2	0,1	21,4	11,6	-16,1
<b>Wachstumsraten</b>													
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	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2021 Q3	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,0	-6,8	9,1
Q4	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 Q1	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
Q2	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
2022 Febr.	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,5	2,0	10,0
März	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
April	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,8	2,2	8,1	12,3	-1,1	14,3
Mai	6,5	8,1	-4,4	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,6	10,7	0,4	15,1
Juni	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
Juli <sup>4)</sup>	6,1	6,1	9,3	-1,0	16,5	4,2	6,2	-10,8	2,5	-5,1	11,7	5,8	11,8

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 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investitionsfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
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	1 560,5	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 708,3	6 132,0	911,7	167,8	1 548,2	865,3
2021	6 552,1	997,2	5 553,1	14 813,8	12 341,5	12 726,4	4 863,8	6 372,5	943,7	161,5	1 583,3	889,0
2021 Q3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,0	12 182,5	12 536,2	4 769,9	6 316,1	951,8	144,7	1 531,9	896,6
Q4	6 552,1	997,2	5 553,1	14 813,8	12 341,5	12 726,4	4 863,8	6 372,5	943,7	161,5	1 583,3	889,0
2022 Q1	6 553,9	1 002,7	5 548,5	15 022,6	12 562,1	12 691,8	4 917,1	6 471,9	1 020,0	153,0	1 593,7	866,8
Q2	6 513,6	1 002,0	5 487,5	15 182,0	12 791,5	12 930,4	5 017,9	6 555,0	1 054,2	164,3	1 561,1	829,4
2022 Febr.	6 562,2	996,5	5 563,0	14 946,5	12 507,7	12 656,5	4 885,9	6 444,2	1 007,4	170,2	1 560,3	878,5
März	6 553,9	1 002,7	5 548,5	15 022,6	12 562,1	12 691,8	4 917,1	6 471,9	1 020,0	153,0	1 593,7	866,8
April	6 526,0	1 004,2	5 497,0	15 072,0	12 631,8	12 780,0	4 943,8	6 491,5	1 035,7	160,8	1 600,8	839,5
Mai	6 507,2	999,8	5 482,6	15 112,1	12 704,9	12 842,3	4 974,3	6 522,2	1 045,2	163,3	1 556,8	850,4
Juni	6 513,6	1 002,0	5 487,5	15 182,0	12 791,5	12 930,4	5 017,9	6 555,0	1 054,2	164,3	1 561,1	829,4
Juli <sup>5)</sup>	6 539,7	998,4	5 517,1	15 247,0	12 851,3	12 987,1	5 067,6	6 577,8	1 046,5	159,4	1 565,5	830,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1 042,0	13,5	1 028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	563,2	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,4	9,3
2021 Q3	152,2	-4,7	156,9	130,5	116,5	119,5	40,3	65,7	17,5	-7,0	9,2	4,8
Q4	201,1	-1,1	202,0	228,9	174,9	225,4	98,5	60,5	-0,4	16,4	62,7	-8,7
2022 Q1	94,0	4,8	89,2	190,6	183,6	169,4	45,2	72,8	74,1	-8,5	23,6	-16,5
Q2	76,5	-0,7	77,2	206,9	231,1	249,6	96,9	87,0	35,8	11,3	-19,9	-4,3
2022 Febr.	52,0	4,1	47,9	47,7	48,6	59,3	13,5	18,4	19,3	-2,6	2,7	-3,5
März	29,2	5,9	23,3	80,1	55,9	41,9	25,0	28,8	18,7	-16,6	36,0	-11,8
April	16,8	1,6	14,6	68,0	63,2	82,9	23,5	20,6	11,6	7,5	10,0	-5,1
Mai	21,5	-4,5	25,9	54,7	84,3	72,9	30,6	31,9	18,9	2,9	-42,2	12,6
Juni	38,2	2,2	36,7	84,2	83,7	93,8	42,9	34,6	5,3	0,9	12,3	-11,8
Juli <sup>5)</sup>	-23,5	-3,7	-19,8	45,7	51,8	51,7	46,7	20,5	-9,9	-5,6	-4,7	-1,3
<b>Wachstumsraten</b>												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,3	1,1
2021 Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,7	4,3	5,7	-10,1	3,0	7,3
Q4	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,3	1,1
2022 Q1	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
Q2	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
2022 Febr.	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,9	4,4	8,2	11,1	4,5	-0,1
März	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
April	9,6	0,4	11,4	4,7	4,8	5,3	4,5	4,3	10,1	3,7	7,5	-1,7
Mai	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,2	5,7	5,0	4,4	12,0	2,4	4,8	-1,1
Juni	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
Juli <sup>5)</sup>	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,8	4,4	-2,7

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 Pensions-einrichtungen (VGPEs) ausgewiesen.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.



## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>				Private Haushalte <sup>3)</sup>					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3
<b>Bestände</b>										
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	4 708,3	4 829,7	897,2	1 009,7	2 801,4	6 132,0	6 400,5	700,6	4 724,7	706,7
2021	4 863,8	4 994,8	888,7	1 006,4	2 968,6	6 372,5	6 635,8	698,2	4 970,9	703,5
2021 Q3	4 769,9	4 884,9	834,3	971,1	2 964,4	6 316,1	6 574,4	696,6	4 914,4	705,0
Q4	4 863,8	4 994,8	888,7	1 006,4	2 968,6	6 372,5	6 635,8	698,2	4 970,9	703,5
2022 Q1	4 917,1	4 891,5	911,4	1 002,2	3 003,6	6 471,9	6 671,8	701,0	5 063,2	707,7
Q2	5 017,9	4 994,1	948,7	1 027,7	3 041,5	6 555,0	6 745,8	707,4	5 140,2	707,5
2022 Febr.	4 885,9	4 858,5	899,5	998,8	2 987,6	6 444,2	6 643,9	701,0	5 036,3	706,9
März	4 917,1	4 891,5	911,4	1 002,2	3 003,6	6 471,9	6 671,8	701,0	5 063,2	707,7
April	4 943,8	4 922,3	924,0	1 012,0	3 007,8	6 491,5	6 697,1	702,8	5 082,1	706,6
Mai	4 974,3	4 944,7	934,5	1 016,1	3 023,6	6 522,2	6 725,0	705,6	5 109,7	706,9
Juni	5 017,9	4 994,1	948,7	1 027,7	3 041,5	6 555,0	6 745,8	707,4	5 140,2	707,5
Juli <sup>(a)</sup>	5 067,6	5 039,4	959,6	1 041,9	3 066,1	6 577,8	6 765,4	708,2	5 162,8	706,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,6	-1,3	2,8	175,2	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,0
2021 Q3	40,3	44,6	4,1	2,0	34,2	65,7	67,4	4,1	64,0	-2,3
Q4	98,5	127,6	55,9	37,1	5,5	60,5	71,0	6,5	55,7	-1,7
2022 Q1	45,2	53,7	18,8	-4,7	31,2	72,8	83,0	5,1	65,2	2,5
Q2	96,9	104,6	37,5	22,9	36,5	87,0	78,2	7,8	76,9	2,3
2022 Febr.	13,5	13,2	8,7	-1,4	6,2	18,4	29,5	3,8	13,7	0,8
März	25,0	32,9	9,8	3,3	11,9	28,8	29,4	0,3	27,0	1,5
April	23,5	27,3	11,4	7,8	4,3	20,6	25,0	2,4	18,5	-0,3
Mai	30,6	22,8	12,2	4,6	13,8	31,9	29,6	3,2	28,1	0,5
Juni	42,9	54,6	13,9	10,6	18,4	34,6	23,6	2,2	30,3	2,0
Juli <sup>(a)</sup>	46,7	44,2	8,7	14,4	23,7	20,5	18,1	1,0	22,2	-2,6
<b>Wachstumsraten</b>										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2021 Q3	1,7	2,1	-8,6	-3,5	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
Q4	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 Q1	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
Q2	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
2022 Febr.	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
März	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
April	4,5	5,4	5,7	1,9	5,1	4,3	4,6	3,1	5,2	-0,2
Mai	5,0	6,0	7,2	4,6	4,5	4,4	4,6	3,4	5,3	-0,2
Juni	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
Juli <sup>(a)</sup>	6,6	7,7	15,4	7,5	3,8	4,5	4,5	3,3	5,3	-0,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2019	363,4	7 055,1	1 944,5	50,2	2 155,2	2 905,3	1 474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6 961,4	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,7	1 437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6 889,8	1 838,8	37,1	1 998,1	3 015,9	1 363,8	441,9	118,8	136,8
2021 Q3	690,8	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,6	415,2	139,0	146,0
Q4	797,1	6 889,8	1 838,8	37,1	1 998,1	3 015,9	1 363,8	441,9	118,8	136,8
2022 Q1	740,4	6 875,1	1 847,5	35,8	1 986,0	3 005,8	1 359,4	348,2	153,0	164,4
Q2	757,6	6 803,7	1 848,1	31,6	2 005,7	2 918,3	1 302,5	412,9	159,3	157,3
2022 Febr.	731,5	6 888,7	1 844,9	36,5	2 005,4	3 001,9	1 374,3	343,4	166,0	159,4
März	740,4	6 875,1	1 847,5	35,8	1 986,0	3 005,8	1 359,4	348,2	153,0	164,4
April	768,6	6 894,2	1 845,5	35,6	2 014,9	2 998,2	1 358,3	436,8	180,7	171,7
Mai	725,3	6 803,4	1 847,3	32,2	1 985,9	2 937,9	1 240,6	433,1	178,3	170,8
Juni	757,6	6 803,7	1 848,1	31,6	2 005,7	2 918,3	1 302,5	412,9	159,3	157,3
Juli <sup>(p)</sup>	735,1	6 848,8	1 837,1	31,2	1 998,4	2 982,1	1 316,2	417,9	169,7	159,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,1	-74,8	-5,0	-39,8	83,5	-120,5	-92,6	-11,3	-2,3
2021 Q3	10,8	0,6	-18,6	-1,5	8,2	12,5	-43,6	32,1	15,3	11,5
Q4	106,7	10,0	-13,5	-1,6	6,1	18,9	-71,3	25,9	-20,2	-9,2
2022 Q1	-53,2	-42,2	-21,6	-1,3	-28,7	9,3	-25,7	-177,6	34,0	34,7
Q2	17,1	29,8	-3,2	-4,1	-16,2	53,4	-70,3	-13,9	7,6	-7,1
2022 Febr.	7,9	-21,1	-13,9	-0,3	-6,3	-0,7	-9,3	-41,1	0,5	0,7
März	8,4	-11,8	2,3	-0,7	-25,4	11,9	-14,4	-37,8	-12,9	5,0
April	28,1	26,9	-5,1	-0,2	1,5	30,6	-32,1	40,3	27,7	7,3
Mai	-43,3	-13,4	2,9	-3,4	-19,9	7,0	-72,4	-18,3	-1,1	-0,9
Juni	32,3	16,4	-1,1	-0,6	2,3	15,8	34,1	-35,9	-19,0	-13,5
Juli <sup>(p)</sup>	-22,4	-11,3	-12,9	-0,5	-16,4	18,4	-12,7	28,4	10,4	1,8
<b>Wachstumsraten</b>										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q3	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,4	3,8	-	-	-0,6	-0,9
Q4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Q1	5,7	-0,7	-4,0	-13,1	-1,9	2,3	-	-	20,1	31,9
Q2	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
2022 Febr.	6,2	-0,6	-4,6	-11,9	-0,8	2,3	-	-	14,0	14,3
März	5,7	-0,7	-4,0	-13,1	-1,9	2,3	-	-	20,1	31,9
April	7,4	-0,1	-3,3	-13,3	-1,7	3,1	-	-	35,9	36,7
Mai	4,5	0,0	-3,1	-20,8	-1,8	3,5	-	-	34,5	36,4
Juni	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
Juli <sup>(p)</sup>	7,6	-0,2	-3,3	-21,0	-2,7	3,9	-	-	28,0	24,8

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 Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,1	-5,0	-0,1	0,0	-0,1	-3,6
2021 Q2	-6,8	.	.	.	.	-5,3
Q3	-6,1	.	.	.	.	-4,7
Q4	-5,1	.	.	.	.	-3,6
2022 Q1	-3,9	.	.	.	.	-2,4

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben					
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben							
	1	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern		Nettosozial- beiträge	3	4	5	6		7	8	Arbeitsnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	11
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	3,8					
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5					
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8					
2021 Q2	46,5	46,0	12,8	12,9	15,5	0,6	53,3	48,6	10,5	6,0	1,5	24,9	4,7					
Q3	46,8	46,1	13,0	13,0	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7					
Q4	47,4	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8					
2022 Q1	47,3	46,6	13,3	13,3	15,2	0,7	51,2	46,5	10,1	5,9	1,5	23,8	4,7					

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige	Gebiets- fremde	MFI's	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
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 Q2	98,2	3,1	13,9	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,6	3,0	13,9	80,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95,7	3,0	13,7	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95,6	3,0	13,4	79,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8	
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9	
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6	
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2	
2021 Q2	3,4	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,4	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7	
Q3	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2	
Q4	-1,7	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2	
2022 Q1	-4,4	2,4	0,5	0,9	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,3	-7,3	4,5	

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

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

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

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

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 Q2	14,5	13,1	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
Q3	14,6	13,2	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
Q4	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 Q1	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
2022 Febr.	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
März	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
April	14,3	13,1	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,5
Mai	14,5	13,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	0,0	0,5
Juni	14,7	13,4	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,0	-0,2	1,9	1,7	0,1	0,4
Juli	14,3	13,0	4,5	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,7	0,2	0,5

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

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

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 Q2	-6,5	-5,0	-4,3	-4,3	-11,0	-8,4	-8,2	-8,9	-6,4	
Q3	-6,9	-4,3	-3,9	-3,1	-9,8	-7,8	-7,9	-8,0	-4,7	
Q4	-5,5	-3,7	-2,4	-1,7	-7,4	-6,9	-6,4	-7,2	-1,7	
2022 Q1	-5,5	-2,6	-1,7	-0,1	-5,0	-5,4	-5,0	-6,4	-0,1	
Verschuldung										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 Q2	113,8	69,6	19,6	58,9	207,5	122,7	113,7	155,7	111,4	
Q3	111,5	69,3	19,7	57,4	201,6	121,7	115,0	154,6	109,0	
Q4	108,4	69,3	18,1	55,3	193,3	118,4	112,5	150,8	103,6	
2022 Q1	107,9	68,2	17,6	53,1	189,3	117,7	114,4	152,6	104,9	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 Q2	-7,7	-5,4	-0,5	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,5	-5,0
Q3	-6,3	-3,5	-0,2	-8,0	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,9	-4,4
Q4	-7,3	-1,0	0,9	-7,9	-2,6	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,7
2022 Q1	-5,1	0,0	0,8	-8,0	-1,5	-3,9	-1,5	-4,1	-5,4	-2,0
Verschuldung										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	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	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 Q2	43,2	44,6	26,1	58,8	54,5	86,4	135,3	80,1	61,1	74,5
Q3	43,5	45,1	25,3	56,3	52,8	84,5	130,6	79,7	61,2	73,8
Q4	44,8	44,3	24,3	56,4	52,4	83,0	127,4	74,7	63,1	72,3
2022 Q1	42,8	40,4	22,3	57,6	50,7	84,1	127,0	75,1	62,4	71,9

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2022

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 7. September 2022.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-22-006-DE-N (Online-Version)