



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2022



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Überblick	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	11
2 Konjunkturerwicklung	20
3 Preise und Kosten	29
4 Finanzmarktentwicklungen	37
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	43
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	52
Kästen	57
1 Inflationsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten	57
2 Einführung des Euro in Kroatien	65
3 Auswirkung höherer Energiepreise auf den Konsum von Waren und Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet	71
4 Lohndynamik in den Euro-Ländern seit Beginn der Pandemie	76
5 Zusammenhang zwischen dem Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln und dem Konjunkturzyklus – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage	82
6 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 27. Juli bis zum 1. November 2022	88
7 Informationsgehalt der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für die zukünftige Kreditentwicklung	96
8 Übersichten über die Haushaltsplanung 2023 – Bedeutung für die finanzpolitische Ausrichtung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets	105
Aufsätze	110
1 Das Pandemie-Notfallankaufprogramm: ein erstes Fazit	110
2 Lohnentwicklung und die maßgeblichen Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie	137
Statistik	161

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

Der EZB-Rat hat am 15. Dezember 2022 beschlossen, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben, und geht aufgrund der erheblich nach oben korrigierten Inflationssaussichten davon aus, dass er sie weiter erhöhen wird. Der EZB-Rat ist insbesondere der Auffassung, dass die Zinsen noch deutlich und in gleichmäßigem Tempo steigen müssen, um ein ausreichend restriktives Niveau zu erreichen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel gewährleistet. Ein restriktives Zinsniveau wird im Laufe der Zeit die Inflation senken, indem es die Nachfrage dämpft, und zugleich dem Risiko vorbeugt, dass sich die Inflationserwartungen dauerhaft nach oben verschieben. Die Leitzinsbeschlüsse des EZB-Rats werden auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung gefasst.

Die EZB-Leitzinsen sind das wichtigste Instrument des EZB-Rats bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses. Auf der Dezember-Sitzung des EZB-Rats wurden auch Grundsätze für die Normalisierung der vom Eurosystem zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierbestände erörtert. Ab Anfang März 2023 werden sich die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo verringern, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder anlegen wird. Bis zum Ende des zweiten Quartals 2023 werden die Bestände monatlich im Durchschnitt um 15 Mrd € reduziert. Das Abbautempo danach wird im Zeitverlauf festgelegt.

Auf seiner Sitzung im Februar 2023 wird der EZB-Rat die genauen Parameter zur Verringerung der APP-Bestände bekannt geben. Er wird das Tempo zum Abbau des APP-Portfolios regelmäßig neu beurteilen, um die dauerhafte Vereinbarkeit mit der Strategie und dem Kurs der Geldpolitik insgesamt sicherzustellen, die Funktionsfähigkeit des Marktes aufrechtzuerhalten und die kurzfristigen Geldmarktbedingungen weiterhin sicher steuern zu können. Bis Ende 2023 wird der EZB-Rat auch seinen Handlungsrahmen zur Steuerung der kurzfristigen Zinssätze überarbeiten. Daraus werden sich Informationen zum Ende des Bilanznormalisierungsprozesses ergeben.

Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung im Dezember 2022 beschlossen, die Leitzinsen anzuheben, da die Inflation nach wie vor deutlich zu hoch ist und den Projektionen zufolge zu lange über dem Zielwert bleiben wird. Aus demselben Grund geht er davon aus, dass er die Zinsen weiter deutlich erhöhen wird. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge lag die Inflation im November bei 10,0 % und damit leicht unter dem Wert des Vormonats (10,6 %). Hauptursache des Rückgangs war ein geringerer Anstieg der Energiepreise. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln und der

zugrunde liegende Preisdruck in der gesamten Wirtschaft haben zugenommen und werden für einige Zeit anhalten. Vor dem Hintergrund der außergewöhnlich hohen Unsicherheit haben die Fachleute des Eurosystems ihre Inflationsprojektionen deutlich nach oben korrigiert. Sie gehen inzwischen davon aus, dass die durchschnittliche Teuerungsrate 2022 bei 8,4 % liegen wird, um 2023 dann auf 6,3 % zu sinken, wobei die Inflation im Jahresverlauf merklich zurückgehen sollte. Im Jahr 2024 wird die durchschnittliche Inflation den Projektionen zufolge bei 3,4 % und 2025 bei 2,3 % liegen. Die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte 2022 im Durchschnitt bei 3,9 % liegen und 2023 auf 4,2 % steigen, bevor sie sich 2024 auf 2,8 % und 2025 auf 2,4 % verringern wird.

Im vierten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 könnte die Wirtschaft im Euroraum schrumpfen. Ursächlich hierfür sind die Energiekrise, die hohe Unsicherheit, die weltweit nachlassende Wirtschaftstätigkeit sowie verschärfte Finanzierungsbedingungen. Laut den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2022 wäre eine Rezession relativ kurz und milde. Das Wachstum dürfte sich im Jahr 2023 dennoch verhalten entwickeln und ist gegenüber den von Fachleuten der EZB erstellten September-Projektionen deutlich nach unten korrigiert worden. Über die kurze Frist hinaus dürfte sich das Wachstum erholen, sobald der derzeitige Gegenwind abflaut. Insgesamt gehen die Projektionen vom Dezember 2022 nun von einem Wirtschaftswachstum von 3,4 % für 2022, 0,5 % für 2023, 1,9 % für 2024 und 1,8 % für 2025 aus.

Konjunktorentwicklung

Die Aussichten für die Weltwirtschaft haben sich vor dem Hintergrund der erhöhten geopolitischen Unsicherheit, der hohen und weiter steigenden Inflation und der restriktiven Finanzierungsbedingungen verschlechtert. Den Projektionen vom Dezember 2022 zufolge wird die Wachstumsrate des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) im Jahr 2023 auf 2,6 % und damit unter ihren langfristigen Durchschnitt fallen, bevor sie sich 2024 und 2025 wieder allmählich auf 3,1 % bzw. 3,3 % erholen wird. Dieser Ausblick ist schwächer als noch in den September-Projektionen. Die Aussichten für den Welthandel und für die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet haben sich gegenüber den Projektionen vom September ebenfalls eingetrübt. Der globale Preisdruck ist angesichts der noch immer relativ robusten Nachfrage, der angespannten Lage an den Arbeitsmärkten und der hohen Nahrungsmittelpreise nach wie vor breit angelegt und erhöht. Mit der Stabilisierung der Rohstoffmärkte und der Abschwächung des Wachstums dürfte er aber nachlassen. In einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld sind die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen für das globale Wirtschaftswachstum insgesamt abwärtsgerichtet und jene für den weltweiten Preisdruck aufwärtsgerichtet.

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum verlangsamte sich im dritten Quartal 2022 auf 0,3 %. Die hohe Inflation und verschärfte Finanzierungsbedingungen wirken dämpfend auf Ausgaben und Produktion, da sie die Realeinkommen der privaten Haushalte verringern und die Kosten der Unternehmen in die Höhe treiben. Auch die

Weltwirtschaft verlangsamt sich vor dem Hintergrund der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit, die vor allem aus dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung erwächst, sowie aufgrund der weltweit verschärften Finanzierungsbedingungen. Die vergangene Verschlechterung der Terms of Trade, in der sich der raschere Anstieg der Import- gegenüber den Exportpreisen widerspiegelt, belastet auch weiterhin die Kaufkraft im Euroraum.

Was die positiven Entwicklungen betrifft, so erhöhte sich die Beschäftigung im dritten Quartal um 0,3 %, und die Arbeitslosenquote fiel im Oktober mit 6,5 % auf einen neuen historischen Tiefstand. Die verloren gegangene Kaufkraft dürfte zu einem gewissen Grad durch höhere Löhne aufgewogen werden, wodurch der Konsum gestützt würde. Im Zuge der konjunkturellen Abschwächung dürften allerdings weniger neue Arbeitsplätze entstehen, und die Arbeitslosigkeit könnte in den kommenden Quartalen zunehmen.

Die Aussichten für das Euro-Währungsgebiet haben sich angesichts der gegenüber den September-Projektionen schwächeren Wachstumsleistung und der höheren und langlebigeren Inflation etwas eingetrübt. Die Fachleute erwarten nun um den Jahreswechsel 2022/2023 eine kurze und milde Rezession im Euroraum. In Anbetracht der wirtschaftlichen Folgen des Krieges gegen die Ukraine und des hierdurch geschürten starken Inflationsdrucks ist das Verbraucher- und Unternehmensvertrauen verhalten geblieben, während die realen verfügbaren Einkommen erodieren und die Produktion durch den rapide zunehmenden Kostendruck, insbesondere in energieintensiven Branchen, belastet wird. Zu einem Teil dürften die negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft durch finanzpolitische Maßnahmen abgemildert werden. Außerdem legen hohe Vorräte an Erdgas und die anhaltenden Anstrengungen, die entsprechende Nachfrage zu verringern und russisches Gas durch Erdgas aus alternativen Quellen zu ersetzen, die Erwartung nahe, dass sich im Eurogebiet energiebedingt erzwungene Produktionskürzungen im Projektionszeitraum vermeiden lassen. Gleichwohl wird das Risiko von Störungen in der Energieversorgung vor allem im Winter 2023/2024 weiterhin erhöht sein. Mittelfristig ist davon auszugehen, dass mit einem wieder zu einem Gleichgewicht zurückfindenden Energiemarkt auch die Unsicherheit nachlässt und die Realeinkommen steigen werden. Infolgedessen dürfte sich das Wirtschaftswachstum trotz ungünstigerer Finanzierungsbedingungen erholen, auch dank einer anziehenden Auslandsnachfrage und der Auflösung noch verbliebener Lieferengpässe. Der Arbeitsmarkt sollte sich gegenüber der bevorstehenden milden Rezession weiterhin als relativ widerstandsfähig erweisen, was eine Arbeitskräftehortung bei noch immer erheblichem Arbeitskräftemangel widerspiegelt. Insgesamt dürfte sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des realen BIP merklich verlangsamen, und zwar von 3,4 % im Jahr 2022 auf 0,5 % im Jahr 2023, und anschließend wieder auf 1,9 % im Jahr 2024 und 1,8 % im Jahr 2025 ansteigen. Der Ausblick für das BIP-Wachstum 2022 ist gegenüber den September-Projektionen aufgrund unverhofft positiver Daten vom Sommer um 0,3 Prozentpunkte nach oben sowie für 2023 um 0,4 Prozentpunkte nach unten korrigiert worden, während der Wert für 2024 unverändert ist.

Der Haushaltssaldo im Eurogebiet wird sich den Dezember-Projektionen zufolge im Jahr 2023 verschlechtern und danach wieder eine Entwicklung zum Besseren einschlagen, während die Staatsverschuldung über den gesamten Projektionszeitraum hinweg abnehmen dürfte. Nach einer geschätzten Verbesserung auf -3,5 % des BIP im Jahr 2022 (gegenüber -5,1 % des BIP 2021) wird sich der Haushaltssaldo 2023 laut Projektionen auf -3,7 % des BIP belaufen. Mit weiteren Verbesserungen des Saldos wird für 2024 und in geringerem Maße auch für 2025 (-2,6 % des BIP) gerechnet. Damit bleibt er jedoch noch deutlich hinter dem Vorpandemieniveau (-0,6 %) zurück. Nach dem kräftigen Anstieg im Jahr 2020 dürfte die aggregierte Staatsverschuldung im Eurogebiet über den Projektionszeitraum auf 88 % des BIP im Jahr 2025 zurückgehen, damit jedoch nach wie vor über dem Stand vor der Pandemie (84 % des BIP) liegen. Der erwartete Rückgang resultiert vor allem aus günstigen Zins-Wachstums-Differenzialen aufgrund des nominalen BIP-Wachstums, was die anhaltenden (wenngleich rückläufigen) Primärdefizite mehr als ausgleicht.

Finanzpolitische Stützungsmaßnahmen zur Abschirmung der Wirtschaft vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise sollten zeitlich begrenzt, zielgerichtet und so ausgestaltet sein, dass Anreize zur Drosselung des Energieverbrauchs gewahrt bleiben. Finanzpolitische Maßnahmen, die diesen Grundsätzen nicht gerecht werden, dürften den Inflationsdruck verschärfen, was eine stärkere Reaktion der Geldpolitik erfordern würde. Außerdem sollte die Finanzpolitik im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung nach und nach zurückzuführen. Eine Politik, die – gerade im Energiesektor – auf eine Verbesserung der Angebotskapazität ausgerichtet ist, kann dazu beitragen, den Preisdruck auf mittlere Sicht zu verringern. Daher sollten die Staaten ihre Investitions- und Strukturreformpläne im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ zügig umsetzen. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte zeitnah abgeschlossen werden.

Inflation

Die Inflation sank im November auf 10,0 %, was vor allem durch den geringeren Anstieg der Energiepreise, aber auch durch den etwas niedrigeren Preisauftrieb bei den Dienstleistungen bedingt war. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln nahm jedoch weiter zu und stieg auf 13,6 %, da die hohen Vorleistungskosten der Nahrungsmittelproduktion auf die Verbraucherpreise durchschlugen. Der Preisdruck ist sektorübergreifend nach wie vor hoch, was zum Teil auf die gesamtwirtschaftlichen Folgen der hohen Energiekosten zurückzuführen ist. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet belief sich die Inflation im November unverändert auf 5,0 %, und auch andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation weisen ein hohes Niveau auf.

Finanzpolitische Maßnahmen, durch die den privaten Haushalten ein Ausgleich für die hohen Energiepreise und die hohe Inflation gewährt werden soll, dürften die Teuerung im Jahr 2023 zunächst dämpfen, dann aber wieder ansteigen lassen,

wenn sie zurückgenommen werden. Die Lieferengpässe bilden sich allmählich zurück, wenngleich sie nach wie vor inflationssteigernd wirken und vor allem die Warenpreise in die Höhe treiben. Dasselbe gilt für die Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen: Der Effekt der aufgestauten Nachfrage schwächt sich zwar ab, verleiht den Preisen – vor allem im Dienstleistungssektor – aber weiterhin Auftrieb. Die Abwertung des Euro im Jahr 2022 wirkt zudem weiter auf die Verbraucherpreise durch.

Das Lohnwachstum nimmt – gestützt durch robuste Arbeitsmärkte und eine gewisse Aufholdynamik der Löhne zum Ausgleich der hohen Inflation – zu. Da diese Faktoren fortbestehen dürften, rechnen die Fachleute des Eurosystems in ihren Projektionen vom Dezember 2022 mit deutlich über den historischen Durchschnittswerten liegenden Lohnzuwächsen, die die Inflation über den gesamten Projektionszeitraum hinweg anheizen dürften. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %, wobei weitere Korrekturen einiger Indikatoren auf Werte oberhalb des Inflationsziels allerdings eine fortgesetzte Beobachtung erfordern.

Vor dem Hintergrund der außergewöhnlich großen Unsicherheit haben die Eurosystem-Fachleute ihre Projektionen für die Inflation merklich nach oben korrigiert. Es wird erwartet, dass die Teuerungsrate von durchschnittlich 8,4 % im Jahr 2022 auf 6,3 % im Jahr 2023 zurückgehen wird. Dabei dürfte die Inflation von 10 % im letzten Quartal 2022 auf 3,6 % im Schlussquartal 2023 sinken. Die durchschnittliche Inflation sollte den Projektionen zufolge dann im Jahr 2024 bei 3,4 % und 2025 bei 2,3 % liegen. Maßgeblich für diesen Rückgang über den Projektionszeitraum hinweg sind kräftige, im Jahresverlauf 2023 auftretende abwärtsgerichtete Basiseffekte bei den Energiepreisen, die sich allmählich einstellende Wirkung der im Dezember 2021 begonnenen Normalisierung der Geldpolitik der EZB, die schwächeren Wachstumsaussichten und der auf Basis der Terminpreisentwicklung unterstellte Rückgang der Preise für Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe sowie die Annahme, dass die längerfristigen Inflationserwartungen ihre Verankerung behalten. In der zweiten Jahreshälfte 2025 dürfte die Gesamtinflation auf das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % zurückkehren, wobei die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel über den gesamten Zeithorizont hinweg indes bei über 2 % verbleiben wird. Den Ausschlag für diese Persistenz geben verzögerte indirekte Effekte der hohen Energiepreise und die – ungeachtet der jüngsten leichten Aufwertung – vergangene starke Euro-Abwertung sowie die robusten Arbeitsmärkte und die Inflationsausgleichseffekte auf die Löhne. Letztere dürften in nominaler Betrachtung deutlich über den historischen Durchschnittsraten liegende Zuwächse aufweisen (in realer Rechnung jedoch im gesamten Projektionszeitraum unter dem Stand bleiben, der vor dem Krieg in der Ukraine zu beobachten war). Im Vergleich zu den September-Projektionen wurde die Gesamtinflation spürbar nach oben korrigiert, und zwar für 2022 um 0,3 Prozentpunkte, für 2023 um 0,8 Prozentpunkte und für 2024 um 1,1 Prozentpunkte. Dafür verantwortlich waren zuletzt von den Erwartungen abweichende Daten, eine Neubewertung der Stärke und Persistenz des Preisdrucks und seines Durchwirkens, ein kräftigeres Lohnwachstum und die Verteuerung der Nahrungsmittelrohstoffe. Diese Aufwärtseffekte sorgten dafür, dass die

inflationssenkenden Beiträge der niedrigeren Preisannahmen für Öl-, Gas- und Strom, des rascheren Abbaus von Lieferengpässen, der jüngsten Euro-Aufwertung und der schwächeren Wachstumsaussichten überkompensiert wurden. Dabei gilt es zu beachten, dass die seit den Projektionen vom September 2022 neu beschlossenen finanzpolitischen Maßnahmen, die mehrheitlich auf eine Verringerung des Energiepreisanstiegs im Jahr 2023 ausgerichtet sind, die Aufwärtskorrektur der Inflation im laufenden Jahr abmildern. Allerdings tragen sie zugleich wesentlich zur Aufwärtsrevision für das Jahr 2024 bei, weil zahlreiche dieser Maßnahmen wohl auslaufen werden.

Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind abwärtsgerichtet. Das gilt insbesondere auf kurze Sicht. So stellt der Krieg gegen die Ukraine nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft dar. Die Energie- und Nahrungsmittelkosten könnten ebenfalls dauerhaft höher bleiben als erwartet. Sollte sich die Weltwirtschaft unerwartet stark abschwächen, könnte dies das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten.

Die Inflationsaussichten sind überwiegend mit Aufwärtsrisiken behaftet. Auf kurze Sicht könnte der bestehende Preisdruck dazu führen, dass die Endkundenpreise für Energie und Nahrungsmittel stärker steigen als erwartet. Auf mittlere Sicht erwachsen Risiken vor allem aus Binnenfaktoren wie beispielsweise einem anhaltenden Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem 2 %-Zielwert der EZB oder unerwartet kräftigen Lohnzuwachsen. Sinkende Energiekosten oder eine weiter abnehmende Nachfrage würden den Preisdruck indessen verringern.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Im Zuge der geldpolitischen Straffung durch die EZB wird die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte teurer. Die Unternehmenskreditvergabe der Banken bleibt robust, da die Firmen Anleihen durch Bankkredite ersetzen und ihre höheren Produktions- und Investitionskosten über Kredite finanzieren. Private Haushalte nehmen weniger Kredite auf, weil die Kreditrichtlinien verschärft worden sind, die Zinsen steigen, die Aussichten für den Wohnimmobilienmarkt sich eintrüben und das Verbrauchervertrauen abnimmt.

Im Einklang mit der geldpolitischen Strategie nimmt der EZB-Rat zweimal im Jahr eine eingehende Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Seit der letzten Beurteilung vom Juni 2022 haben sich die Rahmenbedingungen für die Finanzstabilität verschlechtert. Zurückzuführen ist dies auf eine schwächere Wirtschaft und steigende Kreditrisiken. Vor dem Hintergrund der eingetrübten Wirtschaftsaussichten und der schlechteren Lage der öffentlichen Finanzen sind die Staaten zudem anfälliger geworden. Restriktivere Finanzierungsbedingungen würden in der mittleren Frist dem Aufbau von

Schwachstellen im Finanzsystem entgegenwirken und Extremrisiken für die Inflation senken. Kurzfristig würden sie jedoch das Risiko systemischen Stresses und die Abwärtsrisiken für das Wachstum erhöhen. Außerdem könnte die Marktvolatilität durch den Liquiditätsbedarf von Finanzinstituten, die nicht dem Bankensektor angehören, verstärkt werden. Gleichwohl verfügen die Banken im Euroraum über eine komfortable Kapitalausstattung, die dazu beiträgt, die Nebenwirkungen der strafferen Geldpolitik für die Finanzstabilität abzumildern. Die makroprudenzielle Politik stellt weiterhin die erste Verteidigungslinie dar, wenn es darum geht, Finanzstabilität sicherzustellen und mittelfristigen Anfälligkeiten gegenzusteuern.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat hat auf seiner Dezember-Sitzung beschlossen, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben, und geht aufgrund der erheblich nach oben korrigierten Inflationsaussichten davon aus, dass er sie weiter erhöhen wird. Dementsprechend wurden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 21. Dezember 2022 auf 2,50 %, 2,75 % bzw. 2,00 % erhöht. Der EZB-Rat ist der Auffassung, dass die Zinsen noch deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo steigen müssen, um ein ausreichend restriktives Niveau zu erreichen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel gewährleistet. Ein anhaltend restriktives Zinsniveau wird im Laufe der Zeit die Inflation senken, indem es die Nachfrage dämpft, und zugleich dem Risiko vorbeugen, dass sich die Inflationserwartungen dauerhaft nach oben verschieben. Die Leitzinsbeschlüsse des EZB-Rats werden auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung gefasst.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere bis Ende Februar 2023 weiterhin bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anzulegen. Im Anschluss wird sich das APP-Portfolio in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo verringern, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder anlegen wird. Bis zum Ende des zweiten Quartals 2023 werden die Bestände monatlich im Durchschnitt um 15 Mrd € reduziert. Das Abbautempo danach wird im Zeitverlauf festgelegt. Was das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) anbelangt, so 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. Der EZB-Rat wird bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des PEPP weiterhin flexibel agieren, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

Vor dem Hintergrund von Rückzahlungen der Banken im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wird der EZB-Rat in regelmäßigen

Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen.

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig zum Zielwert von 2 % zurückkehrt. Das Instrument zur Absicherung der Transmission (TPI) steht zur Verfügung, um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik in allen Euro-Ländern darstellen. Somit ermöglicht es dem EZB-Rat eine effektivere Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Aussichten für die Weltwirtschaft haben sich vor dem Hintergrund der verstärkten geopolitischen Unsicherheit, der hohen und weiter steigenden Inflation sowie der restriktiven Finanzierungsbedingungen eingetrübt. Gemäß den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2022 wird sich das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) im Jahr 2023 auf 2,6 % verlangsamen und damit unter den langfristigen Durchschnittswert sinken, bevor es sich 2024 und 2025 sukzessive auf 3,1 % bzw. 3,3 % erholt. Dieser Ausblick ist schwächer als in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2022 angenommen. Auch die Aussichten für den Welthandel und die Auslandsnachfrage im Eurogebiet haben sich gegenüber den Projektionen vom September verschlechtert. Angesichts der immer noch relativ robusten Nachfrage, der angespannten Arbeitsmarktlage und der hohen Nahrungsmittelpreise ist der Preisdruck weltweit nach wie vor breit angelegt und erhöht. Im Zuge der Stabilisierung der Rohstoffmärkte und der Wachstumsabschwächung dürfte er sich jedoch verringern. In einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld sind die Risiken in Bezug auf die Basisprojektionen für das Weltwirtschaftswachstum insgesamt abwärtsgerichtet und für den globalen Preisdruck aufwärtsgerichtet.

Die Weltwirtschaft wurde über das Jahr 2022 hinweg von verschiedenen Schocks heimgesucht, die das Wachstumstempo gedrosselt haben und die globalen Aussichten auch im weiteren Verlauf belasten werden. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine erschüttert nach wie vor die Rohstoffmärkte für Energie und Nahrungsmittel. Die Energiepreise sind zwar seit den September-Projektionen der EZB gesunken, bleiben aber volatil. Zudem schürt der Krieg insbesondere in den Schwellenländern die Ungewissheit hinsichtlich der Nahrungsmittelsicherheit. In China wird die Konjunktur durch die bisher (zumindest bis zur Finalisierung der Dezember-Projektionen) verfolgte Null-Covid-Politik und die Rezession im Wohnimmobiliensektor weiter belastet. In den großen Industrieländern ging die wirtschaftliche Abkühlung im Jahr 2022 auf eine nachlassende Nachfrage und den zu Jahresbeginn eingeleiteten geldpolitischen Straffungszyklus zurück. Gestützt wurde die Konjunktur dagegen bis zum dritten Quartal durch den seit dem Frühjahr verzeichneten Abbau der pandemiebedingten Restriktionen und Lieferkettenengpässe sowie durch die sinkenden Energiepreise.

Umfragedaten deuten weiterhin auf eine breit angelegte konjunkturelle Abschwächung zum Jahreswechsel hin, die sich besonders in den Industrieländern manifestiert. Die globalen zusammengesetzten Einkaufsmanagerindizes (EMIs) (ohne Euroraum) erreichten im Juni einen Höchststand und sind seitdem rückläufig. Im November sanken die EMIs in den Industrieländern (ohne Euroraum) und Schwellenländern sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor weiter unter die neutrale Schwelle (siehe Abbildung 1). Im vierten Quartal 2022 wird sich das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) den Schätzungen zufolge auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal verlangsamen, verglichen mit 1,1 % im dritten Jahresviertel. Darin spiegeln sich der nach wie vor hohe und beharrliche Inflationsdruck sowie die

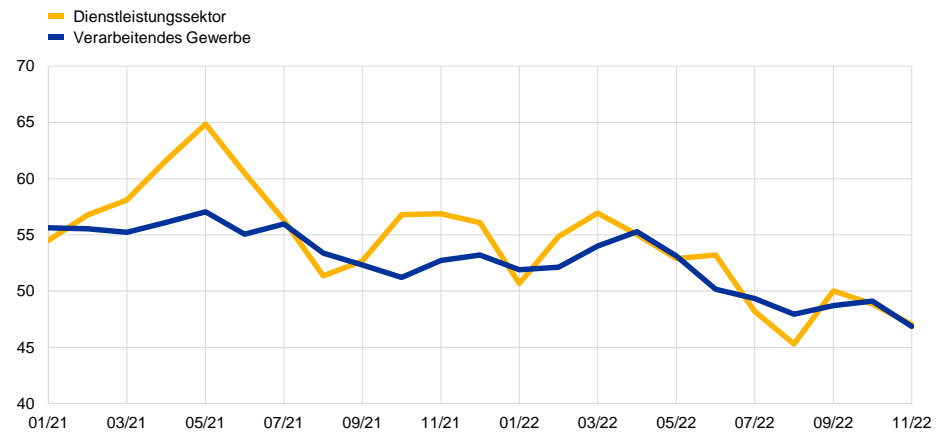
restriktiven Finanzierungsbedingungen wider. Die beiden Faktoren schmälern weiterhin das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und deren während der Pandemie aufgebaute Ersparnisse. Im Vergleich zu den September-Projektionen wurde das Wachstum im Schlussquartal um 0,5 Prozentpunkte nach unten korrigiert, was durch schwächere Wachstumsannahmen sowohl für die Industrie- als auch die Schwellenländer bedingt war.

Abbildung 1

EMI für die Produktion in den Industrie- und Schwellenländern nach Sektoren

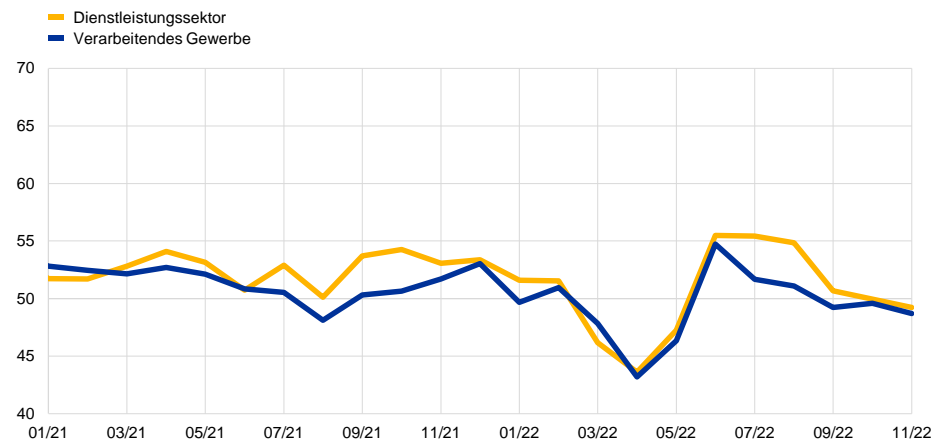
a) Industrieländer (ohne Euroraum)

(Diffusionsindizes)



b) Schwellenländer

(Diffusionsindizes)



Quellen: S&P Global und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022.

Das Wachstum des weltweiten realen BIP (ohne Euroraum) wird sich den Projektionen zufolge 2023 verringern und in den Jahren 2024 und 2025 allmählich erholen.

Im Jahr 2022 hat sich das globale BIP-Wachstum auf 3,3 % verlangsamt. Gemäß den Projektionen wird es 2023 weiter auf 2,6 % sinken, was einem beträchtlichen Wachstumsrückgang in den Industrieländern, beispielsweise den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, zuzuschreiben ist. Einige Schwellenländer dürften dem gegenwärtigen konjunkturellen Gegenwind besser standhalten, da sie im Vergleich zu früheren geldpolitischen Straffungszyklen

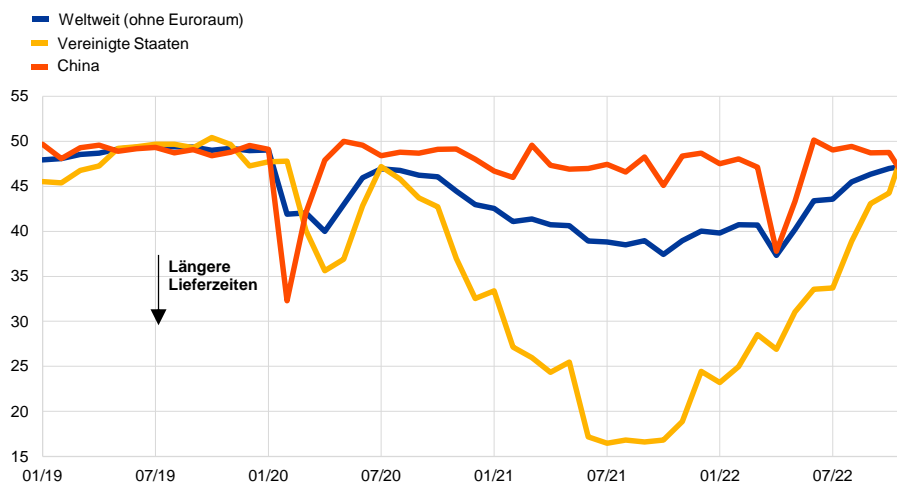
weniger makrofinanzielle Anfälligkeiten aufweisen. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die niedrigere Inflation, die geringere Verschuldung in US-Dollar und geringere Wechselkursverzerrungen. Gleichwohl sind auch diese Volkswirtschaften nach wie vor durch eine große Heterogenität gekennzeichnet, und die Aussichten für einige dieser Länder bleiben fragil. Ein Beispiel hierfür ist China, wo Probleme im Wohnimmobiliensektor und der jüngste Wiederanstieg der Corona-Infektionen (Covid-19) als Gründe zu nennen sind. Gedämpft werden die Wachstumsaussichten der Schwellenländer durch eine schwächere Wirtschaftsentwicklung in den Ländern Lateinamerikas und eine sich verschärfende Rezession in Russland (ungeachtet einer erneut deutlichen Wachstumskorrektur nach oben, vor allem für das Jahr 2022). Gegenüber den Stabsprojektionen der EZB vom September 2022 wurde das Wachstum des globalen realen BIP (ohne Euroraum) für 2022 um 0,4 Prozentpunkte nach oben revidiert, für 2023 und 2024 dagegen um 0,4 Prozentpunkte bzw. 0,3 Prozentpunkte nach unten angepasst.

Die nachlassende Aktivität im verarbeitenden Gewerbe dürfte den Welthandel zum Jahreswechsel belasten. Im ersten Halbjahr 2022 konnte sich der internationale Handel relativ gut behaupten, da die negativen Folgen des Krieges in der Ukraine und die anhaltenden Lieferengpässe nach der Aufhebung der Corona-Maßnahmen teilweise durch eine Erholung der Reise- und Verkehrsdienstleistungen ausgeglichen wurden. Seit Juli hat sich die Dynamik des globalen Warenhandels (ohne Euroraum; gemessen als Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) aufgrund der Wachstumsschwäche in den Industrieländern verringert. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft (ohne Euroraum), der ein aktuellerer Indikator des Welthandels ist, blieb ebenfalls im kontraktiven Bereich. Die Spannungen in den Lieferketten gehen Schritt für Schritt weiter zurück, wenngleich die mit Covid-19 verbundenen Entwicklungen in China insbesondere auf kurze Sicht ein potenzielles Abwärtsrisiko darstellen. Der globale EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer (ohne Euroraum) verbesserte sich im November weiter auf 47,3 Punkte und überschritt in den Vereinigten Staaten die neutrale Schwelle von 50 Zählern. In China sank der Indikator indes von 48,7 auf 45,4 Punkte (siehe Abbildung 2), was in erster Linie dadurch bedingt war, dass die Corona-Maßnahmen im November angesichts des wieder aufflammenden Infektionsgeschehens erneut verschärft wurden. Die Lage bleibt allerdings äußerst ungewiss, da die Behörden die Maßnahmen Anfang Dezember wieder gelockert haben und den Eintritt in eine neue Phase der Virusbekämpfung in Betracht ziehen.

Abbildung 2

EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer

(Index)



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

Die Wachstumsaussichten für den Welthandel haben sich im Einklang mit den Projektionen für die Weltwirtschaft eingetrübt.

Das Wachstum der weltweiten Einfuhren (ohne Euroraum) belief sich im Jahr 2022 auf 5,6 %. Den Projektionen zufolge wird es jedoch 2023 auf 1,9 % zurückgehen, bevor es sich 2024 auf 3,3 % beschleunigt und im Jahr 2025 stabil entwickelt. Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums ist 2022 um schätzungsweise 6,0 % gestiegen. Im Jahr 2023 dürfte sich die Dynamik indessen deutlich (auf 1,2 %) abschwächen, weil die Wachstumsaussichten einiger wichtiger Handelspartner des Euro-Währungsgebiets ungünstiger geworden sind. Für die Jahre 2024 und 2025 wird projiziert, dass sich die Auslandsnachfrage entsprechend der Entwicklung der globalen Importe um rund 3,0 % ausweiten wird. Im Vergleich zu den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2022 wurde die Auslandsnachfrage im Euroraum für 2022 nach oben korrigiert. Hintergrund dafür ist, dass die Handelsdynamik in einigen Industrieländern sowie in mittel- und osteuropäischen Ländern außerhalb des Eurogebiets im zweiten Quartal höher ausfiel als zuvor erwartet. Für die Jahre 2023 und 2024 wurde die Auslandsnachfrage allerdings im Einklang mit dem schwächeren Wirtschaftswachstum nach unten revidiert. Dies dürfte jedoch 2023 durch einen besseren Handelsausblick Russlands teilweise ausgeglichen werden, obwohl dessen Gewicht an der Auslandsnachfrage im Euroraum kräftig nach unten korrigiert wurde.¹

¹ Die Gewichte der Auslandsnachfrage im Euroraum werden normalerweise anhand gleitender Mehrjahresdurchschnitte aktualisiert. In diesem Fall wurde jedoch auf Basis von Handelsdaten für das zweite Quartal 2022 kurzfristig eine Herabstufung des russischen Gewichts von 2,9 % auf 1,5 % vorgenommen, die ab dem ersten Quartal 2023 greifen wird. Damit soll den erheblich eingeschränkten Handelsbeziehungen sowie der Grundannahme der Basisprojektionen, wonach die Sanktionen über den gesamten Projektionszeitraum hinweg in Kraft bleiben, Rechnung getragen werden.

Der Inflationsdruck ist weltweit nach wie vor hoch und breit angelegt. Dies ist Ausdruck der noch immer recht robusten Nachfrage, der angespannten Arbeitsmarktlage sowie der hohen Nahrungsmittelpreise. Der auf die Energiepreise zurückgehende Inflationsdruck lässt indes vor dem Hintergrund sinkender Notierungen allmählich nach. Die jährliche Gesamtinflation in den OECD-Ländern (ohne Türkei) stieg infolge der Verteuerung von Nahrungsmitteln von 8,2 % im September 2022 auf 8,3 % im Oktober.² Damit verringerte sich die Dynamik der Gesamtinflation (ohne Türkei) – gemessen anhand des annualisierten Dreimonatswachstums – den fünften Monat in Folge auf nunmehr 5,9 %, und der Trend eines nachlassenden Preisdrucks setzte sich fort (siehe Abbildung 3). Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums halten sich den Projektionen zufolge auf kurze Sicht weiter auf erhöhtem Niveau, sollten in der Folge aber zurückgehen, da die Rohstoffnotierungen nachgeben und der Preisdruck sinkt. Dieser projizierte Pfad liegt geringfügig unter dem kurzfristigen Ausblick, der in den September-Projektionen zugrunde gelegt wurde. Ausschlaggebend hierfür sind die niedrigeren Preisannahmen für Rohstoffe und der rückläufige inländische Preisdruck in den Wettbewerbsländern des Eurogebiets.

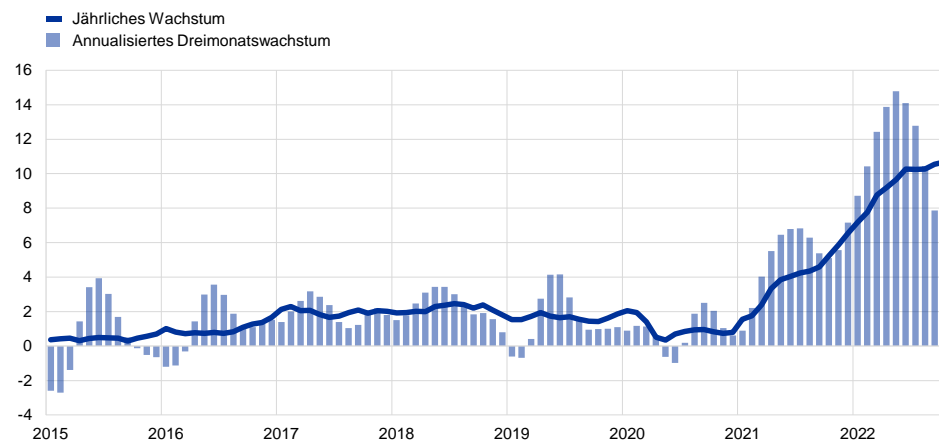
² Die Daten zur Inflationsentwicklung im OECD-Raum umfassen nicht die Türkei. Grund hierfür ist, dass dort im Oktober 2022 eine jährliche Gesamtteuerungsrate auf der Verbraucherstufe von 85,5 % ausgewiesen wurde und das Land daher als Ausreißer unter den OECD-Staaten zu betrachten ist.

Abbildung 3

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

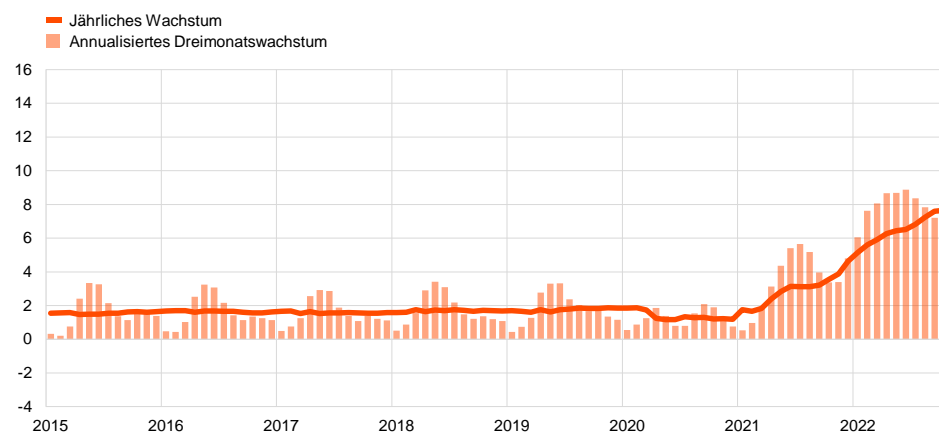
a) Gesamtinflation

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



b) Kerninflation

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



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: OECD-Aggregate jeweils ohne die Türkei. Unter Einbeziehung der Türkei ergäben sich für die OECD-Staaten im Oktober eine jährliche Gesamtinflation von 10,7 % und eine jährliche Kerninflation von 7,6 % (hier nicht ausgewiesen). Im September lagen die entsprechenden Werte bei 10,5 % bzw. 7,6 %. Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

Öl und Gas notierten unter den im September 2022 projizierten Werten. Der Abwärtsdruck auf die Ölpreise resultierte aus einer geringeren Nachfrage infolge der weltweiten konjunkturellen Abkühlung und der Lockdowns in China. Durch den Nachfragerückgang wurde die im November erfolgte Senkung der OPEC+-Förderziele mehr als ausgeglichen. In Bezug auf die Auswirkungen des EU-Embargos und der von den G-7-Staaten beschlossenen Preisobergrenze für russisches Öl, die am 5. Dezember in Kraft traten, herrscht indes noch große Unsicherheit. Der Rückgang der europäischen Gaspreise spiegelte die sehr milde Witterung im Oktober und Anfang November wider. Im Zusammenwirken mit der schwächeren Gasnachfrage der Industrie und der in diesem Jahr unternommenen Anstrengungen, Ersatz für russisches Gas zu finden, führte dies dazu, dass die Gasspeicher in der EU Mitte November nahezu vollständig gefüllt waren. Ab der zweiten Novemberhälfte zogen die Gaspreise jedoch – im Einklang mit den zuvor

verzeichneten Preisen für Terminkontrakte – aufgrund der niedrigeren Temperaturen in Europa wieder etwas an. Die erhöhten Terminpreise für das gesamte Jahr 2023 signalisieren zudem erhebliche angebotsseitige Risiken. Die Notierungen für Nahrungsmittelrohstoffe sanken ebenfalls, wofür in erster Linie ein Rückgang der Kaffeepreise verantwortlich war. Dieser hing mit einer besseren Angebotsprognose für Brasilien für das Jahr 2023 zusammen. Unterdessen entwickelten sich die Weizen- und Maispreise volatil, was auf die Unsicherheit bezüglich der Bereitschaft Russlands zurückzuführen war, den sicheren Korridor für Getreideexporte aus der Ukraine im Schwarzen Meer beizubehalten. Die Metallpreise stiegen an, da Bedenken hinsichtlich des Angebots stärker zu Buche schlugen als die Auswirkungen der weltwirtschaftlichen Eintrübung. Auch die schrittweise Lockerung einiger Corona-Maßnahmen in China verlieh den Metallpreisen zum Ende des Betrachtungszeitraums Auftrieb, obgleich die Wachstumsaussichten in China noch immer sehr unsicher sind.

Die weltweiten Finanzierungsbedingungen haben sich gegenüber der vorangegangenen Projektionsrunde kaum verändert und sind weiterhin restriktiv.

Zunächst wurden die Finanzierungsbedingungen in den Industrie- und Schwellenländern verschärft. Da die Inflationszahlen wiederholt überraschend hoch ausfielen, setzten die Zentralbanken ihre geldpolitische Straffung in hohem Tempo fort. In der Folge stiegen die Anleiherenditen, und die Kurse risikoreicher Vermögenswerte gingen weiter zurück. Nachdem jedoch die am Verbraucherpreisindex gemessene Gesamtsteuerungsrate in den Vereinigten Staaten niedriger als erwartet ausgefallen war, veränderte sich die Stimmung am Markt, weil nun der gemäßigte Pfad der Zinserhöhungen durch das Federal Reserve System eingepreist wurde. Dies ließ die Risikobereitschaft weltweit steigen. Daraufhin kam es im Zuge eines Rückgangs der langfristigen Anleiherenditen, einer Verringerung der Renditeabstände und einer Erholung der Aktienkurse zu einer leichten Lockerung der Finanzierungsbedingungen. Unter dem Strich haben sich die Finanzierungsbedingungen damit im Berichtszeitraum kaum verändert, bleiben aber restriktiv.

In den Vereinigten Staaten wurden nach einem moderaten Abschwung wieder positive Zuwachsraten verzeichnet, wenngleich die zugrunde liegende Inlandsnachfrage schwach blieb.

Die wichtigsten Wachstumstreiber im dritten Quartal waren der Außenbeitrag und die Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus. In der Vorausschau dürfte die inländische Nachfrage verhalten bleiben, da die hohe Inflation und die verschärften Finanzierungsbedingungen das reale verfügbare Einkommen der privaten Haushalte weiter schmälern und den privaten Konsum bremsen. Überdies dürfte der starke Rückgang der Baubeginne, der mit der geringeren Erschwinglichkeit von Wohnraum und den steigenden Hypothekenzinsen zusammenhängt, die Wohnungsbauinvestitionen belasten. Die Gesamtinflation gab im Oktober stärker als erwartet nach und lag bei 7,7 %. Obwohl die Rate im historischen Vergleich noch immer hoch ist, dürfte sie ihren Höchststand erreicht haben, da sich die Preisindizes für Energie und Nahrungsmittel weiter abschwächten. Die jährliche Kerninflation sank unterdessen auf 6,3 %. Den Erwartungen zufolge wird sie sich aber im Jahr 2023 aufgrund des Preisauftriebs bei Dienstleistungen (z. B. hohe Mieten) als beharrlicher erweisen.

In China wird die wirtschaftliche Entwicklung durch die politischen Richtungsänderungen bei der Corona-Bekämpfung und durch die anhaltende Schwäche im Wohnimmobiliensektor getrübt. Im dritten Quartal 2022 erholte sich die Konjunktur zunächst, da die im Zuge einer Infektionswelle im April und Mai ergriffenen Corona-Maßnahmen schrittweise aufgehoben wurden. Gestützt wurde das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal durch eine Belebung der Konsumausgaben und der Investitionen, die trotz der lang andauernden Schwäche im Immobiliensektor dank fiskalischer Stimulierungsmaßnahmen wieder anstiegen. Im Dezember vollzog die chinesische Regierung jedoch überraschend eine Kehrtwende bei ihrer Null-Covid-Politik und hob die pandemiebedingten Beschränkungen zum Großteil auf. In der Folge stiegen die Infektionszahlen rapide an, und auf kurze Sicht wird sich die konjunkturelle Aktivität vermutlich abschwächen. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Wirtschaftstätigkeit über den Projektionshorizont hinweg gedämpft bleiben. Maßgeblich hierfür sind ein länger anhaltender Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen und der unsichere Verlauf der Pandemie. Es wird damit gerechnet, dass das Wachstum des realen BIP den von den Behörden für das Jahr 2022 angestrebten Zielwert von 5,5 % deutlich verfehlen wird. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2022 wurden die Wachstumsaussichten für China für die Jahre 2023 und 2024 merklich nach unten korrigiert. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe fällt nach wie vor moderat aus.

In Japan nahm das reale BIP im dritten Quartal 2022 unerwartet ab, dürfte aber im vierten Quartal wieder in den Wachstumsbereich zurückkehren. Wegen der hohen Importe schrumpfte das reale BIP im dritten Quartal überraschend, während die Binnennachfrage auch dank der Aufhebung der pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen recht stabil blieb. Im Schlussquartal 2022 sollte das reale BIP wieder wachsen. Hintergrund hierfür sind das kontinuierliche Wiederhochfahren der Wirtschaft und verbunden damit auch vermehrte Ausgaben für Dienstleistungen sowie die anhaltende Unterstützung seitens der Politik. Das Wachstum wird sich den Projektionen zufolge über den Prognosezeitraum hinweg leicht abschwächen, da der Beitrag der Auslandsnachfrage angesichts der nachlassenden weltweiten Nachfrage wohl deutlich geringer ausfallen wird. Die jährliche Gesamtinflation erhöhte sich im Jahresverlauf 2022 spürbar, da die Preise für Nahrungsmittel und Energie stiegen und negative Basiseffekte ausliefen. Zwar dürfte die Teuerung kurzfristig in etwa auf dem aktuellen Niveau bleiben, doch wird projiziert, dass sie bis ins Jahr 2023 hinein aufgrund der niedrigeren Rohstoffpreise und eines begrenzten inländischen Preisdrucks allmählich zurückgehen wird.

Im Vereinigten Königreich haben sich die realwirtschaftlichen Aussichten weiter eingetrübt, nachdem es im dritten Jahresviertel zu einer Kontraktion des BIP gekommen war. Die stark anziehenden Verbraucherpreise, die steigenden Hypothekenzinsen und die restriktiven Finanzierungsbedingungen stellen eine erhebliche Belastung für den Konsum und die privaten Investitionen dar. Die im November angekündigten finanzpolitischen Maßnahmen werden das Haushaltsdefizit auf kurze Sicht leicht erhöhen, mittelfristig aber zur Haushaltskonsolidierung beitragen. Aktuell wird erwartet, dass die Wirtschaftsleistung vom dritten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2023 sinken wird. Gleichzeitig ist die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin angespannt, und der um

sich greifende Lohndruck trägt zur Persistenz der hohen Inflation im Land bei. Die steigenden Energiepreise dürften die Verbraucherpreisentwicklung bis zum Schlussquartal 2022 angetrieben haben. Den Erwartungen nach wird die Teuerung ihren Höchststand bei rund 11 % erreichen. Dies liegt deutlich unter dem Niveau, mit dem in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2022 gerechnet wurde. Grund hierfür ist die von der Regierung beschlossene Energiepreisgarantie.

In Russland kam es 2022 zu einer schweren Rezession. Im zweiten Quartal sank das reale BIP deutlich und lag im dritten Vierteljahr weiterhin knapp 5 % unter dem Niveau vor dem Einmarsch in die Ukraine. Damit befindet sich Russland nun in einer schweren Rezession. Dabei waren die Ausfuhren weniger stark rückläufig als zuvor erwartet, während die Einfuhren besonders aus den Ländern, die Sanktionen verhängt haben, wegbrachen. Die Wirtschaft dürfte Ende 2022 und bis ins Jahr 2023 hinein weiter schrumpfen, da die Sanktionen immer stärker auf die Produktionskapazitäten, den internationalen Handel und die Binnennachfrage Russlands durchschlagen. Nach einem graduellen Rückgang in den vergangenen Monaten wird die Inflation den Erwartungen zufolge auf kurze Sicht hoch bleiben und sich nur allmählich gegen Ende des Projektionszeitraums wieder auf das Inflationsziel der russischen Notenbank von 4 % zubewegen.

2 Konjunktorentwicklung

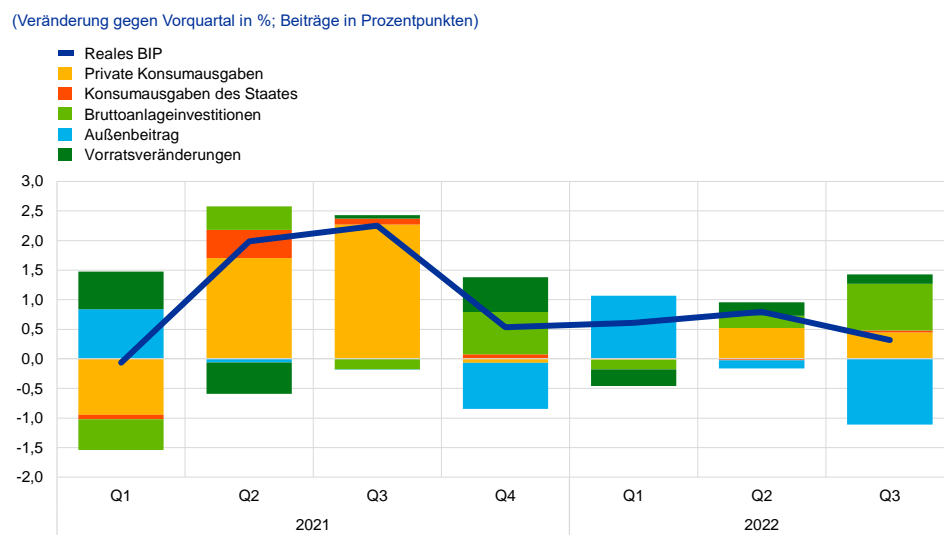
Im dritten Quartal 2022 verlangsamte sich das Wachstum des BIP im Euro-Währungsgebiet auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem es in der ersten Jahreshälfte im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft und nachlassender Lieferengpässe noch kräftig gestiegen war. Seitdem haben die erhöhte Unsicherheit mit Blick auf den Krieg in der Ukraine und dessen weitere Folgen für die Wirtschaft, anhaltende Bedenken hinsichtlich möglicher Störungen der Energieversorgung und der hohe Preisdruck die Ausgaben sowie die Produktion im Eurogebiet zunehmend gedämpft. Diese Faktoren werden im Verbund mit steigenden Finanzierungskosten und einer Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums die Konjunktur im Euroraum im vierten Quartal 2022 und auch im ersten Halbjahr 2023 voraussichtlich weiter belasten. Ein Rückgang der Wirtschaftstätigkeit dürfte gleichwohl von relativ kurzer Dauer sein und milde ausfallen. Begrenzt würde er durch die anhaltende Widerstandsfähigkeit der Arbeitsmärkte, die hohe Ersparnisbildung der Privathaushalte während der Pandemie sowie zusätzliche kurzfristige finanzpolitische Maßnahmen mit dem Ziel, die Auswirkungen der höheren Energiepreise auf Verbraucher und Unternehmen abzufedern. Über die kurze Frist hinaus betrachtet ist davon auszugehen, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet ab der zweiten Jahreshälfte 2023 allmählich erholen wird, wenn die Unsicherheit abnimmt, der Energiemarkt zu einem Gleichgewicht zurückfindet, die Lieferengpässe schwinden und die Realeinkommen wieder steigen.

Den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 zufolge wird sich das jährliche Wachstum des realen BIP 2022 auf 3,4 %, 2023 auf 0,5 %, 2024 auf 1,9 % und 2025 auf 1,8 % belaufen. Gegenüber den entsprechenden Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022 wurden die Aussichten für 2022 (vor allem aufgrund überraschend positiver Daten im Sommer) nach oben und für 2023 nach unten korrigiert. Für 2024 wurde der Ausblick unverändert belassen.

Die Wirtschaftstätigkeit schwächte sich im dritten Quartal 2022 deutlich ab, nachdem im ersten Halbjahr noch ein kräftiges Wachstum verzeichnet worden war. Das Wachstum des realen BIP verlangsamte sich im dritten Quartal auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal nach durchschnittlich 0,7 % im ersten und zweiten Jahresviertel. Ausschlaggebend hierfür war eine starke Bremswirkung durch den Außenbeitrag, wohingegen von der Binnennachfrage und der Produktion, die von der Entwicklung der Vorratsveränderungen profitierten, im dritten Quartal positive Wachstumsimpulse ausgingen (siehe Abbildung 4). Die Konsumausgaben blieben auf einem soliden Niveau. Die Grundlage hierfür bildeten eine dynamische Entwicklung des privaten Dienstleistungskonsums, der den negativen Beitrag des Warenkonsums mehr als ausglich, und ein erneut leicht positiver Beitrag der Konsumausgaben des Staates. Die Investitionen wurden offenbar kräftig ausgeweitet und verzeichneten gegenüber dem Vorquartal ein Plus von 3,6 %. Dies war allerdings im Wesentlichen auf die außerordentlichen Zuwächse im Bereich des geistigen Eigentums in Irland zurückzuführen. Die Dynamik der Unternehmensinvestitionen in Anlagegüter verlangsamte sich deutlich, und die Bauinvestitionen nahmen weiter ab. Der Außenhandel trug negativ zum Wachstum

des realen BIP insgesamt bei, da die Einfuhren – ebenfalls zum Teil aufgrund der Entwicklung in Irland – stärker stiegen als die Ausfuhren. Aufgeschlüsselt nach Sektoren zeigt sich in der Industrie ohne Baugewerbe und im Dienstleistungssektor ein nach wie vor solides Wachstum der Wertschöpfung. Die Bauproduktion sank hingegen weiter. Umfrageergebnisse und anekdotische Evidenz für das dritte Quartal 2022 lassen darauf schließen, dass die trotz des rückläufigen Auftragseingangs erkennbare Dynamik in der Industrie weitgehend auf die Entspannung bei den Lieferengpässen zurückzuführen sein dürfte. Diese Entwicklung – und nicht etwa eine Belebung der Nachfrage – hat den Herstellern geholfen, die großen Auftragsrückstände (insbesondere im Bereich Fahrzeuge) abzarbeiten. Aus der Aufschlüsselung der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor geht hervor, dass sich die einzelnen Teilsektoren sehr unterschiedlich entwickelt haben. Die zuvor von Eindämmungsmaßnahmen betroffenen Dienstleistungen mit direktem Kundenkontakt (z. B. Einzelhandel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie insbesondere Freizeitdienstleistungen) legten im dritten Quartal erneut kräftig zu. Dagegen nahmen die stärker unternehmensbezogenen Bereiche (wie etwa Information und Kommunikation, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, Grundstücks- und Wohnungswesen sowie freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen) bestenfalls moderat zu oder gingen leicht zurück.

Abbildung 4
Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum



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

Die aktuellen Daten für das vierte Quartal 2022 deuten – vor dem Hintergrund der hohen Inflation und der anhaltenden Unsicherheit mit Blick auf den Krieg in der Ukraine sowie drohender Störungen der Energieversorgung – auf eine anhaltende konjunkturelle Abkühlung hin. Umfrageergebnissen zufolge wird sich die Verlangsamung der Wachstumsdynamik fortsetzen und ausweiten. Grund hierfür ist, dass die Abschwächung der Nachfrage, die seit einigen Monaten in der Industrie zu beobachten ist, nun auch auf den Dienstleistungssektor übergegriffen hat, der

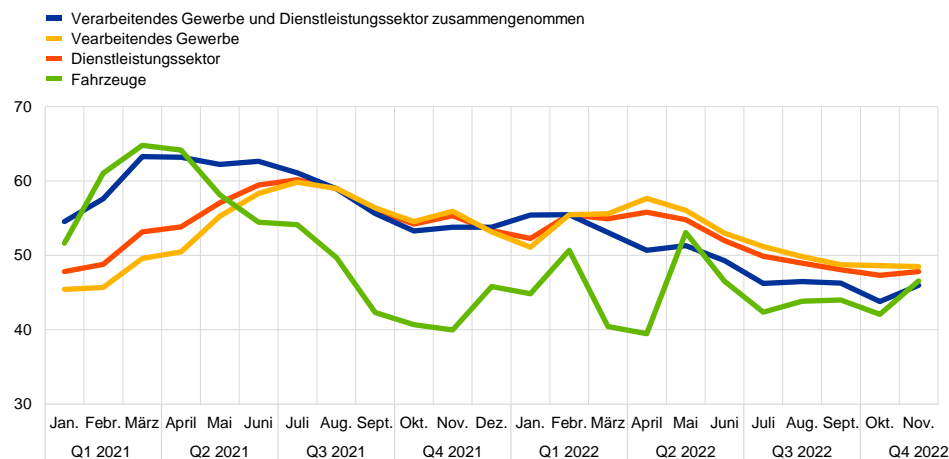
nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft zunächst noch kräftige Zuwächse verbucht hatte. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums fiel im Oktober auf den niedrigsten Stand seit 21 Monaten. Im November stieg er dann wieder leicht an. Die Indexwerte liegen für beide Monate noch weiter unterhalb der theoretischen Wachstumsschwelle als die entsprechenden Zahlen für das dritte Quartal (siehe Abbildung 5, Grafik a). Aus der jüngsten Dynamik lässt sich ablesen, dass sich die Produktion im verarbeitenden Gewerbe auf einem niedrigen Niveau stabilisiert, da sich der kräftige Wachstumsimpuls, der im früheren Jahresverlauf von der Fahrzeugproduktion ausgegangen war, abzuschwächen scheint. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung sank im vierten Quartal abermals. Hierin spiegelte sich der anhaltende Vertrauensverlust in der Industrie im Oktober und November wider (siehe Abbildung 5 Grafik b). Dieser war wiederum darauf zurückzuführen, dass die Auftragsbestände und die Bestände an Fertigerzeugnissen abnahmen und der Auftragseingang weiter unter den Durchschnittswert vom dritten Quartal fiel. Die Antworten zu den Produktionshemmnissen aus der vierteljährlichen Umfrage der Kommission deuten darauf hin, dass sich der Arbeitskräftemangel verringert und die durch Material- und Ausrüstungsknappheit bedingten Beeinträchtigungen seit dem Sommer nachgelassen haben. Die finanziellen Beschränkungen nahmen hingegen im Oktober spürbar zu, spielten aber im Vergleich zu anderen Faktoren immer noch eine untergeordnete Rolle. Aus diesen Indikatoren lässt sich eine Eintrübung der Investitionsaussichten in den kommenden Monaten ableiten. Indessen erwies sich das Verbrauchervertrauen als relativ robust. Vor dem Hintergrund der arbeitsmarktbezogenen und finanzpolitischen Maßnahmen, die zur Stützung des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte ergriffen wurden, erholte sich der entsprechende Vertrauensindikator von den im September verzeichneten Tiefständen.

Abbildung 5

Umfrageindikatoren für einzelne (Teil-)Sektoren

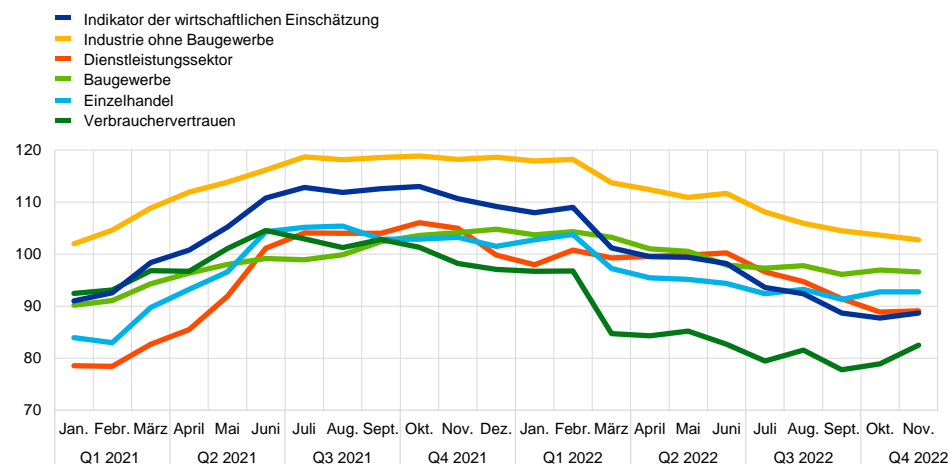
a) Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion

(Diffusionsindikatoren)



b) Unternehmer- und Verbrauchervertrauen

(Diffusionsindikatoren)



Quellen: S&P Global Market Intelligence (Grafik a), Europäische Kommission und EZB-Berechnungen (Grafik b).

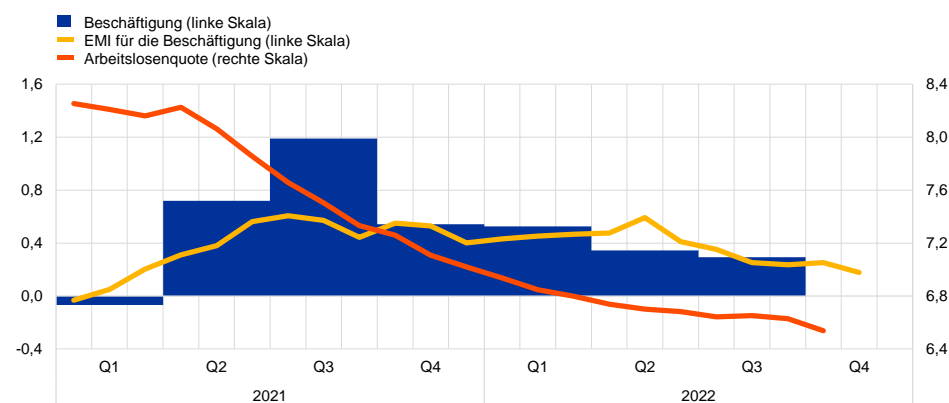
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022 (Fahrzeugproduktion) bzw. November 2022 (alle anderen Positionen).

Der Arbeitsmarkt blieb robust und stützte weiterhin die Konjunktur. Die Gesamtbeschäftigung erhöhte sich im dritten Quartal 2022 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Somit stieg die Zahl der Erwerbstätigen vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Jahresviertel 2022 um 3,1 Millionen. Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden verringerte sich dagegen im dritten Quartal 2022 um 0,1 %, liegt aber weiterhin 0,2 % über ihrem Vorpandemiestand vom vierten Quartal 2019. Das Wachstumsgefälle zwischen Beschäftigung und geleisteten Arbeitsstunden impliziert einen deutlichen Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden seit dem vierten Quartal 2019, der vor allem dem öffentlichen Sektor zuzuschreiben ist. Die Arbeitslosenquote sank im Oktober 2022 auf einen historischen Tiefstand von 6,5 % (siehe Abbildung 6). Sie war damit rund 0,8 Prozentpunkte niedriger als unmittelbar vor Beginn der Pandemie im Februar 2020. Die Zahl der Erwerbspersonen hat im Vergleich zum vierten Quartal 2019 deutlich zugenommen, während die Zahl der in

Programme zur Arbeitsplatzsicherung eingebundenen Beschäftigten Schätzungen zufolge in den vergangenen Monaten weiter rückläufig war. Zudem hat sich auch die Nachfrage nach Arbeitskräften seit Ausbruch der Pandemie stark erhöht und in den letzten Monaten Anzeichen einer Stabilisierung aufgewiesen. So belief sich die Vakanzquote im dritten Quartal 2022 auf 3,2 % und fiel damit 1 Prozentpunkt höher aus als im vierten Quartal 2019.

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 Market Intelligence und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Kurven 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 dritte Quartal 2022 (Beschäftigung), November 2022 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Oktober 2022 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten auf eine Abschwächung des Beschäftigungswachstums hin.

Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank von 52,5 Punkten im Oktober 2022 auf 51,8 Zähler im November. Er lag damit aber immer noch oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Seit Februar 2021 bewegt sich dieser Indikator im expansiven Bereich, ist aber seit Mai 2022 stark rückläufig. Nach Sektoren aufgeschlüsselt lässt der EMI-Beschäftigungsindikator mit Blick auf die Industrie und den Dienstleistungssektor auf einen anhaltenden, wenn auch schwächeren Zuwachs und für das Baugewerbe auf einen Beschäftigungsabbau schließen.

Die privaten Konsumausgaben stiegen im dritten Quartal 2022 weiter an, wobei sich die einzelnen Komponenten unterschiedlich entwickelten.

Im dritten Jahresviertel erhöhten sich die privaten Konsumausgaben um 0,9 % nach 1,0 % im Quartal zuvor. Getragen wurde dieser Zuwachs in erster Linie vom Dienstleistungskonsum, der im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft zwei Quartale in Folge einen kräftigen Anstieg verzeichnete. Der Konsum von Verbrauchsgütern ging hingegen das dritte Quartal in Folge zurück. Darin spiegelte sich die jüngste Entwicklung der Einzelhandelsumsätze wider, die im dritten Vierteljahr um 0,7 % sanken. Bei den Gebrauchsgütern war im dritten Quartal 2022 – vermutlich infolge nachlassender Lieferengpässe im Fahrzeugsektor – eine Verbesserung zu erkennen, nachdem sich der Konsum in den Quartalen zuvor aufgrund steigender Energiepreise deutlich verringert hatte (siehe

Kasten 3). Dementsprechend stiegen die Pkw-Neuzulassungen im dritten Jahresviertel um 12,8 % an. Aktuelle weichen Wirtschaftsdaten zufolge dürften sich die Konsumausgaben um den Jahreswechsel herum trotz anhaltender Bremsfaktoren relativ robust entwickeln. Im Oktober und November fiel der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher etwas höher aus als im dritten Quartal, nachdem er im September ein Rekordtief verzeichnet hatte. Zurückzuführen war dies vor allem auf eine Verbesserung der Erwartungen der privaten Haushalte zur Wirtschafts- und Finanzlage. Auch die jüngsten Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission deuten darauf hin, dass die erwartete Nachfrage nach Dienstleistungen im Bereich Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie nach Reisedienstleistungen im November zugenommen hat und sich die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf größere Anschaffungen von ihrem Tiefstand etwas erholt haben. Bei einer nach wie vor gedämpften Konsumstimmung und real niedrigeren verfügbaren Einkommen lassen die zuletzt positiven Signale darauf schließen, dass sich die Ausgaben der privaten Haushalte während der Weihnachtssaison als recht robust erweisen könnten. Vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Inflation und Unsicherheit dürfte das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte um den Jahreswechsel allerdings weiter sinken und damit den Konsum dämpfen. Darüber hinaus dürfte die fortgesetzte Verschärfung der Kreditbedingungen für die privaten Haushalte deren Kreditaufnahme begrenzen. Aus den Umfrageergebnissen der EZB zu den Verbrauchererwartungen im Oktober geht hervor, dass die privaten Haushalte in den nächsten drei Monaten mit zunehmenden Liquiditätsengpässen rechnen. Es ist daher davon auszugehen, dass sie auf ihre Ersparnisse zurückgreifen müssen, um Rechnungen für Versorgungsleistungen wie Strom und Heizung bezahlen und Kredite tilgen zu können. Infolgedessen revidierten sie ihre Einschätzungen und Erwartungen in Bezug auf das Vorsichtssparen (laut Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Oktober) nach unten. Angesichts des sich schwach entwickelnden real verfügbaren Einkommens dürfte der Rückgriff auf die Ersparnisse bis zu einem gewissen Grad zu einer Konsumglättung beitragen.

Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen schwächte sich im dritten Quartal 2022 ab und dürfte auch um den Jahreswechsel herum weiter zurückgehen. Die Investitionen ohne Bauten (der beste Näherungswert für die Unternehmensinvestitionen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) erhöhten sich im dritten Quartal um 7,7 %. Allerdings spiegelt sich hierin vornehmlich ein außerordentlich starker Zuwachs der Investitionen in geistiges Eigentum wider, der vor allem auf die Entwicklung im multinationalen Sektor Irlands zurückzuführen ist.³ Ohne diese volatile Komponente schwächte sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen im dritten Quartal auf 1,2 % gegenüber dem Vorquartal ab, verglichen mit einer durchschnittlichen vierteljährlichen Wachstumsrate von 1,7 % in der ersten Jahreshälfte. Aufgeschlüsselt nach Art der Anlagegüter ergibt sich indes ein sehr uneinheitliches Bild: Im Bereich der Ausrüstungsinvestitionen

³ Mitunter beeinflusst die hohe statistische Volatilität der immateriellen Investitionen in Irland die Investitionsentwicklung im Euroraum erheblich. Siehe EZB, Investitionen ohne Bauten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, Kasten 1, in: [Erholung der Unternehmensinvestitionen – Bestimmungsfaktoren, Chancen, Herausforderungen und Risiken](#), Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

verringerte sich die Zuwachsrate der Investitionen in Anlagegüter ohne Fahrzeuge spürbar auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal. Das Fahrzeugsegment wuchs um 7,1 %, da die Lieferengpässe nachließen und die nach wie vor hohen Auftragsrückstände leichter abgebaut werden konnten. Im Bereich des geistigen Eigentums belief sich das Wachstum der Investitionen (ohne Irland) wie schon im zweiten Quartal auf 1,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die ersten Signale für das vierte Quartal deuten hier auf einen Rückgang zum Jahreswechsel hin. Aktuelle Umfragedaten zum EMI zufolge wächst der Bestand an Fertigerzeugnissen im Investitionsgütersektor an. Der Auftragseingang ist stark rückläufig, und die Auftragsbestände sowie die Kapazitätsauslastung sinken ausgehend von ihrem hohen Niveau, das infolge der pandemiebedingten Störungen erreicht worden war. Die jüngste Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln zeigt einen deutlichen Rückgang der Nettosalde von Unternehmen, die Finanzmittel zu Investitionszwecken in Anspruch nehmen wollen. Die von der Europäischen Kommission halbjährlich durchgeführte Investitionsstudie vom Oktober ergab zudem, dass die Anzahl der Unternehmen, die 2023 ihre Investitionen steigern wollen, im Vergleich zu 2022 merklich gesunken ist, obwohl sich auch die Expansionspläne für 2022 seit der letzten Umfrage vom April verringert haben. Derzeit lässt die Umfrage darauf schließen, dass finanzielle Faktoren bei Investitionsentscheidungen nur eine untergeordnete Rolle spielen, im Jahr 2023 aber zu einem größeren Hemmnis werden dürften. Aus dem S&P Global Business Outlook Survey vom November geht hervor, dass für 2023 mit einer drastischen Verschlechterung der Ertragslage gerechnet wird. Hintergrund ist, dass die Vorleistungskosten sprunghaft gestiegen sind und der entsprechende Indikator der Investitionsausgaben auf den tiefsten Stand seit zehn Jahren gesunken ist (ohne Berücksichtigung der außergewöhnlichen Entwicklungen im Jahr 2020).⁴ Mit Blick auf die Zukunft dürften die Unternehmensinvestitionen wieder einen Zuwachs verzeichnen, wenn der Energiemarkt zu einem Gleichgewicht zurückfindet, die Lieferengpässe weiter nachlassen und die Unsicherheit abnimmt. Zugleich könnten von der Gewährung weiterer Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) in den kommenden Quartalen starke Crowding-in-Effekte ausgehen.

Die Wohnungsbauminvestitionen gingen im dritten Quartal 2022 zurück und dürften auf kurze Sicht weiter sinken. Im dritten Jahresviertel 2022 gingen die Wohnungsbauminvestitionen im Quartalsvergleich um 0,7 % zurück, nachdem sie im zweiten Quartal um 0,8 % gesunken waren. Damit fiel der Rückgang im dritten Quartal etwas geringer aus. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit in den vergangenen drei Monaten verringerte sich abermals und war im Durchschnitt der Monate Oktober und November niedriger als der Durchschnittswert des dritten Quartals. Der EMI für die Produktion im Wohnungsbau fiel noch weiter in den kontraktiven Bereich. Die Auftragsbücher im Baugewerbe scheinen nach wie vor gut gefüllt zu sein, wie aus den bis Oktober verfügbaren Ergebnissen der vierteljährlichen Branchenstudie der Europäischen Kommission hervorgeht. Dies dürfte die Bautätigkeit in den kommenden Monaten stützen, insbesondere vor dem Hintergrund der allmählich nachlassenden

⁴ Laut der Investitionsstudie 2022 der Europäischen Investitionsbank stellten für 82 % der Unternehmen im Euroraum die Energiekosten im Sommer 2022 ein wesentliches Hemmnis für längerfristige Investitionen dar.

Lieferengpässe. Die November-Ergebnisse der monatlichen Umfrage der Europäischen Kommission zu den Produktionshemmnissen im Baugewerbe zeigen, dass sich der Anteil der Bauunternehmen, die einen Material- und/oder Ausrüstungsmangel signalisierten, weiter verringerte, wohingegen der Anteil der Unternehmen, die einen Arbeitskräftemangel signalisierten, unverändert hoch war. Allerdings stieg der Anteil derjenigen, die eine unzureichende Nachfrage als Hemmnis für ihre Bautätigkeit nannten, im November erneut an, was auf eine schwächere Nachfrage hindeutet. Abzulesen ist dies auch am weiteren Rückgang der kurzfristigen Renovierungsvorhaben und Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich im vierten Quartal und am niedrigen Niveau des EMI-Teilindex für den Auftragseingang im Baugewerbe. Die Nachfrageabschwächung vollzieht sich vor dem Hintergrund einer signifikanten Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, einer erhöhten Unsicherheit und deutlich gestiegener Baukosten und dürfte die Wohnungsbauinvestitionen in Zukunft beeinträchtigen.

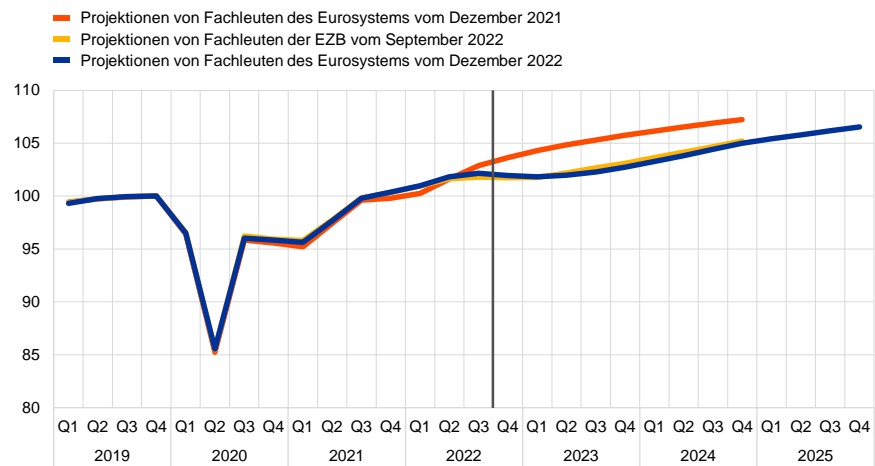
Der Außenhandel wirkte sich im dritten Quartal 2022 negativ auf das BIP-Wachstum aus, und vor dem Hintergrund des langsameren Wachstums der Weltwirtschaft deuten die Aussichten auf eine weiterhin schwache Entwicklung der Exporte des Euroraums hin. Die Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen erhöhte sich im dritten Jahresviertel 2022 dem Volumen nach um 1,7 % gegenüber dem Vorquartal. Das Einfuhrvolumen stieg deutlich an, und zwar um 4,3 % gegenüber dem Vorquartal. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem Dienstleistungsimporte in Irland. Infolgedessen leistete der Außenhandel einen negativen Beitrag (-1,1 Prozentpunkte) zum Wachstum des realen BIP. Monatliche Daten zeigen, dass die Wareneinfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums dem Wert nach im September erstmals seit Januar 2021 zurückgingen (um 2 %), während die Ausfuhren um 1,6 % zunahmen. Dadurch verringerte sich die Warenhandelsbilanz nach ihrem Höchststand vom August auf 37,7 Mrd €. Da die Importpreise im Eurogebiet infolge niedrigerer Energiepreise sanken und die Exportpreise stiegen, verbesserte sich der Terms-of-Trade-Index des Euroraums im September. Die Grunddynamik des Exportwachstums im Eurogebiet ist angesichts der nachlassenden globalen Nachfrage nach wie vor verhalten. Die kurzfristigen Aussichten deuten auf eine weitere Schwäche des Warenhandels im Euro-Währungsgebiet hin. So lagen die Indikatoren für den Auftragseingang im Exportgeschäft, wie etwa der EMI, im November weiterhin im kontraktiven Bereich. Zukunftsgerichtete Indikatoren für den Reiseverkehr lassen für die kommenden Monate auch auf eine Abschwächung des Dienstleistungshandels schließen.

Über die kurze Frist hinaus sind die Aussichten weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet, jedoch dürfte sich die Konjunktur des Euroraums ab Mitte 2023 wieder erholen, sobald sich die derzeitigen Bremsfaktoren auflösen. Das Wachstum dürfte 2023 zunächst verhalten sein und danach mit dem Abklingen der konjunkturdämpfenden Faktoren wieder anziehen. Den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 zufolge wird sich das jährliche Wachstum des realen BIP 2022 auf 3,4 %, 2023 auf 0,5 %, 2024 auf 1,9 % und – der jährlichen Ausweitung des Projektionszeitraums entsprechend – 2025 auf 1,8 % belaufen (siehe Abbildung 7). Gegenüber den

entsprechenden Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022 wurden die Wachstumsaussichten des Euroraums für 2022 (unter anderem aufgrund überraschend positiver Daten im Sommer) nach oben und für 2023 nach unten korrigiert. Für 2024 wurde der Ausblick unverändert belassen. Die BIP-Wachstumsraten der aktuellen Projektionen liegen weiterhin unter jenen der gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2021 (vor Ausbruch des Krieges). Für die Zeit um den Jahreswechsel wird ein leichter Rückgang des BIP projiziert, während für den Verlauf ab Mitte 2023 wieder ein positives BIP-Wachstum erwartet wird.

Abbildung 7
Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

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



Quellen: Eurostat und [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2022](#).
 Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022.

3 Preise und Kosten

Die Inflation im Euro-Währungsgebiet sank im November laut Schnellschätzung auf 10,0 %, was in erster Linie auf einen geringeren Preisauftrieb bei Energie zurückzuführen war.⁵ Bei den Nahrungsmitteln nahm die Teuerung jedoch weiter zu, und die hohe Gesamtinflation lässt sich noch immer größtenteils mit dem Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise erklären. Der Preisdruck war nach wie vor hoch, was vor allem den indirekten Effekten der Energiekostenentwicklung zuzuschreiben war. Die Lieferengpässe und die Auswirkungen der Erholung im Zuge der abklingenden Pandemie gingen zwar zurück, trugen aber weiterhin zur Inflation bei, ebenso wie die vorangegangene Euro-Abwertung. Die Inflation wird den Projektionen zufolge im Laufe des Jahres 2023 nach und nach sinken, wenn sich die Wirkung der derzeitigen Inflationstreiber im Zeitverlauf abschwächt und die Normalisierung der Geldpolitik auf die Wirtschaft und die Preissetzung durchschlägt. Gemäß den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 wird sich die Inflation 2022 auf durchschnittlich 8,4 % belaufen und in den Jahren 2023, 2024 und 2025 auf 6,3 %, 3,4 % bzw. 2,3 % sinken. Die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte in den entsprechenden Jahren 4,2 %, 2,8 % und 2,4 % betragen. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2,0 %. Zuletzt wurden allerdings einige Indikatoren nach oben korrigiert und befinden sich nun oberhalb des Zielwerts der EZB, was eine weitere Beobachtung erforderlich macht.

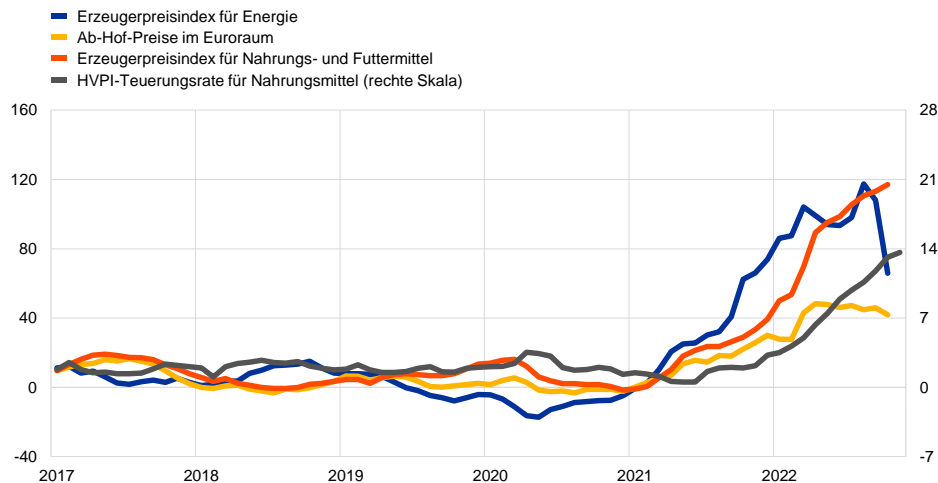
Laut der Schnellschätzung von Eurostat für November ist die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation auf 10,0 % gesunken, verglichen mit 10,6 % im Oktober. Die HVPI-Komponente, die vor allem hinter dem Rückgang im November stand, waren die Energiepreise, deren Jahreswachstumsrate deutlich von 41,5 % im Oktober auf 34,9 % im November sank. Ein starker abwärtsgerichteter Basiseffekt und der merkliche monatliche Rückgang der Energiepreise im November trugen dazu bei, dass sich die jährliche Teuerungsrate für Energie im November gegenüber Oktober verringerte. Im Absinken der Energiepreise spiegelt sich auch das Durchwirken der zuletzt rückläufigen Rohölnotierungen, Raffinerie- und Vertriebsmargen sowie der Großhandelspreise für Gas seit August wider. Im Gegensatz dazu erhöhte sich die HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel im November weiter auf 13,6 % nach 13,1 % im Vormonat. Verantwortlich hierfür war ein neuerlicher Anstieg der Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel, dem ein Rückgang der entsprechenden Rate für unverarbeitete Nahrungsmittel gegenüberstand. Zwar wirkte sich der kumulierte Preisdruck nach wie vor auf die Nahrungsmittelpreise aus, doch hat sich der Einfluss der im Sommer aufgetretenen Dürre auf die Teilkomponente der unverarbeiteten Nahrungsmittel verringert und der Anstieg der Erzeugerpreise für Energie abgeschwächt (siehe Abbildung 8).

⁵ Eine ausführliche Erörterung zur Inflationsentwicklung findet sich in: [Inflation Diagnostics](#).

Abbildung 8

Kostendruck bei Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

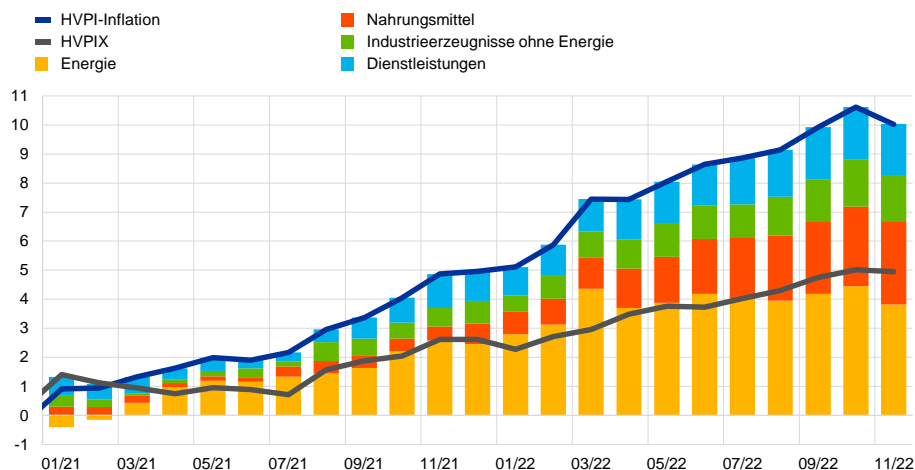
Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022 (Schnellschätzung der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel) bzw. Oktober 2022 (übrige Angaben).

Der Schnellschätzung zufolge lag die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) im November unverändert bei 5,0 %. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie blieb stabil, wohingegen die Teuerungsrate für Dienstleistungen im November leicht rückläufig war (siehe Abbildung 9). Die höheren Vorleistungskosten infolge der sprunghaft gestiegenen Energiepreise waren weiterhin ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der Preisdynamik, auch wenn es hier gewisse Anzeichen einer Abschwächung gab. Der Preisauftrieb bei den Industrierzeugnissen ohne Energie stabilisierte sich im November bei einem Wert von 6,1 %. Angetrieben wurde die Entwicklung in erster Linie durch den von den Lieferengpässen und den hohen Energiekosten ausgehenden kumulierten Aufwärtsdruck auf die Preise. Die Teuerungsrate der Dienstleistungen verringerte sich im November leicht auf 4,2 % (nach 4,3 % im Oktober), was auf einen Rückgang der Dienstleistungspreise im Vormonatsvergleich zurückzuführen war, der allerdings etwas schwächer ausfiel als sonst in diesem Monat üblich. Diese Veränderung im November dürfte mit den indirekten Effekten der hohen Energiepreise und der hohen Erzeugerpreise für Nahrungsmittel (als wesentlicher Kostenfaktor für die Vorleistungen in der Gastronomie) zusammenhängen.

Abbildung 9

Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022 (Schnellschätzung).

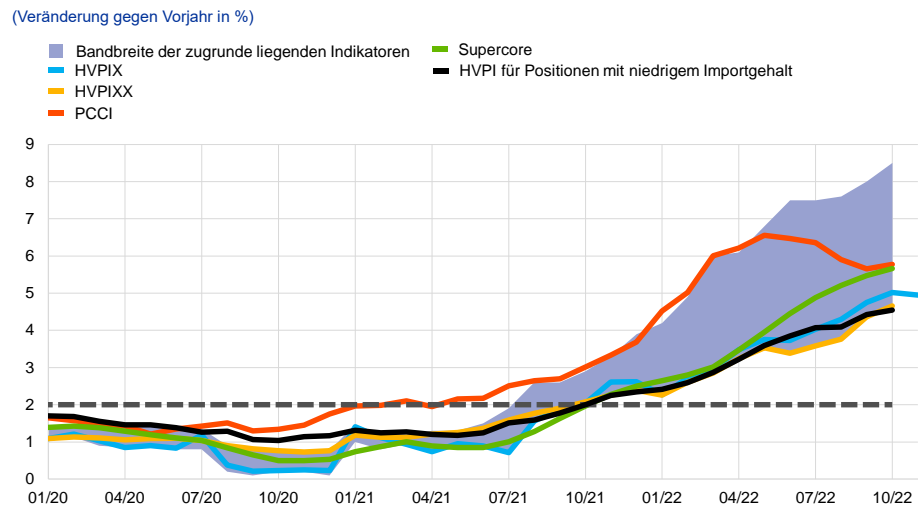
Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation lagen weiterhin auf einem erhöhten Niveau, wenngleich sich eine gewisse Verflachung abzeichnete (siehe Abbildung 10).⁶ Dies war darauf zurückzuführen, dass sich der Preisdruck auf immer mehr Sektoren und HVPI-Positionen ausbreitete, was zum Teil den Auswirkungen der hohen Energiekosten auf den gesamten Euroraum geschuldet war. Innerhalb des breiten Spektrums an Indikatoren haben sich die meisten ausschussbasierten Indikatoren weiter erhöht. Die Teuerungsrate nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel betrug im November unverändert 5,0 %. Angaben zu anderen Messgrößen waren nur bis Oktober verfügbar. Die HVPI-Inflation ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) stieg von 4,4 % im September auf 4,7 % im Oktober. Im selben Zeitraum nahmen der Supercore-Indikator, der konjunktursensible HVPI-Positionen umfasst, von 5,5 % auf 5,7 % und die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 5,7 % auf 5,8 % zu. Die Vormonatsrate des letztgenannten Indikators entwickelte sich zuletzt weitgehend seitwärts. Dennoch deuteten die anhaltend hohen monatlichen Änderungsraten dieser Messgröße bis Oktober nach wie vor auf eine starke Aufwärtsdynamik der zugrunde liegenden Inflation hin. Auch der Indikator der Binneninflation, der die Preisentwicklung der HVPI-Komponenten mit niedrigerer Importintensität misst, stieg weiter an.⁷ Wie lange die verschiedenen Messgrößen und Indikatoren der Inflation auf einem derart hohen Niveau liegen werden, ist nach wie vor ungewiss. Der Aufwärtsdruck auf die zugrunde liegende Inflation lässt sich zu großen Teilen auf indirekte Effekte im Zusammenhang mit den sprunghaft gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreisen und dem außergewöhnlich starken Ungleichgewicht zwischen

⁶ Eine eingehende Betrachtung der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation findet sich in: [Inflation Diagnostics](#).

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

Angebot und Nachfrage zurückführen. Die beiden Faktoren resultieren zum einen aus der Pandemie und zum anderen aus dem Einmarsch Russlands in die Ukraine.

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, HVPIX, HVPIXX, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. HVPIXX entspricht dem HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe. PCCI steht für die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022 (Schnellschätzung des HVPIX) bzw. Oktober 2022 (übrige Angaben).

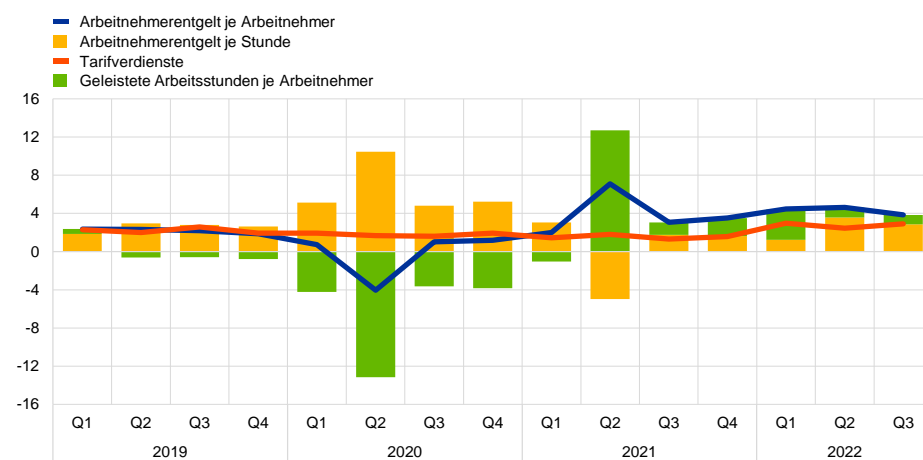
Der Anstieg der Tarifverdienste deutete auf einen zunehmenden Lohndruck hin, während sich das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer verlangsamte, wobei es jedoch weiterhin durch die pandemiebedingten Maßnahmen verzerrt wurde (siehe Abbildung 11). Das Wachstum der Tarifverdienste erhöhte sich im dritten Quartal 2022 auf 2,9 %, verglichen mit 2,5 % im Vorquartal. Darin spiegelt sich die zunehmende Bedeutung des Inflationsausgleichs wider, sei es in Form formaler Lohnindexierungsklauseln oder auf sonstige Art. Auch die Auswirkungen von Einmalzahlungen kommen darin zum Ausdruck. So fiel der Anstieg der Tarifverdienste in Deutschland im zweiten Quartal aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit pandemiebedingten Einmalzahlungen geringer aus, im dritten Quartal hingegen höher, da sich Einmalzahlungen zum Inflationsausgleich in einer Erhöhung niederschlugen. Die jüngsten verfügbaren Informationen zu den seit Anfang 2022 abgeschlossenen Tarifvereinbarungen deuten auf eine weitere Zunahme des Lohnwachstums hin. Gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer war das tatsächliche Lohnwachstum im dritten Quartal 2022 rückläufig, und die entsprechende Rate sank von 4,6 % im Vorquartal auf nun 3,9 %. Dies war zum Teil Basiseffekten zuzuschreiben, die sich in der Jahreswachstumsrate niederschlugen. Lässt man diese Effekte außer Acht, so erhöhte sich das vierteljährliche Wachstum im dritten Quartal auf 1,1 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit 0,8 % im vorangegangenen Quartal. Die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Stunde ging hingegen auf 2,9 % zurück, nachdem sie im Vorquartal noch 3,6 % betragen hatte. Die jährlichen Steigerungsraten des Arbeitnehmerentgelts je Stunde

und des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer schwächten sich im dritten Quartal ab, wohingegen die entsprechende Rate der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer im Vergleich zum Vorquartal weitgehend unverändert war. Zu einem gewissen Grad standen die Indikatoren des Lohnwachstums nach wie vor im Zeichen pandemiebedingter Verzerrungen, wenngleich dieser Einfluss nun allmählich nachlässt.⁸

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 dritte Quartal 2022.

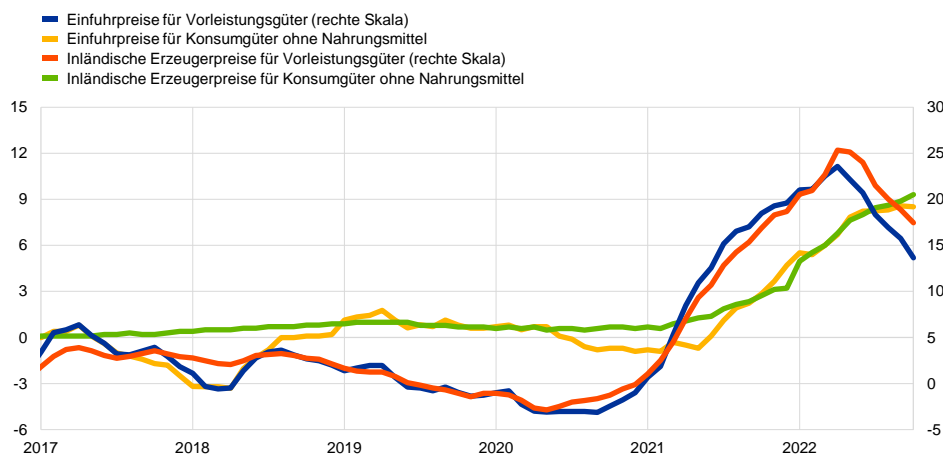
Bei den Waren war der Preisdruck weiterhin hoch, wobei es jedoch erste Anzeichen einer Abschwächung gab (siehe Abbildung 12). Der monatliche Anstieg der Preisänderungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie fiel höher aus als im November üblich, war aber geringer als in den Vormonaten. Dies könnte ein Zeichen dafür sein, dass der von den Lieferengpässen und den hohen Energiekosten ausgehende Aufwärtsdruck auf die Preise allmählich nachlässt. Die Daten für Oktober zeigen, dass der Preisdruck vor allem auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette immer noch hoch war. Die jährlichen Steigerungsraten der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel stiegen weiter an und lagen im Oktober bei 9,3 % nach 8,9 % im September. Die Jahreswachstumsraten der Einfuhrpreise und der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter sanken im selben Zeitraum von 15,7 % auf 13,6 % bzw. von 18,9 % auf 17,4 %. Trotz dieser Abschwächung lag die Teuerungsrate bei den Vorleistungsgütern unter Berücksichtigung sowohl der Einfuhr- als auch der inländischen Preise bei über 10,0 % und übertraf die entsprechende Rate der Industrieerzeugnisse ohne Energie damit deutlich. Auch die Steigerungsrate der

⁸ Weitere Informationen zu diesen Verzerrungen und zur Lohnentwicklung seit Beginn der Pandemie finden sich in EZB, Lohnentwicklung und die maßgeblichen Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie, sowie EZB, Lohndynamik in den Euro-Ländern seit Beginn der Pandemie, Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Erzeugereinfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel war im Oktober erstmals seit März 2022 rückläufig und sank von 8,6 % im September auf 8,5 %.

Abbildung 12
Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

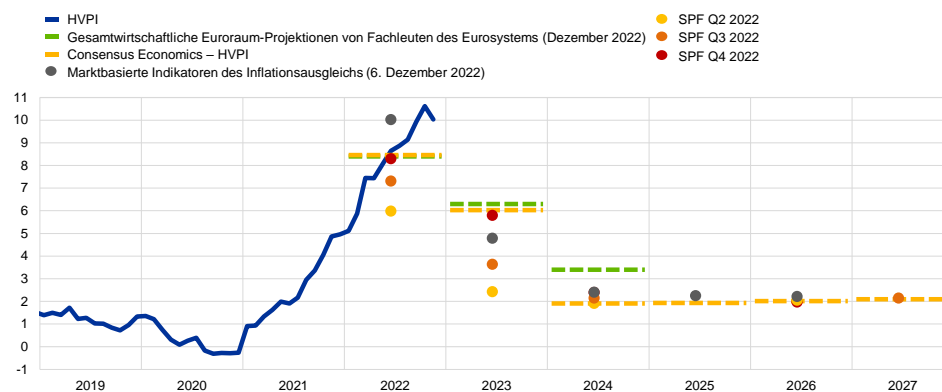
Den Umfrageergebnissen und Marktdaten zufolge gehen die Prognostiker nach wie vor davon aus, dass die Teuerung bald ihren Höhepunkt erreichen wird, wobei die längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin in etwa beim 2 %-Zielwert der EZB liegen. Allerdings muss die Entwicklung genau beobachtet werden, denn inzwischen wurden einige weitere Indikatoren auf über dem Inflationsziel liegende Werte revidiert (siehe Abbildung 13). Die von Consensus Economics aus Befragungen abgeleiteten aktuellen Inflationserwartungen für 2023 wurden um 0,3 Prozentpunkte auf 6,0 % nach oben korrigiert. Die anhand der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) vom Dezember ermittelten langfristigen Inflationserwartungen (für 2026) lagen indes unverändert bei 2,0 %. Dies steht im Einklang mit den Erwartungen vom Oktober und den Ergebnissen des jüngsten Survey of Professional Forecasters der EZB für das Jahr 2027 (2,2 %) sowie der Oktober-Befragung von Consensus Economics für 2027 (2,1 %). Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (basierend auf dem HVPI ohne Tabakwaren) vom 6. Dezember 2022 lassen den Schluss zu, dass die Teuerung im Eurogebiet 2022 mit rund 10,0 % ihren Höchststand erreichen wird. Im Folgejahr dürfte sie auf 5,0 % sinken und im Jahresverlauf 2024 letztlich wieder bei 2,0 % liegen. Die längerfristigen Messgrößen des Inflationsausgleichs haben sich erhöht, wenn auch nur moderat. So lag der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren am 6. Dezember bei 2,34 %. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie Inflationsrisikoprämien als Ausgleich für die Unsicherheit in Bezug auf die Preisdynamik enthalten. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die umfragebasierten Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen (die keine Inflationsrisikoprämien enthalten) relativ stabil. Dies lässt den Schluss zu, dass die

derzeitige Volatilität der langfristigen marktbasierten Messgrößen vornehmlich auf unterschiedlich hohe Inflationsrisikoprämien zurückzuführen ist.

Abbildung 13

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierte Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



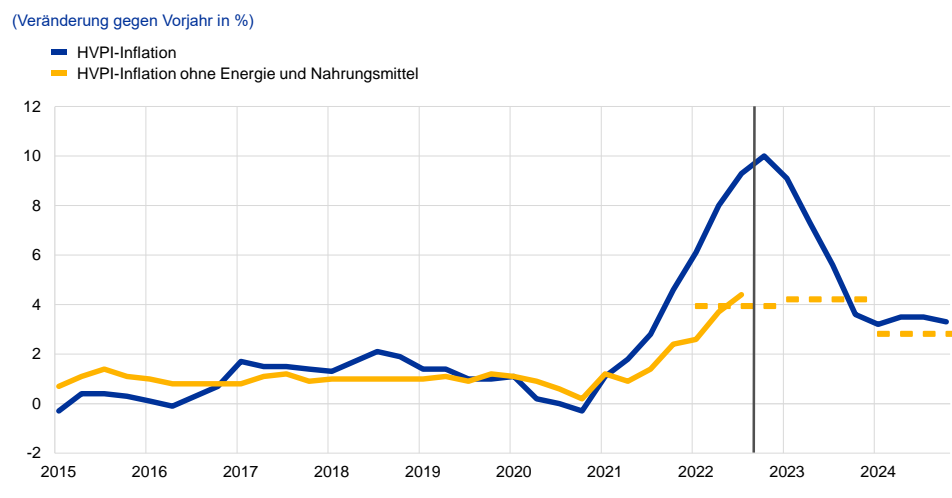
Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, [Survey of Professional Forecasters](#) (SPF) für das vierte Quartal 2022 sowie EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#) (Dezember 2022), und EZB-Berechnungen. Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Die Zeitreihe der marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren sowie dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zum HVPI beziehen sich auf November 2022 (Schnellschätzung). Stichtag für die Daten, die in den Projektionen des Eurosystems enthalten sind, war der 30. November 2022. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Oktober 2022 für die Jahre 2024, 2025, 2026 und 2027 bzw. November 2022 für die Jahre 2022 und 2023. Die jüngsten Angaben für die marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 6. Dezember 2022. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2022 wurde im Oktober durchgeführt.

Die Fachleute des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2022 davon aus, dass die Gesamtinflation auf kurze Sicht hoch bleiben wird. Demnach dürfte sie im laufenden Jahr im Schnitt 8,4 % betragen und in den Jahren 2023, 2024 und 2025 auf durchschnittlich 6,3 %, 3,4 % bzw. 2,3 % sinken (siehe Abbildung 14).

Den Annahmen zufolge wird die Gesamtinflation Ende 2022 und Anfang 2023 weiterhin sehr hoch sein, da der Preisdruck, der sich aus früheren Rohstoffpreisanstiegen, der Abwertung des Euro, den Lieferengpässen und der angespannten Arbeitsmarktlage ergibt, immer noch auf die Verbraucherpreise durchschlägt. Gleichwohl wird erwartet, dass die Inflation von durchschnittlich 8,4 % im Jahr 2022 auf 6,3 % im Jahr 2023 zurückgeht. Im Zuge dessen dürfte die Teuerung von 10 % im Schlussquartal 2022 auf 3,6 % im Schlussquartal 2023 sinken. Anschließend dürfte sie sich noch weiter zurückbilden und in den beiden Folgejahren im Schnitt bei 3,4 % bzw. 2,3 % liegen. Maßgeblich für den erwarteten Inflationsrückgang sind vor allem kräftige abwärtsgerichtete Basiseffekte, die sich im Jahresverlauf 2023 im Zusammenhang mit den Energiepreisen ergeben dürften, die sich sukzessive niederschlagenden Auswirkungen der geldpolitischen Normalisierung, die schwächeren Wachstumsaussichten, ein auf Basis der Terminpreisentwicklung zu erwartender Rückgang der Preise für Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe sowie die Annahme, dass die längerfristigen Inflationserwartungen verankert bleiben. Die Gesamtinflation wird voraussichtlich noch bis Mitte 2025 über dem Zielwert der EZB von 2,0 % liegen. Die Teuerung nach dem HVPIX dürfte indes während des gesamten Projektionshorizonts mehr als 2 %

betragen. Grund hierfür sind zeitverzögert eintretende Effekte der hohen Energiepreise auf die Inflationskomponenten ohne Energie, die zurückliegende Abwertung des Euro, der robuste Arbeitsmarkt und die Auswirkungen des Inflationsausgleichs auf die Löhne, die deutlich kräftiger steigen dürften als im historischen Durchschnitt. Gegenüber den Projektionen vom September 2022 wurden die Vorhersagen für die Gesamtinflation deutlich nach oben korrigiert, und zwar für 2022 um 0,3 Prozentpunkte, für 2023 um 0,8 Prozentpunkte und für 2024 um 1,1 Prozentpunkte. Dahinter stehen die jüngsten überraschenden Datenmeldungen, eine Neubewertung der Stärke und Persistenz des Preisdrucks und seines Durchwirkens, ein kräftigeres Lohnwachstum und die Verteuerung der Nahrungsmittelrohstoffe. Die inflationssenkenden Beiträge, die sich aus der Annahme niedrigerer Öl-, Gas- und Strompreise, dem rascheren Abbau von Lieferengpässen, der jüngsten Euro-Aufwertung und den schwächeren Wachstumsaussichten ergaben, wurden dadurch mehr als aufgezehrt. Auch die fiskalischen Maßnahmen, die auf einen Ausgleich der hohen Energiepreise und der Inflation abzielen, sind für die Inflationsaussichten im Projektionshorizont sehr relevant. Schätzungen zufolge haben sie den Anstieg der HVPI-Gesamtinflation 2022 um 1,1 Prozentpunkte gemindert und dürften auch die Teuerung im Folgejahr um 0,5 Prozentpunkte dämpfen. Anschließend dürfte es durch das Auslaufen dieser Maßnahmen allerdings zu einem beträchtlichen Aufwärtsdruck auf die Inflation kommen, der sich 2024 auf 0,7 Prozentpunkte und 2025 auf 0,4 Prozentpunkte belaufen dürfte.⁹

Abbildung 14
Teuerung nach dem HVPI und dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im Euroraum



Quellen: Eurostat und [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#) (Dezember 2022).
Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2024 (Projektionen). Für die in den Projektionen enthaltenen Daten war der Stichtag der 30. November 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.

⁹ Siehe [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2022.

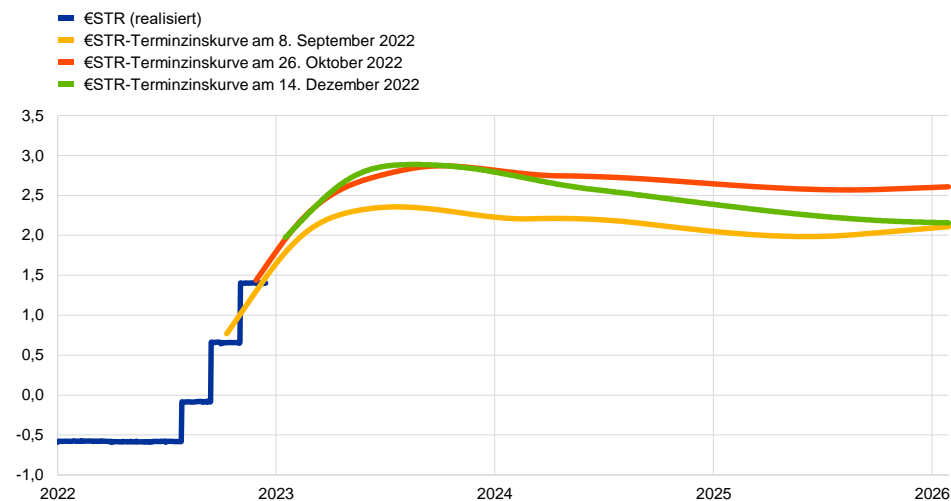
4 Finanzmarktentwicklungen

Die Entwicklung an den Finanzmärkten wurde im Berichtszeitraum (8. September bis 14. Dezember 2022) von den Erwartungen einer rascheren und stärkeren geldpolitischen Straffung im Euro-Währungsgebiet beeinflusst. Während die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum in diesem Zeitraum merklich stiegen, erhöhten sich die längerfristigen Zinsen trotz einer hohen Marktvolatilität unter dem Strich nur geringfügig. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet entwickelten sich weitgehend im Einklang mit den langfristigen risikofreien Zinssätzen, wobei sich die entsprechenden Renditeabstände einander annäherten. Ungeachtet höherer risikofreier Zinssätze gingen in Europa anders als in den Vereinigten Staaten die Spreads von Unternehmensanleihen zurück, und die Aktienkurse zogen an. Dabei zeigten Bankaktien des Euroraums eine besonders gute Wertentwicklung. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf.

Die Markterwartungen hinsichtlich einer rascheren und stärkeren geldpolitischen Straffung führten im Berichtszeitraum zu einem Anstieg der kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet. Daraufhin stabilisierte sich die €STR-Terminkurve am sehr kurzen Ende und nahm im längeren Laufzeitenbereich einen deutlich inversen Verlauf an. Der Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) entwickelte sich nahezu im Gleichlauf mit dem Zinssatz für die Einlagefazilität, den der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung im September von 0,00 % auf 0,75 % und auf der Oktober-Sitzung um weitere 75 Basispunkte auf 1,50 % an hob. Zu Beginn des Berichtszeitraums, also Anfang September, lag der €STR im Schnitt bei rund -8,5 Basispunkten und ab Anfang November bei rund 140 Basispunkten. Die auf dem €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) stieg nach den beiden Zinsschritten am kurzen Ende erheblich an. Am Ende des Berichtszeitraums waren zusätzliche Zinsanhebungen im Jahr 2023 von rund 80 Basispunkten eingepreist (mit einem Höchststand von etwa 2,8 % Anfang des dritten Quartals 2023). Über die sehr kurze Frist hinaus wies die Terminzinskurve unterdessen eine ausgeprägte Inversion auf. Dabei wurden ungefähr drei Zinssenkungsschritte für die Jahre 2024 und 2025 eingepreist.

Abbildung 15 €STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

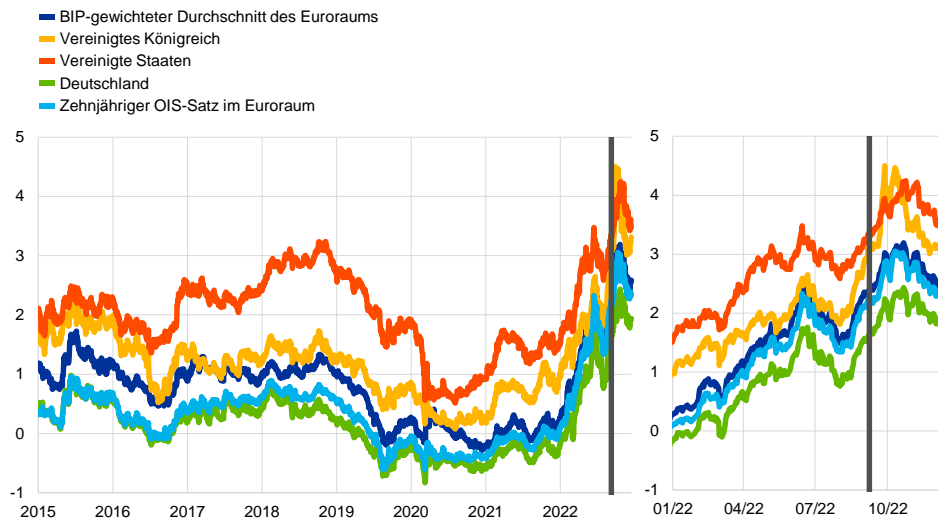
Anmerkung: Die Terminzinnsurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

Die langfristigen Renditen entwickelten sich im Berichtszeitraum ähnlich wie in den Vereinigten Staaten: Zunächst stiegen sie an, weil die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses revidierten, und bewegten sich anschließend wieder auf ihr September-Niveau zu (siehe Abbildung 16). Die langfristigen risikofreien Zinssätze blieben im gesamten Betrachtungszeitraum volatil und reagierten sehr sensibel auf die Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten. Angesichts unerwartet hoher Inflationszahlen erhöhten sie sich zunächst weiter und gingen anschließend wieder in Richtung des Anfang September verzeichneten Niveaus zurück. So stieg zum Beispiel der am OIS-Satz gemessene risikofreie zehnjährige Zinssatz im Euroraum vorübergehend um rund 80 Basispunkte auf etwa 3 % an und sank dann am Ende des Berichtszeitraums wieder auf 2,3 %. Ursächlich hierfür waren Spekulationen am Markt, dass sich das Tempo der Zinsanhebungen in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet verlangsamen und die Geldpolitik früher als erwartet einen Kurswechsel vollziehen könnte. Daraufhin gingen die Renditen weltweit zurück. Insgesamt zogen die Staatsanleiherenditen trotz hoher Volatilität gegen Ende des Berichtszeitraums weltweit leicht an. Im Zuge dessen erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der Vereinigten Staaten um 16 Basispunkte auf 3,48 %, des Vereinigten Königreichs um 15 Basispunkte auf 3,31 % und Deutschlands um 22 Basispunkte auf 1,94 %.

Abbildung 16

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

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

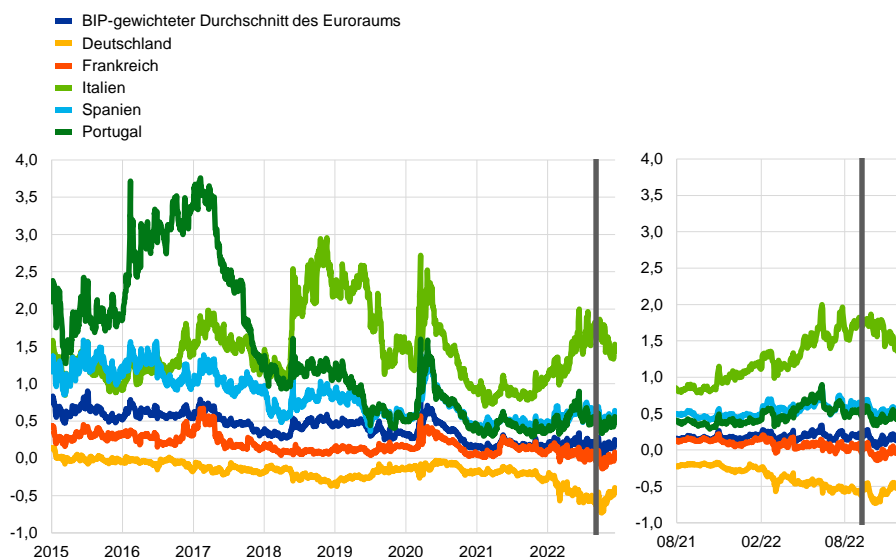
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 8. September 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Dezember 2022.

Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum entwickelten sich im Berichtszeitraum weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, wobei sich die entsprechenden Renditeabstände einander annäherten (siehe Abbildung 17). Während die langfristigen risikofreien Zinssätze beträchtlich schwankten, blieb der Spread zwischen der BIP-gewichteten Rendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Euro-Währungsgebiet und dem OIS-Satz insgesamt relativ stabil. Am Ende des betrachteten Zeitraums war er lediglich 7 Basispunkte höher als Anfang September. Dahinter verbargen sich jedoch unterschiedliche Entwicklungen auf Länderebene, wobei sich die Spreads in einigen Staaten verengten. So verringerten sich beispielsweise in Italien und Griechenland die Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen um 18 bzw. 22 Basispunkte, während der Spread deutscher Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit um 14 Basispunkte stieg und damit weniger negativ ausfiel.

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 8. September 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Dezember 2022.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verengten sich im Berichtszeitraum aufgrund einer verbesserten Risikostimmung. Die Spreads im Hochzinssegment gingen dabei am stärksten zurück. Trotz der gestiegenen kurzfristigen Zinsen und des konjunkturellen Gegenwinds verringerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Berichtszeitraum. Dies geschah vor dem Hintergrund einer höheren Risikobereitschaft, wobei sich die Lieferengpässe nach und nach weiter auflösten und die Einkaufsmanagerindizes (EMIs) eine gewisse Widerstandsfähigkeit an den Tag legten (siehe Abschnitt 1 und 2). Die Spreads von hochverzinslichen Unternehmensanleihen sanken besonders stark (um 35 Basispunkte), während sie im Investment-Grade-Segment um 19 Basispunkte zurückgingen.

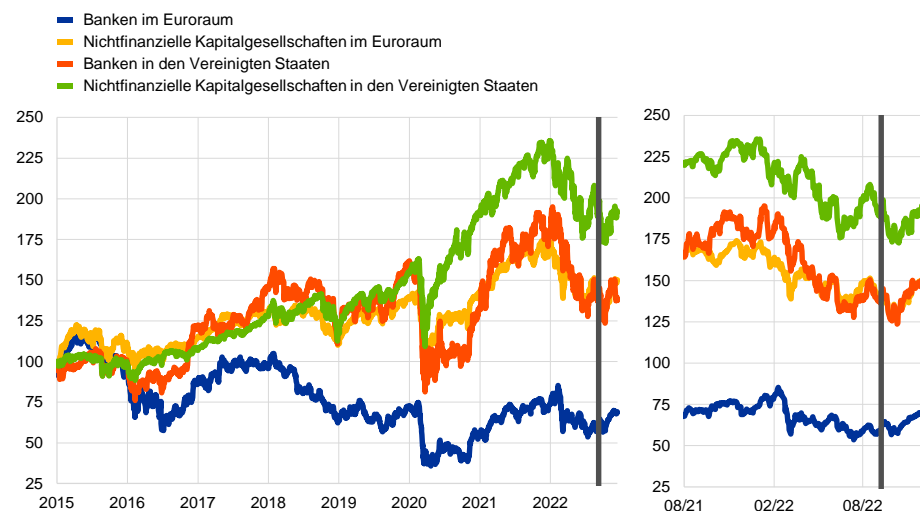
An den europäischen Aktienmärkten kam es zu einer Erholung, im Zuge derer die Bankaktien des Euroraums eine besonders gute Wertentwicklung erzielten. Wenngleich von den höheren risikofreien Zinssätzen eine gewisse Belastung ausging, konnten sich die Aktienmärkte erholen. Dabei schnitten europäische Papiere besser ab als ihre Pendanten im Rest der Welt, einschließlich der Vereinigten Staaten. Unter dem Strich stiegen die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum um 7,7 %, verglichen mit einem Rückgang um 0,8 % in den Vereinigten Staaten. Im Bankensektor fiel der Unterschied noch deutlicher aus: So legten die Bankwerte im Eurogebiet um ganze 14,2 % zu, wohingegen sie in den USA Kursverluste von 4,0 % verzeichneten. Grund für diesen Anstieg waren die im dritten Quartal unerwartet positiven Gewinnmeldungen der Banken im Euroraum. Angesichts der bereits erfolgten und der erwarteten Leitzinsanhebungen der EZB wird zudem mit weiteren robusten Gewinnen

gerechnet, da dies den Zinsmargen der Banken und damit auch deren Gewinnen zugutekommen dürfte.

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 8. September 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Dezember 2022.

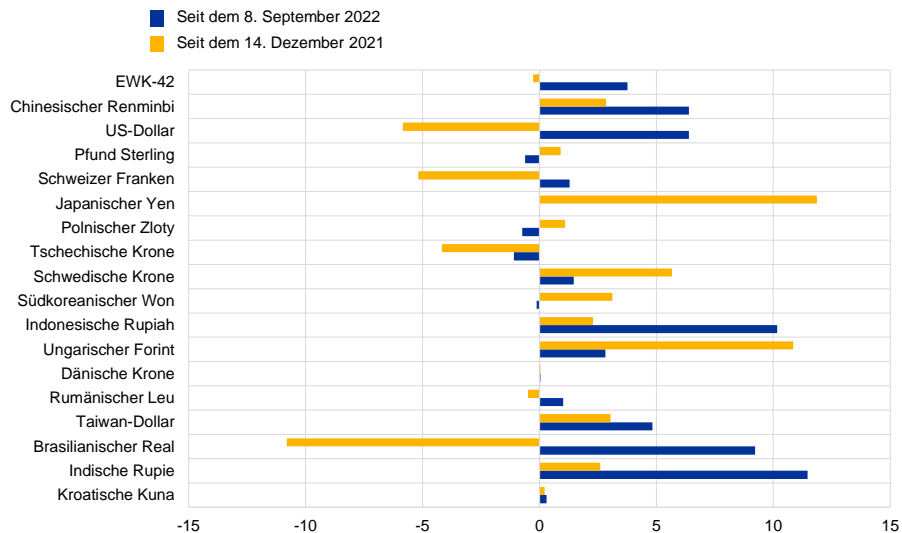
An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf

(siehe Abbildung 19). Im Betrachtungszeitraum stieg der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, um 3,8 % an. Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse betrifft, so legte der Euro gegenüber dem US-Dollar kräftig zu (+6,4 %). Dies war auf Spekulationen zurückzuführen, dass sich das Tempo der Zinserhöhungen in den Vereinigten Staaten verlangsamen und die Geldpolitik früher als erwartet einen Kurswechsel vollziehen könnte. Auch gegenüber den Währungen der meisten anderen großen Industrieländer – so etwa zum Schweizer Franken (+1,3 %) – gewann der Euro an Wert. In Relation zum japanischen Yen blieb er indes weitgehend unverändert. Gewinne verbuchte die Gemeinschaftswährung auch gegenüber den Währungen der meisten großen Schwellenländer, insbesondere zum chinesischen Renminbi (+6,4 %). Im Verhältnis zu einigen europäischen Währungen schwächte sich der Euro leicht ab, darunter das Pfund Sterling (-0,6 %), die tschechische Krone (-1,1 %) und der polnische Zloty (-0,7 %). Zum ungarischen Forint wertete er indessen weiter auf (+2,8 %).

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 Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 14. Dezember 2022.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die Zinssätze im Kreditgeschäft der Banken sind erneut gestiegen. Grund hierfür sind die höheren Refinanzierungskosten der Banken im Zuge der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung. Die Unternehmenskreditvergabe der Banken blieb im Oktober robust, während sich die Ausleihungen an private Haushalte weiter abschwächten. In der Zeit vom 8. September bis zum 14. Dezember 2022 verringerten sich die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung erheblich, während die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung leicht zunahmten. Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) vom Oktober 2022 deutet auf eine breit angelegte Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen hin. Auch zeigten sich die Firmen eher pessimistisch hinsichtlich der Verfügbarkeit der meisten Außenfinanzierungsquellen. Die gemäßigte Entwicklung der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte spiegelte sich auch in der Verlangsamung des Geldmengenwachstums wider, die sich im Oktober fortsetzte.

Im Zuge der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung haben sich die Refinanzierungskosten der Banken im Euro-Währungsgebiet angesichts der veränderten risikofreien Zinssätze und Marktzinsen erhöht. Im Oktober setzte der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum seinen Aufwärtstrend fort und erreichte den höchsten Stand seit 2014 (siehe Abbildung 20, Grafik a). Mit der Verschärfung der Konditionen für die Refinanzierung bei den Zentralbanken und der Normalisierung der Geldpolitik stiegen die Gesamtfinanzierungskosten der Banken im Berichtszeitraum zunächst an, gingen dann aber infolge einer Abwärtskorrektur der Bankanleiherenditen im November wieder etwas zurück (siehe Abbildung 20, Grafik b). Die Leitzinserhöhungen der EZB wirken nun auch auf die Einlagenzinsen durch. Im Einklang mit den historischen Gesetzmäßigkeiten erfolgt die Transmission der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen auf die Einlagenzinsen eher graduell, während die Bankanleiherenditen unmittelbarer reagieren. Im Oktober stiegen die Einlagenzinsen auf 0,35 %. Sie lagen damit 22 Basispunkte über dem Niveau vor der ersten Leitzinsanhebung im Juli und 28 Basispunkte über dem Stand vom Jahresbeginn 2022. In diesem immer noch moderaten Anstieg kommt zum Ausdruck, dass sich der Abstand zwischen den Einlagen- und den Leitzinsen allmählich wieder einem Niveau annähert, wie es in der Vergangenheit üblicherweise in Phasen mit positiven Zinssätzen zu beobachten war. Auch die jüngste Rekalibrierung der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) trägt zur Normalisierung der Refinanzierungskosten der Banken bei.¹⁰ Nach der Rekalibrierung verstärkten die Banken im November und Dezember ihre freiwilligen Rückzahlungen, wodurch sich die Überschussliquidität im Bankensektor verringerte. Was die Widerstandsfähigkeit ihrer Bilanzen anbelangt, so verfügen die Banken im Euroraum insgesamt über eine gute Kapitalausstattung, die über die Eigenkapitalanforderungen und Kapitalvorgaben hinausgeht. Allerdings könnten die mit einer konjunkturellen Eintrübung einhergehenden Risiken die Aktiva-Qualität mindern und das Kreditrisiko erhöhen.

¹⁰ Siehe EZB, [EZB rekalibriert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#), Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

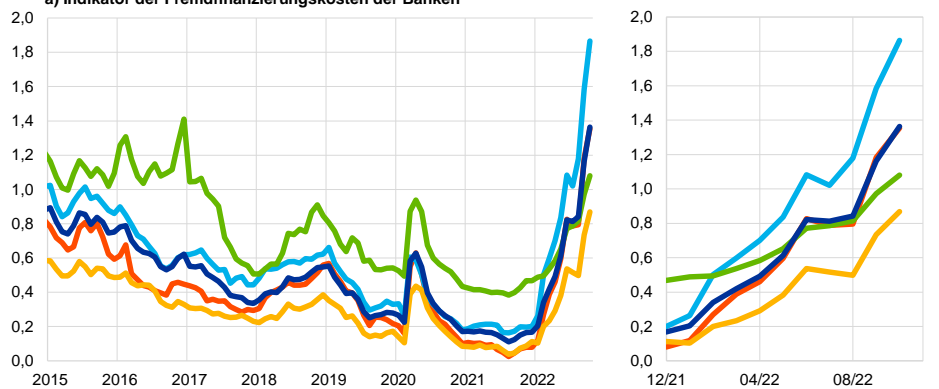
Abbildung 20

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

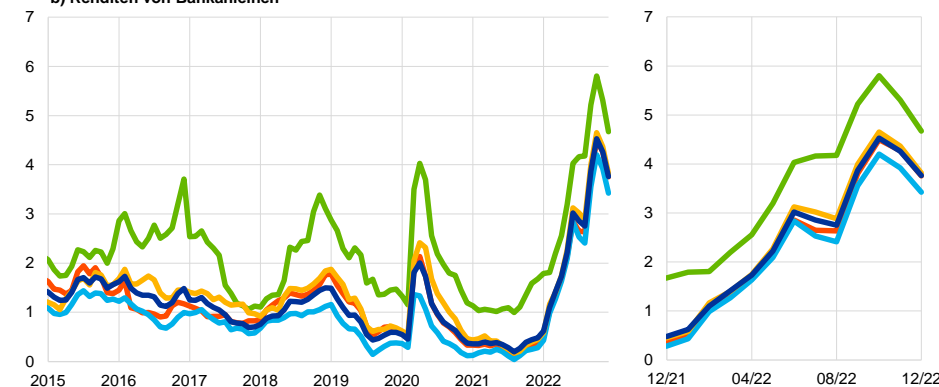
(in % p. a.)



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 dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 14. Dezember 2022 (Renditen von Bankanleihen).

Die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte haben sich vor dem Hintergrund der geldpolitischen Normalisierung weiter erhöht.

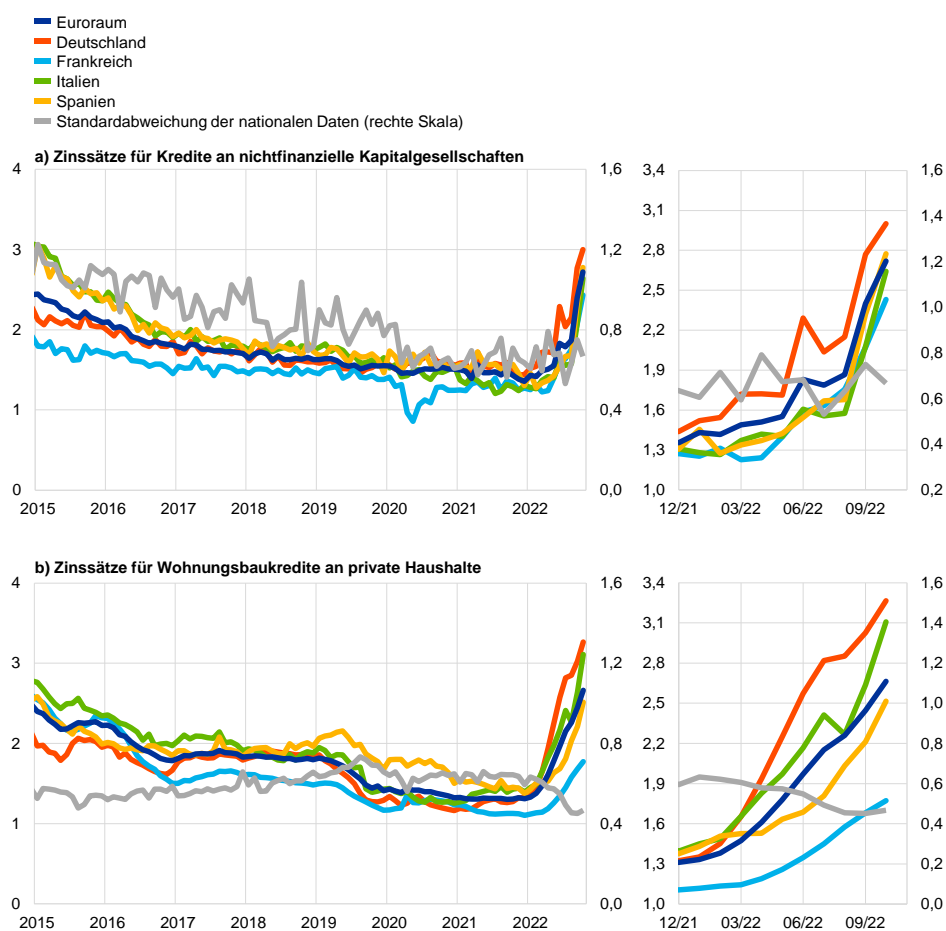
Gestiegene Refinanzierungskosten der Banken treiben seit Februar 2022 die Kreditzinsen in allen Ländern des Euroraums nach oben. Diese haben inzwischen die höchsten Werte seit 2015 erreicht (siehe Abbildung 21). Zudem haben sich die Kreditrichtlinien verschärft. Der Anstieg der Kreditzinsen entspricht dabei dem Muster in früheren Straffungszyklen. Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erhöhten sich im Oktober auf 2,72 %. Mit dieser monatlichen Zunahme um 32 Basispunkte haben sich Unternehmenskredite seit Ende 2021 um insgesamt 136 Basispunkte verteuert. Unterdessen stiegen die Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Oktober um weitere 21 Basispunkte auf 2,66 % an und lagen damit 135 Basispunkte über ihrem Ende 2021

verzeichneten Stand. Die Kreditzinsen nahmen deutlich stärker zu als die Einlagenzinsen, was in Straffungszyklen ebenfalls typisch ist. Dementsprechend hat sich der Spread zwischen Kredit- und Einlagenzinsen im Neugeschäft der Banken erhöht, was die Nettozinserträge der Banken stützt. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und für große Kredite weitete sich etwas aus. Er lag in der Nähe des Durchschnitts der vergangenen zwei Jahre, war aber immer noch deutlich kleiner als vor der Finanzkrise. Gleichwohl hielten sich die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Firmen und Privathaushalte in Grenzen. Dies deutet darauf hin, dass die Transmission des strafferen geldpolitischen Kurses der EZB reibungslos vonstattengeht (siehe Abbildung 21, Grafik a und b).

Abbildung 21

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

(in % p. a.; 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 Oktober 2022.

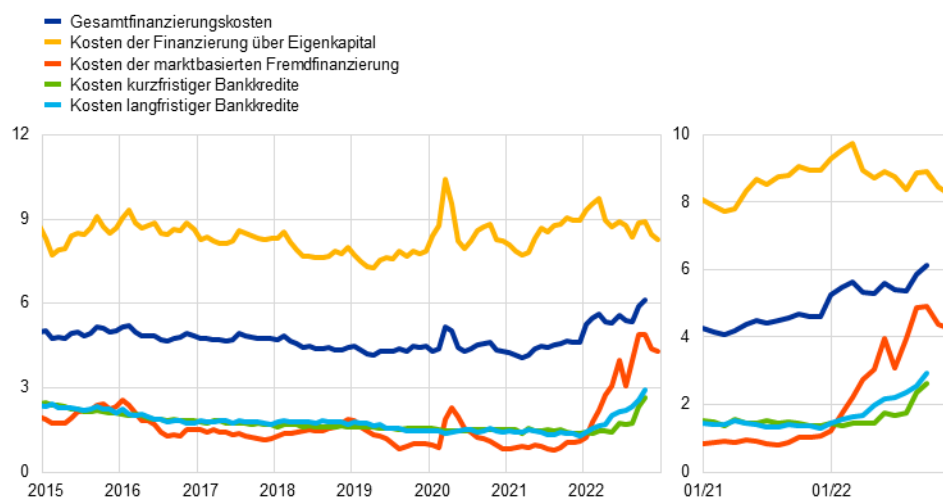
Während sich die Eigenkapitalfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Zeit vom 8. September bis zum 14. Dezember 2022 erheblich verbilligte, nahmen die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung etwas zu. Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von

Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme lassen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen (die die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung umfassen) derzeit nur bis Oktober 2022 berechnen. Sie lagen im genannten Monat bei 6,1 % und damit rund 20 Basispunkte über ihrem Stand vom September (siehe Abbildung 22). Grund für diese Verteuerung waren gestiegene Kosten für kurz- und langfristige Bankdarlehen sowie für die marktbasierter Fremdfinanzierung. Die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital änderten sich im Oktober im Vergleich zum Vormonat hingegen kaum, da die höheren risikofreien Zinssätze in ihrer Wirkung durch die niedrigere Aktienrisikoprämie ausgeglichen wurden. Die marktbasierter Fremdfinanzierung verteuerte sich indes vor dem Hintergrund höherer risikofreier Zinssätze und einer Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen. Die Gesamtfinanzierungskosten erreichten im Oktober 2022 den höchsten Stand seit vielen Jahren. Sie lagen auf einem Niveau, das zuletzt Ende 2010 erreicht worden war. Im Berichtszeitraum insgesamt, also vom 8. September bis zum 14. Dezember 2022, verringerten sich die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung etwas, da der Rückgang der Renditeabstände von Unternehmensanleihen sowohl im Investment-Grade- also auch im Hochzinssegment den leichten Anstieg der risikofreien Zinssätze mehr als aufwog. Die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung gingen erheblich zurück. Dies war die Folge der deutlich gesunkenen Aktienrisikoprämie, durch die der marginale Effekt der etwas höheren risikofreien Zinssätze kompensiert wurde.

Abbildung 22

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)

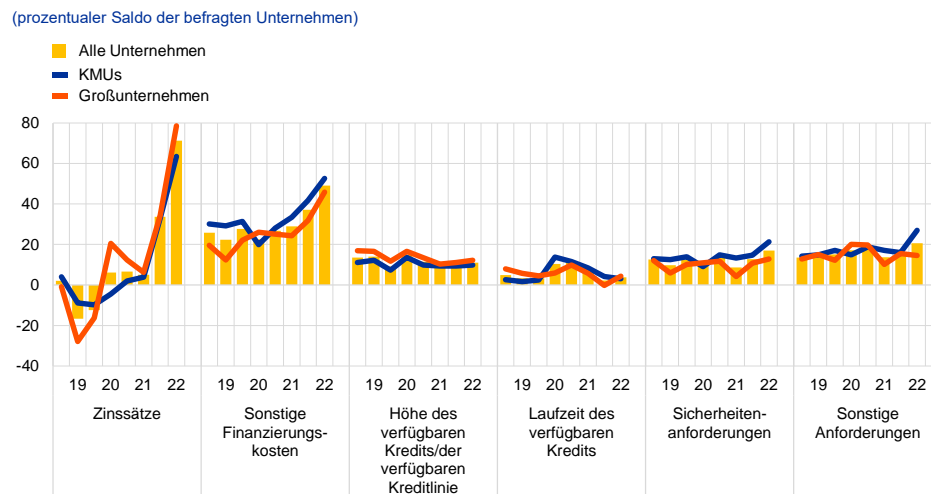


Quellen: EZB und EZB-Schätzungen, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg und Thomson Reuters.

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind der gewichtete Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital (bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Dezember 2022 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 9. Dezember 2022 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. auf Oktober 2022 (Gesamtfinanzierungskosten und Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) vom Oktober 2022 vermeldeten Firmen aller Größen und aus allen Ländern eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen. Der prozentuale Saldo der Befragten, die über höhere Bankzinsen berichteten, stieg sprunghaft auf 71 % an (nach 34 % in der vorherigen Umfrage); seit Beginn der Umfrage im Jahr 2009 wurde noch nie ein vergleichbarer Wert verzeichnet (siehe Abbildung 23). Zugleich gaben unter dem Strich 49 % der Unternehmen (nach zuvor 37 %) auch gestiegene sonstige Finanzierungskosten an (z. B. Entgelte, Gebühren und Provisionen). Der Anstieg der Bankzinsen und sonstigen Kosten scheint bei den kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) und den großen Unternehmen recht ähnlich ausgefallen zu sein. Die Umfrage lässt außerdem auf eine Verschärfung der Sicherheitenanforderungen schließen. Überdies gaben mehr Firmen an, dass sich die Laufzeit ihrer Kredite verlängert und ihr Kreditvolumen erhöht habe. Indes berichteten lediglich wenige Umfrageteilnehmer von Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Bankkrediten (7 %, wie bereits in der vorherigen Umfragerunde). Begünstigend wirkte sich hier vor allem die gleichbleibende Kreditvergabebereitschaft der Banken aus.

Abbildung 23
Veränderung der Konditionen der bankbasierten Finanzierung für Unternehmen im Euroraum



Quelle: Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).
Anmerkung: Auf Basis von Daten der Unternehmen, die Bankkredite (einschließlich subventionierter Bankkredite), Kreditlinien oder Kreditkartenüberziehungen beantragt hatten. Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang meldeten. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 20 (Oktober 2018 bis März 2019) bis 27 (April 2022 bis September 2022).

Die Unternehmen gaben eine Vergrößerung ihrer Finanzierungslücken an und schätzten die Verfügbarkeit der meisten Außenfinanzierungsquellen pessimistischer ein. Die Außenfinanzierungslücke im Euroraum – also die Differenz zwischen der Veränderung der Nachfrage nach und der Veränderung des Angebots an Außenfinanzierungsmitteln – weitete sich in der jüngsten Umfragerunde auf 9 % aus (nach 1 % in der vorangegangenen Befragung). Als Gründe für diese Zunahme nannten die Unternehmen einen gestiegenen Außenfinanzierungsbedarf

vornehmlich zur Deckung höherer Produktionskosten sowie eine etwas geringere Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln. Ein relativ großer prozentualer Anteil der Firmen rechnet damit, dass sich im Zeitraum von Oktober 2022 bis März 2023 das Angebot an Bankkrediten und Kreditlinien verknappen wird (31 % bzw. 25 %). Für gewöhnlich steht die Dynamik dieser Indikatoren mit der aktuellen und mit der künftigen Geschäftstätigkeit im Zusammenhang, und wachsende Finanzierungslücken und eine erwartete geringere Verfügbarkeit von Finanzmitteln entfalten eine Bremswirkung auf das BIP-Wachstum im Euroraum.¹¹

Die Unternehmenskreditvergabe der Banken blieb im Oktober robust, während sich die Kreditgewährung an private Haushalte weiter abschwächte.

Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften lag im Oktober unverändert bei 8,9 %, wobei der monatliche Kreditstrom jedoch geringer ausfiel als in den vorangegangenen Monaten (siehe Abbildung 24, Grafik a). Das kräftige Wachstum der Unternehmenskredite wird nach wie vor durch die robuste Nachfrage nach Bankkrediten bestimmt: Die Unternehmen finanzieren ihre höheren Produktions- und Investitionskosten über Kredite und ersetzen zugleich Anleihen durch Bankkredite, weil die marktbasierende Finanzierung derzeit teurer ist als die Finanzierung über Banken. Was die Laufzeiten betrifft, so trugen längerfristige Ausleihungen im Oktober am stärksten zum Wachstum der Unternehmenskredite bei, denn die Firmen hatten aufgrund der hohen Inflation und der genannten Substitution von Anleihen einen hohen nominalen Finanzierungsbedarf für Investitionen. Der Wachstumsbeitrag kurzfristiger Kredite war im Oktober indes stark rückläufig. Dies könnte damit zusammenhängen, dass die Lagerhaltung der Unternehmen einen Wendepunkt erreicht hat. Das legen auch die Umfrageindikatoren zu den Vorratsveränderungen nahe, die mit Blick auf die Kreditentwicklung Vorlaufeigenschaften besitzen. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte sank im Oktober auf 4,2 %, verglichen mit 4,4 % im September (siehe Abbildung 24, Grafik b). Maßgeblich hierfür war die nachlassende Dynamik der Wohnungsbaukredite, die durch ein Zusammenspiel von Nachfrage- und Angebotsfaktoren bedingt war. Denn zum einen verschärfte die Banken ihre Kreditrichtlinien, und zum anderen verringerte sich aufgrund des sich eintrübenden Konjunkturausblicks, der höheren Hypothekenzinsen und der sich verschlechternden Aussichten am Wohnungsmarkt die Nachfrage. Die Ergebnisse der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet](#), die Vorlaufeigenschaften in Bezug auf das künftige Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte aufweisen, deuten darauf hin, dass sich das Kreditwachstum in den kommenden Quartalen abschwächen dürfte.¹² Diese Einschätzung steht im Einklang mit der erwarteten konjunkturellen Abkühlung im Euroraum und der Normalisierung der Geldpolitik.

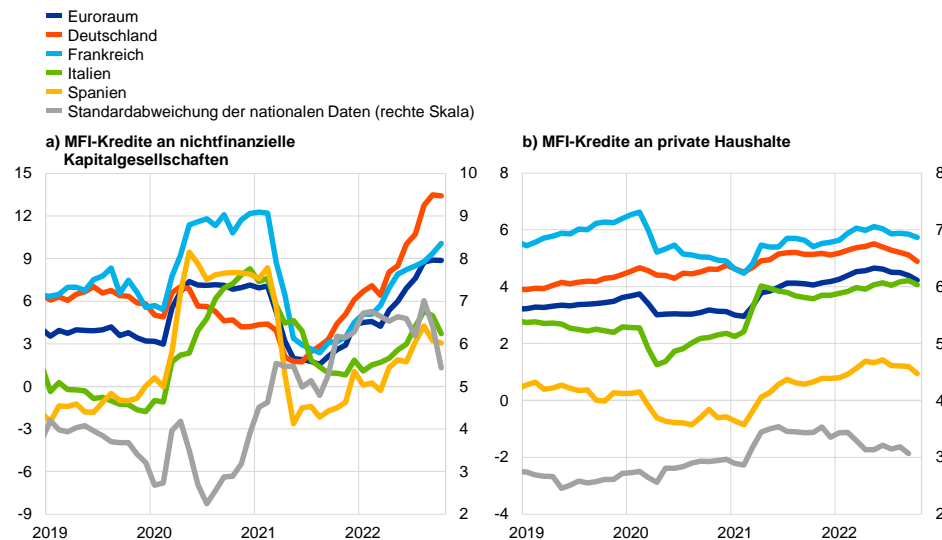
¹¹ Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

¹² Siehe hierzu auch Kasten 7 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 24

MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

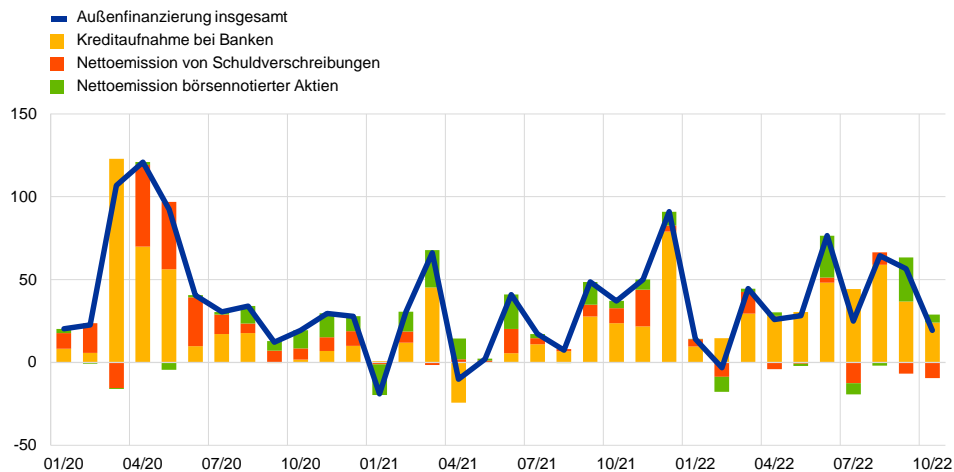
Anmerkung: Die Kredite der monetären Finanzinstitute (MFIs) sind um Verkäufe und Verbriefungen und die der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt.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

Das Gesamtaußenfinanzierungsvolumen der Unternehmen ging trotz einer nach wie vor regen Bankkreditaufnahme zurück. Die Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung sank von 3,6 % im September auf 3,4 % im Oktober. Ursächlich hierfür waren gestiegene Kreditzinsen und verschärfte Kreditrichtlinien; zugleich verzeichneten die Unternehmen ein kräftiges nominales Investitionswachstum und einen anhaltend hohen Finanzierungsbedarf für Betriebskapital. Seit Anfang 2022 werden die Außenfinanzierungsströme maßgeblich dadurch gestützt, dass die Unternehmen mehr Bankkredite aufnehmen, während sie insgesamt aber weniger neue Schuldverschreibungen und börsennotierte Aktien begeben (siehe Abbildung 25). Die stärkere Aufnahme von Bankkrediten und die geringere Begebung von Schuldtiteln spiegeln die gestiegenen relativen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung wider. Die vorübergehende Belebung der Emission börsennotierter Aktien im September lässt sich indes mit einer außergewöhnlich großen Platzierung eines einzelnen Unternehmens erklären.

Abbildung 25

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 Oktober 2022.

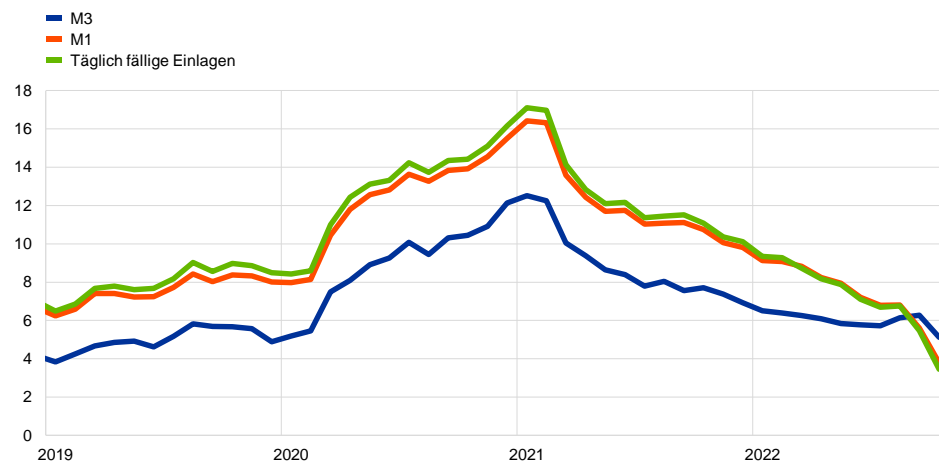
Die Umschichtung von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen setzte sich im Oktober vor dem Hintergrund der geldpolitischen Normalisierung fort.

Dementsprechend schwächte sich das jährliche Wachstum der täglich fälligen Einlagen erneut deutlich ab, und zwar von 5,5 % im September auf 3,4 % im Oktober (siehe Abbildung 26). Dieser Rückgang war auf die umfangreiche Substitution täglich fälliger Einlagen durch Termineinlagen zurückzuführen. Ausgelöst wurden die Portfolioumschichtungen dadurch, dass Termineinlagen zunehmend höher verzinst werden als täglich fällige Einlagen, was mit den für Straffungszyklen typischen historischen Gesetzmäßigkeiten im Einklang steht. Reges Interesse an Termineinlagen beweisen vor allem die Unternehmen und sonstigen Finanzinstitute (SFIs). Sie begannen bereits im Sommer 2022, Umschichtungen vorzunehmen, als die Vergütung von Termineinlagen erstmals attraktiver wurde als die täglich fälliger Einlagen. Die privaten Haushalte haben bislang eher täglich fällige Einlagen bevorzugt, was sich mit Vorsichtsmotiven sowie dem geringen Unterschied zwischen der Verzinsung von Tagesgeld und Termineinlagen erklären lässt. Angesichts der immer größeren Zinsdifferenz haben sie zuletzt jedoch ebenfalls zunehmend Interesse an Termineinlagen gezeigt. Die Portfolioumschichtungen der Privathaushalte fielen allerdings deutlich geringer aus als in den beiden anderen Sektoren. Außerdem gibt es nationale Unterschiede, was das Wachstum der Einlagenbestände von Unternehmen und privaten Haushalten betrifft.

Abbildung 26

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

Das Geldmengenwachstum verlangsamte sich im Oktober weiter, worin sich die Entwicklung der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte widerspiegelte.

Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) verringerte sich im Oktober auf 5,1 %, verglichen mit 6,3 % im September (siehe Abbildung 26). Ursächlich für diese merkbare Abschwächung waren die Umkehr eines technischen Einmaleffekts sowie die Entwicklung der Kredite an Unternehmen und private Haushalte.¹³ Was die Komponenten von M3 betrifft, so bewirkte die Abkehr von täglich fälligen Einlagen im Oktober eine starke Abnahme des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, wodurch sich dessen Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum verringerte. Zugleich leisteten die zur weit gefassten Geldmenge M3 zählenden Termineinlagen einen größeren Wachstumsbeitrag als in den Monaten zuvor. Aufseiten der Gegenposten wurde die jährliche M3-Dynamik weiterhin vor allem von den Krediten an den privaten Sektor bestimmt. Der Beitrag des Erwerbs von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) verringerte sich weiter, da die Nettokäufe im Juli 2022 beendet worden waren. Zugleich wurde die Geldschöpfung nach wie vor durch jährliche monetäre Nettoabflüsse in die übrige Welt gedämpft, die dem negativen Effekt der hohen Energiepreise auf die Handelsbilanz des Euroraums geschuldet waren.

¹³ Die M3-Daten für September 2022 enthalten eine große temporäre Position des Eurosystems gegenüber einer Clearingstelle, die dem Sektor der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen) zuzuordnen ist. Dieser technische Einmaleffekt führte im September zu einer Vergrößerung aller Aggregate, in die die betreffenden Einlagen einfließen.

Der öffentliche Finanzierungssaldo im Euro-Währungsgebiet dürfte sich 2022 ausgehend von den hohen, während der Pandemie verzeichneten Defiziten weiter verbessert haben. Dies geht aus den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 hervor. Im Jahr 2023 dürfte sich der Saldo allerdings leicht verschlechtern, bevor er sich 2024 erneut verbessert. Die vorübergehende Verschlechterung ist vor allem umfangreichen diskretionären Stützungsmaßnahmen der Staaten zuzuschreiben. Mit diesen sollen die steigenden Energiepreise und höheren Lebenshaltungskosten abgefedert werden. Die vorherigen Projektionen gingen noch davon aus, dass sich solche Maßnahmen weitgehend auf das Jahr 2022 beschränken würden. Demzufolge wurde mit einer anhaltenden Verbesserung des Haushaltsdefizits gerechnet. Die Regierungen haben jedoch für 2023 staatliche Stützungsmaßnahmen in ähnlicher Größenordnung wie 2022 – rund 2 % des BIP – in ihren Haushalten veranschlagt oder angekündigt. Die Projektionen zu den öffentlichen Finanzen sind weiterhin mit hoher Unsicherheit behaftet. Diese hängt vor allem mit dem Krieg in der Ukraine und der Entwicklung an den Energiemärkten zusammen. Beide Faktoren könnten die Regierungen dazu veranlassen, weitere finanzpolitische Hilfsmaßnahmen zu beschließen. Stützungsmaßnahmen zum Schutz der Wirtschaft vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und so zugeschnitten sein, dass die Anreize zur Verringerung des Energieverbrauchs aufrechterhalten werden. Werden die Maßnahmen diesen Grundsätzen nicht gerecht, dürften sie den Inflationsdruck erhöhen und somit eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen. Im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU sollte die Finanzpolitik außerdem darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe Staatsverschuldung schrittweise zu senken. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte zügig abgeschlossen werden.

Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Eurogebiet wird sich 2023 leicht verschlechtern, 2024 aber wieder verbessern. Dies erwarten die Fachleute des Eurosystems in ihren jüngsten Projektionen.¹⁴ Nachdem das Haushaltsdefizit auf Euroraumebene im Jahr 2020 einen historischen Höchststand von 7,1 % des BIP erreicht hatte, ging es 2021 auf 5,1 % des BIP zurück (siehe Abbildung 27). Im Jahr 2022 ist es den Schätzungen zufolge weiter auf 3,5 % des BIP gesunken, dürfte 2023 aber wieder leicht auf 3,7 % des BIP ansteigen. Für 2024 wird hingegen ein neuerlicher Rückgang auf 2,7 % des BIP projiziert. Bis zum Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2025 wird die Defizitquote wohl insgesamt auf dem letztgenannten Stand bleiben. Die Verbesserung des Haushaltssaldos 2022 dürfte konjunkturbedingt gewesen sein. Ein weiterer wichtiger Bestimmungsfaktor war schätzungsweise der höhere konjunkturbereinigte Primärsaldo, der mit dem beginnenden Auslaufen eines Großteils der pandemiebedingten Notmaßnahmen zusammenhängt. Die 2022 als Reaktion auf die hohe Inflation und den Ukraine-Krieg

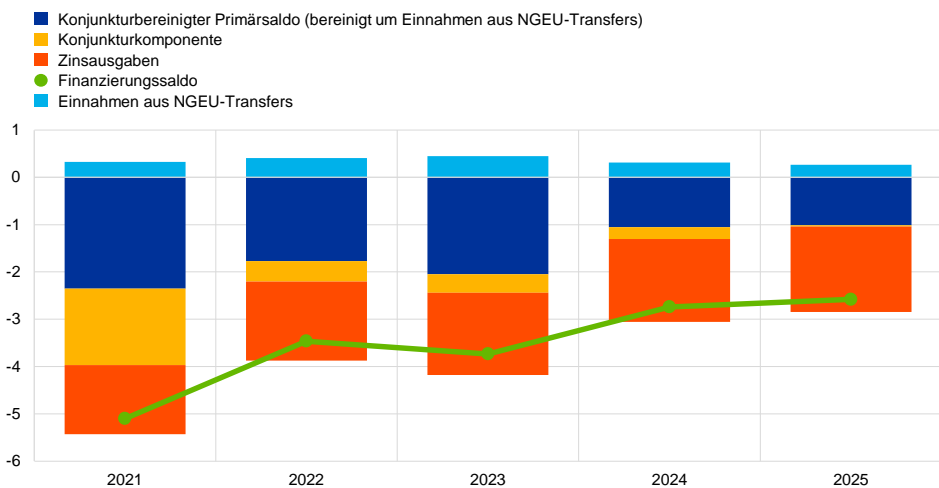
¹⁴ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2022.

ergriffenen Maßnahmen sind zwar nicht so umfangreich wie die Pandemiemaßnahmen. Gleichwohl schlagen sie mit rund 2 % des BIP sehr deutlich zu Buche. Auch 2023 werden voraussichtlich noch Hilfsmaßnahmen ähnlichen Ausmaßes in Kraft sein (siehe Abbildung 28). Sie werden jedoch primär aus Subventionen zur Deckelung der Energiepreise bestehen. Sozialtransfers wie etwa Einkommensbeihilfen für private Haushalte, die bei der staatlichen Reaktion auf den Energiepreisschock zunächst im Vordergrund standen, werden hingegen weniger zum Tragen kommen. Allerdings dürften nichtdiskretionäre Faktoren wie zum Beispiel geringere unerwartete Mehreinnahmen 2023 vorübergehend zu einer leichten Ausweitung des euroraumweiten Haushaltsdefizits beitragen. Die erwartete Verringerung des öffentlichen Defizits im Jahr 2024 beruht ausschließlich auf der Annahme, dass sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo mit dem Auslaufen der energiebezogenen staatlichen Stützungsmaßnahmen verbessert.

Abbildung 27

Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)

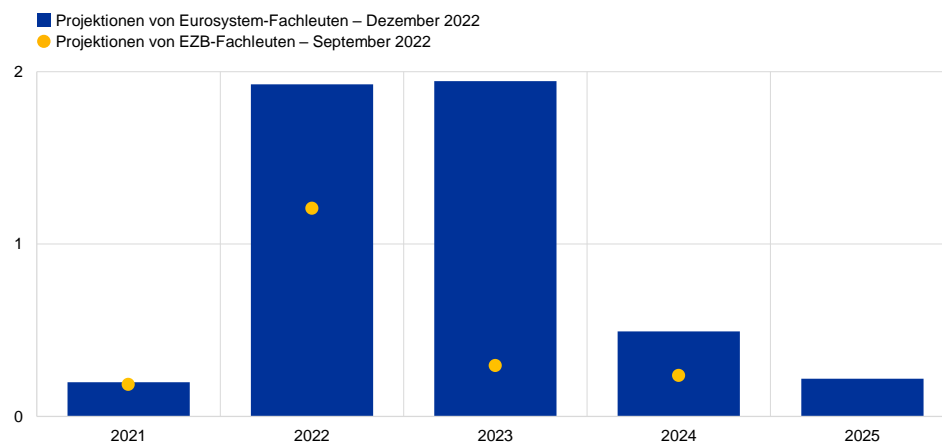


Quellen: EZB-Berechnungen und gesamtwirtschaftliche Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2022.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

Abbildung 28

Haushaltspolitische Maßnahmen im Euroraum als Reaktion auf hohe Energiepreise und Inflationsraten

(in % des BIP; Höhe pro Jahr)



Quellen: EZB-Berechnungen und gesamtwirtschaftliche Projektionen.

Der fiskalische Kurs im Euroraum dürfte 2022 gestraft worden sein. Für 2023 wird mit einer geringfügigen Lockerung, für 2024 jedoch – sofern weitere diskretionäre Maßnahmen ausbleiben – wieder mit einer deutlich restriktiven Ausrichtung gerechnet.¹⁵ Die in diesem Abschnitt beschriebene Messung zeigt für 2022 eine Straffung des Fiskalkurses an, die das Ergebnis signifikanter nichtdiskretionärer Faktoren ist. Zu nennen sind hier vor allem unerwartete Mehreinnahmen, die bereits 2021 zu verzeichnen waren. Solche Mehreinnahmen werden den Projektionen zufolge 2023 teilweise wegfallen und insgesamt für eine Lockerung der fiskalischen Ausrichtung sorgen, da sie eine gewisse Straffung der diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen mehr als ausgleichen. Diese Straffung ergibt sich daraus, dass ein Teil der umfangreichen Pandemie- und Konjunkturmaßnahmen, die seit Beginn der Coronakrise ergriffen wurden, wieder zurückgenommen wird. Der fiskalische Kurs dürfte jedoch 2024, wenn die meisten Maßnahmen zum Inflationsausgleich wohl wieder auslaufen, deutlich restriktiv ausfallen. Allerdings ist dieser Ausblick mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet. Am Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2025 dürfte die fiskalische Ausrichtung weitgehend neutral sein.¹⁶

Gegenüber den Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022 wurde der staatliche Finanzierungssaldo im Eurogebiet für 2022 etwas nach

¹⁵ 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 in diesem Kontext aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

¹⁶ Der um die Einnahmen aus NGEU-Transfers bereinigte fiskalische Kurs im Eurogebiet wird für 2021 auf +1,0 Prozentpunkte des BIP und für 2022 auf +0,5 Prozentpunkte des BIP geschätzt. In den Jahren 2023, 2024 und 2025 dürfte er -0,3, +1,0 bzw. +0,1 Prozentpunkte des BIP betragen. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2022 wurde er für 2022 um +0,4 Prozentpunkte und für 2023 und 2024 um -1,0 bzw. +1,1 Prozentpunkte korrigiert.

oben revidiert. Im Jahr 2023 dürfte er sich hingegen deutlich verschlechtern.

Die Defizitquote 2022 wurde um 0,3 Prozentpunkte nach oben korrigiert, denn der Beitrag des Konjunkturzyklus und des konjunkturbereinigten Primärsaldos dürfte höher ausfallen als zuvor erwartet worden war. Für 2023 wird allerdings mit einem sehr deutlichen Anstieg der Defizitquote um 0,9 Prozentpunkte gerechnet. Zurückzuführen ist dies vor allem auf einen stärker defizitären konjunkturbereinigten Primärsaldo, der sich aus der Fortsetzung staatlicher Stützungsmaßnahmen im Zusammenhang mit der hohen Inflation und dem Ukraine-Krieg ergeben dürfte.¹⁷

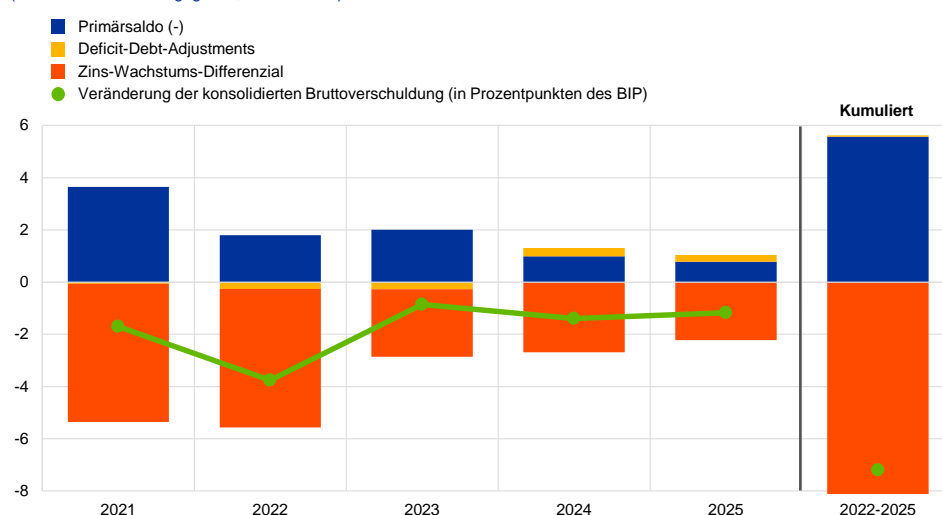
Nachdem der gesamtstaatliche Schuldenstand im Eurogebiet 2020 stark angestiegen war, dürfte er 2024 und 2025 langsam auf knapp 90 % des BIP zurückgehen und damit weiterhin über seinem Vorkrisenniveau liegen.

Die Schuldenquote erhöhte sich 2020 um etwa 13 Prozentpunkte auf rund 97 %. Im Jahr 2021 dürfte das immer noch hohe Primärdefizit durch einen deutlich schuldenstandssenkenden Beitrag des günstigen Zins-Wachstums-Differenzials mehr als ausgeglichen worden sein. Infolgedessen sank die Schuldenquote etwas. Den Projektionen zufolge wird sie im Zeitraum 2022–2025 weiter langsam, aber stetig zurückgehen. Ausschlaggebend hierfür dürften noch immer positive Beiträge des Zins-Wachstums-Differenzials sein, die die schuldenstandserhöhenden Effekte der Primärdefizite übersteigen. Die Deficit-Debt-Adjustments sollten über den gesamten Zeitraum kumuliert weitgehend neutral ausfallen (siehe Abbildung 29). Am Ende des Projektionszeitraums im Jahr 2025 wird sich die staatliche Schuldenquote voraussichtlich auf 88 % belaufen und damit 4 Prozentpunkte über ihrem Vorkrisenstand 2019 liegen.

Abbildung 29

Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und gesamtwirtschaftliche Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2022.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der Euro-Länder.

¹⁷ Weitere staatliche Hilfen zur Abfederung der höheren Energiepreise und sonstige Ausgaben im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg dürften sich 2022 auf 0,9 % des euroraumweiten BIP belaufen haben.

Die Projektionen zu den öffentlichen Finanzen im Basisszenario sind weiterhin mit einer hohen Unsicherheit behaftet. Diese hängt in erster Linie mit den hohen Energiepreisen und dem inflationären Umfeld sowie den möglichen Gegenmaßnahmen der Politik zusammen. Risiken ergeben sich aus potenziellen zusätzlichen Fiskalimpulsen 2023 und 2024 sowie aus einer Fortsetzung diskretionärer finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen über den im Basisszenario angenommenen Zeithorizont hinaus.

Stützungsmaßnahmen zum Schutz der Wirtschaft vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise sollten zeitlich befristet, zielgerichtet und so zugeschnitten sein, dass die Anreize zur Verringerung des Energieverbrauchs aufrechterhalten werden. Werden die Maßnahmen diesen Grundsätzen nicht gerecht, dürften sie den Inflationsdruck erhöhen und somit eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen. Im Einklang mit dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU sollte die Finanzpolitik außerdem darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und hohe Schuldenstände schrittweise zu senken. Damit der Inflationsdruck nicht durch Fiskalmaßnahmen verstärkt wird, bedarf es einer kontinuierlichen effektiven Koordinierung der Finanzpolitik im Eurogebiet. Zugleich müssen die Tragfähigkeit der Verschuldung gewährleistet und die wachstumsfreundliche Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen unterstützt werden.¹⁸ Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte zügig abgeschlossen werden.

¹⁸ Die Fachleute des Eurosystems kommen zu dem Schluss, dass die energiebezogenen Unterstützungsmaßnahmen im Jahr 2023 deutlich umfangreicher ausfallen könnten, als es von der Europäischen Kommission in ihrer Herbstprognose mit Blick auf die Übersichten der Mitgliedstaaten über ihre Haushaltsplanung 2023 erwartet worden war. Demzufolge könnten die von der Kommission diesbezüglich erkannten Risiken tatsächlich zum Tragen kommen. Siehe hierzu Kasten 8 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Kästen

1 Inflationentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

Gerrit Koester, Eduardo Gonçalves, Ramon Gomez-Salvador, Julia Doleschel, Malin Andersson, Belén González Pardo und Laura Lebastard

Seit Anfang 2021 ist die Gesamtinflation im Euroraum und in den Vereinigten Staaten deutlich gestiegen. Dabei setzte die Dynamik in den USA zwar früher ein und war stärker ausgeprägt, doch werden im Eurogebiet seit Juli 2022 höhere Werte ausgewiesen.¹ Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet lag im November bei 10,1 %, verglichen mit 10,6 % im Oktober. Dagegen erreichte der Verbraucherpreisindex (VPI) der Vereinigten Staaten mit 9,1 % bereits im Juni einen Höchststand, schwächte sich in der Folge etwas ab und betrug im November 7,1 %.

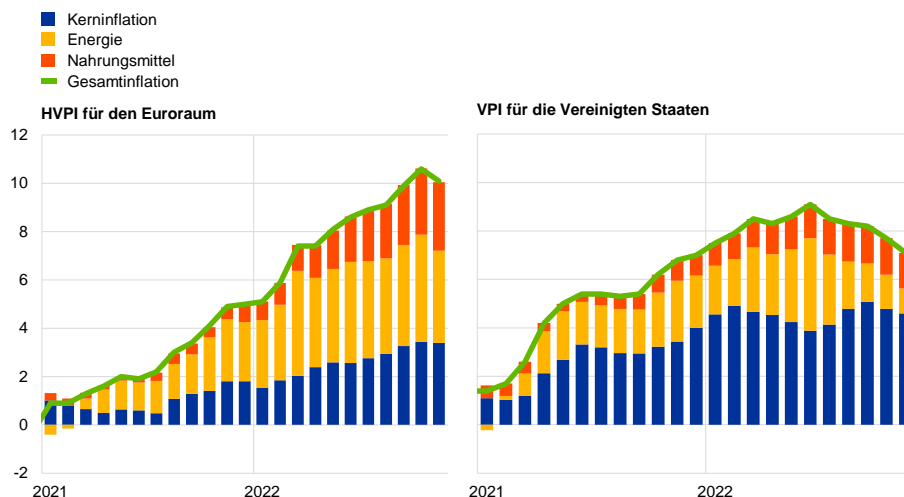
¹ Zu den früheren Entwicklungen siehe EZB, [Vergleich der jüngsten Inflationentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021; EZB, [Aktuelle Daten zur jüngsten Inflationentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

Abbildung A

Gesamtinflation und ihre Komponenten

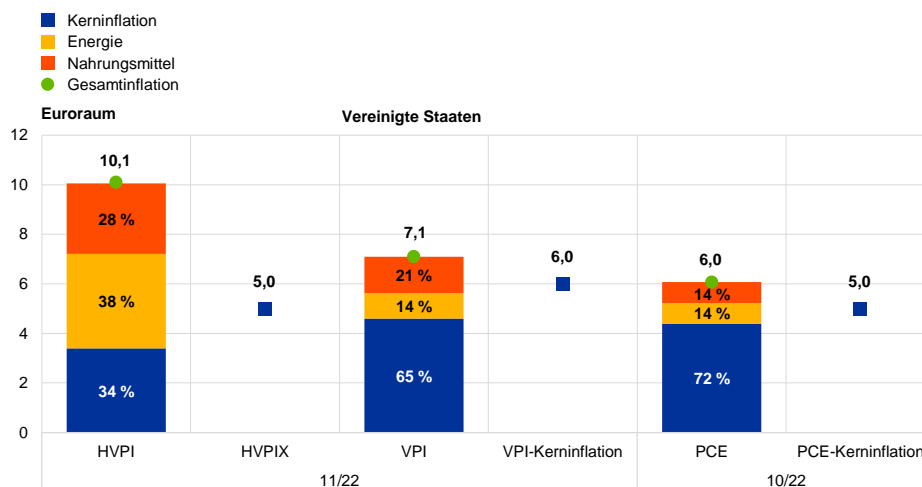
a) Inflationsentwicklung

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



b) Beiträge der wichtigsten Inflationskomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Der HVPIX entspricht dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet ohne Energie und Nahrungsmittel (und damit der Kerninflation). Der PCE-Index (Personal Consumption Expenditure Index) ist der Preisindex für die privaten Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November (HVPI und VPI) bzw. Oktober (PCE-Index).

Die Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise trug entscheidend zum Anstieg der Gesamtinflation im Euroraum bei. Allein die Verteuerung von Energie machte im November 38 % des insgesamt verzeichneten Preisauftriebs aus. In den Vereinigten Staaten waren es unterdessen lediglich 14 %. Auf die Energie- und Nahrungsmittelpreise entfallen zusammengenommen rund zwei Drittel der Gesamtinflation im Euroraum, während sich der entsprechende Anteil in den USA nur auf etwa ein Drittel beläuft (siehe Abbildung A). Ein wesentlicher Grund für den stärkeren Anstieg der Energiepreise in den Euro-Ländern sind die deutlich höheren Erdgaspreise. Sie resultieren aus der großen Bedeutung, die russische Gaslieferungen vor dem Krieg gegen die Ukraine für das Eurogebiet hatten, und

wirken sich zudem auch auf die Strompreise aus.² Die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel belief sich im November auf 5,0 %. Dieser Wert war immer noch niedriger als die am VPI gemessene Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel (Kerninflation) in den Vereinigten Staaten, die im selben Monat 6,0 % betrug. Allerdings bewegte sich der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel im November auf hohem Niveau seitwärts, während der VPI in den USA ohne diese beiden Komponenten leicht rückläufig war.

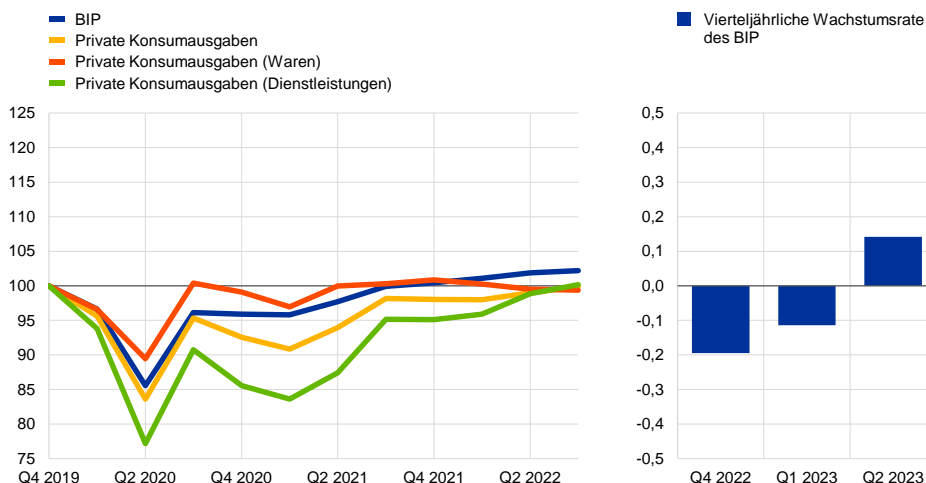
Einer der Hauptgründe für die unterschiedliche Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation in den beiden Volkswirtschaften besteht darin, dass die Erholung in den Vereinigten Staaten stärker konsumgetrieben ist. Das reale BIP kehrte in den USA etwa zwei Quartale früher auf das Vorpandemieniveau zurück als im Euroraum (siehe Abbildung B), was in erster Linie dem rascheren Wiederanstieg der privaten Konsumausgaben und Investitionen zu verdanken war. So hat der private Konsum von Waren und Dienstleistungen im Eurogebiet erst vor Kurzem wieder den Stand vom vierten Quartal 2019 erreicht, wohingegen die Vereinigten Staaten das vor der Pandemie verzeichnete Niveau bereits Anfang 2021 überschritten. In den USA trugen die gestiegenen Konsumausgaben in Kombination mit einem schnelleren Abbau der Lieferengpässe auch dazu bei, dass die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) im ersten Halbjahr 2021 auf ihr Vorpandemieniveau zurückkehrten. Im Gegensatz dazu wiesen diese Investitionen im Euroraum, bereinigt um die besonders volatilen immateriellen Investitionen, erst wieder Ende 2021 höhere Werte auf als vor der Pandemie.

² Siehe EZB, [Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022; EZB, [Die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine auf die Energiemärkte im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

Abbildung B Reales BIP und Konsumausgaben

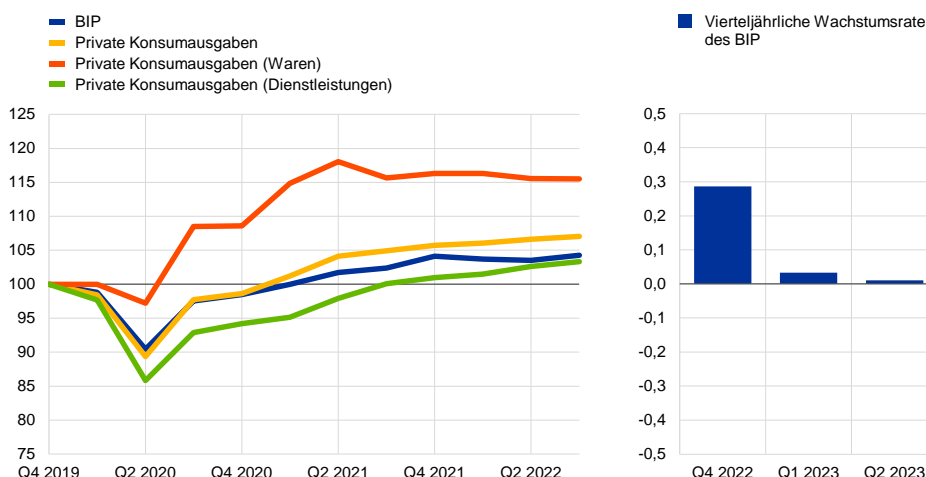
a) Euroraum

(Q4 2019 = 100; Veränderung gegen Vorquartal in %)



b) Vereinigte Staaten

(Q4 2019 = 100; Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Datenbank der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems (Stand: Dezember 2022) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben für die linken Grafiken beziehen sich auf das dritte Quartal 2022. In der rechten Grafik ist das jeweilige projizierte BIP-Wachstum ausgewiesen.

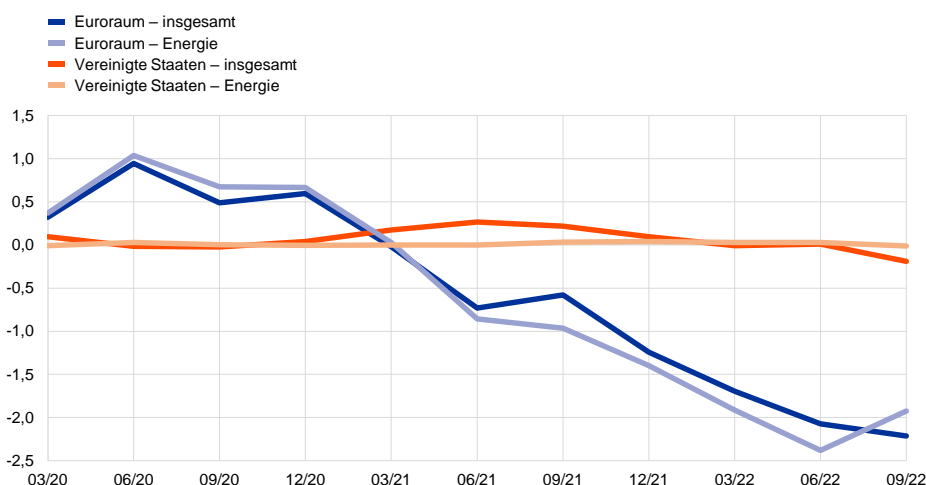
Das unterschiedliche Konsumwachstum in den beiden Volkswirtschaften lässt sich im Wesentlichen durch zwei Faktoren erklären – die Ausgestaltung der Finanzpolitik und die Entwicklung der Terms of Trade. Zum einen wurde die sehr rasche und kräftige Erholung des Warenkonsums in den Vereinigten Staaten dadurch beflügelt, dass den privaten Haushalten während der Pandemie eine breite und relativ umfangreiche Unterstützung ihrer Einkommen zuteilwurde, beispielsweise über Bürgerschecks und ein höheres Arbeitslosengeld.³ Im Eurogebiet waren die staatlichen Hilfen indessen gezielter auf die am stärksten von

³ Siehe auch EZB, [Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021; OECD, [The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance](#), Januar 2022.

der Pandemie Betroffenen ausgerichtet, und zwar entweder über Ausgleichszahlungen für Verdienstauffälle oder über Programme zur Arbeitsplatzsicherung.⁴ Zum anderen führte der seit dem Frühjahr 2021 beobachtete Anstieg der Energiepreise, der ein Jahr später durch den Krieg in der Ukraine erheblich verschärft wurde, zu einem Terms-of-Trade-Schock. Dieser traf den Euroraum wegen seiner starken Abhängigkeit von Gasimporten aus Russland weitaus härter als die Vereinigten Staaten (siehe Abbildung C).⁵ Der Effekt wurde durch die Wechselkursentwicklung noch verstärkt, wobei der US-Dollar kräftig aufwertete, während der Euro nicht nur gegenüber der US-Währung, sondern auch in effektiver Rechnung nachgab. Die geschätzte Wirkung im Eurogebiet entsprach – über vier Quartale bis zum dritten Quartal 2022 kumuliert – einem Transfer an die übrige Welt in Höhe von rund 2,2 % des BIP. In den USA war der Einkommenseffekt weitgehend neutral, da das Land mit Blick auf die Energieversorgung autark ist. Durch die Terms-of-Trade-Verluste verringerte sich das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte in den Euro-Ländern merklich, was sich besonders stark in der Nachfrage nach Gebrauchsgütern niederschlug.⁶ Die Einkommensverluste über diesen Kanal könnten weiter zunehmen und so die Konjunktur des Euroraums in den kommenden Quartalen drosseln.

Abbildung C
Einkommenseffekte der Terms of Trade

(Auswirkungen auf das jährliche BIP-Wachstum in Prozentpunkten)



Quellen: Haver Analytics, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Einkommenseffekt der Terms of Trade wird in % des BIP ausgedrückt und errechnet sich, indem die Veränderungen der Export- und Importpreise mit ihren entsprechenden Werten in der Vergangenheit (Verzögerung von einem Jahr) gewichtet werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

Im Einklang mit der schwächeren Erholung im vergangenen Jahr gewann die Nachfrage als treibende Kraft für die Kerninflation im Eurogebiet auch entsprechend langsamer und später an Bedeutung als in den USA (siehe

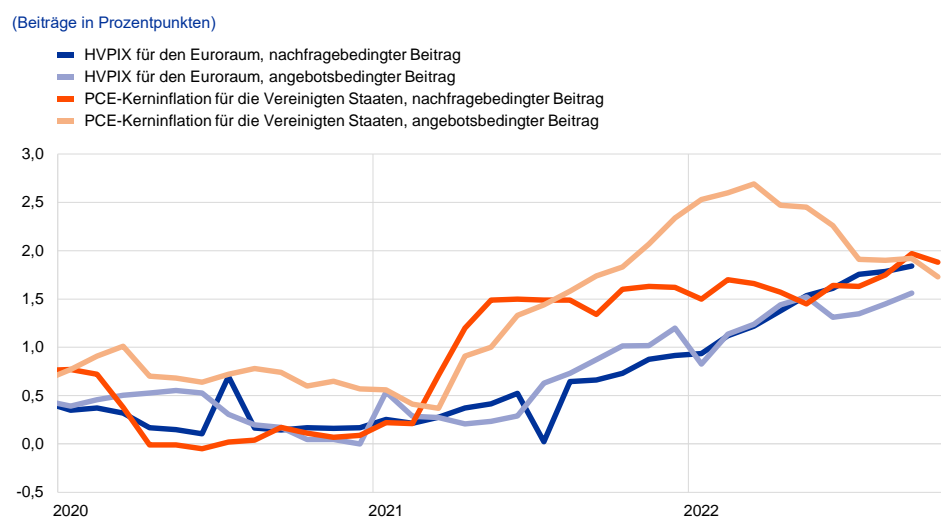
⁴ Siehe M. Licchetta et al., [Economic Adjustment in the Euro Area and the United States during the COVID-19 Crisis](#), European Economy Discussion Paper, Nr. 160, Europäische Kommission, 2022.

⁵ Siehe auch EZB, [Verschlechterung der Terms of Trade und ihre Auswirkungen auf das Realeinkommen und die Leistungsbilanz](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

⁶ Siehe EZB, [Auswirkung höherer Energiepreise auf den Konsum von Waren und Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung D). In den Vereinigten Staaten trug die Nachfrage bereits Mitte 2021 rund 1,5 Prozentpunkte zur Kerninflation bei. Zuletzt hat sich dieser Wert weiter auf knapp 2 Prozentpunkte erhöht. Im Euroraum stieg der Beitrag der Nachfrage dagegen sehr viel langsamer an und erreichte erst in den vergangenen Monaten Werte von über 1,5 Prozentpunkten. Blickt man im Einzelnen auf den Preisauftrieb bei Waren, so ist der Beitrag angebotsseitiger Faktoren sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Eurogebiet nach wie vor höher als jener, der durch die Nachfrage bedingt ist. Bei den Dienstleistungen spielten angebotsseitige Faktoren in den USA eine größere Rolle, während es im Euroraum eher nachfrageseitige Bestimmungsfaktoren waren. Mit Blick auf die Preisentwicklung bei Dienstleistungen – deren weitaus wichtigster Produktionsfaktor für gewöhnlich der Faktor Arbeit ist – lässt sich die absolut wie auch relativ gesehen größere Bedeutung angebotsseitiger Faktoren in den USA unter anderem darauf zurückführen, dass im Vergleich zum Eurogebiet die Arbeitsmarktlage angespannter und der Einfluss des Arbeitskräftemangels auf die Löhne stärker ist.⁷

Abbildung D
 Zerlegung der Kerninflation in Angebots- und Nachfragekomponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Messgrößen der Kerninflation sind der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) für den Euroraum und der Deflator der privaten Konsumausgaben ohne Energie und Nahrungsmittel (PCE-Kerninflation) für die Vereinigten Staaten. Die Datenreihen sind saisonbereinigt. Die Daten basieren auf einer Anwendung gemäß A. H. Shapiro, *How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?*, FRBSF Economic Letters, Nr. 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21. Juni 2022; A. H. Shapiro, *Decomposing Supply and Demand Driven Inflation*, Working Paper Nr. 2022-18 der Federal Reserve Bank of San Francisco, 2022. Zu den Ergebnissen für den Euroraum siehe EZB, *Zur Bedeutung von Angebot und Nachfrage für die zugrunde liegende Inflation – Zerlegung der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel nach Komponenten*, Kasten 7, Wirtschaftsbericht 7/2022, November 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022 (Euroraum) bzw. Oktober 2022 (Vereinigte Staaten).

In der Vorausschau sind die kurzfristigen Wachstumsaussichten für das Euro-Währungsgebiet schwächer als für die Vereinigten Staaten, was darauf hindeutet, dass die konjunkturbedingten Auswirkungen auf die Inflation im Euroraum geringer sein werden. Gemäß den Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2022 dürfte das reale BIP im Eurogebiet im Schlussquartal 2022 und im ersten Quartal 2023 leicht schrumpfen, in den USA dagegen moderate, aber

⁷ Einzelheiten zur Lohnentwicklung finden sich in: EZB, *Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten und ihr Einfluss auf die Löhne*, Kasten 1, in: *Lohnentwicklung und maßgebliche Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie*, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

weiterhin positive Wachstumsraten aufweisen (siehe Abbildung B). Des Weiteren wird projiziert, dass die HVPI-Gesamtinflation 2023 bei 6,3 % und 2024 bei 3,4 % liegen wird. Für die HVPI-Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel werden Werte von 4,2 % im Jahr 2023 und 2,8 % im Jahr 2024 erwartet. Die Gesamtinflation dürfte im Euroraum kurzfristig auf einem höheren Niveau bleiben als in den Vereinigten Staaten, da die Euro-Länder stärker von den Energiepreisschocks im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine betroffen sind. Den Annahmen zufolge wird die zugrunde liegende Teuerung jedoch angesichts fortgesetzter Terms-of-Trade-Verluste und einer weniger angespannten Lage am Arbeitsmarkt weiterhin etwas niedrigere Werte aufweisen als in den USA.

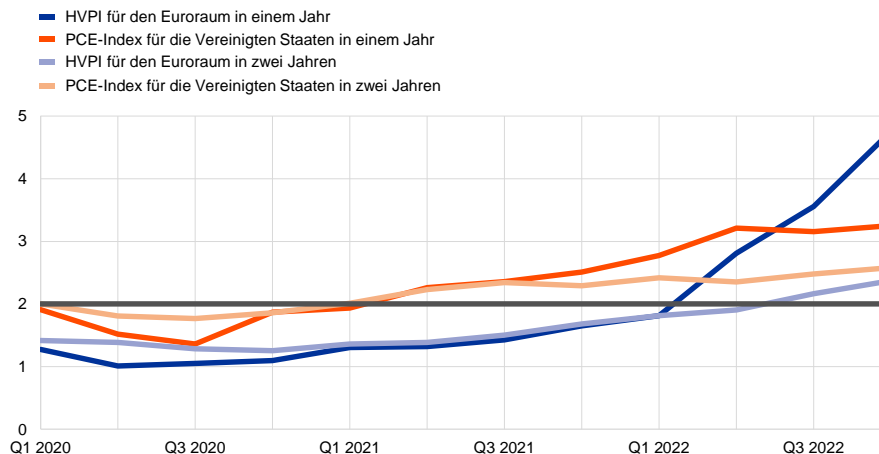
Professionelle Prognostiker gehen davon aus, dass die Inflation in zwei Jahren in den Vereinigten Staaten etwas höher ausfallen wird als im Euroraum.

Aus dem von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) geht hervor, dass die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet in einem Jahr bei 4,8 % liegen dürfte. Dieser Wert ist deutlich höher als die am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE-Index) gemessene Teuerung in den USA. Laut einer Umfrage der Federal Reserve Bank of Philadelphia vom vierten Quartal 2022 wird sich die am PCE-Index gemessene Inflation in einem Jahr auf 3 % belaufen (siehe Abbildung E). Die Erwartungen für die Inflation in zwei Jahren liegen im Fall der USA bei 2,6 % (PCE-Index) bzw. 2,8 % (VPI), während sie für den Euroraum (gemessen am HVPI) auf 2,4 % beziffert werden (siehe Abbildung E). Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass über dem Zielwert der Zentralbank liegende Inflationsraten in den Vereinigten Staaten als etwas persistenter wahrgenommen werden. Dies könnte Ausdruck der in den USA stärker ausgeprägten inländischen Komponente der Inflation sein, verbunden mit den dort insgesamt optimistischeren Erwartungen für die Arbeitsmarktentwicklung.

Abbildung E

Kurz- und mittelfristige Inflationserwartungen und -prognosen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Survey of Professional Forecasters der EZB (SPF für den Euroraum) für das vierte Quartal 2022 sowie Survey of Professional Forecasters der Federal Reserve Bank of Philadelphia (SPF für die USA) für das vierte Quartal 2022.

Anmerkung: Der SPF für die USA wird einen Monat nach dem SPF für den Euroraum durchgeführt. Im Rahmen des SPF für die USA werden die Erwartungen für die Inflation in einem Jahr als durchschnittliche erwartete Inflationsrate in den vier Quartalen nach der betreffenden SPF-Umfragerunde berechnet (d. h., dass bei der im vierten Quartal 2022 durchgeführten Umfrage der Durchschnitt vom ersten Quartal 2023 bis zum vierten Quartal 2023 herangezogen wird). Bei den Erwartungen für die Inflation in zwei Jahren handelt es sich um die im Quartal der Umfrage vorherrschenden Erwartungen für das übernächste Kalenderjahr. Beim SPF für den Euroraum werden die Erwartungen für die Inflation in einem Jahr ermittelt als Inflationsrate, die ausgehend von den aktuellsten verfügbaren Daten für den entsprechenden Zeitpunkt in einem Jahr erwartet wird (da im vierten Quartal 2022 Daten bis September 2022 verfügbar waren, beziehen sich die Erwartungen in einem Jahr also auf die jährliche Teuerungsrate im September 2023). Die Erwartungen für die Inflation in zwei Jahren werden somit ausgehend von den aktuellsten verfügbaren Daten als erwartete Inflationsrate für den entsprechenden Zeitpunkt in zwei Jahren berechnet (da im vierten Quartal 2022 Daten bis September 2022 verfügbar waren, stellen die Erwartungen in zwei Jahren auf die jährliche Teuerungsrate im September 2024 ab).

Matteo Falagiarda und Christine Gartner

Am 1. Januar 2023 führte Kroatien den Euro ein und ist damit der 20. Mitgliedstaat des Euro-Währungsgebiets. Der Weg für die erste Erweiterung des Eurogebiets seit dem Beitritt Litauens im Jahr 2015 wurde durch die Beurteilungen geebnet, die in den von der [Europäischen Kommission](#) und der [Europäischen Zentralbank](#) im Jahr 2022 veröffentlichten Konvergenzberichten dargelegt wurden.¹ Am 12. Juli 2022 billigte der Rat der Europäischen Union formal den Beitritt Kroatiens zum Euroraum und legte den Umrechnungskurs der kroatischen Kuna gegenüber dem Euro auf 7,53450 Kuna je Euro fest.² Dieser Kurs entspricht dem Leitkurs der Kuna während der Teilnahme des Landes am Wechselkursmechanismus II (WKM II).³

Kroatien ist eine kleine Volkswirtschaft, die über Handels- und Finanzbeziehungen eng mit dem Euro-Währungsgebiet verflochten ist. Mit seinen rund 4 Millionen Einwohnerinnen und Einwohnern trägt das Land etwa 0,5 % zum BIP des Euroraums bei. Die Zusammensetzung der Bruttowertschöpfung Kroatiens ist weitgehend vergleichbar mit der des Eurogebiets insgesamt. Dabei entfällt auf die Industrie (einschließlich Baugewerbe) und den Dienstleistungssektor ein Anteil von rund 25 % bzw. 72 % (siehe Abbildung A, Grafik a). Mit Einnahmen in Höhe von rund 19 % des BIP im Jahr 2019 ist der Tourismus in Kroatien der dominierende Dienstleistungsbereich. Im Jahr 2020 sank dieser Anteil aufgrund der Corona-Pandemie (Covid-19) deutlich, stieg aber 2021 und 2022 wieder an. Er ist mit Abstand der größte unter den EU-Mitgliedstaaten (siehe Abbildung A, Grafik b). Der Tourismus hat auch weitreichende Ausstrahleffekte auf andere Wirtschaftszweige.

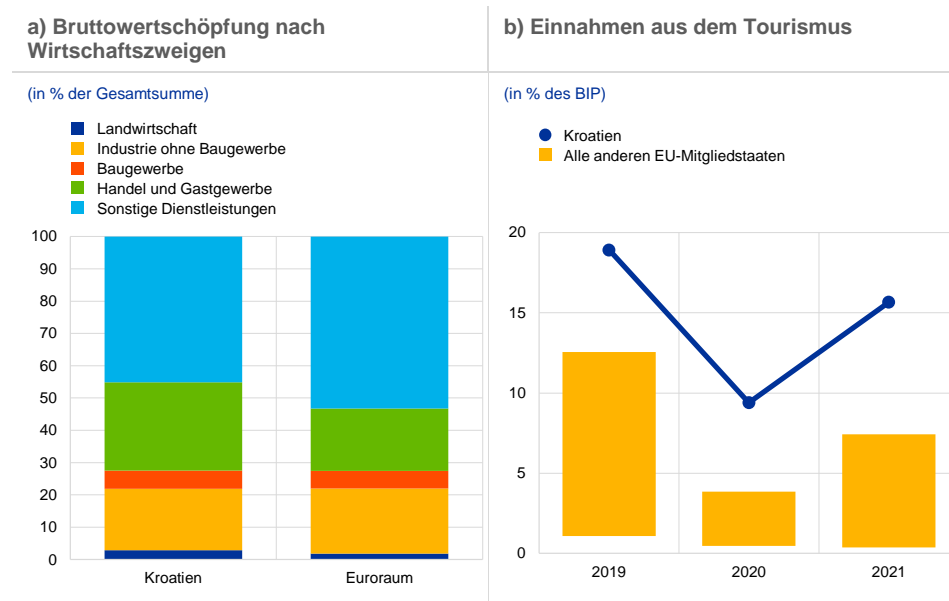
¹ Die Konvergenzberichte der Europäischen Kommission und der Europäischen Zentralbank werden gemäß Artikel 140 Absatz 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union erstellt.

² Siehe EZB, [Kroatien tritt Euroraum am 1. Januar 2023 bei](#), Pressemitteilung vom 12. Juli 2022.

³ Siehe EZB, [Der bulgarische Lew und die kroatische Kuna im Wechselkursmechanismus \(WKM II\)](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020; EZB, [Der europäische Wechselkursmechanismus als Vorbereitung für die Einführung des Euro am Beispiel Bulgariens und Kroatiens](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

Abbildung A

Struktur der kroatischen Wirtschaft



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a basiert auf der Bruttowertschöpfung zu jeweiligen Preisen im zweiten Quartal 2022. „Handel und Gastgewerbe“ umfasst Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie. Grafik b basiert auf den Einnahmen aus dem Reiseverkehr in der Zahlungsbilanzstatistik, mit denen die Ausgaben ausländischer Reisender für Waren und Dienstleistungen bei einem Besuch des Landes gemessen werden. Die gelben Balken zeigen die Bandbreite zwischen Minimum und Maximum in allen anderen EU-Mitgliedstaaten.

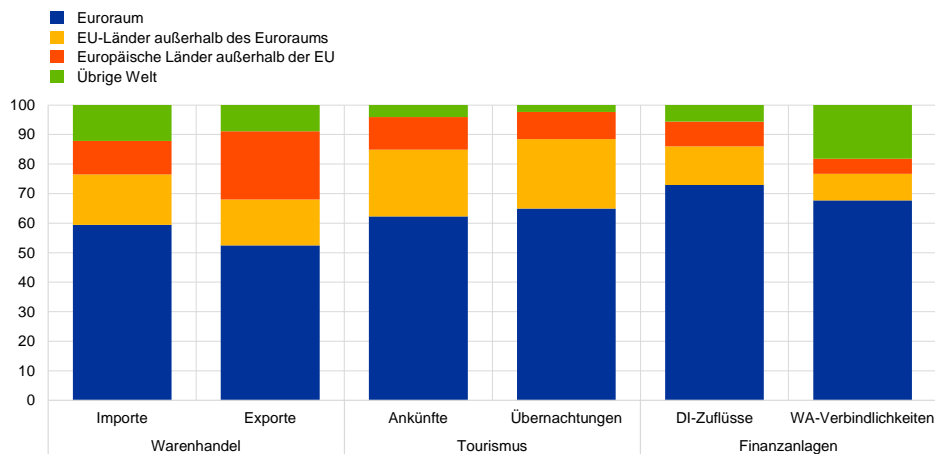
Das Euro-Währungsgebiet ist der wichtigste Handels- und Finanzpartner Kroatiens (siehe Abbildung B). Darüber hinaus spielen Banken, die sich im Eigentum von Finanzinstituten mit Sitz in anderen Euro-Ländern befinden, eine dominante Rolle im kroatischen Bankensystem. Schon vor der formellen Einführung des Euro war die Wirtschaft Kroatiens überdies durch einen hohen Grad an Euroisierung gekennzeichnet. Ein bedeutender Teil der öffentlichen und privaten Schuldtitel wurde in Euro begeben (siehe Abbildung C).⁴ Darin spiegelt sich die Währungszusammensetzung der Ersparnisse privater Haushalte und der liquiden Vermögenswerte nichtfinanzieller Unternehmen wider. Insgesamt wies der Konjunkturzyklus der kroatischen Wirtschaft in den zehn Jahren bis zur Einführung des Euro einen engen Gleichlauf mit jenem des Euroraums auf.

⁴ Für Länder außerhalb des Euroraums kann ein hoher Grad an Euroisierung indes auch Risiken bergen und die Flexibilität der nationalen Wirtschaftspolitik einschränken.

Abbildung B

Handels- und Finanzverflechtungen Kroatiens mit dem Euroraum

(in % der Gesamtsumme)

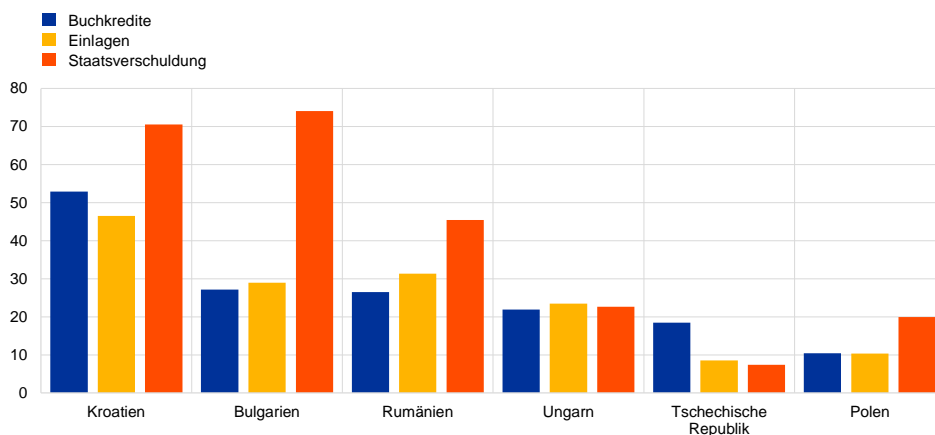


Quellen: Kroatisches Statistikamt, Internationaler Währungsfonds (CDIS und CPIS) und eigene Berechnungen.
Anmerkung: „DI“ steht für Direktinvestitionen und „WA“ für Wertpapieranlagen. „CDIS“ steht für den „Coordinated Direct Investment Survey“ und „CPIS“ für den „Coordinated Portfolio Investment Survey“ des IWF. Die Angaben zum Warenhandel, Tourismus und zu den Verbindlichkeiten bei den Wertpapieranlagen beziehen sich auf 2021. Die Angaben zu den Direktinvestitionszuflüssen beziehen sich auf 2020. Bei den Touristenankünften und -übernachtungen sind inländische Touristen nicht mitgerechnet. Die Anteile an den Verbindlichkeiten bei den Wertpapieranlagen wurden anhand von Spiegeldaten zu den bilateralen Forderungen gegenüber Kroatien berechnet.

Abbildung C

Anteil der auf Euro lautenden Buchkredite, Einlagen und Staatsverschuldung

(in % der Gesamtsumme)



Quellen: EZB und eigene Berechnungen.
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die Bestände an Buchkrediten und Einlagen nichtmonetärer Finanzinstitute ohne öffentliche Haushalte (Staat) mit Stand Ende August 2022 und auf den öffentlichen Schuldenstand Ende 2021.

Die kroatische Wirtschaft dürfte vom Wegfall des Währungsrisikos sowie von geringeren Transaktions- und Kreditkosten profitieren.

In Anbetracht der bereits starken Verflechtung Kroatiens mit dem Euroraum und unter der Voraussetzung, dass das Land künftig eine solide Haushalts-, Struktur- und Finanzpolitik verfolgt, ist davon auszugehen, dass das Land von der Einführung des Euro profitieren wird. Zu den Vorteilen zählen a) der Wegfall des Wechselkursrisikos gegenüber dem Euro, das zuletzt eine der Hauptursachen für die Anfälligkeit der kroatischen Wirtschaft war, b) ein positiver Effekt auf den Außenhandel (einschließlich Tourismus) und die

Investitionen infolge niedrigerer Transaktionskosten sowie einer größeren Transparenz und Vergleichbarkeit der Preise⁵ und c) niedrigere Kreditkosten für die Wirtschaft aufgrund fest verankerter Inflationserwartungen bei gleichzeitig geringeren regulatorischen Kosten und Währungsrisiken. Die Kosten und Risiken der Einführung des Euro dürften insgesamt relativ gering sein und überwiegend einmalig anfallen, wie etwa die Umstellungskosten oder das Risiko ungerechtfertigter Preiserhöhungen (wogegen die kroatischen Behörden verschiedene Maßnahmen ergriffen haben). Die bereits stark ausgeprägte wirtschaftliche und finanzielle Verflechtung Kroatiens mit dem Euro-Währungsgebiet sowie die bisherige Stabilität des HRK/EUR-Wechselkurses sprechen dafür, dass im Falle asymmetrischer Schocks die Kosten, die mit dem Verlust der Fähigkeit zur Wechselkursanpassung als Instrument der Wirtschaftspolitik verbunden sind, gering sein dürften. Um solche Kosten zu begrenzen, müssen die kroatischen Behörden jedoch eine solide Wirtschafts- und Finanzpolitik betreiben. Zugleich ist den Einschränkungen Rechnung zu tragen, die zwangsläufig mit einer gemeinsamen Währung und einer einheitlichen Geldpolitik verbunden sind.

Nach dem Beitritt zur EU im Jahr 2013 erzielte Kroatien beträchtliche Fortschritte beim Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte und in Richtung Konvergenz mit dem Euroraum. Die makroökonomischen

Ungleichgewichte, die während der lang anhaltenden Rezession von 2009 bis 2014 zum Vorschein kamen, wurden nach und nach korrigiert. Sie hingen mit der hohen Auslands-, Privat- und Staatsverschuldung vor dem Hintergrund eines niedrigen Potenzialwachstums zusammen. Die anschließende Konjunkturerholung und glaubwürdige Politikmaßnahmen, wie etwa eine umsichtige Haushaltspolitik sowie Reformen am Arbeitsmarkt und im Hinblick auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, trugen maßgeblich dazu bei, dass diese Verwundbarkeiten stetig abgebaut wurden. Zugleich erreichte Kroatien einen hohen Grad an realer Konvergenz mit dem Euro-Währungsgebiet. Das Pro-Kopf-BIP des Landes, das 2012 – kurz vor dem EU-Beitritt – bei rund 55 % des euroraumweiten Durchschnitts gelegen hatte, belief sich im Jahr 2022 auf gut 70 % (siehe Abbildung D, Grafik a). Das reale Wachstum Kroatiens entsprach dem typischen Aufholprozess, der in Ländern, die den Euro nach 2002 eingeführt haben, und in anderen Staaten, die nicht dem Eurogebiet angehören, zu beobachten war (siehe Abbildung D, Grafik b). Darüber hinaus erreichte das Land im Jahr 2020 mit dem Inkrafttreten des Rahmenwerks für die enge Zusammenarbeit, mit dem Ländern außerhalb des Euroraums der Zugang zur Bankenunion ermöglicht wird, eine Konvergenz in der Bankenaufsicht.⁶ Dieses Rahmenwerk gewährleistete die Anwendung einheitlicher Aufsichtsstandards und trug damit zur Sicherung der Finanzstabilität und zur Förderung der Finanzmarktintegration bei.

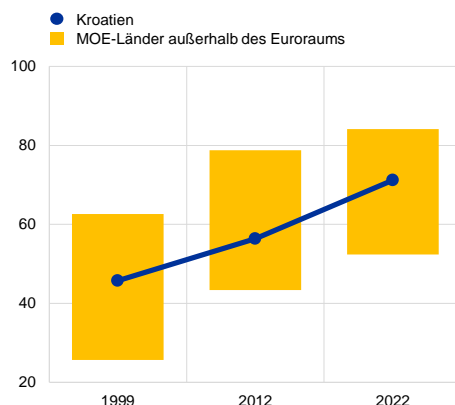
⁵ Handel und Tourismus dürften auch davon profitieren, dass Kroatien am 1. Januar 2023 dem Schengenraum beigetreten ist.

⁶ Siehe hierzu auch EZB, [EZB nimmt enge Zusammenarbeit mit der kroatischen Zentralbank auf](#), Pressemitteilung vom 10. Juli 2020.

Abbildung D
Reales BIP pro Kopf

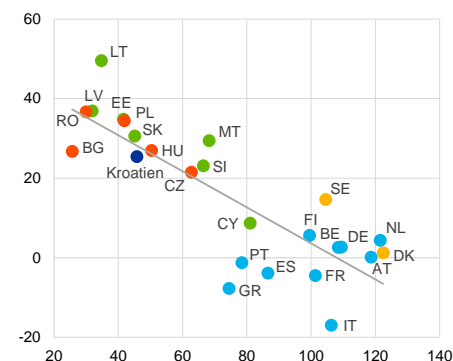
a) Gemessen am Durchschnitt des Euroraums

(Index: Euroraum = 100)



b) Ausgangsniveau 1999 verglichen mit anschließender Veränderung gemessen am Durchschnitt des Euroraums

(Index: Euroraum = 100; x-Achse: Niveau 1999; y-Achse: Niveauänderung (1999-2022))



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

Anmerkung: Auf Basis des realen BIP pro Kopf zu Kaufkraftparitäten. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in: J. L. Diaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. F. Heinz und S. Muzikarova, *Real convergence in the euro area: a long-term perspective*, Box 2, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 203, 2017. Die Angaben für 2022 wurden der Herbstprognose 2022 der Europäischen Kommission entnommen. „MOE-Länder“ steht für mittel- und osteuropäische Länder. Die gelben Balken in Grafik a zeigen die Bandbreite zwischen Minimum und Maximum in den MOE-Ländern außerhalb des Euroraums (Bulgarien, Tschechische Republik, Ungarn, Polen und Rumänien). In Grafik b stehen die roten Punkte für die MOE-Länder außerhalb des Euroraums (Bulgarien, Tschechische Republik, Ungarn, Polen und Rumänien), die gelben Punkte für Dänemark und Schweden, die grünen Punkte für die Länder, die dem Euro-Währungsgebiet nach 2002 beigetreten sind (Zypern, Malta, Slowakei, Lettland, Litauen und Estland), und die hellblauen Punkte für die Länder, die dem Eurogebiet vor 2002 beigetreten sind (Belgien, Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland). Irland bleibt aufgrund der außergewöhnlich umfangreichen Revision der BIP-Daten für 2015, die nicht auf einen tatsächlichen Anstieg der Wirtschaftstätigkeit zurückzuführen ist, unberücksichtigt. Luxemburg ist ausgenommen, da die Berechnungen des Pro-Kopf-BIP durch die hohe Zahl an grenzüberschreitend tätigen Arbeitskräften verzerrt sind.

Die kroatische Wirtschaft konnte sich vom Einbruch der Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 gut erholen und blieb gegenüber den wirtschaftlichen Folgen des russischen Einmarschs in die Ukraine widerstandsfähig. Aufgrund der starken Abhängigkeit Kroatiens vom Tourismus belastete die Pandemie die Wirtschaft schwer. So ging das reale BIP 2020 um 8,6 % zurück. Wenngleich politische Stützungsmaßnahmen die wirtschaftlichen Auswirkungen der Krise abfederten, wurden die Fortschritte, die vor der Pandemie bei der Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte erzielt worden waren, durch den Abschwung vorübergehend zunichtegemacht. Im Jahr 2021 wurden wieder größere Fortschritte erzielt, als die Wirtschaft aufgrund einer erfolgreichen Tourismussaison sowie einer sehr dynamischen Entwicklung der privaten Konsumausgaben und der Investitionen mit 13,1 % eine zweistellige Wachstumsrate verzeichnete. Auch 2022 zählte Kroatien zu den am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften in der EU. Grund hierfür waren die anhaltend solide Entwicklung des Tourismussektors und die relativ begrenzten direkten Handels- und Finanzbeziehungen des Landes zu Russland.⁷ Infolge der drastischen Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln beschleunigte sich der Verbraucherpreisanstieg im Jahr 2022 weiter und übertraf die entsprechende Rate des Euroraums deutlich. Finanzpolitische Maßnahmen wie die Herabsetzung des Mehrwertsteuersatzes sowie Preisobergrenzen für Gas, Strom und

⁷ In ihrer [eingehenden Überprüfung 2022](#) kam die Europäische Kommission zu dem Ergebnis, dass die 2021 noch festgestellten Ungleichgewichte in Kroatien inzwischen beseitigt sind.

Grundnahrungsmittel, die Senkung der Verbrauchsteuern auf Kraftstoffe und das Einfrieren der Gewinnmargen bei Erdölprodukten trugen dazu bei, den Inflationsdruck vorübergehend abzumildern. Insgesamt hatten die vielfältigen Schocks, die von der Coronakrise und vom Krieg in der Ukraine ausgingen, nur begrenzte Auswirkungen auf die Fähigkeit Kroatiens, die Konvergenzkriterien für die Einführung des Euro zu erfüllen. Gleichwohl bestehen Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Inflationskonvergenz, wenn beispielsweise finanzpolitische Maßnahmen zur Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage den Preisauftrieb verstärken.

Um die Vorteile des Euro voll auszuschöpfen und ein effizientes Wirken der Anpassungsmechanismen im erweiterten Währungsraum zu ermöglichen, gilt es für Kroatien, die Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Konvergenz sicherzustellen. Die Wirtschaftspolitik sollte darauf ausgerichtet sein, das Potenzialwachstum und die Widerstandsfähigkeit zu fördern, um dem Auftreten makroökonomischer Ungleichgewichte vorzubeugen. Das Wachstumspotenzial Kroatiens scheint für eine Volkswirtschaft im Aufholprozess immer noch gedämpft zu sein. In diesem Zusammenhang muss das Land strukturpolitische Maßnahmen mit dem Ziel umsetzen, das Potenzialwachstum zu steigern und die Wettbewerbs- und Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken. Dabei könnte etwa der Verbesserung der Qualität und Effizienz des institutionellen Umfelds, der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, der öffentlichen Verwaltung und des Justizwesens sowie der Modernisierung der Infrastruktur des Landes Priorität eingeräumt werden. Insgesamt sollte sich die Politik auf die Förderung von Innovationen und Investitionen in neue Technologien konzentrieren – auch um das Wirtschaftswachstum über den Tourismus hinaus auf eine breitere Basis zu stellen. Zur Steigerung der Arbeitsproduktivität wären politische Maßnahmen erforderlich, die darauf abzielen, a) die Diskrepanz zwischen Qualifikationsangebot und -nachfrage am Arbeitsmarkt zu verringern, b) die Quantität und Qualität des Arbeitskräfteangebots zu verbessern, c) die niedrige Erwerbsbeteiligung zu erhöhen und d) das Bildungssystem an die Bedürfnisse der Wirtschaft anzupassen. Von größter Bedeutung ist überdies eine effiziente Absorption der dem Land zugewiesenen Mittel aus dem EU-Haushalt, um den Reformprozess erfolgreich abzuschließen.⁸

⁸ Die jüngste Reformagenda wurde auch maßgeblich durch eine Reihe politischer Zusagen der kroatischen Behörden nach dem Beitritt zum WKM II bestimmt. So sollte bis zum Zeitpunkt der Euro-Einführung ein hohes Maß an dauerhafter wirtschaftlicher Konvergenz erreicht werden. Diese Zusagen betreffen den Rahmen zur Geldwäschebekämpfung, die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, den Steuerungsrahmen im öffentlichen Sektor und das Insolvenzrecht in Kroatien. Siehe hierzu auch EZB, [Kommuniqué zu Kroatien](#), Pressemitteilung vom 10. Juli 2020.

3 Auswirkung höherer Energiepreise auf den Konsum von Waren und Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet

Alina Bobasu und Johannes Gareis

Hinter dem jüngsten Anstieg der realen Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet verbergen sich unterschiedliche Entwicklungen bei den einzelnen Konsumkomponenten. Die privaten Konsumausgaben insgesamt nahmen im zweiten und dritten Quartal 2022 im Euroraum deutlich zu; getragen wurde diese Entwicklung vor allem vom Dienstleistungskonsum, der nach einem verhaltenen Wachstum zu Jahresbeginn einen kräftigen Anstieg verzeichnete (siehe Abbildung A).¹ Der Konsum von Verbrauchsgütern hingegen ging das dritte Quartal in Folge zurück. Bei den Gebrauchsgütern hielt der im vierten Quartal 2021 begonnene Abwärtstrend bis zum zweiten Quartal 2022 an, bevor sich der Konsum im dritten Jahresviertel dann wieder erhöhte. Während die Erholung der gesamten privaten Konsumausgaben mehreren Faktoren wie etwa der weitverbreiteten Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen und dem allmählichen Nachlassen der Lieferengpässe zuzuschreiben war, wirkte sich der starke Energiepreisanstieg über seinen Einfluss auf die Kaufkraft der privaten Haushalte deutlich wachstumshemmend auf die Konsumententwicklung aus.² Im vorliegenden Kasten wird die Auswirkung des jüngsten Anstiegs der Energiepreise auf die realen Konsumausgaben im Euroraum quantifiziert. Im Mittelpunkt stehen dabei die Energieangebotschocks, die seit Mitte 2021 und vor allem mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine Anfang 2022 an Bedeutung gewonnen haben.³

¹ Die Berechnung der realen Konsumausgaben und ihrer Komponenten für das Euro-Währungsgebiet beruht auf der Aggregation verfügbarer Daten auf Länderebene.

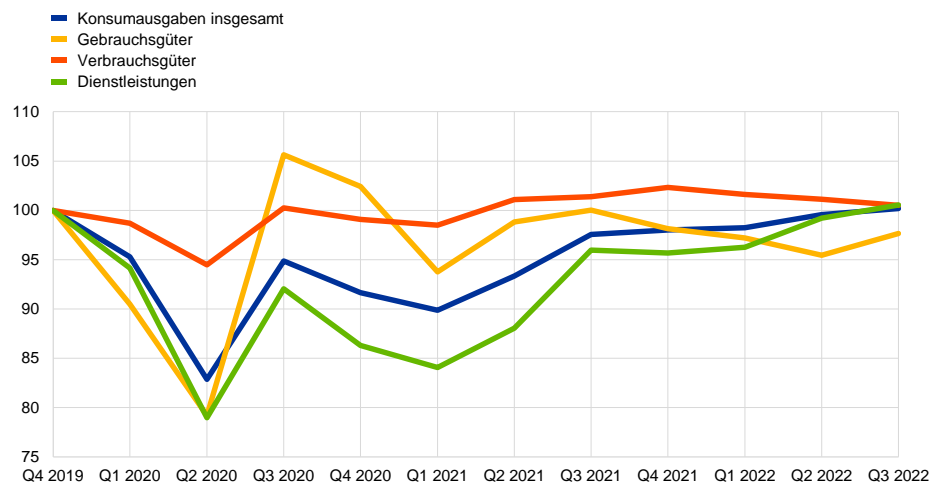
² Siehe beispielsweise EZB, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

³ Siehe EZB, [Entwicklung der Energiepreise während und nach der Corona-Pandemie – von den Rohstoffpreisen zu den Verbraucherpreisen](#), Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

Abbildung A

Entwicklung der realen privaten Konsumausgaben im Euroraum

(Q4 2019 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Verbrauchsgüter umfassen auch Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer.

Der zuletzt starke Energiepreisanstieg hat sich deutlich auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte ausgewirkt. Anhand des Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben (oder des Quotienten aus Einkommensdeflator und Ausgabendeflator) lässt sich die Wirkung von Energiepreisänderungen auf den realen privaten Verbrauch gut beurteilen. Diese Terms-of-Trade-Messgröße ist aus theoretischer Sicht gut fundiert und bildet sowohl die direkten Kanäle (z. B. Verbraucherpreise) als auch die indirekten Kanäle (z. B. Löhne) ab, über die die Energiepreise die Kaufkraft der privaten Haushalte beeinflussen.⁴ Seit Ende 2021 ist dieser Indikator für den Euroraum, für den er mit den realen Energiepreisen negativ korreliert, stark rückläufig, was das real verfügbare Einkommen der Privathaushalte erheblich belastet und auf den privaten Konsum durchwirkt (siehe Abbildung B).⁵

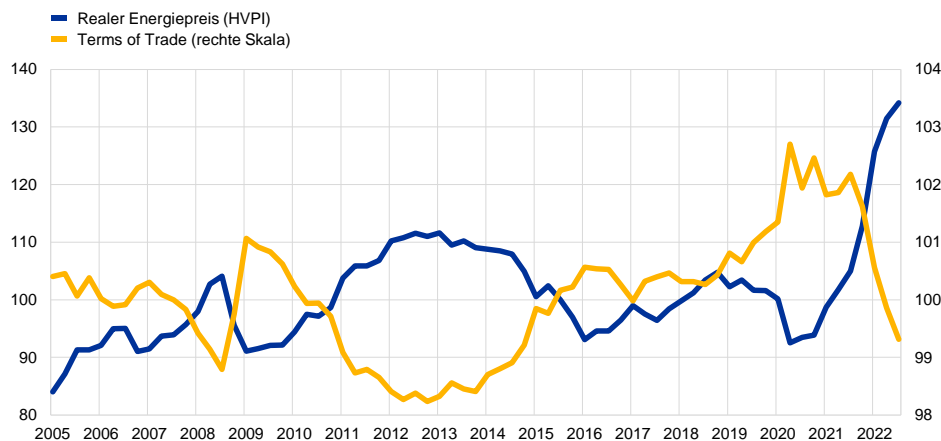
⁴ Siehe hierzu auch EZB, [Ölpreise, Terms of Trade und private Konsumausgaben](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2018, September 2018.

⁵ Auch andere Faktoren können sich auf die Terms of Trade auswirken (z. B. der nominale Wechselkurs oder die Preise für Waren und Dienstleistungen ohne Energie). Empirisch lässt sich die Veränderung der Terms of Trade im Euroraum allerdings zum größten Teil durch die Energiepreise erklären. Eine Aufschlüsselung der Entwicklung des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte in verschiedene Einkommensquellen und der Terms of Trade in Zeiten stark schwankender Energiepreise findet sich in: EZB, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

Abbildung B

Realer Energiepreis und Terms of Trade

(2015 = 100)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der „reale Energiepreis“ bezeichnet den Anteil der Energiekomponente des HVPI am HVPI-Gesamtindex. Die Terms of Trade sind anhand des Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben approximiert.

Mithilfe eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells (SVAR-Modells) lässt sich die Wirkung von Energieangebotsschocks auf die privaten Konsumausgaben berechnen.

Das SVAR-Modell umfasst den Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben als Indikator der Terms of Trade, den HVPI, das reale BIP, den Dreimonats-EURIBOR und entweder die Konsumausgaben insgesamt oder den Konsum von Gebrauchsgütern, Verbrauchsgütern oder Dienstleistungen. Zur Ermittlung struktureller Determinanten der Wirtschaftsentwicklung werden Vorzeichenrestriktionen bei den Impulsantworten der Modellvariablen verwendet. Zur Bestimmung des Energieangebotsschocks wird eine unerwartete Verschlechterung der Energieversorgung modelliert: Dabei wird die Annahme zugrunde gelegt, dass sich eine unerwartete Verschlechterung der Terms of Trade (d. h. ein Anstieg der realen Energiepreise) unmittelbar positiv auf die Inflation und unmittelbar negativ auf die reale Wirtschaftstätigkeit und die Konsumausgaben auswirkt.⁶

In den vergangenen Quartalen haben Energieangebotsschocks die realen Konsumausgaben und vor allem den Konsum von Gebrauchsgütern erheblich belastet. Die privaten Konsumausgaben insgesamt wurden in den letzten Quartalen durch Energieangebotsschocks stark beeinträchtigt (siehe Abbildung C). Dabei waren die einzelnen Konsumkomponenten jedoch in unterschiedlichem Maße betroffen. Auf den Dienstleistungskonsum wirkten sich die Energieangebotsschocks kaum aus, sodass diese Komponente nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft im Frühjahr 2022 deutlich zunahm. Der negative Effekt auf den Konsum von Verbrauchsgütern und insbesondere von Gebrauchsgütern war indes deutlich

⁶ Um sicherzustellen, dass der Energiepreisschock anders wirkt als alle anderen Schocks, werden im Modell auch ein gesamtwirtschaftlicher Nachfrageschock, ein gesamtwirtschaftlicher Angebotsschock, ein geldpolitischer Schock und ein Restgrößenschock ausgewiesen. Die Restriktionen stehen im Einklang mit der Literatur zur Identifikation von Energiepreisschocks im Vergleich zu anderen strukturellen Schocks. Siehe beispielsweise A. M. Conti, S. Neri und A. Nobili, [Low inflation and monetary policy in the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2005, 2017.

stärker ausgeprägt. Dies spiegelt sich in der schwachen Entwicklung der vergangenen Quartale wider. Die vergleichsweise starke Reaktion des Gebrauchsgüterkonsums auf die höheren Energiepreise dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die privaten Haushalte ihren vorhandenen Bestand an Gebrauchsgütern ohne direkte Auswirkung auf ihren Wohlstand nutzen können.⁷ Angesichts der erhöhten Unsicherheit infolge der Energiepreisschwankungen könnten die privaten Haushalte zudem beschlossen haben, den Kauf von Gebrauchsgütern, der sich nicht mehr rückgängig machen lässt, aufzuschieben.⁸

Abbildung C
Auswirkung der Energieangebotsschocks auf die realen Konsumausgaben im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Ergebnisse beruhen auf vier einzelnen strukturellen Vektorautoregressionsmodellen mit Vorzeichenrestriktionen. Jedes Modell umfasst den Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben als Indikator der Terms of Trade, den HVPI, das reale BIP, den Dreimonats-EURIBOR und entweder die Konsumausgaben insgesamt oder den Konsum von Gebrauchsgütern, Verbrauchsgütern oder Dienstleistungen. Die Modelle werden anhand vierteljährlicher Daten als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorquartal geschätzt (außer beim Dreimonats-EURIBOR). Der Beobachtungszeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2019. Damit soll verhindert werden, dass die außergewöhnlichen Konjunkturschwankungen während der Covid-19-Pandemie die geschätzten Modellkoeffizienten beeinflussen. Verbrauchsgüter umfassen auch Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer.

Die gestiegenen Energiepreise werden die realen Konsumausgaben auch in den kommenden Quartalen belasten. Vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Energiepreise und Unsicherheit dürfte das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte um den Jahreswechsel weiter sinken. Trotz des wohl positiven Effekts einer weiteren Entspannung bei den Lieferengpässen dürfte sich dies negativ auf die privaten Konsumausgaben und vor allem den Konsum von Gebrauchsgütern auswirken. Auch der Dienstleistungskonsum wird sich im Zuge der allmählich nachlassenden Wirkung des Wiederhochfahrens der Wirtschaft wahrscheinlich abschwächen, auch wenn er sich gegenüber den Energiepreissteigerungen als relativ widerstandsfähig erwiesen hat. Insgesamt lassen diese Entwicklungen auf kurze Sicht auf eine deutlich schwächere Konsumdynamik schließen. Dies steht mit

⁷ Siehe M. Browning und T. F. Crossley, [Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss](#), Journal of the European Economic Association, Bd. 7, Nr. 6, 2009.
⁸ Siehe P. Edelstein und L. Kilian, [How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 56, Nr. 6, 2009, S. 766-779. Ein Überblick über die Rolle von Gebrauchsgütern als Konjunkturmotor für den Konsum im Euroraum findet sich in: EZB, [Gebrauchsgüterkonsum im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 im Einklang.

Lohndynamik in den Euro-Ländern seit Beginn der Pandemie

Katalin Bodnár und Julien Le Roux

Die Corona-Pandemie (Covid-19) und die Reaktionen darauf haben die Indikatoren des Lohnwachstums in allen Ländern des Euroraums stark beeinflusst.¹

Im vorliegenden Kasten wird länderübergreifend untersucht, wie sich das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und das Arbeitnehmerentgelt je Stunde seit Ausbruch der Pandemie entwickelt haben. Während die Art des Schocks in allen Ländern gleich war, fielen seine Auswirkungen unterschiedlich aus. Maßgeblich hierfür war unter anderem die Frage, wie sich die Pandemie auf die einzelnen Sektoren auswirkte, zum Beispiel auf die kontaktintensiven Dienstleistungen (vor allem den Tourismus). Zwar reagierten die einzelnen Länder sehr ähnlich und führten Arbeitsplatzsicherungsmaßnahmen ein, doch diese Programme unterschieden sich deutlich – sowohl in der Art ihrer Ausgestaltung als auch hinsichtlich des Anteils der daran teilnehmenden Arbeitskräfte. Allgemein kann gesagt werden, dass der durch die Pandemie ausgelöste Wirtschaftsabschwung zunächst dazu führte, dass der Arbeitseinsatz länderübergreifend kräftig nach unten angepasst wurde. Diese Entwicklung schlug sich allerdings nicht in einem Beschäftigungsabbau, sondern hauptsächlich in einer Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer nieder. Da für nicht geleistete Arbeitsstunden zum Teil ein Lohnausgleich gewährt wurde, sank das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer insgesamt, während sich das Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde zeitweilig sogar erhöhte.²

Die unterschiedliche Ausgestaltung der nationalen Arbeitsplatzsicherungsprogramme trug zur Heterogenität der Arbeitsmarkt- und Lohnentwicklung bei.

Die Programme unterschieden sich sowohl in ihrer Ausgestaltung als auch in ihrem Abdeckungs- und Subventionierungsgrad. In den meisten Ländern handelte es sich um Kurzarbeitsmodelle oder Regelungen zur befristeten Freistellung.³ Der wichtigste Unterschied zwischen diesen Maßnahmen bestand darin, dass die Beschäftigten bei Kurzarbeitsmodellen weniger Stunden als vertraglich vereinbart arbeiteten, während sie im Rahmen befristeter Freistellungen überhaupt nicht arbeiteten, das Beschäftigungsverhältnis aber aufrechterhalten

¹ Siehe EZB, Lohnentwicklung und maßgebliche Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

² Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

³ Eine Klassifizierung der Arbeitsplatzsicherungsprogramme findet sich bei: J. Drahokoupil und T. Müller, [Job retention schemes in Europe, A lifeline during the Covid-19 pandemic](#), Working Paper Nr. 2021.07 des European Trade Union Institute, 2021, sowie bei: Eurofound, [COVID-19: Implications for employment and working life](#), Veröffentlichungsreihe COVID-19, Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union, 2021. Allerdings sollte beachtet werden, dass Arbeitsplatzsicherungsprogramme je nach Publikation möglicherweise etwas anders klassifiziert werden. Im vorliegenden Kasten wird das von Drahokoupil und Müller verwendete System herangezogen. Zu den Auswirkungen der unterschiedlichen Arten von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen auf die Statistiken zu den Arbeitskosten siehe Eurostat, Methodological note, [Labour cost statistics – guidance note on the recording of government schemes related to the COVID-19 crisis](#), 24. April 2020.

wurde.⁴ In beiden Fällen wurden die Entgelteinbußen, die üblicherweise mit einer Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer einhergehen, ganz oder teilweise durch Maßnahmen der nationalen Regierungen abgedeckt. Die meisten Programme sahen keinen vollständigen Ausgleich des Monatsverdienstes vor, und der Unterstützungsgrad variierte je nach Verringerung der Arbeitszeit. Im Rahmen der Kurzarbeitsmodelle wurde den Arbeitgebern – basierend auf der Zahl der von ihren Beschäftigten nicht geleisteten Arbeitsstunden – finanzielle Unterstützung gewährt. Die Arbeitnehmer erhielten einen prozentualen Anteil ihres Arbeitnehmerentgelts, unabhängig von der Höhe der tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden. Diese Transferleistungen zählten daher zum Arbeitnehmerentgelt. Im Gegensatz dazu erhielten befristet freigestellte Beschäftigte entweder direkt vom Staat oder über den Arbeitgeber finanzielle Unterstützung für die nicht geleisteten Arbeitsstunden. Diese Transferleistungen waren hingegen nicht Bestandteil des Arbeitnehmerentgelts.⁵ Nur wenige Länder nutzten Lohnzuschussprogramme, bei denen die Zahlungen an die Arbeitgeber nicht von der Veränderung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer abhingen.⁶ Einige Euro-Länder setzten zeitgleich unterschiedliche Programme ein oder änderten ihr Vorgehen im Verlauf der Pandemiekrise.

Zweieinhalb Jahre nach Ausbruch der Pandemie hat sich der zunächst kräftige Einfluss der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer weitgehend abgeschwächt. Abbildung A

zeigt – ausgehend vom Vorkrisenniveau – die prozentuale Veränderung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bis zum zweiten Quartal 2020 (in den meisten Ländern der Tiefpunkt der Krise) bzw. dritten Quartal 2022 (letzter Datenstand). Zunächst war vornehmlich eine Abwärtsentwicklung zu beobachten, wobei Werte zwischen -10,9 % in Italien und 3,1 % in den Niederlanden zu beobachten waren (siehe Abbildung A, Grafik a). Durch die deutliche Arbeitszeitverkürzung hat sich das Arbeitnehmerentgelt je Stunde allgemein erhöht. Für das dritte Quartal 2022 ergaben sich Zunahmen in einer Spanne von 2,9 % in Griechenland bis 29,3 % in Estland (siehe Abbildung A, Grafik b). Vergleicht man die aktuellen Daten mit den Angaben vor der Pandemie, dann zeigt sich, dass in allen Ländern das Arbeitnehmerentgelt je Stunde hauptverantwortlich für den kumulativen Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer war. In einigen Ländern ging dies mit einer Verringerung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer einher. Dieses aggregierte Gesamtergebnis bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass sich das der einzelnen Arbeitskraft gezahlte Arbeitnehmerentgelt je Stunde durchgängig erhöht hat. Dahinter könnte unter anderem auch die sich verändernde Zusammensetzung der Beschäftigung stehen. Weder bei der kumulativen Veränderung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer noch bei der Aufgliederung der Verdienste in Arbeitnehmerentgelt je Stunde und in geleistete Arbeitsstunden je Arbeitnehmer ist

⁴ Eine „befristete Freistellung“ liegt vor, wenn Arbeitskräfte als arbeitslos gelten, ihr Beschäftigungsverhältnis zum Unternehmen aber fortbesteht und sie später zu denselben Arbeitsbedingungen an ihren vorherigen Arbeitsplatz zurückkehren können.

⁵ Siehe EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

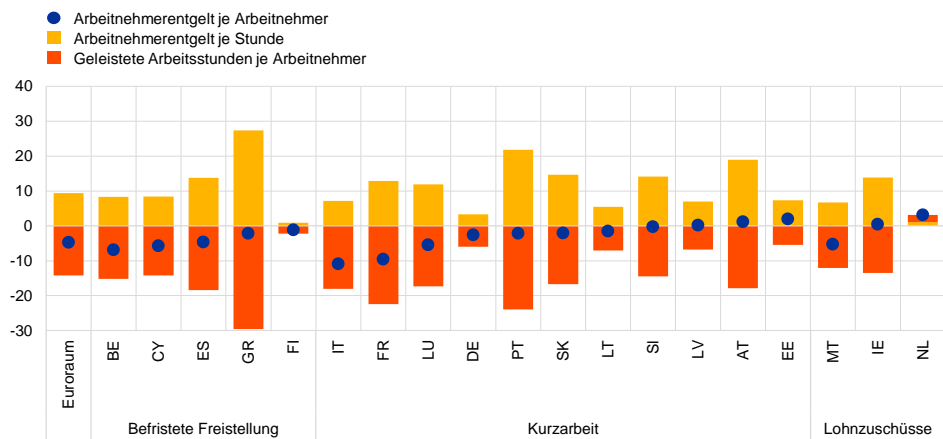
⁶ In den Niederlanden kam ein hybrides System zum Einsatz, bei dem die Höhe der Lohnzuschüsse ins Verhältnis zu den Einkommenseinbußen gesetzt wurde. Siehe OECD, [Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond](#), 2020.

ein deutlicher Zusammenhang zur Art des verwendeten Arbeitsplatzsicherungsprogramms erkennbar. Wie stark Arbeitseinsatz und Verdienste angepasst wurden, hing vielmehr stärker von anderen Faktoren ab, etwa von den spezifischen Programmbedingungen (Zulassungskriterien, sektorale Abdeckung, Dauer usw.). So führten Programme, die eine Option oder Verpflichtung beinhalteten, keinerlei Arbeitsleistung zu erbringen, nach Ausbruch der Pandemie tendenziell zu einer stärkeren Anpassung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer.⁷

Abbildung A
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und seine Aufgliederung während der Pandemie

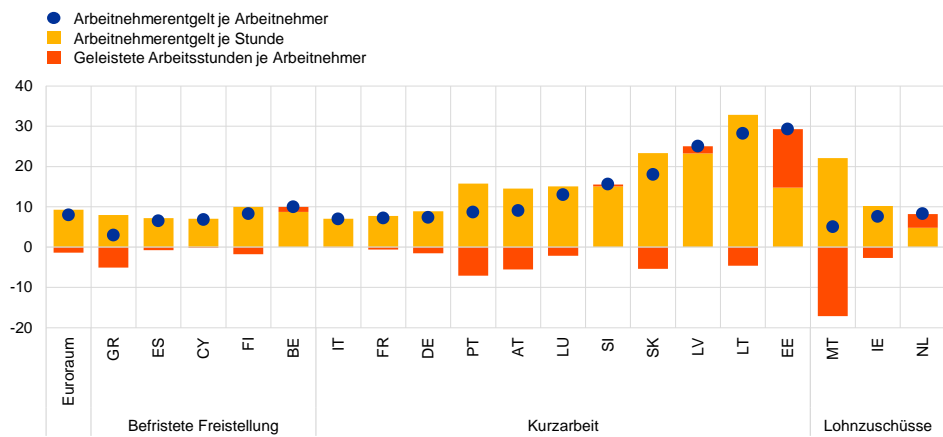
a) Veränderung im zweiten Quartal 2020 gegenüber dem vierten Quartal 2019

(Wachstum in %; Beiträge in Prozentpunkten)



b) Veränderung im dritten Quartal 2022 gegenüber dem vierten Quartal 2019

(Wachstum in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022 (Irland), das zweite Quartal 2022 (Italien und die Niederlande) bzw. das dritte Quartal 2022 (übrige Länder).

Obwohl sich der umfangreiche pandemiebedingte Schock unterschiedlich auf die einzelnen Sektoren ausgewirkt haben dürfte, scheint sich die sektorale

⁷ Auch andere Faktoren haben die Anpassung des Arbeitseinsatzes beeinflusst. Beispielsweise war die Beschäftigung in Spanien, wo sehr viele Arbeitsverhältnisse befristet sind, relativ hoch.

Zusammensetzung des Lohnwachstums in den einzelnen Ländern nur begrenzt verändert zu haben. Da es sich um einen Schock historischen Ausmaßes handelte, wäre zu erwarten gewesen, dass sich die veränderte Zusammensetzung der Erwerbspersonen im aggregierten Lohnwachstum niederschlägt. Das ist beispielsweise immer dann der Fall, wenn die Sektoren mit höheren und niedrigeren Löhnen unterschiedlich stark von einem Schock betroffen sind. Angesichts der Tatsache, dass für die einzelnen Länder keine vergleichbaren detaillierten Mikrodaten für die Pandemiephase vorliegen, können diese Veränderungen nur auf Ebene der breit gefassten Sektoren, wie sie in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen enthalten sind, untersucht werden. Daraus geht hervor, dass die impliziten Kompositionseffekte auf das Lohnwachstum insgesamt in den meisten Ländern gering geblieben sind (siehe Abbildung B).⁸ Sie führten zu einem Anstieg des Lohnwachstums, da der Beschäftigungsanteil in den Sektoren mit niedrigerem Lohnniveau (vor allem bei den kontaktintensiven Dienstleistungen) zurückging und in den Sektoren mit höheren Löhnen (häufiger nicht kontaktintensive Branchen) zunahm.⁹

⁸ Dies steht auch im Einklang mit den Erkenntnissen zur globalen Finanzkrise. Siehe EZB, [Auswirkungen der Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

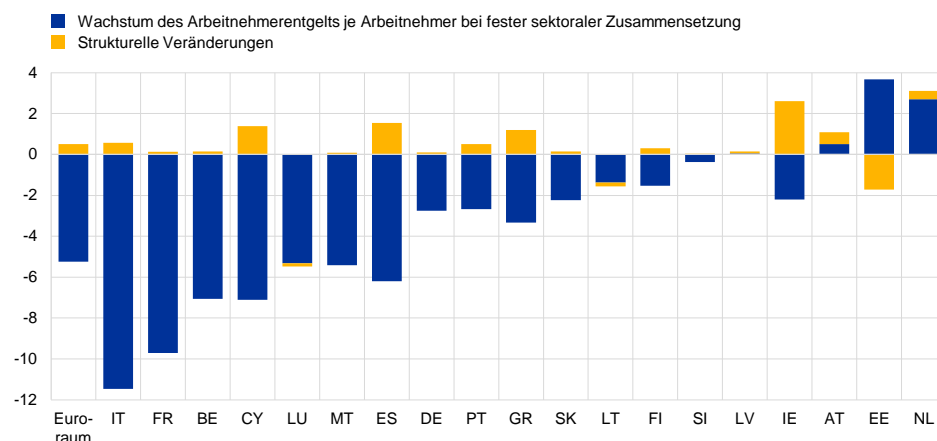
⁹ Auch beim Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde blieben die strukturellen Veränderungen begrenzt, wobei sie jedoch insgesamt größer waren als beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer.

Abbildung B

Auswirkungen der sektoralen Zusammensetzung auf das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

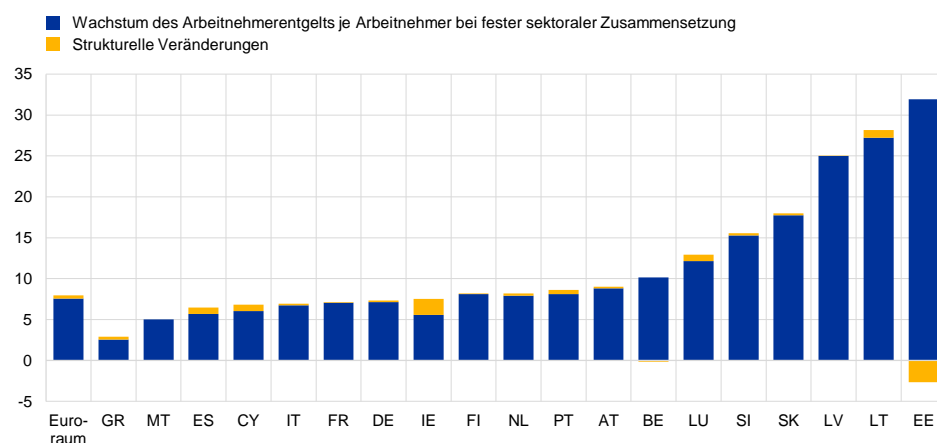
a) Zweites Quartal 2020 gegenüber viertem Quartal 2019

(Veränderung in %)



b) Drittes Quartal 2022 gegenüber viertem Quartal 2019

(Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022 (Irland), das zweite Quartal 2022 (Italien und die Niederlande) bzw. das dritte Quartal 2022 (übrige Länder). Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei fester sektoraler Zusammensetzung wird anhand der im vierten Quartal 2019 verwendeten sektoralen Beschäftigungsgewichte berechnet. Bei dieser Berechnung wird die Untergliederung nach zehn NACE-Wirtschaftszweigen zugrunde gelegt.

Durch die Arbeitsplatzsicherungsprogramme wurden die Effekte der typischen Bestimmungsgrößen des Lohnanstiegs verdeckt. Hierzu zählen unter anderem das Produktivitätswachstum oder der Grad der Arbeitsmarktanpassung.

Diese Faktoren wirkten im Hintergrund jedoch natürlich weiter und könnten als Erklärung für das unterschiedlich starke Lohnwachstum dienen.¹⁰ In den baltischen Staaten beispielsweise haben die kräftigen Produktionszuwächse unter Umständen zu den deutlichen Lohnsteigerungen beigetragen, die unmittelbar nach dem

¹⁰ Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf das Wachstum der Arbeitsproduktivität](#), Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021. Die Kapitalintensivierung – einschließlich Investitionen –, die eine Bestimmungsgröße der Arbeitsproduktivität darstellt, entwickelte sich während der Corona-Pandemie in den einzelnen Ländern uneinheitlich. Siehe beispielsweise EZB, [Erholung der Unternehmensinvestitionen – Bestimmungsfaktoren, Chancen, Herausforderungen und Risiken](#), Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

Abklingen der Pandemieeffekte verzeichnet wurden.¹¹ Ebenso könnten die unterschiedlichen nationalen Arbeitsmarktlagen – etwa aufgrund von Spezialisierungen in bestimmten Sektoren oder demografischer Faktoren – zu einer uneinheitlichen Veränderung der Löhne geführt haben. So wiesen die Länder mit den höchsten Arbeitslosenquoten in der gesamten Zeit nach der Pandemie auch das moderateste Lohnwachstum auf. Angesichts der gegenwärtigen Verzerrungen und der bereits vor der Pandemie beobachteten Unterschiede hinsichtlich der Arbeitsmarktinstitutionen und -bedingungen ist es jedoch schwierig, einen robusten Zusammenhang zwischen Löhnen, Produktivität und Unterauslastung am Arbeitsmarkt herzustellen.

Im Zuge der Erholung von der Corona-Pandemie schwächt sich der verzerrende Einfluss der Programme zur Arbeitsplatzsicherung auf das Lohnwachstum in den einzelnen Euro-Ländern allmählich ab. Während im zweiten Quartal 2020 noch mehr als 15 % der Erwerbspersonen im Euro-Währungsgebiet an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnahmen, wird dieser Anteil für das dritte Quartal 2022 nur noch auf unter 1 % geschätzt, sodass die Messung der Löhne hierdurch weniger stark verzerrt wird. Mit dem Abklingen der Pandemie kommt nun in allen Ländern der Inflationsanstieg als Bestimmungsfaktor für das Lohnwachstum zum Tragen, wobei große nationale Unterschiede im Hinblick auf die Inflation und deren Durchwirken auf die Löhne bestehen. Zurückzuführen sind diese auf die unterschiedliche Lohnsetzung und andere strukturelle Merkmale sowie auf die Wirkung der verschiedenen staatlichen Maßnahmen, die Löhne selbst und die unterschiedliche Position der Länder im Konjunkturzyklus. Aus diesen Faktoren könnten sich in Zukunft erneut Unterschiede bei der Lohnentwicklung zwischen den einzelnen Ländern ergeben.

¹¹ Siehe beispielsweise Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, [Diagnostic of Estonia, Latvia and Lithuania](#), April 2022.

5 Zusammenhang zwischen dem Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln und dem Konjunkturzyklus – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage

Giada Durante, Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund und Timo Reinelt

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie die Finanzierungslücken von Unternehmen im Euroraum und deren Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Finanzmitteln mit den aktuellen und künftigen gesamtwirtschaftlichen Ergebnissen zusammenhängen. Die laufende Normalisierung der Geldpolitik führt im Zuge der gewöhnlichen geldpolitischen Transmission allmählich zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und beeinflusst das Angebot an Außenfinanzierungsmitteln. Dabei stellt sich vor allem die Frage, wie sich Veränderungen der Finanzierungsbedingungen und des Zugangs zu Finanzmitteln auf das Wachstum von Unternehmen und Gesamtwirtschaft auswirken. Die [Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln \(SAFE-Umfrage\)](#) liefert detaillierte Informationen zu den Finanzierungsbedingungen im Euroraum. Die Erhebung wird seit 2009 halbjährlich durchgeführt, wobei euroraumweit rund zehntausend Unternehmen befragt werden. Im Folgenden wird der Zusammenhang zwischen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und zwei Hauptindikatoren der SAFE-Umfrage untersucht. Zum einen ist dies die Veränderung der Außenfinanzierungslücke, die als Differenz zwischen der Veränderung der Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln und der Veränderung der Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln definiert ist, und zum anderen die Veränderung der Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Bankkrediten¹.

Aktuell berichten die Unternehmen im Euroraum von einer Ausweitung ihrer Finanzierungslücke und rechnen damit, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten künftig verschlechtern wird (siehe Abbildung A). Seit Beginn der SAFE-Umfrage im Jahr 2009 ist zwischen der Veränderung der Finanzierungslücke und der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten grundsätzlich ein inverser Zusammenhang zu beobachten. Darüber hinaus ging ein konjunktureller Aufschwung im Euroraum (d. h. positive Wachstumsraten des realen BIP) gewöhnlich mit rückläufigen Finanzierungslücken und einer größeren Zuversicht der Unternehmen im Hinblick auf die künftige Kreditverfügbarkeit einher. Die Entwicklung dieser Indikatoren wurde bislang sowohl vom Konjunkturzyklus im Eurogebiet als auch von der Geldpolitik der EZB beeinflusst. Während der Staatsschuldenkrise von 2011 bis 2013 weiteten sich die Finanzierungslücken der Unternehmen im Euroraum beträchtlich aus. Darin zeigt sich, dass die Firmen Schwierigkeiten hatten, ihren Außenfinanzierungsbedarf zu decken. Anschließend trug die geldpolitische Lockerung seitens der EZB dazu bei, dass sich die Finanzierungslücken nach und nach verkleinerten und die Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von

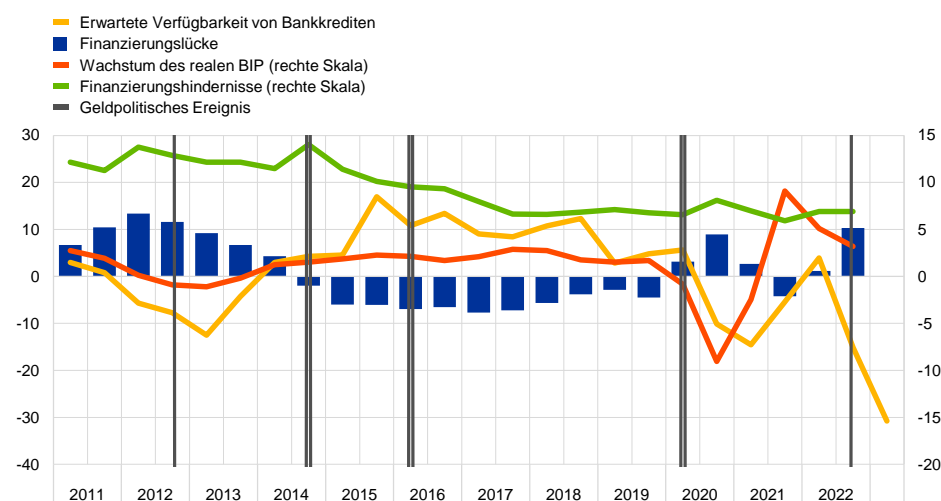
¹ Bankkredite sind die Außenfinanzierungsquelle, die Unternehmen im Euroraum am häufigsten in Anspruch nehmen.

Bankkrediten stiegen. Nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen zwar erheblich, wurden jedoch abermals durch die geldpolitischen und staatlichen Stützungsmaßnahmen stabilisiert. Somit war die Verschlechterung nur vorübergehend. Vor dem Hintergrund des sich abschwächenden Wirtschaftswachstums, der steigenden Inflation und der geldpolitischen Normalisierung meldeten die Unternehmen zuletzt wieder eine Ausweitung ihrer Finanzierungslücke. Zugleich rechnen sie für den Zeitraum von Oktober 2022 bis März 2023 mit einer geringeren Verfügbarkeit von Bankkrediten.

Abbildung A

Unternehmensangaben zur Veränderung der Finanzierungslücke, der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten und der Finanzierungshindernisse sowie Wachstum des realen BIP im Euroraum

(gewichtete Nettosalden der Außenfinanzierungslücke; Veränderung des prozentualen Saldos der erwarteten Verfügbarkeit von Finanzmitteln; annualisierte Veränderung in %)



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungslücke kombiniert Daten zum Finanzierungsbedarf mit Daten zur Verfügbarkeit von Bankkrediten auf Unternehmensebene. Hierbei nimmt er bei jedem der fünf Finanzierungsinstrumente einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung gewichteter Nettosalden (in %) werden die Werte mit 100 multipliziert. Die fünf senkrechten grauen Linien markieren folgende Ereignisse: 1) die Ankündigung der geldpolitischen Outright-Geschäfte (OMT), 2) den Start der ersten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) und der Negativzinspolitik, 3) den Beginn der GLRG II und des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP), 4) den Start des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und der GLRG III sowie 5) die Erhöhung der drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte und die Genehmigung des Instruments zur Absicherung der Transmission (TPI) im Juli 2022.

Dennoch zeigten sich die Unternehmen im Euroraum – ungeachtet des jüngsten Anstiegs der Kreditfinanzierungskosten – noch nicht sonderlich besorgt über ihren Zugang zu Finanzmitteln (siehe Abbildung A). In der letzten Erhebung blieb der Anteil der Unternehmen, die von Hindernissen beim Zugang zu Bankkrediten berichteten, weitgehend unverändert gegenüber vorangegangenen

Umfragerunden; dies war vor allem auf die unveränderte Kreditvergabebereitschaft der Banken zurückzuführen.²

Bei einer Straffung der Geldpolitik vergrößern sich die Finanzierungslücken der Unternehmen, und deren Erwartungen zur künftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten verschlechtern sich (siehe Abbildung B). Mit einer ökonometrischen Analyse lässt sich die Transmission der Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen besser quantifizieren. Dies geschieht mithilfe lokaler Projektionen³. Dabei wird geschätzt, wie die Finanzierungslücken der Unternehmen und deren Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Bankkrediten (gemessen auf aggregierter Ebene anhand der Nettosalden der befragten Unternehmen) auf identifizierte geldpolitische Schocks reagieren.⁴ Bei diesem Ansatz werden geldpolitische Schocks durch den „Target“-Faktor nach Altavilla et al. (2019) abgebildet. Dieser erfasst die Auswirkungen unerwarteter Zinsentscheidungen auf das kurze Ende der Zinsstrukturkurve, die in zeitlicher Nähe zu den jeweiligen geldpolitischen Ankündigungen der EZB beobachtet werden.⁵ Abbildung B zeigt, dass sich geldpolitische Schocks über einen Zeitraum von zwei Jahren erheblich auf die Finanzierungslücken der Unternehmen und deren Erwartungen zur Verfügbarkeit von Bankkrediten auswirken. So führt den Schätzungen zufolge ein geldpolitischer Schock von einer Standardabweichung, der einem Schock im Umfang von 4 Basispunkten auf die einmonatige OIS-Rate entspricht, über einen Zeitraum von sechs Monaten zu einer Ausweitung der durchschnittlichen Finanzierungslücke eines Unternehmens um rund 3 Prozentpunkte.⁶ Im Vergleich dazu beläuft sich die Standardabweichung der Veränderung der Finanzierungslücke seit 2009 auf 7 %. Derselbe Schock bewirkt, dass der Anteil der befragten Unternehmen, die per saldo mit einer besseren Verfügbarkeit von Bankkrediten rechnen, um 5 Prozentpunkte zurückgeht. Die Effekte halten nach dem Eintritt des Schocks noch bis zu zwei Jahre lang an. Daraus wird ersichtlich, wie sich die Geldpolitik über das Kreditangebot auf die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen auswirkt. Diese Ergebnisse bestätigen die Erkenntnisse aus früheren Studien, denen zufolge die Finanzierungserwartungen

² Der Indikator der Finanzierungshindernisse entspricht der Summe des prozentualen Anteils der Unternehmen, deren Kreditanträge abgelehnt oder nur teilweise bewilligt wurden, die gewährte Kredite aufgrund zu hoher Kosten nicht in Anspruch nahmen oder die aus Sorge vor einer Ablehnung von einer Antragstellung absahen. Siehe EZB, [Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Oktober 2021 bis März 2022](#), Juni 2022 (Englisch).

³ Siehe Ò. Jordà, [Estimation and inference of impulse responses by local projections](#), American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, 2005, S. 161-182.

⁴ Die lokale Projektion wird mithilfe einer Abfolge von Regressionen erstellt. Diesen liegt die Gleichung $y_{t+h} - y_{t-1} = a^h + b^h \varepsilon_t^{MP} + u_t^h$ für $h = 0, \dots, 4$ zugrunde, wobei y_t die Veränderung der Finanzierungslücke bzw. der Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Bankkrediten ist. Die Daten basieren auf der SAFE-Befragungswelle t . Die Koeffizienten $\{b^h\}$ spiegeln die Impuls-Antwort-Funktion der Finanzierungslücke bzw. der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten für einen identifizierten geldpolitischen Schock ε_t^{MP} wider.

⁵ Der Schock ist in diesem Kontext geeignet, da sich nichtfinanzielle Unternehmen in der Regel über Bankkredite mit einer Zinsbindungsfrist von weniger als einem Jahr finanzieren. In unserer Stichprobe bewegt sich der Zielfaktor in einem Korridor von -8,6 bis zu 10,4 Basispunkten. Siehe C. Altavilla, L. Brugnolini, R. S. Gurkaynak, R. Motto und G. Ragusa, [Measuring euro area monetary policy](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 108, 2019, S. 162-179.

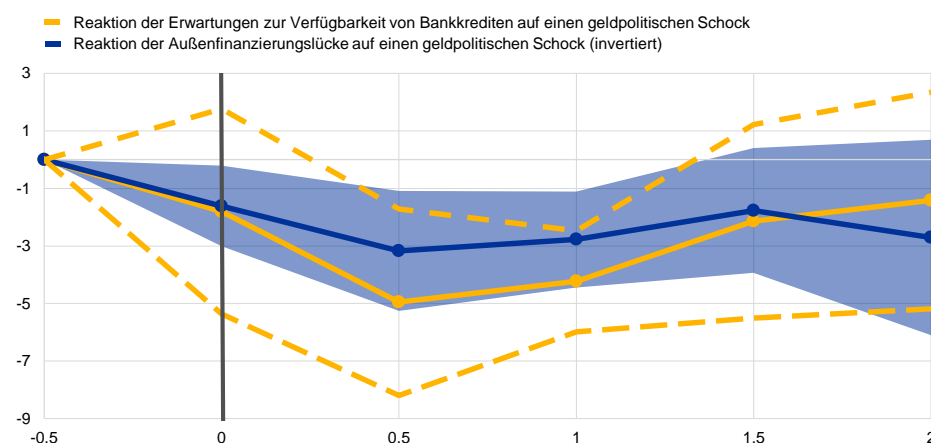
⁶ Zur besseren Einordnung: Der größte geldpolitische Schock auf die einmonatige OIS-Rate beläuft sich im Betrachtungszeitraum auf rund 10 Basispunkte.

eine wichtige Rolle für den Bankkreditkanal der Geldpolitik spielen.⁷ Sobald sich die tatsächlichen Kreditbedingungen ändern, beeinflusst dies auch das Zusammenspiel zwischen der Veränderung der Verfügbarkeit von Bankkrediten und der Kreditnachfrage.

Abbildung B

Auf einen identifizierten geldpolitischen Schock folgende Reaktion der Finanzierungslücken und Erwartungen der Unternehmen zur künftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten

(x-Achse: Anzahl der Jahre nach Eintritt des Schocks; y-Achse: Veränderung in Prozentpunkten gegenüber dem Zeitraum vor Eintritt des Schocks)



Quellen: Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), Altavilla et al. (2019) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Reaktion der Finanzierungslücken von Unternehmen und des prozentualen Saldos der Unternehmen, die über einen Zeitraum von sechs Monaten nach Eintritt eines geldpolitischen Schocks in Höhe von einer Standardabweichung mit einer besseren Verfügbarkeit von Bankkrediten rechnen. Als Schock wurde der „Target“-Faktor von Altavilla et al. (2019) verwendet. Dieser erfasst die Auswirkungen geldpolitischer Überraschungen auf das sehr kurze Ende der OIS-Kurve bei und in zeitlicher Nähe von geldpolitischen Ankündigungen der EZB. Die Effekte der geldpolitischen Schocks auf die SAFE-Variablen werden mithilfe lokaler Projektionen geschätzt (Jorda, 2005). Der schattierte Bereich und der Bereich zwischen den gestrichelten Linien stellen das 95 %-Konfidenzintervall nach Newey-West dar.

Weiten sich die Finanzierungslücken aus, dann steigen tendenziell auch die Bedenken der Unternehmen in Bezug auf ihren künftigen Zugang zu Finanzmitteln. Dies lässt darauf schließen, dass Veränderungen der Finanzierungslücken für die Wachstumsaussichten der Unternehmen von Belang sind (siehe Abbildung C). Um zu beurteilen, ob veränderte

Finanzierungsbedingungen Einfluss auf die Realwirtschaft haben, liegt es nahe, die Auswirkungen dieser Veränderungen auf das Geschäftsklima zu analysieren. Die SAFE-Umfrage misst das Geschäftsklima anhand der Frage, wie groß die Bedenken der Unternehmen in Bezug auf ihren Zugang zu Finanzmitteln sind.⁸ In den vergangenen Jahren gehörte dies nicht zu deren größten Sorgen, was vermutlich darauf zurückzuführen ist, dass die Geldpolitik über längere Zeit akkommodierend

⁷ Siehe A. Ferrando, A. Popov und G. Udell, [Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#), European Economic Review, Bd. 149, 2022.

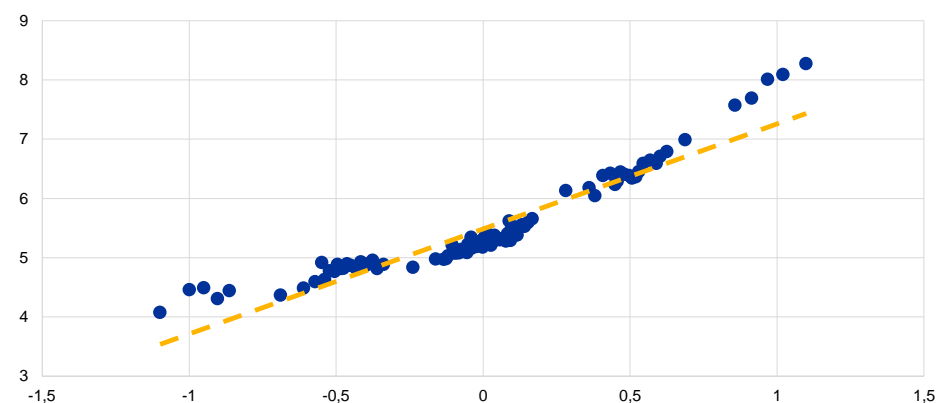
⁸ Die Beantwortung der Fragen zur Finanzierung und einer Reihe anderer Themen erfolgt anhand einer Skala von 1 (überhaupt nicht wichtig) bis 10 (ausgesprochen wichtig). Der daraus abgeleitete Indikator dient in der Regel der Feststellung, wie wichtig die Finanzierung im Verhältnis zu anderen Themen ist. Dies können beispielsweise steigende Produktions- oder Arbeitskosten oder Schwierigkeiten bei der Kundenakquise sein.

war.⁹ Im Zuge der Normalisierung der Geldpolitik könnte sich das jedoch ändern. Anhand von Unternehmensdaten wird die Korrelation zwischen Finanzierungslücken und dem Grad der Bedenken der Unternehmen hinsichtlich ihres Zugangs zu Finanzmitteln untersucht (siehe Abbildung C). Grundlage hierfür sind die seit 2009 eingegangenen Antworten aus der SAFE-Umfrage. Diese werden zunächst um die üblichen Abweichungen innerhalb der Länder und Zeiträume bereinigt und je nach Bewertung des Zugangs zu Finanzmitteln als möglicher Anlass zur Sorge in Kategorien eingeteilt. Anschließend wird für jede Kategorie errechnet, wie hoch durchschnittlich die Bedenken bezüglich des Zugangs zu Finanzmitteln sind. Die positive Korrelation zeigt, dass der Zugang zu Finanzmitteln Firmen mit großen Finanzierungslücken mehr Sorgen bereitet. Finanzierungslücken scheinen daher für das allgemeine Geschäftsklima eine Rolle zu spielen und können durchaus die Wachstumsperspektiven der Unternehmen beeinflussen.

Abbildung C

Zusammenhang zwischen den Bedenken hinsichtlich des Zugangs zu Finanzmitteln und den Finanzierungslücken auf Unternehmensebene

(x-Achse: residualisierte Veränderung der Außenfinanzierungslücke; y-Achse: residualisierter Grad der Bedenken)



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

Anmerkung: Streudiagramm der Finanzierungslücke bei Bankkrediten und des Grads der von Unternehmen gehegten Bedenken hinsichtlich ihres Zugangs zu Finanzmitteln, bereinigt um länder- und zeitspezifische fixe Effekte.

Die Finanzierungslücken und die erwartete Verfügbarkeit von Bankkrediten hängen mit dem aktuellen und künftigen Wachstum des realen BIP zusammen.

Die Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln beeinflusst das Geschäftsklima der Unternehmen. Es gilt aber auch herauszufinden, wie sie mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Beziehung steht. Hierzu wird anhand von lokalen Projektionen geschätzt, wie sich das BIP-Wachstum im Euroraum im Schnitt entwickelt, wenn sich die Finanzierungslücken und die Erwartungen aus der SAFE-Umfrage (die als Messgrößen für die Veränderung der Finanzierungsbedingungen dienen) per saldo verändern.¹⁰ Wenngleich die Schätzungen nicht als kausale Effekte betrachtet werden können, liefern sie doch Hinweise auf die durchschnittliche künftige Entwicklung nach einer gegebenen Veränderung der SAFE-Messgrößen.

⁹ Siehe EZB, [Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Oktober 2021 bis März 2022](#), Juni 2022 (Englisch).

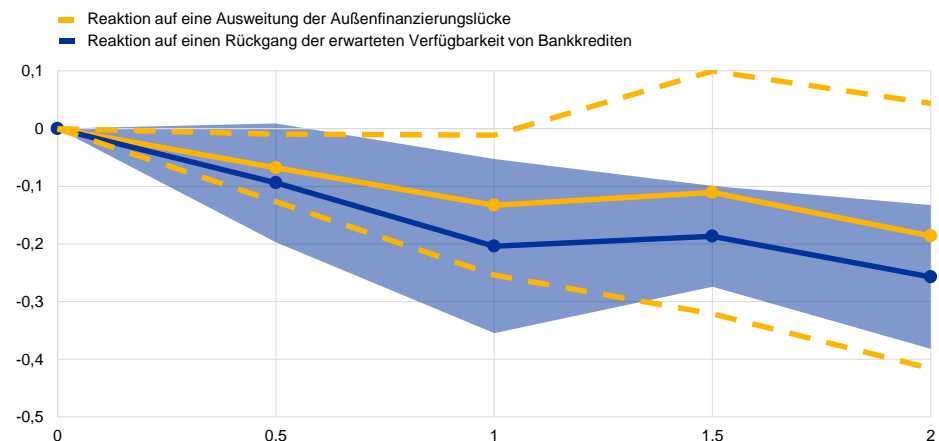
¹⁰ Eine ähnliche Studie, in der untersucht wird, wie die Informationen aus der Umfrage zum Kreditgeschäft mit dem künftigen Kreditvergabevolumen in Beziehung stehen, findet sich in Kasten 7 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Erhöht sich der Indikator der Finanzierungslücke um einen Prozentpunkt oder verschlechtern sich die Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Bankkrediten per saldo in entsprechendem Maße, dann sinkt das reale BIP im Euroraum im Folgejahr um durchschnittlich rund 0,2 % stärker als ohne eine solche Veränderung der Finanzierungsindikatoren; auch im übernächsten Jahr ist noch ein geringfügiger Effekt zu beobachten (siehe Abbildung D). Die Effekte werden konditioniert auf das aktuelle und verzögerte BIP-Wachstum geschätzt. Hierbei wird der in der SAFE-Umfrage enthaltene Informationsgehalt genutzt, der über die derzeit beobachtbare Entwicklung des Konjunkturzyklus hinausgeht. Die geschätzten Effekte erweisen sich insbesondere mit Blick auf veränderte Unternehmenserwartungen zur Verfügbarkeit von Finanzmitteln als persistent. Dies deutet darauf hin, dass die zukunftsgerichteten Variablen, die eine Besonderheit der SAFE-Umfrage sind, wertvolle Informationen zur Einschätzung der künftigen Wirtschaftsentwicklung im Euroraum enthalten.

Abbildung D

Durchschnittliche Entwicklung des realen BIP im Euroraum nach einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten im Vergleich zu einem Szenario ohne Verschlechterung

(x-Achse: Anzahl der Jahre nach Eintritt des Schocks; y-Achse: kumuliertes Wachstum in % im Vergleich zum Zeitraum vor Eintritt des Schocks)



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

Anmerkung: Durchschnittliche kumulierte Entwicklung des realen BIP-Wachstums im Euroraum nach einer Veränderung der Finanzierungslücken der Unternehmen und des prozentualen Saldos der Unternehmen, die damit rechnen, dass sich die Verfügbarkeit von Bankkrediten erhöht. Das aktuelle und das vergangene BIP-Wachstum sind als Kontrollvariablen in den lokalen Projektionen (Jorda, 2005) enthalten. Der schattierte Bereich und der Bereich zwischen den gestrichelten Linien stellen das 95%-Konfidenzintervall nach Newey-West dar.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 27. Juli bis zum 1. November 2022

Juliane Kinsele und Christian Lizarazo

Dieser Kasten enthält einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte der EZB in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2022. Die beiden

Erfüllungsperioden erstreckten sich zusammengenommen über den Zeitraum vom 27. Juli bis zum 1. November 2022 („Berichtszeitraum“). In dieser Zeit traten die Leitzinsanhebungen der EZB in Kraft.

Mit dem Ende der Negativzinsphase im Juli 2022 stellten sich Veränderungen bei verschiedenen autonomen Faktoren ein, insbesondere bei den Einlagen öffentlicher Haushalte, wodurch sich die Zusammensetzung der Überschussliquidität änderte. Im Zuge der Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte,

mit der die EZB in der fünften Erfüllungsperiode die Phase der Negativzinsen beendete, und der anschließenden Leitzinserhöhung um weitere 75 Basispunkte in der sechsten Erfüllungsperiode verringerten sich die autonomen Faktoren (netto), und es kam es zu einer Anpassung der Bilanz des Eurosystems.

Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nahm in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2022 um 46,5 Mrd € zu und erreichte mit 4 569,7 Mrd € einen neuen Höchststand. Dieser allgemeine Anstieg war in erster Linie auf einen

Rückgang der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren zurückzuführen. Er erfolgte vor allem in der fünften Mindestreserve-Erfüllungsperiode, in der verbreitet erwartet wurde, dass der Zinssatz für die Einlagefazilität ab der sechsten Erfüllungsperiode wieder im positiven Bereich liegen werde. Die über geldpolitische Instrumente bereitgestellte Liquidität sank hingegen im Berichtszeitraum.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 96,2 Mrd € auf 2 506,6 Mrd €. Der Rückgang

gegenüber den beiden vorangegangenen Erfüllungsperioden war fast ausschließlich auf eine Abnahme der autonomen Faktoren (netto) um 100 Mrd € auf 2 343,7 Mrd € zurückzuführen, die wiederum durch einen Rückgang der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren bedingt war (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich indes nur marginal um 3,8 Mrd € auf 162,9 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren wurden im Berichtszeitraum durch die Anhebung der EZB-Leitzinsen beeinflusst und nahmen um 105,3 Mrd € auf 3 280 Mrd € ab. In erster Linie war dies auf

geringere Einlagen öffentlicher Haushalte und einen niedrigeren

Banknotenumlauf zurückzuführen.

Die Einlagen öffentlicher Haushalte (siehe Tabelle A unter „Passiva“) sanken im Schnitt um 97,4 Mrd € auf 545,3 Mrd €, wobei der Rückgang vorrangig in der fünften Erfüllungsperiode erfolgte. Nach dem Ende der Negativzinsphase im Juli 2022 entschieden sich die Schuldverwaltungen in der Erwartung, dass der Zinssatz für die Einlagefazilität bei der September-Sitzung des EZB-Rats auf ein positives Niveau angehoben werde, ihre Liquiditätspuffer beim Eurosystem zu reduzieren und Alternativen zur Platzierung von Finanzmitteln zu suchen. Zeitgleich mit der Leitzinsanhebung im September, bei der der Einlagesatz auf 0,75 % erhöht wurde, beschloss der EZB-Rat, die Obergrenze von 0 % für die Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte vorübergehend aufzuheben und diese Einlagen stattdessen entweder zum Einlagesatz oder zum Euro Short-Term Rate (€STR) zu verzinsen – je nachdem, welcher der beiden Zinssätze niedriger ist. Diese Maßnahme soll bis zum 30. April 2023 gelten. Wie beabsichtigt konnte damit ein abrupter weiterer Abfluss staatlicher Einlagen in den Markt verhindert werden, der die geldpolitische Transmission und das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte hätte beeinträchtigen können. Die Maßnahme führte dazu, dass die durchschnittlichen Einlagen öffentlicher Haushalte in der sechsten Erfüllungsperiode nur noch moderat zurückgingen (um 17,2 Mrd € auf 536,7 Mrd €). Der durchschnittliche Banknotenumlauf verringerte sich im Berichtszeitraum um 22,3 Mrd € auf 1 574,5 Mrd €. Das Ende der Negativzinsen hat insbesondere dazu geführt, dass die Banken ihre Banknotenbestände reduziert haben. Zuvor hatten sie ihre Kassenbestände angesichts der negativen Leitzinsen erhöht. Nun, da der Einlagesatz ein positives Vorzeichen hat, sind diese Bestände mit Opportunitätskosten behaftet. Dies veranlasste die Banken dazu, ihr Bargeldmanagement zu optimieren und ihre Kassenbestände von Ende Juni bis Ende Oktober zügig um rund 40 Mrd € zu reduzieren. Die durch die geringeren Einlagen öffentlicher Haushalte und den gesunkenen Banknotenumlauf freigesetzte Liquidität wurde nur marginal durch die sonstigen autonomen Faktoren ausgeglichen, die im Berichtszeitraum um 14,5 Mrd € auf 1 160,2 Mrd € zunahmen.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren sanken geringfügig um

5,4 Mrd € auf 936,6 Mrd €. Dabei wurde der Zuwachs der Nettoforderungen in Fremdwährung um 14,6 Mrd € durch den Rückgang der Nettoforderungen in Euro mehr als ausgeglichen.

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

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

Tabelle A

Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Juli bis 1. November 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 27. Juli bis 13. September		Sechste Erfüllungsperiode: 14. September bis 1. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren	3 280,0	(-105,3)	3 329,7	(-106,7)	3 230,3	(-99,4)	3 385,3	(+63,4)
Banknotenumlauf	1 574,5	(-22,3)	1 585,3	(-18,6)	1 563,7	(-21,6)	1 596,9	(+33,6)
Einlagen öffentlicher Haushalte	545,3	(-97,4)	553,9	(-113,7)	536,7	(-17,2)	642,7	(-12,4)
Sonstige autonome Faktoren (netto) ¹	1 160,2	(+14,5)	1 190,5	(+25,6)	1 129,9	(-60,6)	1 145,7	(+42,3)
Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben	1 971,2	(-1 871,8)	3 774,7	(-7,8)	167,6	(-3 607,1)	3 843,0	(+84,3)
Mindestreserve-Soll²	162,9	(+3,8)	161,4	(+0,5)	164,4	(+3,0)	159,1	(+3,7)
Einlagefazilität	2 598,5	(+1 918,3)	707,0	(+28,3)	4 490,0	(+3 783,0)	680,2	(-50,2)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

Anmerkung: Alle Zahlen sind auf die nächsten 0,1 Mrd € gerundet. Die Zahlen in Klammern geben die Veränderung gegenüber dem vorherigen Berichtszeitraum oder der vorherigen Erfüllungsperiode an. Mit der Aussetzung des zweistufigen Verzinsungssystems wird der Freibetrag in der Tabelle nicht mehr ausgewiesen.

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.

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Juli bis 1. November 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 27. Juli bis 13. September		Sechste Erfüllungsperiode: 14. September bis 1. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Liquiditätszuführende autonome Faktoren	936,6	(-5,4)	891,7	(-58,0)	981,6	(+89,8)	942,0	(+42,0)
Nettoforderungen in Fremdwährung	952,9	(+14,6)	950,1	(+6,3)	955,8	(+5,7)	938,3	(+38,1)
Nettoforderungen in Euro	-16,3	(-20,0)	-58,3	(-64,3)	25,8	(+84,1)	3,7	(+3,9)
Geldpolitische Instrumente	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Offenmarktgeschäfte	7 076,3	(-49,6)	7 081,4	(-27,7)	7 071,0	(-10,4)	7 125,9	(+59,5)
Kreditgeschäfte	2 124,7	(-53,7)	2 126,6	(-23,7)	2 122,7	(-3,9)	2 178,3	(-22,5)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	2,8	(+2,1)	1,7	(+0,7)	4,0	(+2,2)	0,7	(+0,4)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	1,2	(+0,9)	0,8	(+0,4)	1,6	(+0,8)	0,3	(+0,2)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	2 118,7	(-55,9)	2 121,7	(-24,7)	2 115,7	(-6,0)	2 174,6	(-22,6)
Längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs)	2,0	(-0,8)	2,4	(-0,2)	1,5	(-0,9)	2,8	(-0,4)
Outright-Geschäfte ¹	4 951,6	(+4,0)	4 954,8	(-4,0)	4 948,3	(-6,6)	4 947,6	(+82,0)
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.

1) Da die Nettoankäufe von Vermögenswerten inzwischen beendet wurden, werden die Outright-Geschäfte nicht mehr einzeln aufgeschlüsselt.

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Juli bis 1. November 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 27. Juli bis 13. September		Sechste Erfüllungsperiode: 14. September bis 1. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹	2 506,6	(-96,2)	2 599,7	(-48,3)	2 413,4	(-186,4)	2 602,8	(+25,3)
Autonome Faktoren (netto) ²	2 343,7	(-100,0)	2 438,3	(-48,8)	2 249,0	(-189,3)	2 443,7	(+21,6)
Überschussliquidität ³	4 569,7	(+46,5)	4 481,7	(+20,6)	4 657,6	(+175,9)	4 523,1	(+34,1)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 27. Juli bis 1. November 2022						Vorheriger Berichtszeitraum: 20. April bis 26. Juli 2022	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 27. Juli bis 13. September		Sechste Erfüllungsperiode: 14. September bis 1. November		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	0,88	(+0,88)	0,50	(+0,50)	1,25	(+0,75)	0,00	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	1,13	(+0,88)	0,75	(+0,50)	1,50	(+0,75)	0,25	(+0,00)
Einlagefazilität	0,38	(+0,88)	0,00	(+0,50)	0,75	(+0,75)	-0,50	(+0,00)
€STR	0,286	(+0,869)	-0,085	(+0,496)	0,657	(+0,742)	-0,583	(-0,004)
RepoFunds Rate Euro	0,148	(+0,794)	-0,162	(+0,489)	0,459	(+0,621)	-0,646	(-0,008)

Quelle: EZB.

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

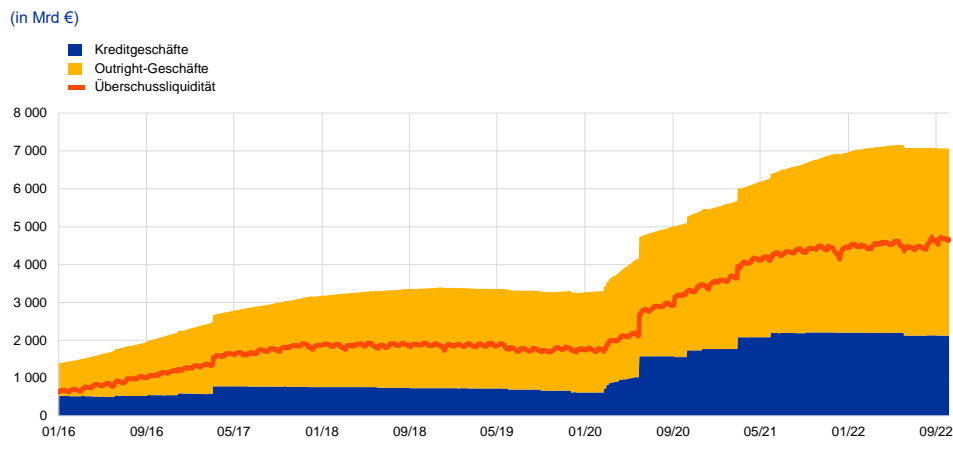
Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität verringerte sich im Berichtszeitraum um 49,6 Mrd € auf 7 076,3 Mrd € (siehe Abbildung A). Dies war vor allem auf einen Rückgang der über Kreditgeschäfte bereitgestellten Liquidität infolge der freiwilligen Rückzahlungen von GLRG-III-Mitteln zurückzuführen. Da die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) der EZB Ende März und die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) am 1. Juli 2022 eingestellt wurden, wird über Outright-Geschäfte keine zusätzliche Liquidität mehr zur Verfügung gestellt.²

² Auch wenn die Nettoankäufe bereits im vorherigen Berichtszeitraum endeten, zeigt sich ihr Gesamteffekt auf die jeweiligen Durchschnittswerte auch noch im aktuellen Berichtszeitraum. Darüber hinaus werden die im Portfolio gehaltenen Wertpapiere zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert und zu jedem Quartalsende neu bewertet, was sich ebenfalls auf die Durchschnittswerte insgesamt und die Veränderungen der Outright-Portfolios auswirkt.

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. November 2022.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte

verringerte sich im Berichtszeitraum um 53,7 Mrd €. Der Rückgang war vor allem darauf zurückzuführen, dass Ende Juni und Ende September freiwillige GLRG-III-Rückzahlungen in Höhe von 74,0 Mrd € bzw. 6,5 Mrd € geleistet wurden und darüber hinaus ein Betrag von 1,9 Mrd € aus einem im September fällig gewordenen GLRG III zurückgezahlt wurde. Die GLRG-III-Rückzahlungen in Höhe von 74,0 Mrd € wurden zwar in der vierten Erfüllungsperiode abgewickelt, der volle Effekt auf die Durchschnittswerte der Betrachtungszeiträume kam aber erst in der fünften Erfüllungsperiode zum Tragen. Die Ende Juni bzw. Ende September fällig gewordenen PELTRO-Beträge von 0,5 Mrd € bzw. 1,3 Mrd € trugen indes nur geringfügig zum Rückgang im Berichtszeitraum bei. Mit einer durchschnittlichen Liquiditätszuführung von 2,1 Mrd € bzw. 0,9 Mrd € glichen die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und die dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) nur einen kleinen Teil der durch GLRG-III-Rückzahlungen und PELTRO-Fälligkeiten abgeflossenen Liquidität aus.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität stieg um 46,5 Mrd € auf ein neues

Rekordhoch von 4 569,7 Mrd € (siehe Abbildung A). Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität). Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken wider.

Als die EZB ihre erste Leitzinserhöhung vornahm, begannen die Banken, ihre Bestände an Überschussliquidität zwischen ihren Girokonten beim Eurosystem und der Einlagefazilität neu zu verteilen. Bis der Zinssatz für die

Einlagefazilität über null angehoben wurde, wurde die in der Einlagefazilität angelegte Liquidität in gleichem Maße verzinst wie der Anteil der auf den Girokonten platzierten Liquidität, der über die befreiten Überschussreserven im Rahmen des zweistufigen Verzinsungssystems hinausging. Als die EZB den Einlagesatz zum 14. September 2022 auf 0,75 % an hob, wurden die über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Reserven auf Girokonten weiterhin mit 0 % vergütet.³ Um von dem positiven Einlagesatz zu profitieren, mussten die Banken ihre Überschussreserven von ihren Girokonten in die Einlagefazilität umschichten. Infolgedessen schrumpften die durchschnittlichen Giro Guthaben in der sechsten Erfüllungsperiode um 3 607,1 Mrd €, während die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität um 3 783 Mrd € zunahm. Die Differenz zwischen den beiden Zahlen erklärt sich durch die Zunahme der durchschnittlichen Überschussliquidität aufgrund eines Rückgangs der liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren. Die durchschnittlichen über die Mindestreserven hinausgehenden Giro Guthaben beliefen sich in der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf 167,6 Mrd €. Damit war die auf Girokonten platzierte Liquidität etwa doppelt so hoch wie zur Erfüllung der Mindestreserveanforderungen von 164,4 Mrd € zwingend erforderlich. Grund hierfür könnten vorübergehende operative Friktionen sein, die im Laufe der Zeit angegangen werden dürften, um die mit 0 % verzinsten Überschussreserven zu minimieren.

Die EZB hat ihr zweistufiges System zur Verzinsung von Überschussreserven ausgesetzt. Dieses System, bei dem durchschnittliche Überschussreserven bis zur Höhe des Sechsfachen des Mindestreserve-Solls vom negativen Einlagesatz befreit waren, war mit dem Ende der Negativzinsphase im Juli faktisch überflüssig geworden. Nachdem die EZB den Zinssatz für die Einlagefazilität im September über null angehoben hatte, beschloss sie, das zweistufige Verzinsungssystem auszusetzen, indem sie den Multiplikator auf null setzte.

Zinsentwicklung

Der durchschnittliche €STR stieg im Berichtszeitraum um 87 Basispunkte auf 0,29 % pro Jahr. Im Großen und Ganzen schlugen die EZB-Leitzinserhöhungen vom Juli und September vollständig und unmittelbar auf den unbesicherten Geldmarkt durch. Der €STR notierte in der fünften und sechsten Erfüllungsperiode im Schnitt 8,5 bzw. 9,3 Basispunkte unterhalb des jeweiligen Einlagesatzes.

Der durchschnittliche Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, erhöhte sich im Berichtszeitraum um knapp 79,4 Basispunkte auf 0,148 %. Die Transmission der Leitzinserhöhungen – und insbesondere der Zinsanhebung im September – auf den besicherten Geldmarkt verlief weniger reibungslos als die Weitergabe auf den unbesicherten Geldmarkt. Die hohe Unsicherheit über mögliche Verhaltensänderungen der Marktteilnehmer im

³ Im Berichtszeitraum wurden Mindestreserven zum Hauptrefinanzierungssatz der EZB verzinst. Am 27. Oktober kündigte die EZB an, dass für Mindestreserven künftig der (niedrigere) Zinssatz für die Einlagefazilität gelten würde und diese Änderung mit der am 21. Dezember 2022 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode, also im Anschluss an den aktuell betrachteten Berichtszeitraum, wirksam werden würde.

Zuge der Normalisierung des Zinsumfelds sowie die damit einhergehenden Verschiebungen von Investitionsströmen übten einen Abwärtsdruck auf die Reposätze für Transaktionen aus, die getätigt wurden, um Bargeld zu parken. Die Spannungen am Repomarkt erwiesen sich jedoch als vorübergehend und beschränkten sich weitgehend auf von Deutschland und Frankreich begebene Sicherheiten. Bis zum 21. September, also etwa eine Woche nach Inkrafttreten der in diesem Monat erfolgten Leitzinserhöhung, hatten sich die besicherten Geldmarktsätze im Großen und Ganzen wieder normalisiert und sich an das neue Leitzinsniveau angepasst. Allerdings war der Spread gegenüber dem €STR und dem Einlagesatz etwas größer als im vorangegangenen Berichtszeitraum.

Informationsgehalt der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für die zukünftige Kreditentwicklung

Franziska Hünnekes und Petra Köhler-Ulbrich

Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet (Bank Lending Survey – BLS) liefert wertvolle Informationen zu den Richtlinien und Bedingungen der Bankkreditvergabe sowie zur Kreditnachfrage im Euro-Währungsgebiet. Die Erhebung dieser Daten erlaubt einen Einblick in die

Transmission der Geldpolitik im Euroraum über den Bankkreditkanal. Die Umfrage basiert auf einer repräsentativen Stichprobe von rund 150 Banken im Eurogebiet. Die Ergebnisse sind zwar qualitativ, doch die Antworten der Banken stehen in engem Zusammenhang mit dem tatsächlichen Kreditwachstum und der tatsächlichen Kreditzinsentwicklung. Die BLS-Umfrage ist von besonderem Nutzen für die Geldpolitik, denn sie liefert frühzeitig Hinweise auf Veränderungen der Kreditvergabekriterien, der Vergabebedingungen und der Kreditnachfrage, noch bevor sich solche Veränderungen in der tatsächlichen Kreditentwicklung widerspiegeln.¹ Im vorliegenden Kasten wird erläutert, wie aus dem Bank Lending Survey bereits frühzeitig Anhaltspunkte für die Entwicklung der Unternehmenskredite und Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euroraum abgeleitet werden können.

Die BLS-Daten bieten zeitnahe Informationen zu den

Kreditvergabebedingungen und zur Nachfrage nach Bankkrediten. Den Fragebogen des Bank Lending Survey beantworten die Banken im Euroraum gegen Ende eines jeden Quartals. Die aggregierten BLS-Daten werden von der EZB jeweils drei Wochen nach Eingang der Antworten veröffentlicht. Diese Verzögerung ist im Vergleich zu anderen Statistiken gering, sodass mit den BLS-Daten frühzeitig Informationen über die wesentlichen Entwicklungen bei der Kreditvergabe im Eurogebiet zur Verfügung stehen. Dies hat sich als besonders nutzbringend erwiesen, um Wendepunkte bei den Kreditbedingungen zu erkennen und die Kreditvergabe in Ausnahmep Perioden zu beurteilen. So enthielten die BLS-Daten nach Beginn der Corona-Pandemie schon frühzeitig Hinweise auf eine stark zunehmende Kreditnachfrage der Unternehmen infolge eines gestiegenen kurzfristigen Finanzierungsbedarfs (siehe Abbildung A) und auch auf einen deutlichen Rückgang der Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten, welcher im Wesentlichen aus dem gesunkenen Verbrauchervertrauen resultierte.² Zudem lieferte die BLS-Umfrage zeitnahe Informationen darüber, wie sich Russlands Krieg gegen die Ukraine und der Anstieg der Energiekosten in den Kreditvergabebedingungen der Banken im Jahr 2022

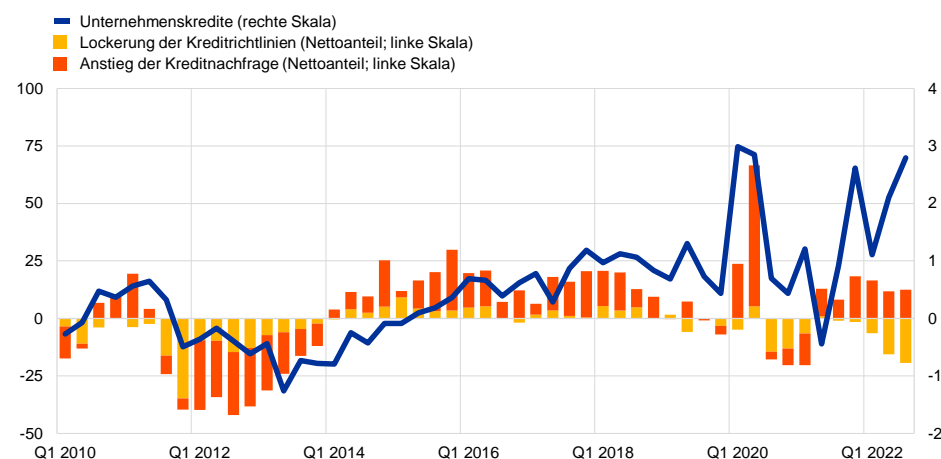
¹ Siehe EZB, [Was sagt die Umfrage zum Kreditgeschäft über die Kreditbedingungen für Unternehmen im Euro-Währungsgebiet aus?](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019. Siehe auch G. De Bondt, A. Maddaloni, J.-L. Peydró und S. Scopel, [The euro area bank lending survey matters – empirical evidence for credit and output growth](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1160, 2010.

² Siehe EZB, [Veränderung der Kreditnachfrage von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet im Zuge der Covid-19-Pandemie und ihre Bestimmungsfaktoren](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 5/2020, Juli 2020.

niederschlugen, nämlich in einer allgemeinen Verschärfung der Kreditrichtlinien. Dies lag vor allem an der gestiegenen Risikowahrnehmung der Banken in einem Umfeld, das von großer Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten und von Besorgnis mit Blick auf die Bonität der Kreditnehmer geprägt war. Die BLS-Fragen sind überwiegend zwar vergangenheitsbezogen, doch die Umfrage enthält auch einige zukunftsgerichtete Fragen zu den Erwartungen der Banken im Hinblick auf ihre Kreditrichtlinien und die Kreditnachfrage in den kommenden drei Monaten. Damit ermöglicht sie eine erste Einschätzung der künftigen Kreditvergabebedingungen, die unmittelbar auf den Erwartungen im Bankensektor beruht.

Abbildung A Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum – tatsächliches Wachstum und BLS-Indikatoren

(linke Skala: Nettoanteil der Banken in den letzten drei Monaten; rechte Skala: vierteljährliche Wachstumsrate in %)



Quelle: EZB (BLS-Umfrage und MFI-Bilanzstatistik).
Anmerkung: „Unternehmenskredite“ bezieht sich auf das vierteljährliche Wachstum der Kreditvergabe (netto) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Bei den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die eine Lockerung melden, und dem Anteil der Banken, die von einer Verschärfung berichten. Bei der Kreditnachfrage entspricht der Nettoanteil der Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die einen Anstieg melden, und dem Anteil der Banken, die einen Rückgang angeben.

Der Bank Lending Survey trägt bei der Betrachtung der Kreditvergabe auch dazu bei, zwischen angebots- und nachfrageseitigen Bestimmungsfaktoren zu unterscheiden. Während der Weltfinanz- und der Staatsschuldenkrise steuerte die Analyse von Kreditangebot und -nachfrage sowie möglicher Kreditbeschränkungen maßgeblich zum Verständnis der Kreditentwicklung bei.³ Die BLS-Umfrage hat sich auch als geeignet gezeigt, um den Einfluss der geldpolitischen Maßnahmen der EZB, darunter die Ankäufe von Vermögenswerten und ihre gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs), auf das Angebot an und die Nachfrage nach

³ Siehe beispielsweise C. Altavilla, M. Darracq Pariès und G. Nicoletti, Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis, *Journal of Banking and Finance*, Bd. 109, 2019. Anhand des BLS berechnen die Autoren einen Kreditangebotsindikator, mit dem sie die Auswirkungen von Kreditangebotschocks auf die realwirtschaftliche Aktivität im Euroraum identifizieren. Weitere Beispiele für analytische Arbeiten zum Kreditangebot auf Basis des BLS liefern zum Beispiel H. Hempell und C. Kok Sørensen, *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1262, 2010, sowie A. Maddaloni und J.-L. Peydró, Bank Risk-taking, Securitization, Supervision and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. lending standards, *The Review of Financial Studies*, Bd. 24, Nr. 6, 2011, S. 2121-2165.

Bankkredit einzuschätzen.⁴ Insgesamt hat sich die BLS-Umfrage als sehr nützlich für die Analyse der Kreditvergabebedingungen im Euroraum erwiesen. Aus all diesen Aspekten soll hier ein spezifisches Merkmal des BLS herausgegriffen werden: seine Eigenschaft als Vorlaufindikator bei der Prognose des Kreditwachstums.

Die in der BLS-Umfrage gemeldeten Veränderungen bei den Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage eignen sich als Vorlaufindikatoren für das zukünftige Wachstum der Unternehmenskredite. Ersten Aufschluss darüber, inwiefern die BLS-Erhebung tatsächlich Informationen über das künftige Kreditwachstum liefern kann, geben die Kreuzkorrelationen zwischen den BLS-Indikatoren und dem tatsächlichen Kreditwachstum bei unterschiedlichen Vorlaufzeiten. Im Fall der Unternehmenskredite ist die Kreuzkorrelation zwischen Kreditrichtlinien und jährlichem Kreditwachstum bei einem Vorlauf von fünf bis sechs Quartalen am höchsten (siehe Abbildung B, Grafik a). Mit anderen Worten: Tendenziell führt eine Verschärfung der Kreditrichtlinien rund fünf bis sechs Quartale später zu einem schwächeren Kreditwachstum. Bei der Kreditnachfrage ist eine höhere maximale Korrelation zu beobachten, und zwar bei einem kürzeren Vorlauf von rund drei Quartalen. Der größere Vorlauf bei den Kreditrichtlinien hängt damit zusammen, dass Banken ihre Kreditrichtlinien bereits vor Aufnahme von Kreditverhandlungen festlegen. Der Finanzierungsbedarf der Unternehmen, der sich in der Kreditnachfrage manifestiert, schlägt sich hingegen zügiger in der tatsächlichen Entwicklung des Kreditwachstums nieder.

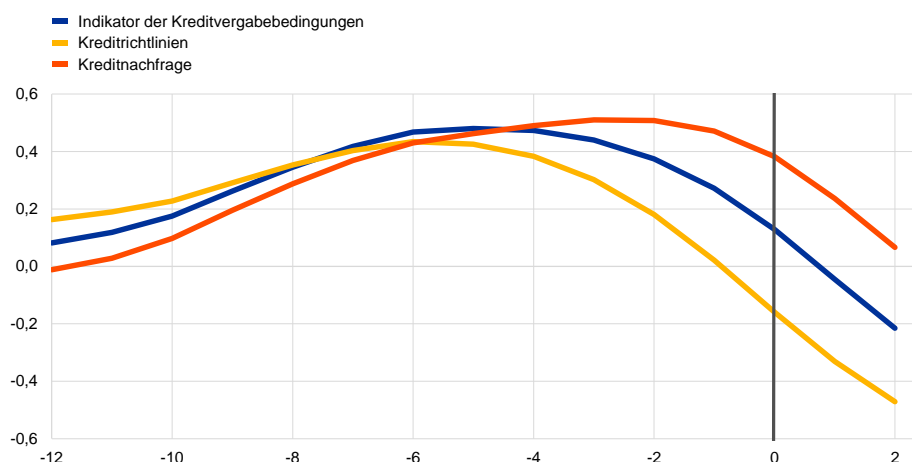
⁴ Siehe beispielsweise C. Altavilla, M. Boucinha, S. Holton und S. Ongena, Credit Supply and Demand in Unconventional Times, *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 53, Nr. 8, 2021, sowie D. C. Andreeva und M. García-Posada, The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition, *Journal of Banking and Finance*, Bd. 122, 2021.

Abbildung B

Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte im Euroraum – Kreuzkorrelationen zwischen tatsächlichem Wachstum und BLS-Indikatoren

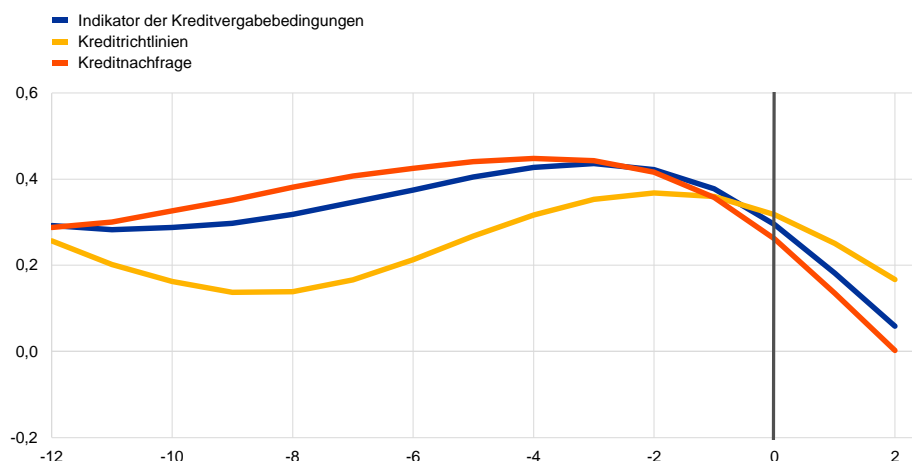
a) Unternehmenskredite

(y-Achse: Korrelationskoeffizient; x-Achse: Verzögerung zwischen BLS-Indikatoren und tatsächlichem Kreditwachstum in Quartalen)



b) Wohnungsbaukredite an private Haushalte

(y-Achse: Korrelationskoeffizient; x-Achse: Verzögerung zwischen BLS-Indikatoren und tatsächlichem Kreditwachstum in Quartalen)



Quelle: EZB (BLS-Umfrage und MFI-Bilanzstatistik).

Anmerkung: Gezeigt wird jeweils für Unternehmenskredite (Grafik a) und Wohnungsbaukredite an private Haushalte (Grafik b) die Korrelation zwischen den aggregierten BLS-Indikatoren, die auf der rund 150 Banken umfassenden Stichprobe der BSL-Umfrage basieren, und dem jährlichen Nettokreditwachstum. Die BLS-Indikatoren weisen gegenüber dem Kreditwachstum entweder einen Vorlauf (negativer Wert auf der y-Achse) oder einen Nachlauf (positiver Wert) auf. „Indikator der Kreditvergabebedingungen“ steht für die Differenz zwischen dem Nettoanteil der Banken, die einen Anstieg der Kreditnachfrage melden, und dem Nettoanteil der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien angeben. Die Kreditrichtlinien sind invertiert, d. h., der Nettoanteil ist definiert als der Anteil der Banken, die von einer Lockerung berichten, abzüglich des Anteils der Banken, die eine Straffung melden. Die Jahreswachstumsrate der Kredite wird berechnet als Quotient aus der Nettokreditvergabe der letzten zwölf Monate und dem Kreditbestand vor zwölf Monaten. Bei den BLS-Indikatoren handelt es sich um gleitende Vierquartalsdurchschnitte. Die Unternehmenskredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt.

Neben diesen einfachen Korrelationen kann der Informationsgehalt der BLS-Indikatoren für die zukünftige Kreditentwicklung auch danach beurteilt werden, welchen Beitrag sie zur Vorhersage des tatsächlichen Kreditwachstums leisten. So liefert ein Modell mit BLS-Indikatoren präzisere

Prognosen des Unternehmenskreditwachstums im Euroraum als ein autoregressives Modell, bei dem das Kreditwachstum durch dessen eigene Verzögerung prognostiziert wird (siehe Abbildung C, Grafik a). Die Berücksichtigung der Kreditrichtlinien bzw. der Kreditnachfrage führt jeweils für sich allein genommen

schon zu genaueren Prognosen des Kreditwachstums. Werden beide Faktoren in einem Indikator für die Kreditvergabebedingungen zusammengefasst, lässt sich die Prognosegüte im Zeitverlauf noch weiter erhöhen, d. h., der Prognosefehler wird im Durchschnitt immer geringer. Es gibt Belege dafür, dass der Bank Lending Survey auch auf Ebene einzelner Euro-Länder einen ähnlichen Informationsgehalt bezüglich des künftigen Kreditwachstums aufweist.⁵

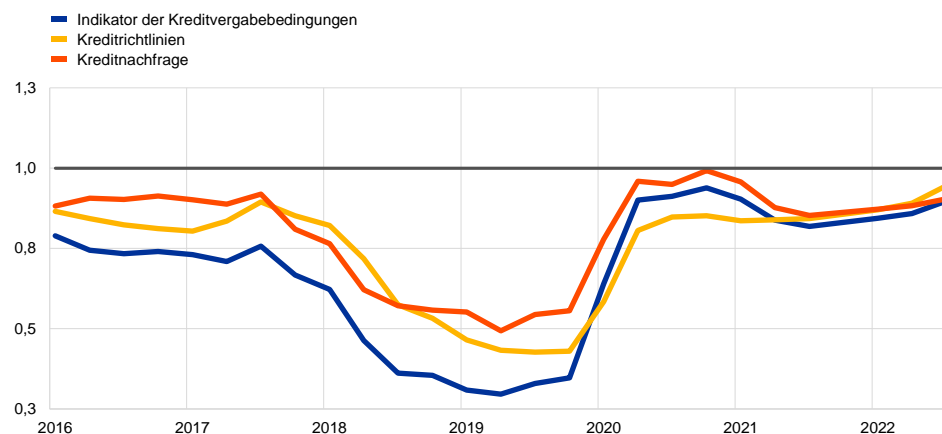
⁵ Siehe Deutsche Bundesbank, [Negativzinsphase und Pandemie im Spiegel des Bank Lending Survey](#), Monatsbericht, September 2022, und G. Leveuge, On the coherence and the predictive content of the French Bank Lending Survey's indicators, Working Paper Series der Banque de France, Nr. 567, August 2015.

Abbildung C

Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum – BLS-Daten als Vorlaufindikatoren für das künftige Wachstum

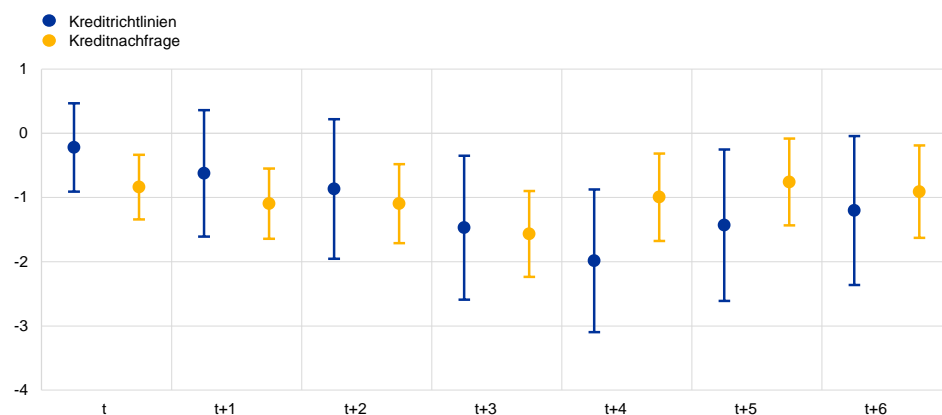
a) Prognosegüte der BLS-Indikatoren für das aggregierte Kreditwachstum

(Verhältnis zwischen der Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (RMSE) einer Out-of-sample-Prognose des Kreditwachstums auf Basis eines Modells mit und eines Modells ohne BLS-Indikatoren)



b) Wirkung von Änderungen der Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage auf das Kreditwachstum auf Einzelbankebene

(Wirkung auf das jährliche Kreditwachstum in Prozentpunkten)



Quelle: EZB (Grafik a: BLS-Umfrage und MFI-Bilanzstatistik; Grafik b: Einzelangaben aus der BLS-Umfrage und der MFI-Bilanzstatistik) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Prognosegüte der BLS-Indikatoren in Bezug auf das jährliche Kreditwachstum für einen Zeithorizont von zwei Quartalen. Ein Wert unter 1 bedeutet, dass sich die Prognosegenauigkeit eines rein autoregressiven Modells durch Erweiterung um die Daten der BLS-Umfrage erhöhen lässt. Das jährliche Kreditwachstum ist definiert als Quotient aus der Nettokreditvergabe der letzten zwölf Monate und dem Kreditbestand vor zwölf Monaten, jeweils bereinigt um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling. Die Modelle werden über einen rollierenden Zeithorizont von zehn Jahren geschätzt. Die Wurzeln der mittleren quadratischen Fehler (RMSEs) werden über einen rollierenden Zeithorizont von vier Jahren berechnet. Grafik b zeigt die Wirkung der BLS-Indikatoren für die Periode t auf das jährliche Kreditwachstum in den Perioden t+1. Betrachtet werden die Effekte im Vergleich zu Banken, die von gelockerten oder unveränderten Kreditrichtlinien bzw. von einer steigenden oder unveränderten Kreditnachfrage berichten. Die Koeffizienten ergeben sich aus einer Regressionsgleichung mit dem jährlichen Wachstum der Nettokreditvergabe an Unternehmen als abhängige Variable. Unabhängige Variablen sind die jeweiligen verzögerten Werte der Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage, drei Verzögerungen der abhängigen Variable sowie bank- und länderspezifische zeitfixe Effekte. Die Stichprobe umfasst 149 Banken und deckt den Zeitraum vom dritten Quartal 2009 bis zum zweiten Quartal 2022 ab.

Die in der BLS-Umfrage enthaltenen Informationen zum künftigen Kreditwachstum liegen nicht nur auf aggregierter Ebene, sondern auch auf Einzelbankebene vor. Die Schätzungen auf Bankebene zeigen, dass Institute, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien melden, drei bis sechs Quartale nach der Meldung tatsächlich ein deutlich niedrigeres Wachstum ihrer Kreditvergabe an Unternehmen verbuchen als Banken, die von gelockerten oder unveränderten Kreditrichtlinien berichten (siehe Abbildung C, Grafik b). Gleichzeitig ist bei Banken,

die in der BLS-Umfrage eine Verringerung der Kreditnachfrage angeben, das tatsächliche Wachstum der Unternehmenskredite im Quartal der Meldung und in den darauffolgenden Quartalen niedriger als bei Instituten, die von einer unveränderten oder höheren Kreditnachfrage berichten.⁶ Der geringere Vorlauf zwischen Kreditnachfrage und tatsächlichem Kreditwachstum, der sich in den Kreuzkorrelationen der aggregierten Datenreihen zeigt, lässt sich demnach ebenso auf Einzelbankebene feststellen.

Auch zum künftigen Wachstum der Wohnungsbaukredite an private Haushalte liefern die BLS-Indikatoren wertvolle Informationen, wengleich hier der Vorlauf kürzer und die Korrelation etwas schwächer ist als bei den Unternehmenskrediten.

Insbesondere ist an der Kreuzkorrelation zwischen den Kreditrichtlinien und dem Wachstum der Wohnungsbaukredite abzulesen, dass der BLS-Indikator dem tatsächlichen Wachstum der Wohnungsbaukredite nur maximal zwei Quartale vorausläuft (siehe Abbildung B, Grafik b). Die Kreuzkorrelation zwischen der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und dem Wachstum der Wohnungsbaukredite ist hingegen in der Regel höher als die Kreuzkorrelation zwischen Kreditrichtlinien und Wachstum. Sie erreicht ihren Höchststand zu einem früheren Zeitpunkt, und der Vorlauf liegt hier bei drei bis vier Quartalen. Darüber hinaus weisen die BLS-Indikatoren einen insgesamt schwächeren Gleichlauf mit dem Nettowachstum der Wohnungsbaukredite auf als mit dem Nettowachstum der Unternehmenskredite. Allerdings wurde das Nettowachstum der Wohnungsbaukredite dadurch gedämpft, dass rund zehn Jahre nach dem Boom an den Wohnimmobilienmärkten, der sich im Vorfeld der globalen Finanzkrise beobachten ließ, umfangreiche Tilgungszahlungen zu leisten waren. Dies dürfte auch den Unterschied zu den Unternehmenskrediten erklären.⁷ So ergibt sich sowohl für die Kreditrichtlinien als auch für die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten eine höhere Korrelation (mit einem maximalen Korrelationswert von jeweils rund 0,6 bei einem Vorlauf von vier Quartalen), wenn nur die Wohnungsbaukredite im Neugeschäft berücksichtigt werden. Dies steht auch im Einklang damit, dass sich die Banken bei ihren Angaben im Rahmen der BLS-Umfrage auf das Bruttokreditvolumen beziehen sollen.

Die Informationen der BLS-Umfrage erhöhen auch die Güte von Prognosen zum Wachstum der Wohnungsbaukredite.

Anders als bei den Unternehmenskrediten lassen sich die Prognosen zum Wohnungsbaukreditwachstum eher durch Berücksichtigung der Kreditnachfrage als durch Berücksichtigung der Kreditrichtlinien verbessern (siehe Abbildung D, Grafik a). Dies hängt mit der bereits erwähnten Tatsache zusammen, dass im Fall der Wohnungsbaukredite die Kreuzkorrelation des Nettokreditwachstums mit den Kreditrichtlinien geringer ist als mit der Kreditnachfrage. Die Kreditnachfrage ist auch

⁶ Somit tragen die Angaben der Banken zu den Richtlinien für Unternehmenskredite und zur Nachfrage nach solchen Krediten nicht nur dazu bei, die Prognosen für das aggregierte Kreditwachstum zu verbessern, sondern sie enthalten auch wertvolle Informationen über Veränderungen des Kreditvolumens einzelner Banken. Diese Feststellung gilt auch noch nach Berücksichtigung vergangener Ereignisse, bankspezifischer Faktoren und gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen auf nationaler Ebene, die sich auf die für die Tätigkeit der Banken relevanten Kreditmärkte auswirken können.

⁷ Siehe hierzu EZB, [Entwicklung der Vergabe von Hypothekendarlehen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 5/2018, August 2018.

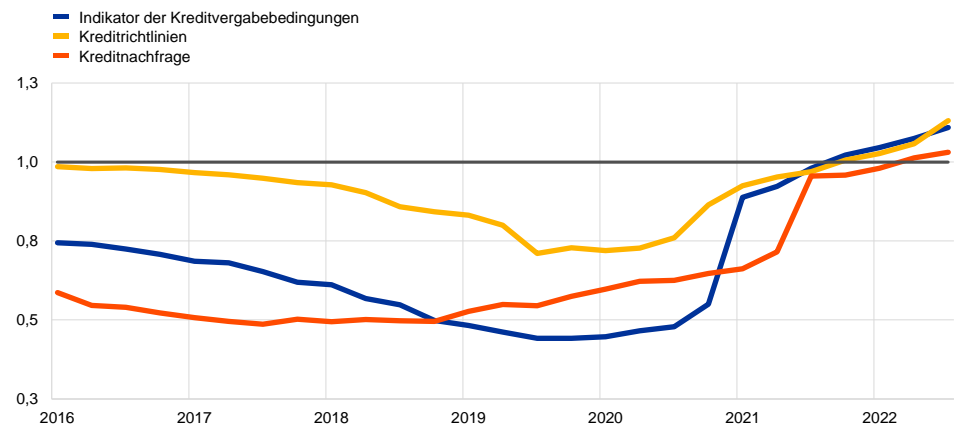
hilfreich bei der Vorhersage des künftigen Wachstums der Wohnungsbaukredite auf Einzelbankebene. Banken, die eine Verringerung der Kreditnachfrage melden, verzeichnen in den Folgequartalen ein niedrigeres Kreditwachstum als Banken, die von einer unveränderten oder erhöhten Nachfrage berichten (siehe Abbildung D, Grafik b). Die Kreditrichtlinien sind hingegen weniger relevant für die Prognose des Wachstums der Wohnungsbaukredite. Dies gilt sowohl auf aggregierter als auch auf Einzelbankebene.

Abbildung D

Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Euroraum – BLS-Daten als Vorlaufindikatoren für das künftige Wachstum

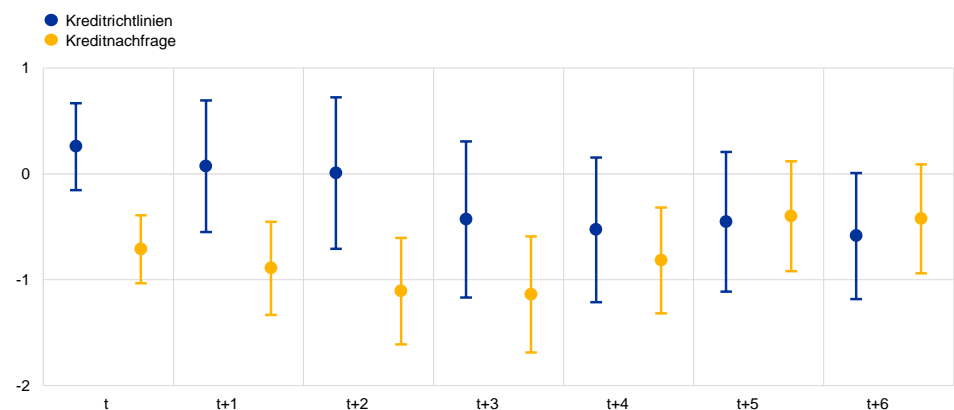
a) Prognosegüte der BLS-Indikatoren für das aggregierte Kreditwachstum

(Verhältnis zwischen der Wurzel des mittleren quadratischen Fehlers (RMSE) einer Out-of-sample-Prognose des Kreditwachstums auf Basis eines Modells mit und eines Modells ohne BLS-Indikatoren)



b) Wirkung von Änderungen der Kreditstandards und Kreditnachfrage auf das Kreditwachstum auf Einzelbankebene

(Wirkung auf das jährliche Kreditwachstum in Prozentpunkten)



Quellen: EZB (Grafik a: BLS-Umfrage und MFI-Bilanzstatistik; Grafik b: Einzelangaben aus der BLS-Umfrage und der MFI-Bilanzstatistik) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Prognosegüte der BLS-Indikatoren in Bezug auf das jährliche Kreditwachstum für den Zeithorizont mit der niedrigsten durchschnittlichen RMSE (Kreditrichtlinien: zwei Quartale; Kreditnachfrage: fünf Quartale; Kreditvergabebedingungen: drei Quartale). Ein Wert unter 1 bedeutet, dass sich die Prognosegenauigkeit eines rein autoregressiven Modells durch Erweiterung um die Daten der BLS-Umfrage erhöhen lässt. Das jährliche Kreditwachstum ist definiert als Quotient aus der Nettokreditvergabe der letzten zwölf Monate und dem Kreditbestand vor zwölf Monaten. Die Modelle werden über einen rollierenden Zeithorizont von zehn Jahren geschätzt. Die RMSEs werden über einen rollierenden Zeithorizont von vier Jahren berechnet. Grafik b zeigt die Wirkung der BLS-Indikatoren für die Periode t auf das jährliche Kreditwachstum in den Perioden t+i. Betrachtet werden die Effekte im Vergleich zu Banken, die von gelockerten oder unveränderten Kreditrichtlinien bzw. einer steigenden oder unveränderten Kreditnachfrage berichten. Die Koeffizienten ergeben sich aus einer Regressionsgleichung mit dem jährlichen Wachstum der Nettovergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte als abhängige Variable. Unabhängige Variablen sind die jeweiligen verzögerten Werte der Kreditrichtlinien und der Kreditnachfrage, drei Verzögerungen der abhängigen Variable sowie bank- und länderspezifische zeitfixe Effekte. Die Stichprobe umfasst 140 Banken und deckt den Zeitraum vom dritten Quartal 2009 bis zum zweiten Quartal 2022 ab.

Vor dem Hintergrund dieser Ergebnisse deuten die Informationen aus der BLS-Umfrage derzeit darauf hin, dass sich das Wachstum der Unternehmenskredite und der privaten Wohnungsbaukredite im Euroraum in den kommenden Quartalen verlangsamen wird. In den ersten drei

Quartalen 2022 meldeten die Banken per saldo eine Verschärfung ihrer Richtlinien für Unternehmenskredite.⁸ Diese fiel insbesondere im zweiten und dritten Quartal stärker aus als während der Corona-Pandemie, jedoch nicht so stark wie zu Zeiten der Weltfinanz- und der Staatsschuldenkrise.⁹ Während der Pandemie war die Verschärfung der Kreditrichtlinien durch Interventionen des öffentlichen Sektors in Form von Kreditgarantien und anderen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen sowie durch Maßnahmen der Geldpolitik und der Bankenaufsicht begrenzt worden. Die strengere Ausgestaltung der Kreditrichtlinien im Jahr 2022 ist vor allem auf die höhere Risikowahrnehmung und geringere Risikotoleranz der Banken zurückzuführen, denen die allgemeinen Konjunkturaussichten und die Kreditwürdigkeit ihrer Kunden Sorge bereiten. Auch die Refinanzierungskosten und die Bilanzsituation der Banken wirkten sich verschärfend auf die Richtlinien für Unternehmenskredite und private Wohnungsbaukredite im Euroraum aus. Dieser Effekt verstärkte sich in den ersten drei Quartalen 2022 vor dem Hintergrund der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung. Hierin zeigt sich, dass die BLS-Umfrage von Nutzen ist, um die Wirkung des Kreditkanals bei der Übertragung der Geldpolitik auf Unternehmen und private Haushalte im Euroraum zu beurteilen. Die Banken meldeten auch, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen in den ersten drei Quartalen 2022 per saldo weiter zunahm. Ausschlaggebend hierfür war der Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel und Lagerhaltung. In der BLS-Umfrage vom Oktober 2022 gaben die Banken mehrheitlich an, dass sie für das vierte Quartal 2022 nochmals mit einer starken Verschärfung der Kreditrichtlinien, aber auch mit einer rückläufigen Kreditnachfrage der Unternehmen rechnen. Insgesamt lassen diese Ergebnisse ein niedrigeres Wachstum der Unternehmenskredite im Jahr 2023 vermuten.¹⁰ Für das dritte Quartal 2022 wurde per saldo eine deutliche Verringerung der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten gemeldet, während im zweiten Quartal 2022 ein lediglich moderater Rückgang verzeichnet wurde. In Verbindung mit der starken Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite im zweiten und dritten Quartal 2022 deutet dies darauf hin, dass sich das tatsächliche Wachstum der Wohnungsbaukredite in den kommenden Quartalen signifikant verlangsamen wird. In der Tat gibt es in dessen Verlaufsmuster bereits erste Anzeichen für einen Wendepunkt.

⁸ Die aus der BLS-Umfrage abgeleiteten Erwartungen der Banken stehen im Einklang mit den jüngsten Antworten aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE). Die Teilnehmer der SAFE-Erhebung meldeten für den Zeitraum von April bis September 2022 eine Ausweitung ihrer Finanzierungslücken und rechnen für den Zeitraum von Oktober 2022 bis März 2023 mit einer geringeren Verfügbarkeit von Bankkrediten. Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁹ Siehe die BLS-Umfragen zu diesen Quartalen auf der [Website der EZB](#).

¹⁰ Die BLS-Indikatoren liefern zwar Informationen zum tatsächlichen Wachstum der Unternehmenskredite und der privaten Wohnungsbaukredite, jedoch ist zu beachten, dass es sich hierbei um unbedingte Prognosen handelt, die ausschließlich auf der BLS-Umfrage basieren. Spätere Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds und der wirtschaftlichen Aussichten können sich also auf die prognostizierten Entwicklungen auswirken.

Übersichten über die Haushaltsplanung 2023 – Bedeutung für die finanzpolitische Ausrichtung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

Johannes Simeon Bischl, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier und Steffen Osterloh

Am 22. November 2022 veröffentlichte die Europäische Kommission ihre Stellungnahme zu den Übersichten der Euro-Länder über ihre

Haushaltsplanung 2023.¹ Da die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) auch 2023 aktiv bleibt,² konzentrierte sich die Kommission wie bereits in den beiden Vorjahren darauf, ob die Haushaltsübersichten den finanzpolitischen Empfehlungen entsprechen. Diese wurden am 12. Juli 2022 vom Rat der EU angenommen und stellten mehr auf die Qualität der öffentlichen Finanzen als auf quantitative Ergebnisse ab. Zugleich legte der Rat den Euro-Staaten nahe, 2023 eine landesspezifisch differenzierte Finanzpolitik zu verfolgen. Ländern mit einem hohen öffentlichen Schuldenstand empfahl er eine umsichtige Haushaltspolitik. Konkret bedeutet dies, dass der Anstieg der aus nationalen Mitteln finanzierten laufenden Primärausgaben nach Bereinigung um einnahmenseitige diskretionäre Maßnahmen geringer sein muss als das mittelfristige Wachstum des Produktionspotenzials. Länder mit einem niedrigen oder mittelhohen Schuldenstand sollen hingegen sicherstellen, dass das Wachstum der einzelstaatlich finanzierten laufenden Ausgaben mit einem insgesamt neutralen fiskalischen Kurs im Einklang steht. Beiden Gruppen von Ländern wurde nahegelegt, in ihren Ausgabenplänen der fortgesetzten zeitlich befristeten und zielgerichteten Unterstützung von privaten Haushalten und Unternehmen durch energiebezogene Ausgleichsmaßnahmen und von Kriegsflüchtlingen aus der Ukraine Rechnung zu tragen. Des Weiteren wurde den Euro-Staaten dazu geraten, ihre öffentlichen Investitionen in den ökologischen und digitalen Wandel sowie in die Energiesicherheit zu erhöhen.³

Bei ihrer Beurteilung, ob die Übersichten über die Haushaltsplanung 2023 den Ratsempfehlungen entsprechen, legte die Kommission primär einen Indikator

-
- ¹ Siehe Europäische Kommission, [Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und die Europäische Zentralbank zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2023: Gesamtbewertung](#), 22. November 2022; Europäische Kommission, [Empfehlung für eine Empfehlung des Rates zur Wirtschaftspolitik des Euro-Währungsgebiets](#), 22. November 2022. Die damaligen Regierungen Italiens und Lettlands legten ihren Haushaltsübersichten das Szenario einer unveränderten Haushaltspolitik zugrunde. Daher beurteilte die Kommission sie seinerzeit nicht im Rahmen ihres Herbstpakets. Die Kommissionsstellungnahme zu der von Italien am 21. November 2022 eingereichten Aktualisierung wurde am 14. Dezember 2022 veröffentlicht.
- ² Die Klausel wurde 2011 im Zuge des „Sechserpakets“ zur Reform des SWP eingeführt. Sie kann aktiviert werden, wenn ein außergewöhnliches Ereignis eintritt, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht und erhebliche Auswirkungen auf die Lage der öffentlichen Finanzen hat, oder wenn es im gesamten Euroraum oder Unionsgebiet zu einem schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung kommt. Wurde die Klausel aktiviert, können die Länder in ihrer Haushaltskonsolidierung, die gemäß der präventiven und korrektiven Komponente des SWP erforderlich ist, vorübergehend nachlassen. Dies gilt unter der Bedingung, dass die mittelfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht gefährdet wird.
- ³ Zusätzlich zu den Ratsempfehlungen gab die Euro-Gruppe am 11. Juli 2022 eine [Erklärung über die Ausrichtung der Finanzpolitik 2023](#) (Englisch) ab, der zufolge eine Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch die Finanzpolitik 2023 im Euroraum nicht geboten sei. Als Grund wurde das wirtschaftliche Umfeld und hier vor allem die Inflationsentwicklung genannt.

zur Anpassung der Ausgabenregel des SWP zugrunde.⁴ Dieser Indikator wurde vor dem Hintergrund der Coronakrise entwickelt. Zum einen berücksichtigt er die Staatsausgaben, die durch EU-Transfers im Zusammenhang mit der Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF) oder andere EU-Mittel finanziert wurden. Von diesen Finanzierungsquellen geht ein fiskalpolitischer Impuls für die Wirtschaft aus. Da sie aber gleichermaßen als Staatseinnahmen und -ausgaben verbucht werden, schlagen sie sich nicht in den staatlichen Finanzierungssalden der Euro-Länder nieder. Zum anderen werden temporäre Notmaßnahmen, die als Reaktion auf die Covid-19-Pandemie ergriffen wurden, aus dem Indikator herausgerechnet. Das dem Indikator zugrunde liegende Ausgabenaggregat enthält sowohl die Maßnahmen zur Abmilderung der Energiekrise als auch national finanzierte öffentliche Investitionen. Anhand der Entwicklung dieser Ausgabenpositionen nahm die Kommission ihre Gegenüberstellung der Haushaltsübersichten und der Ratsempfehlungen vor.

Von einigen Ausnahmen abgesehen entsprechen die Haushaltsübersichten der Euro-Länder für 2023 laut Kommission weitgehend den finanzpolitischen Ratsempfehlungen. Zu Belgien als einem der Staaten mit hohem öffentlichem Schuldenstand befand die Kommission, dass die Haushaltsübersicht nur teilweise der Empfehlung folgt, denn die einzelstaatlich finanzierten laufenden Ausgaben übersteigen das Wachstum des Produktionspotenzials. Bei Portugal kam die Kommission zu einem insgesamt positiven Urteil. Gleichwohl erkannte sie Risiken in Bezug auf eine nur teilweise Befolgung der Empfehlungen. Diese würden sich manifestieren, wenn die energiebezogenen Ausgleichsmaßnahmen nicht wie geplant zurückgenommen werden.⁵ In der Gruppe der Länder mit einem niedrigen bis mittelhohen Schuldenstand wurde Deutschland, Estland, Litauen, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich, Slowenien und der Slowakei bescheinigt, dass die Haushaltsübersichten teilweise den Ratsempfehlungen entsprechen. Dieses Urteil beruht darauf, dass die national finanzierten laufenden Nettoausgaben expansiv und nicht etwa neutral auf die Gesamtausrichtung der jeweiligen Staatsfinanzen im Jahr 2023 wirken dürften.⁶ Alle Euro-Länder planen, die öffentlichen Investitionen in den ökologischen und digitalen Wandel und in die Energiesicherheit auch durch RRF-Transfers und andere EU-Mittel zu finanzieren. Dies hatte der Rat empfohlen.

In ihrer Beurteilung betonte die Kommission, dass die öffentlichen Investitionen im Euroraum seit 2018 gestiegen sind und sich dieser Anstieg

⁴ Die Kommission berechnet diesen Indikator zur Abbildung der finanzpolitischen Ausrichtung, indem sie das jährliche Wachstum der Nettoausgaben dem zehnjährigen Potenzialwachstum und der jährlichen Änderungsrate des BIP-Deflators gegenüberstellt. Gemäß den Ratsempfehlungen zu den Stabilitätsprogrammen 2021 wurde das Aggregat der Nettoausgaben dergestalt angepasst, dass die aus RRF-Transfers und anderen EU-Mitteln finanzierten Ausgaben einbezogen und die temporären Notmaßnahmen im Zusammenhang mit der Coronakrise herausgerechnet werden. Neben dem Beitrag der EU-finanzierten Ausgaben berücksichtigt die Kommission bei ihrer Beurteilung des Fiskalkurses auch den Einfluss bestimmter national finanzierter Ausgaben, d. h. die Aggregate der a) Investitionen, b) anderen Kapitalausgaben und c) laufenden Primärausgaben (ohne diskretionäre einnahmenseitige Maßnahmen). Das ESZB hingegen misst den fiskalischen Kurs üblicherweise anhand des konjunkturbereinigten Primärsaldos (siehe Abschnitt 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht).

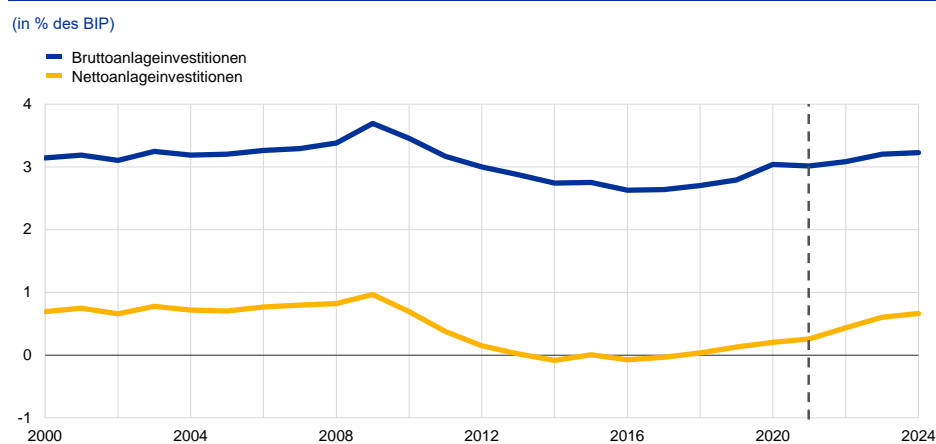
⁵ Vor dem Hintergrund der Gesamtkommissionsbewertung von Portugals Haushaltsübersicht betonte die Euro-Gruppe in ihrer [Erklärung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2023](#) vom 5. Dezember 2022 (Englisch) die Fortschritte, die das Land bei der Senkung seines Haushaltsdefizits und öffentlichen Schuldenstands gemacht habe.

⁶ Zu den Niederlanden befand die Kommission, dass der Beitrag der national finanzierten laufenden Primärausgaben zum fiskalischen Kurs weitgehend neutral, die Gesamtausrichtung der Finanzpolitik hingegen expansiv ist.

auch von 2020 bis 2022 – trotz der Schocks aufgrund der Pandemie und des von Russland geführten Kriegs in der Ukraine – fortgesetzt hat. Gemessen am BIP fallen die öffentlichen Investitionen zwar moderat aus, sie zeigen jedoch seit der Pandemie ein deutlich anderes Entwicklungsmuster als in der Zeit nach der Weltfinanzkrise. Damals sanken die Bruttoinvestitionen des Staates um mehr als einen Prozentpunkt des BIP, und die Nettoinvestitionen, in denen die Abschreibung des Kapitalstocks berücksichtigt ist, waren von 2014 bis 2017 negativ (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Öffentliche Investitionen im Euroraum im Zeitraum 2000-2024



Quelle: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank).

Anmerkung: Die Angaben für den Zeitraum 2022-2024 wurden der Herbstprognose 2022 der Europäischen Kommission entnommen. Die gestrichelte vertikale Linie kennzeichnet den Beginn des Prognosehorizonts.

Die Kommission hält es für möglich, dass die Finanzpolitik vor dem Hintergrund einer noch immer erhöhten Inflation in diesem Jahr einen expansiven Kurs einschlägt. Der zur Messung der fiskalischen Expansion verwendete (und oben beschriebene) Anpassungsindikator dürfte im Jahr 2022 bei rund 2,2 % des BIP gelegen haben und für 2023 eine insgesamt neutrale fiskalische Ausrichtung anzeigen.⁷ Dies geht aus der Herbstprognose 2022 der Kommission hervor, die auch die Übersichten über die Haushaltsplanung für das Jahr 2023 enthält. Gemäß den Kommissionsprojektionen werden die Maßnahmen, mit denen die Auswirkungen der hohen Energiepreise auf die privaten Haushalte und Unternehmen im Euroraum abgefedert werden sollen, im Jahr 2023 einen Nettohaushaltseffekt von 0,9 % des BIP haben, verglichen mit 1,3 % des BIP im Jahr 2022. Die Kommission schätzt ferner, dass sich im Falle einer Verlängerung bestehender Maßnahmen im Jahr 2023 eine zusätzliche Haushaltsbelastung von 1 % des BIP ergeben könnte, womit sich die Kosten der Maßnahmen auf knapp 2 % des BIP belaufen. Der finanzpolitische Kurs wäre dann expansiver.

Die Fachleute des Eurosystems gehen in ihren aktuellen Projektionen von deutlich umfangreicheren Unterstützungsmaßnahmen im Zusammenhang mit den Energiepreisen aus als die Kommission in ihrem Basisszenario. Dies

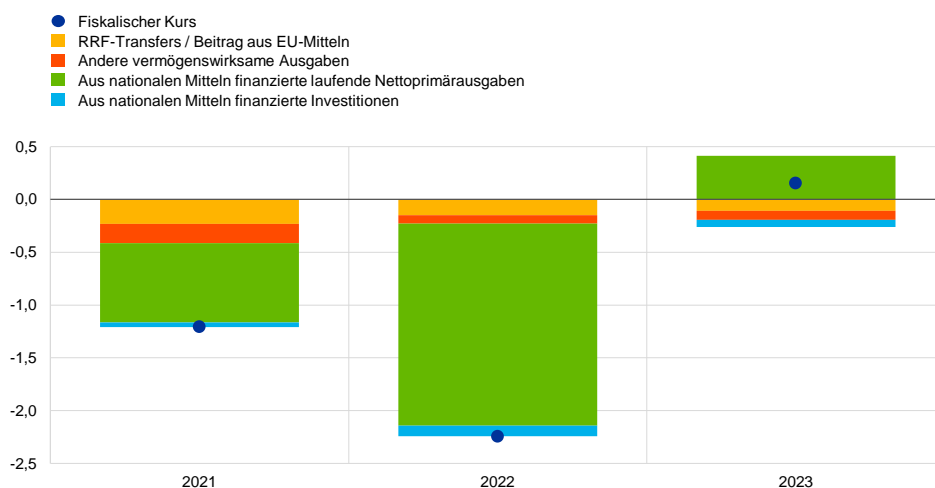
⁷ Siehe Europäische Kommission, [Mitteilung an das Europäische Parlament, den Rat und die Europäische Zentralbank zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2023: Gesamtbewertung](#), 22. November 2022.

deutet auf einen expansiven fiskalischen Kurs im Jahr 2023 hin. Im makroökonomischen Ausblick, der in den gesamtwirtschaftlichen Eurosystem-Projektionen vom Dezember 2022 enthalten ist, werden diese Unterstützungsmaßnahmen euroraumweit auf rund 2 % des BIP geschätzt.⁸ Diese Projektionsschätzung ist deutlich höher als der von der Kommission in der Herbstprognose 2022 ermittelte Wert. Erklären lässt sich dies unter anderem durch den späteren Stichtag der Eurosystem-Projektionen: Dieser führte dazu, dass mehr Stützungsmaßnahmen hinreichend detailliert ausformuliert waren, um in den Fiskalannahmen der Projektionen berücksichtigt werden zu können.⁹

Abbildung B

Kommissionsbeurteilung zur Ausrichtung der Finanzpolitik im Zeitraum 2021-2023

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission (AMECO-Datenbank).

Anmerkung: Für die Beurteilung des fiskalischen Kurses im Euroraum verwendete die Kommission den bereits erläuterten Indikator zur Anpassung der Ausgabenregel. Ein negativer (positiver) Indikatorwert zeigt einen expansiven (restriktiven) Fiskalkurs an.

Um den Inflationsdruck nicht zu erhöhen, müssen die Fiskalmaßnahmen die „drei Z“ erfüllen, also zielgerichtet, auf ihren Zweck zugeschnitten und zeitlich befristet sein. Zugleich müssen sie die Tragfähigkeit der Verschuldung gewährleisten und die wachstumsfreundliche Ausgestaltung der öffentlichen Finanzen unterstützen. Aus geldpolitischer Sicht sind die Maßnahmen zur Abfederung der hohen Energiepreise so nachzujustieren, dass sie a) zielgenau auf die finanziell Schwächsten ausgerichtet sind, damit der fiskalische Impuls begrenzt wird und dort wirkt, wo der Bedarf am dringendsten ist, b) so auf ihren Zweck zugeschnitten sind, dass den Anreizen zur Senkung des Energieverbrauchs nicht entgegengewirkt wird, und c) zeitlich befristet sind, damit der fiskalische Impuls nicht

⁸ Siehe Abschnitt 2 „Haushaltsaussichten“ in: EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2022.

⁹ Für die Berechnung der Projektionen zu den fiskalischen Kennzahlen ist die Working Group on Public Finance des Eurosystems zuständig. Die Fiskalprojektionen sind vollständig mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen abgestimmt und berücksichtigen die jeweils aktuellen Informationen (z. B. die jüngsten Datenveröffentlichungen, Haushaltsgesetze, Nachtragshaushalte sowie Stabilitäts- und Konvergenzprogramme). Es werden nur solche Maßnahmen in die Projektionen mit einbezogen, die von den nationalen Parlamenten gebilligt oder bereits hinreichend detailliert ausformuliert wurden und mit hoher Wahrscheinlichkeit im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses verabschiedet werden. Siehe auch EZB, [A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#), Juli 2016.

länger als unbedingt erforderlich besteht. Angesichts der für 2024 erwarteten Deaktivierung der allgemeinen Ausweichklausel des SWP ist eine zeitnahe Einigung über die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU von zentraler Bedeutung, da dieser die künftige Ausrichtung der Finanzpolitik mitbestimmen wird.¹⁰ Im Allgemeinen sollte ein erforderlicher Abbau der öffentlichen Verschuldung schrittweise erfolgen, realistisch geplant werden und tragfähig sein. Er sollte zudem von einer qualitativen Verbesserung der Staatshaushalte und von nachhaltigen öffentlichen Investitionen begleitet werden, um das Potenzialwachstum sowie den ökologischen und digitalen Wandel zu fördern.

¹⁰ Siehe Europäische Kommission, [Mitteilung über Leitlinien für eine Reform des EU-Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung](#), 9. November 2022.

Aufsätze

1 Das Pandemie-Notfallankaufprogramm: ein erstes Fazit

Benjamin Böninghausen, León Fernández Brennan, Laura McCabe und Julian Schumacher

1 Einleitung

Die EZB führte im März 2020 als Reaktion auf den außergewöhnlichen wirtschaftlichen und finanziellen Schock, den die Corona-Pandemie (Covid-19) ausgelöst hatte, das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) ein.¹ Die Pandemie, die Anfang 2020 mit voller Wucht ausbrach, stellte einen in der jüngsten Geschichte beispiellosen kollektiven Gesundheitsnotstand dar und brachte weltweit unfassbares menschliches Leid mit sich. Zudem ging die Pandemie mit einem immensen wirtschaftlichen Schock einher, der zu massiven Störungen von Produktion, Handel, Investitionen, Beschäftigung und Konsum führte. Die wirtschaftlichen Folgen machten eine starke und entschlossene politische Reaktion zur Unterstützung vulnerabler Bevölkerungsgruppen und Unternehmen erforderlich, und die finanz- und geldpolitischen Institutionen weltweit kamen diesem Erfordernis rasch nach. Im vorliegenden Aufsatz wird ein erstes Fazit des von der EZB aufgelegten Pandemie-Notfallankaufprogramms gezogen. Die Ankündigung des PEPP am 18. März 2020 und seine anschließende Umsetzung stellten einen Eckpfeiler der geldpolitischen Reaktion der EZB auf die Coronakrise dar. Im Rahmen des PEPP erwarb die EZB bis März 2022 Wertpapiere des privaten und öffentlichen Sektors im Umfang von netto rund 1,7 Billionen Euro. Seit Ende März 2022 erfolgen Transaktionen im Rahmen des Programms nur noch in Form von Reinvestitionen der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere. Im Dezember 2021 gab der EZB-Rat bekannt, dass er beabsichtige, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere noch mindestens bis Ende 2024 wieder anzulegen.

Mit dem PEPP wurden zwei Ziele verfolgt: Zum einen unterstützte das Programm die Funktionsfähigkeit der Märkte und die geldpolitische Transmission, zum anderen ermöglichte es eine erhebliche Lockerung des geldpolitischen Kurses, um den gravierenden pandemiebedingten Abwärtsrisiken für die Preisstabilität zu begegnen. Die Pandemie und die damit verbundenen weltweiten Eindämmungsmaßnahmen hatten zur Folge, dass die wirtschaftlichen und finanziellen Aussichten massiv nach unten korrigiert wurden und die Unsicherheit erheblich zunahm. Dadurch wurde der mittelfristige

¹ Siehe P. R. Lane, [Geldpolitik in Zeiten der Pandemie: die Rolle des PEPP](#), Rede vor dem Fachbereich Internationale Makroökonomie, Lehrstuhl der Banque de France – Paris School of Economics, 31. März 2022 (und die darin enthaltenen Verweise); P. R. Lane, The monetary policy response in the euro area, in: B. English, K. Forbes und A. Ubide (Hrsg.), [Monetary Policy and Central Banking in the Covid Era](#), CEPR Press, 2021.

Inflationsausblick für das Euro-Währungsgebiet sogar noch trüber als zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Pandemie. Die daraus resultierenden Belastungen für das globale Finanzsystem erhöhten die Gefahr von Notverkäufen und einer sich selbst verstärkenden Illiquidität an den Märkten. In dieser Lage erwies sich das PEPP als wesentliche Ergänzung zu den Wertpapierankäufen, die die EZB bereits im Rahmen ihres Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) durchführte. Ziel dabei war es, die Märkte mit Liquidität zu versorgen und das Risiko einer sich selbst verstärkenden Dynamik einzudämmen. Die Ankündigung des PEPP sorgte dafür, dass die rasche Entkopplung der Staatsanleiherrenditen von den risikofreien Zinssätzen, die während der Marktturbulenzen Anfang 2020 im Euroraum zu beobachten war, erfolgreich unterbrochen wurde. Ersichtlich wird dies am keilförmig zulaufenden Abstand zwischen den Zinssätzen für Overnight Index Swaps (OIS) und den BIP-gewichteten Staatsanleiherrenditen aus dem Eurogebiet (siehe Abbildung 1). Diese Unterbrechung war von entscheidender Bedeutung, denn die Staatsanleiherrenditen werden als Referenzzinssätze für die Finanzierungsbedingungen in der Gesamtwirtschaft des Euroraums und als Grundlage für die Bepreisung von Unternehmens- und Bankanleihen, aber auch von Krediten an Unternehmen und private Haushalte herangezogen. Aus diesem Grund sind sie für die Transmission der Geldpolitik essentiell.² Die Marktstabilisierung nach der Ankündigung des PEPP sorgte dafür, dass die akkommodierende Geldpolitik der EZB erfolgreich auf Unternehmen und private Haushalte übertragen werden konnte. Zusammen mit den umfangreichen finanzpolitischen Maßnahmen auf EU-Ebene trug dies dazu bei, das Durchwirken des Pandemieschocks auf die Inflationsaussichten abzufedern.³ Darüber hinaus war eine weitere geldpolitische Akkommodierung in Form von günstigeren Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Privathaushalte notwendig, um die konjunkturelle Erholung zu fördern und Preisstabilität zu gewährleisten. Nach der Ankündigung des PEPP wurde sein Gesamtumfang zweimal erhöht. Dadurch trug das Programm wesentlich zu einer zusätzlichen Lockerung der Geldpolitik bei, indem das Volumen der am Markt vorhandenen Wertpapiere öffentlicher und privater Emittenten reduziert und so ein weiterer Rückgang der Renditen dieser Papiere erzielt wurde. Insgesamt erfüllte das PEPP bei der Bewältigung des beispiellosen Schocks zwei wichtige und sich gegenseitig verstärkende Funktionen: Zum einen stabilisierte es die Märkte, zum anderen bewirkte es eine Lockerung des geldpolitischen Kurses. Von beiden Aspekten wurde erwartet, dass sie erheblich zur Gewährleistung von Preisstabilität beitragen würden.

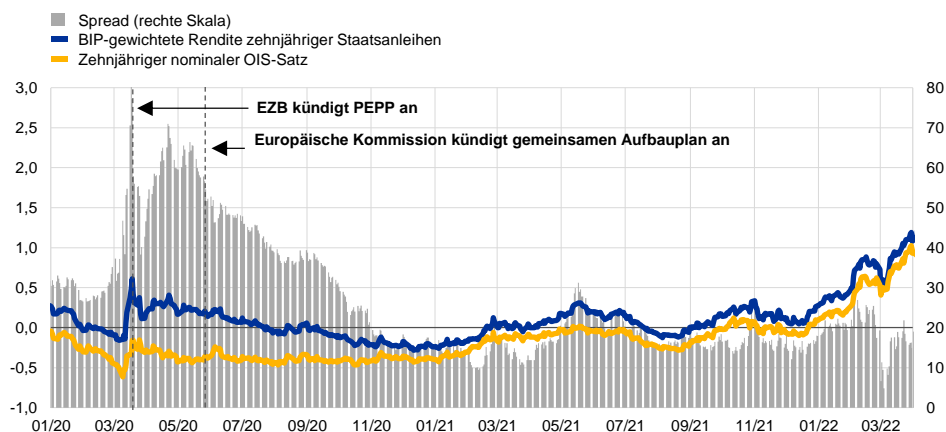
² Siehe beispielsweise P. R. Lane, [The compass of monetary policy: favourable financing conditions](#), Rede vor der portugiesischen Wertpapieraufsichtsbehörde Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 25. Februar 2021.

³ Durch die zustandsabhängige Forward Guidance des EZB-Rats (die es bereits vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie gab) wurde gewährleistet, dass sich die risikofreie Zinsstrukturkurve an den adversen wirtschaftlichen Schock, der von der Pandemie ausging, anpassen konnte. Vor der Ankündigung des PEPP hatte der EZB-Rat bereits ein umfassendes Paket geldpolitischer Maßnahmen als Reaktion auf die Pandemie beschlossen, darunter zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs), die als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt wurden, eine Lockerung der Bedingungen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte (PELTROs) sowie eine temporäre Aufstockung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP), das bereits vor der Pandemie die Annäherung der Inflationsaussichten an das Inflationsziel der EZB unterstützte.

Abbildung 1

BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und zehnjähriger nominaler OIS-Satz im Euroraum: Niveau und Spread

(in % p. a., in Basispunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2022.

Im vorliegenden Aufsatz wird ein erstes Fazit zum PEPP gezogen. Dabei werden die Erfahrungen der EZB und des Eurosystems insgesamt unter besonderer Berücksichtigung der Ziele, Umsetzung und Wirksamkeit des PEPP dargelegt. Aufgrund der außergewöhnlichen, ungewissen und sich rasch verändernden Situation in der Pandemie war es notwendig, das PEPP im Hinblick auf seine Ausgestaltung und Umsetzung mit einem hohen Maß an Flexibilität auszustatten. Beim APP hatte dieser Aspekt weniger im Vordergrund gestanden. Auf die Ausgestaltung und die Umsetzung – insbesondere mit Blick auf die Flexibilität – wird in Abschnitt 3 und 4 näher eingegangen. Im abschließenden Abschnitt 5 wird anhand von empirischen Belegen veranschaulicht, dass das PEPP in der Folge zu einem unverzichtbaren Element der geldpolitischen Reaktion der EZB auf die Pandemie wurde.

2 Geldpolitische Zielsetzung des PEPP

Bei der Konzeption des PEPP standen zwei geldpolitische Ziele im Vordergrund: Zum einen sollte durch eine Stabilisierung der Finanzmärkte das reibungslose Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus unterstützt werden, zum anderen sollte die Geldpolitik gelockert werden, um die direkten Folgen der Pandemie für die Preisstabilität auszugleichen. Die außergewöhnlich hohe Unsicherheit, die mit der Ausbreitung des Coronavirus einherging, führte Anfang März 2020 zu gravierenden Verwerfungen an den Finanzmärkten. Die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen, die die pandemiebedingt entstandenen wirtschaftlichen Notlagen mindern sollten, wurde durch die angespannte Marktlage massiv behindert. Dies stellte ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Preisstabilität dar. Das erste Ziel des PEPP bestand also darin, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus vor einer ungerechtfertigten Fragmentierung der Finanzmärkte zu schützen. Im Laufe der Zeit zeigte sich, dass

die Pandemie die Wirtschaft des Euroraums mit einem kombinierten Angebots- und Nachfrageschock getroffen hatte.⁴ Wenngleich die Pandemie ein exogener Schock war, der das gesamte Euro-Währungsgebiet und die ganze Welt betraf, wirkte sie sich von Land zu Land unterschiedlich aus – je nach nationaler Ausgangslage und Abhängigkeit des jeweiligen Landes von den am stärksten betroffenen Sektoren. Auch wenn sich die wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise im Zeitverlauf veränderten und in den einzelnen Volkswirtschaften unterschiedlich ausfielen, machten die anfänglichen Auswirkungen auf die Inflation und die Wachstumsaussichten des Eurogebiets eine Lockerung des geldpolitischen Kurses eindeutig erforderlich. In den [gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2020](#) wurden die initialen Folgen der Pandemie erstmals vollständig abgebildet. Darin wurde die projizierte Inflation, die für das Ende des damals betrachteten Projektionszeitraums (2019 bis 2022) erwartet wurde, beträchtlich von 1,6 % auf 1,3 % nach unten korrigiert – und damit auf ein Niveau deutlich unterhalb des Inflationsziels des EZB-Rats. Die Erwartungen zum Wachstum des realen BIP wurden für 2020 massiv nach unten revidiert, für den Rest des Projektionszeitraums (besonders für 2021) jedoch nach oben. Zum Ende des Projektionszeitraums sollte das reale BIP demnach rund 4 % unter dem Wert liegen, der in den Projektionen vom März 2020 erwartet worden war. Zugleich waren die Leitzinsen zu dieser Zeit bereits sehr niedrig. Das zweite Ziel des PEPP bestand somit darin, durch eine Absenkung der längerfristigen Zinssätze eine geldpolitische Akkommodierung zu bieten und so den negativen Auswirkungen des Pandemieschocks auf die Inflation im gesamten Euroraum entgegenzuwirken (siehe Abschnitt 5 des vorliegenden Aufsatzes).

Die mit der Pandemie einhergehende Unsicherheit erforderte ein hohes Maß an Flexibilität bei der Ausgestaltung und Umsetzung des PEPP. Um das Tempo und die Zusammensetzung der PEPP-Ankäufe so anzupassen zu können, dass rasch und effektiv auf eine Beeinträchtigung des Transmissionsmechanismus in bestimmten Marktsegmenten reagiert werden konnte, musste es möglich sein, das Ankaufvolumen im Zeitverlauf sowie über Anlageklassen und Länder hinweg flexibel zu verteilen. Diese größere Flexibilität ist – neben der Tatsache, dass das PEPP schwerpunktmäßig auf die Folgen der Pandemie für die Inflationsaussichten abzielte – eines der wichtigsten Unterscheidungsmerkmale zum APP. Das APP wurde entwickelt, um in einer länger andauernden Phase niedriger Teuerungsraten die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel des EZB-Rats zu fördern. Es war nicht darauf ausgelegt, auf eine akute und sich rasch wandelnde Krise zu reagieren.

Mit den sich verändernden Auswirkungen der Pandemie auf die Wirtschaft verschob sich nach und nach auch der Hauptfokus des PEPP, sodass nicht mehr die Stabilisierung der Märkte im Vordergrund stand, sondern die Abfederung der negativen Folgen der Coronakrise für die projizierte Inflationsentwicklung. In der ersten Jahreshälfte 2020 führte die Unsicherheit über

⁴ Siehe EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf das Produktionspotenzial im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 7/20, November 2020; EZB, [Die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren für die HVPI-Inflation während der Covid-19-Pandemie aus disaggregierter Perspektive](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021.

die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie zu erheblichen Spannungen an den Finanzmärkten weltweit. Kennzeichnend für diese erste Umsetzungsphase des PEPP war dementsprechend ein hohes Ankaufovolumen, das in erster Linie darauf ausgerichtet war, die Märkte zu stabilisieren und so die geldpolitische Transmission wiederherzustellen. Diese anfängliche Fokussierung auf das Transmissionsziel kam darin zum Ausdruck, dass die Verteilung der Ankäufe im Zeitverlauf sowie über Anlageklassen und Länder hinweg insbesondere im zweiten Quartal 2020 schwankte. Mit zunehmendem Voranschreiten der Pandemie fand in der Wirtschaft ein Anpassungsprozess statt, und die Unsicherheit nahm ab. Dadurch wurde es möglich, den Schwerpunkt des PEPP stärker auf den geldpolitischen Kurs zu legen. Im Juni und Dezember 2020 beschloss der EZB-Rat, den Gesamtumfang des Programms zu erhöhen; er reagierte damit auf die Abwärtskorrektur der Inflationsaussichten.⁵ In der letzten Rekalibrierung vom Dezember 2020 kam der Fokus des EZB-Rats auf Flexibilität in beide Richtungen zum Ausdruck: Es wurde die Möglichkeit geschaffen, den Gesamtumfang der Ankäufe zu erhöhen oder zu verringern, je nachdem, wie sich die Finanzierungsbedingungen und der Abstand der projizierten Inflation vom Zielwert entwickelten. Letztlich wurde der endgültige Gesamtumfang nicht voll ausgeschöpft, da sich auch mit geringeren Ankäufen günstige Finanzierungsbedingungen aufrechterhalten ließen. Verglichen mit den Anfangsphasen der Pandemie und des PEPP war es im weiteren Verlauf möglich, das monatliche Ankaufovolumen im Rahmen des Gesamtumfangs stabiler zu halten, da keine neuen großen Unsicherheiten an den Finanzmärkten auftraten. Zudem konnte beim Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors wieder eine Annäherung an den Kapitalschlüssel des Eurosystems erreicht werden (in Abschnitt 4 dieses Aufsatzes wird näher auf die Entwicklung des PEPP-Gesamtumfangs, die Verteilung der Ankäufe und die Abweichungen vom Kapitalschlüssel eingegangen). Diese spätere Phase war durch einen Anstieg der risikofreien Zinssätze zu Jahresbeginn 2021 gekennzeichnet, der zu einem nicht unwesentlichen Teil einem Ansteckungseffekt aus den USA im Zusammenhang mit dem dortigen Renditeanstieg geschuldet zu sein schien. Dadurch war es umso mehr geboten, steigenden Renditen im Euroraum entgegenzuwirken und so eine verfrühte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu verhindern, denn diese hätte ein Risiko für die mittelfristige Inflation dargestellt. Im weiteren Verlauf des Jahres 2021, als sich die Inflationsprojektionen wieder an ihr Vorpandemieniveau annäherten und dieses schließlich überschritten, wurde das Ankaufovolumen entsprechend gedrosselt.

3 Umsetzungsrahmen des PEPP

Alle im Rahmen des APP ankaufbaren Anlageklassen waren auch für das PEPP zugelassen. Allerdings wurde das APP durch den PEPP-Umsetzungsrahmen in mehreren Aspekten ergänzt, um eine besser auf den Pandemieschock zugeschnittene Reaktion zu ermöglichen. In Tabelle 1 werden die

⁵ Siehe M. Rostagno et al., [Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2564, 2021.

Hauptparameter des APP und des PEPP gegenübergestellt. Damit das PEPP seine volle Wirksamkeit entfalten konnte, fand die in Artikel 5 von Beschluss (EU) 2015/774⁶ festgelegte Konsolidierung der Anlagen auf die PEPP-Bestände keine Anwendung. Darüber hinaus gibt es drei weitere wichtige Unterschiede zwischen dem APP und dem PEPP. Erstens waren zwar generell nur Anleihen von Emittenten mit Investment-Grade-Rating ankauffähig, doch wurde aufgrund von geldpolitischen und risikobezogenen Erwägungen eine Ausnahmeregelung für Wertpapiere der Hellenischen Republik (deren Rating unterhalb von BBB- lag) gewährt. Damit sollte das reibungslose Durchwirken der Geldpolitik auf alle Euro-Länder sichergestellt werden. Zweitens wurde die Ankauffähigkeit von Wertpapieren des privaten Sektors auf Commercial Paper des Nichtfinanzsektors mit einer Restlaufzeit von mindestens 28 Tagen ausgeweitet. Drittens wurde beim Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors im Rahmen des PEPP die Spanne der zulässigen Restlaufzeiten ausgeweitet. Dadurch waren auch kürzer laufende Anleihen und Schatzwechsel ankauffähig.

Tabelle 1

Hauptparameter des APP und des PEPP

	APP	PEPP
Spektrum der ankauffähigen Wertpapiere	Öffentlicher Sektor: für geldpolitische Geschäfte zugelassene Anleihen von Staaten, staatsnahen und supranationalen Emittenten in der EU. Privater Sektor: Commercial Paper und Unternehmensanleihen von Nichtfinanzunternehmen, gedeckte Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities.	Öffentlicher Sektor: Wie beim APP; zusätzlich: Schatzwechsel und griechische Staatsanleihen. Privater Sektor: Es gelten die Rahmenbedingungen des APP.
Mindestrating	Bonitätsstufe 3 (BBB- oder höher)*.	Wie beim APP, aber Ausnahmeregelung für griechische Staatsanleihen.
Laufzeit	Öffentlicher Sektor: 1 Jahr bis 30 Jahre + 364 Tage. Privater Sektor: Commercial Paper von Nichtfinanzunternehmen mit einer Restlaufzeit von mindestens 28 Tagen.** Restlaufzeit bei Anleihen: 6 Monate bis 30 Jahre. Keine Begrenzung für gedeckte Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities.	Öffentlicher Sektor: 70 Tage bis 30 Jahre + 364 Tage. Privater Sektor: Es gelten die Rahmenbedingungen des APP.
Ankaufobergrenze je Emission	Öffentlicher Sektor: 25 %***/33 %**** (Staaten); 50 % (supranationale Emittenten). Privater Sektor: 70 % (in bestimmten Fällen weniger)****.	PEPP-Ankäufe werden in dem Umfang durchgeführt, der für notwendig und verhältnismäßig befunden wird, um der Gefahr zu begegnen, dass die Fähigkeit des Eurosystems zur Erfüllung seines Mandats aufgrund der außergewöhnlichen Wirtschafts- und Marktverhältnisse während der Pandemie beeinträchtigt wird. Damit diese außergewöhnliche Entscheidung ihre volle Wirksamkeit entfalten konnte, findet die in Artikel 5 von Beschluss (EU) 2015/774 festgelegte Konsolidierung der Anlagen auf die PEPP-Bestände keine Anwendung.
Ankaufobergrenze je Emittent	Öffentlicher Sektor: 33 %***/50 %**** Privater Sektor: Wertpapiere des Unternehmenssektors: Ja. Gedeckte Schuldverschreibungen: Ja. Asset-Backed Securities: Nein.	

* Mithilfe der Bonitätsstufen werden die individuellen Ratingskalen und -klassen der verschiedenen Bonitätsprüfungssysteme auf einer Ratingskala des Eurosystems harmonisiert.

** Seit März 2020; vorher galten längere Restlaufzeiten.

*** Kombinierte Bestände des Eurosystems aus dem geldpolitischen Portfolio und dem Anlageportfolio.

**** Vorbehaltlich entsprechender Einzelfallprüfungen, um sicherzustellen, dass sich daraus nicht eine Sperrminorität des Eurosystems ergäbe.

***** Für Commercial Paper von Nichtfinanzunternehmen können besondere Bedingungen gelten.

⁶ Siehe [Beschluss \(EU\) 2015/774 der Europäischen Zentralbank vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten \(EZB/2015/10\)](#) (ABl. L 121 vom 14.5.2015, S. 20).

Die Einbeziehung von Wertpapieren der Hellenischen Republik war ein wichtiger Schritt, um die reibungslose Übertragung der Geldpolitik auf alle Euro-Länder zu unterstützen.⁷ Der EZB-Rat kam zu der Einschätzung, dass die Zulassung griechischer Staatsanleihen für PEPP-Käufe aufgrund verschiedener Überlegungen geboten sei. Eine Rolle spielten unter anderem a) die Notwendigkeit, den pandemiebedingten Druck zu mindern, der die griechischen Finanzmärkte stark in Mitleidenschaft gezogen hatte, b) die Tatsache, dass die griechische Wirtschaft und die Verpflichtungen der Regierung im Rahmen der erweiterten Überwachung genau beobachtet wurden, sowie c) der Umstand, dass es Griechenland gelungen war, den Zugang zum Markt wiederzuerlangen.⁸ Die Ausnahmeregelung erhöhte die Wirksamkeit des Transmissionsziels des PEPP und trug dazu bei, Fragmentierungsrisiken länderübergreifend im gesamten Euroraum zu verringern.

Des Weiteren wurden PEPP-Ankäufe von Commercial Paper vorgenommen, um den erheblichen Spannungen in diesem Markt zu begegnen, dessen Funktionsfähigkeit wiederherzustellen und die Transmission der Geldpolitik zu gewährleisten. Im März 2020 kam es zu beträchtlichen Spannungen am Markt für Commercial Paper. Die Nachfrage der Investoren kam genau dann zum Erliegen, als die Unternehmen aufgrund des extrem unsicheren Umfelds verstärkt kurzfristige Finanzierungsmittel benötigten. Viele Investoren waren mit umfangreichen Abflüssen konfrontiert, wodurch sie dringend auf Liquidität angewiesen waren. Aus diesem Grund waren sie sehr zögerlich, fällig werdende Commercial-Paper-Bestände zu rollieren. Zum Teil wurden Papiere sogar am Sekundärmarkt verkauft, was in normalen Zeiten selten geschieht. Der Einbruch der Nachfrage seitens der Investoren zu einem Zeitpunkt, als die Emittenten zusätzliche kurzfristige Liquidität brauchten, verhinderte die Übertragung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft. Vor diesem Hintergrund wurden die Regeln für die Ankauffähigkeit solcher Papiere im Rahmen des PEPP ausgeweitet, sodass nennenswerte Ankäufe von Commercial Paper möglich wurden. Abbildung 2 zeigt die Situation im März 2020, als der Markt nicht mehr funktionsfähig war und die Emissionstätigkeit zum Erliegen kam. Als sie wieder Fahrt aufnahm, stiegen selbst die Zinsen emittierter kurzfristiger Papiere stark an. Die PEPP-Ankäufe trugen zur Wiederherstellung stabilerer Marktbedingungen und einer Rückkehr anderer Investoren an diesen Markt bei. Die Zinsen sanken nach und nach und erreichten wieder ein Niveau, das mit dem geldpolitischen Kurs im Einklang stand. Dadurch wurde die Transmission der Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft unterstützt.

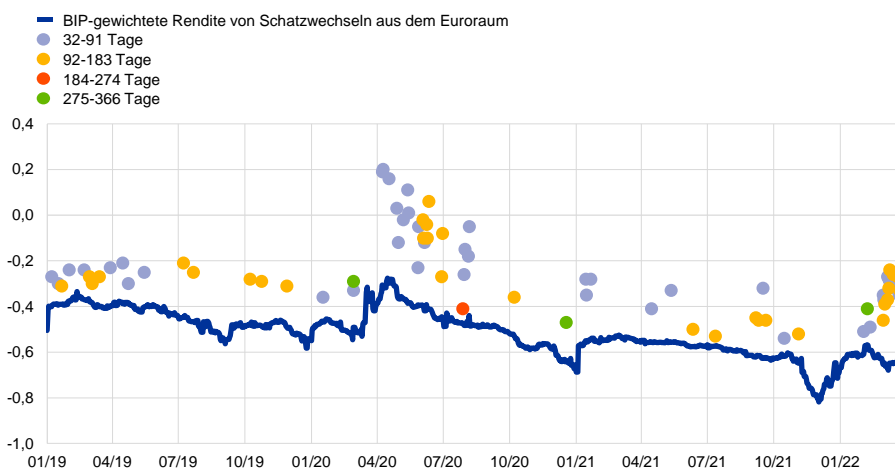
⁷ Siehe I. Schnabel, [Interview with To Vima](#), 4. April 2020.

⁸ Siehe Erwägungsgrund (7) von [Beschluss \(EU\) 2020/440 der Europäischen Zentralbank vom 24. März 2020 zu einem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm \(EZB/2020/17\)](#) (ABl. L 91 vom 25.3.2020, S. 1).

Abbildung 2

Zinssätze für Short-Term European Paper (STEP) und BIP-gewichtete Rendite von Schatzwechseln aus dem Euroraum

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg und EZB.

Anmerkung: Die BIP-gewichtete Rendite von Schatzwechseln aus dem Euroraum umfasst Sekundärmarktrenditen rollierender ausstehender Schatzwechsel mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. März 2022.

Schließlich verhinderte die Herabsetzung der Laufzeiten von ankaufbaren Wertpapieren des öffentlichen Sektors im Rahmen des PEPP, dass es am kürzeren Ende der Renditestrukturkurve zu Verwerfungen kam, die die geldpolitische Transmission hätten beeinträchtigen können. Der Ausbruch der

Pandemie leistete der Sorge Vorschub, dass sich die Finanzierungsbedingungen durch die entstehenden Einschränkungen der Marktliquidität erheblich verschlechtern würden. Wie es in Zeiten verstärkter Marktspannungen üblich ist, verkürzten die Investoren ihren Anlagehorizont, da sie sich einem erhöhten Risiko von Abflüssen von Einlagen ihrer Kunden gegenübersehen. Die Verkürzung der Mindestlaufzeit der ankauffähigen Wertpapiere trug dazu bei, den Druck auf kurzfristige Anlagen („dash for cash“) abzumildern, weil das Eurosystem dadurch mit seinen Ankäufen einen größeren Bereich der Renditestrukturkurve abdecken konnte, als dies beim APP möglich gewesen wäre. Gleichzeitig erhöhten die staatlichen Schuldenverwaltungen ihre Emission von Schatzwechseln deutlich – zum einen, um die dringend benötigten Finanzmittel bereitzustellen und zum anderen, um in dieser unsicheren Phase flexibel zu bleiben. Abbildung 2 zeigt den deutlichen Anstieg der Renditen von Schatzwechseln am Sekundärmarkt in der Anfangsphase der Pandemie. Der Erwerb dieser Papiere im Rahmen des PEPP wurde flexibel angepasst, sodass der verfolgte Ansatz stets im Einklang mit dem relativen Handelsvolumen von Anleihen und Schatzwechseln am Sekundärmarkt stand.

4 Praktische Umsetzung

Gemäß der Ankündigung vom 18. März 2020 sollten die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP zunächst einen Gesamtumfang von bis zu 750 Mrd €

haben.⁹ Am 4. Juni 2020¹⁰ und am 10. Dezember 2020¹¹ beschloss der EZB-Rat dann Aufstockungen des PEPP-Rahmens um 600 Mrd € bzw. 500 Mrd €, um dem pandemiebedingten Abwärtsdruck auf die Inflationsaussichten im Euroraum entgegenzuwirken (siehe Abschnitt 2). Hierdurch erhöhte sich der Gesamtumfang des Programms auf 1 850 Mrd €. Während der Nettoankaufphase wurden Wertpapiere im Volumen von insgesamt 1 718 Mrd € erworben, d. h., es wurden 93 % des Gesamtumfangs ausgeschöpft (siehe Abbildung 3). Durch das Verfolgen eines marktkonsistenten Ansatzes¹² gingen die Ankäufe reibungslos und flexibel vonstatten, und etwaige unbeabsichtigte Effekte des PEPP auf die Funktionsfähigkeit der Märkte hielten sich in Grenzen. Das Tempo der Ankäufe wurde unter Berücksichtigung der Marktentwicklung und der Wirkung des Programms regelmäßig kalibriert. Zugleich wurde in vollem Umfang von der erwähnten Flexibilität Gebrauch gemacht.¹³ Das Ankauf tempo insgesamt und die Verteilung der Käufe auf die einzelnen Länder und Anlageklassen wurden so festgelegt, dass eine reibungslose Transmission der Geldpolitik in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets sichergestellt war. Die Entscheidungen beruhten dabei auf einer breiten Auswahl von Indikatoren zur wirtschaftlichen Entwicklung sowie auf Experteneinschätzungen. Es wurde darauf geachtet, eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu verhindern, denn diese hätte der Zielsetzung des PEPP widersprochen, dem pandemiebedingten Abwärtsdruck auf die projizierte Inflationsentwicklung entgegenzuwirken.

⁹ Siehe EZB, [EZB kündigt Pandemie-Notfallankaufprogramm \(PEPP\) im Umfang von 750 Mrd € an](#), Pressemitteilung vom 18. März 2020.

¹⁰ Siehe EZB, [Geldpolitische Beschlüsse](#), Pressemitteilung vom 4. Juni 2020.

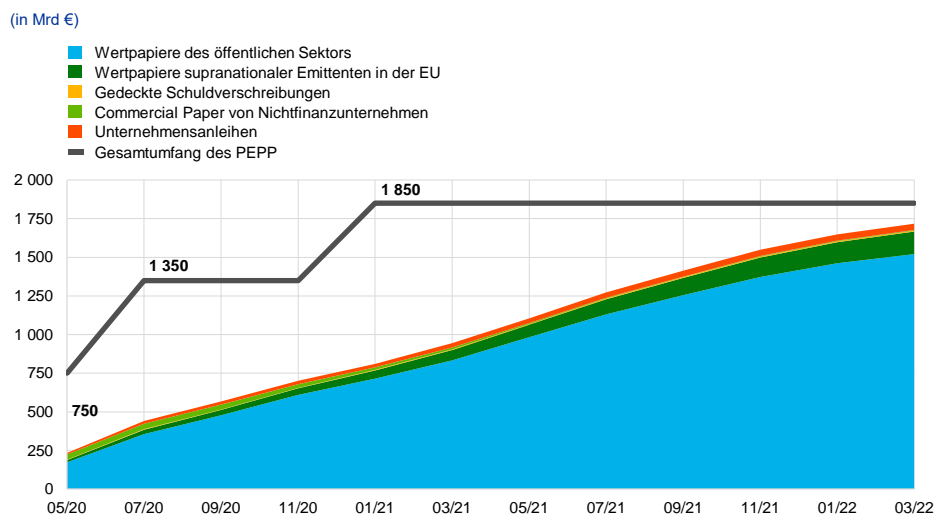
¹¹ Siehe EZB, [Geldpolitische Beschlüsse](#), Pressemitteilung vom 10. Dezember 2020.

¹² Die Ankäufe wurden flexibel angepasst, um eine reibungslose Umsetzung im Einklang mit den Marktbedingungen zu gewährleisten.

¹³ Siehe I. Schnabel, [Asset Purchases: from crisis to recovery](#), Rede anlässlich der Jahreskonferenz „Sustainable Economy in Times of Change“ der Latvijas Banka, 20. September 2021.

Abbildung 3

Kumulierte Nettoankäufe und Gesamtumfang des PEPP



Quelle: EZB.

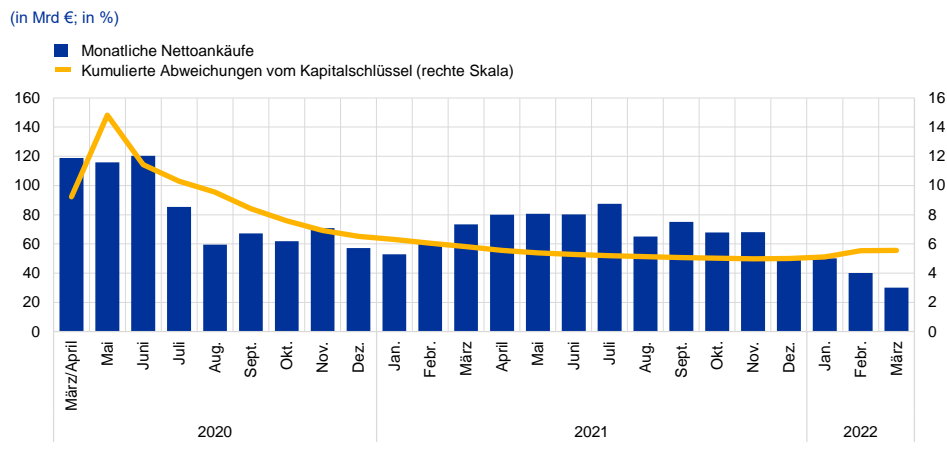
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. März 2022.

Wertpapiere des öffentlichen Sektors machten 97 % des gesamten PEPP-Ankaufvolumens aus, wobei der Kapitalschlüssel des Eurosystems als Richtwert für die geografische Verteilung der Wertpapierkäufe diente.

Ein wichtiges Element des PEPP war die flexible Verteilung der Ankäufe auf die einzelnen Länder. Diese Flexibilität ermöglichte es, bei Ankäufen von Wertpapieren des öffentlichen Sektors vom Kapitalschlüssel des Eurosystems abzuweichen. Insbesondere auf dem Höhepunkt der Marktturbulenzen in der Anfangsphase der Pandemie wurde dieser Spielraum in erheblichem Umfang genutzt. Infolgedessen erreichten sowohl die monatlichen Nettoankaufvolumina als auch die kumulierte Abweichung vom Kapitalschlüssel der EZB im Zeitraum von März bis Juni 2020 einen Höchststand (siehe Abbildung 4). Die Fähigkeit, auf Transmissionsrisiken zu reagieren, zeigte sich in dieser Phase besonders deutlich: So wurden die Ankäufe im öffentlichen Sektor gerade für jene Länder ausgeweitet, die am stärksten von pandemiebedingten Fragmentierungsrisiken betroffen waren. In der verbleibenden Nettoankaufphase waren die Abweichungen vom Kapitalschlüssel dann geringer, da sich die Bedingungen an den Finanzmärkten stabilisierten. Zudem ermöglichte es der duale Charakter des PEPP, das Programm nach der anfänglichen Phase der Transmissionssteuerung so auszurichten, dass es sich stärker auf den geldpolitischen Kurs im gesamten Euroraum konzentrierte (siehe Abschnitt 2). Die Käufe im Rahmen des PEPP wurden die meiste Zeit in Übereinstimmung mit dem Kapitalschlüssel durchgeführt, und mit dem Fortschreiten der Coronakrise waren Abweichungen vom Kapitalschlüssel immer seltener erforderlich. Gleichwohl spielte die Verfügbarkeit dieser im Programm verankerten Option zur Flexibilisierung der Wertpapierkäufe nach wie vor eine wichtige Rolle, da sie ein Wiederauftreten pandemiebedingter Fragmentierungsrisiken verhinderte.

Abbildung 4

Monatliche Nettoankäufe und kumulierte Abweichungen vom Kapitalschlüssel im Rahmen des PEPP



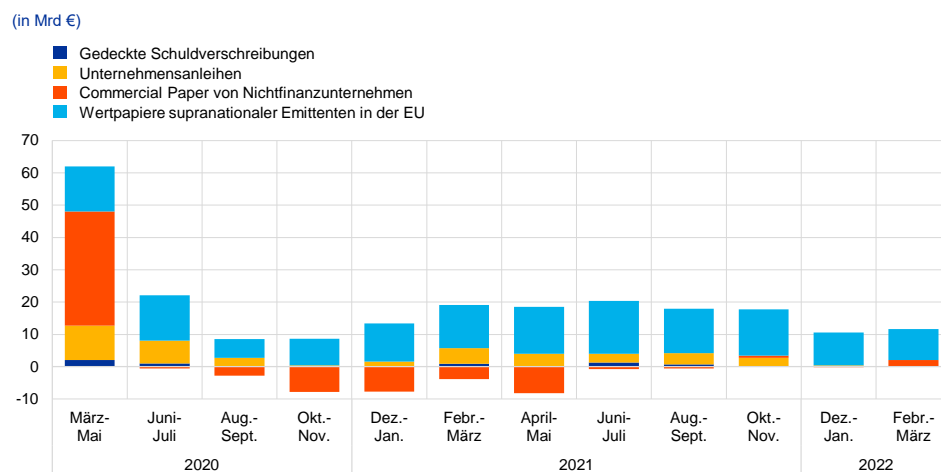
Quelle: EZB.

Anmerkung: „Kumulierte Abweichungen vom Kapitalschlüssel“ ist als die Summe der Abweichungen vom Kapitalschlüssel des Eurosystems zu verstehen. Dieser dient als Richtwert für die geografische Verteilung der Ankäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors auf die einzelnen Euro-Länder. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. März 2022.

Die Flexibilität war nicht nur erforderlich, um einer Fragmentierung entgegenzuwirken, sondern auch, um große Preisbewegungen in einigen Anlageklassen zu vermeiden, was sich am deutlichsten in der Entwicklung des Ankaufvolumens supranationaler Anleihen zeigte. Während der Nettoankaufphase machten Anleihen supranationaler Emittenten bis zu 10 % der Ankäufe im öffentlichen Sektor aus. Abbildung 5 zeigt, wie die Ankaufvolumina flexibel kalibriert wurden, um der Entwicklung des Marktes für supranationale Anleihen Rechnung zu tragen. In den ersten Monaten der Umsetzung des PEPP war die Liquidität an diesem Markt hoch genug, um ein ausreichendes Volumen anzukaufen. Durch die Fortsetzung der Ankäufe und die weiterhin niedrigen Neuemissionen veränderten sich die Liquiditätsbedingungen jedoch derart, dass es bei einer Aufrechterhaltung der anvisierten Quote von 10 % zu unerwünschtem Stress und Verzerrungen in diesem Marktsegment hätte kommen können. Um dies zu verhindern, wurden die Ankaufvolumina reduziert. Eine grundlegende Veränderung am Markt für supranationale Anleihen aus dem Eurogebiet ergab sich durch die Ankündigung der Europäischen Kommission, im Auftrag der EU erhebliche Mittel an den Kapitalmärkten aufzunehmen, um damit die wirtschaftliche Erholung Europas zu unterstützen. In der Folge stiegen die Anleiheemissionen der EU ab Ende 2020 deutlich an. Aufgrund ihres beträchtlichen Umfangs von rund 7 % des euroraumweiten BIP 2020 markierten diese Emissionen trotz ihres befristeten Charakters einen Wendepunkt für den gemeinsamen Währungsraum: Die von der Geldpolitik gesetzten Impulse wurden nun durch die Finanzpolitik ergänzt. Das Instrument zur Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Krise (SURE) und der Aufbaufonds „Next Generation EU“ (NGEU) stellten mit einem Volumen von 100 Mrd € bzw. 800 Mrd € die bislang größten Emissionsprogramme für supranationale Anleihen in der EU dar. Im Verbund mit einer geringfügigen Erhöhung des Volumens, das von anderen supranationalen Emittenten des Euro-Währungsgebiets begeben wurde, sorgten diese beiden Maßnahmen für einen

Anstieg der Marktliquidität.¹⁴ Abbildung 5 zeigt, wie der zusätzliche Nettoerwerb supranationaler Anleihen kalibriert wurde, um den verbesserten Liquiditätsbedingungen ab Ende 2020 Rechnung zu tragen.

Abbildung 5
Nettoankäufe in unterschiedlichen Anlageklassen im Rahmen des PEPP



Quelle: EZB.

Auch bei der Umsetzung des PEPP im privaten Sektor spielte die flexible Gestaltung der Ankäufe eine zentrale Rolle. Aufgrund der veränderlichen Bedingungen an den betreffenden Märkten waren die relativen Anteile der einzelnen Teilprogramme im Zeitverlauf sehr unterschiedlich. Im privaten Sektor wurden Unternehmensanleihen, gedeckte Schuldverschreibungen sowie Commercial Paper von Nichtfinanzunternehmen angekauft.¹⁵ Die Ankaufvolumina in allen drei Kategorien waren von der Dynamik der Primärmarktmissionen und den Bedingungen am Sekundärmarkt geprägt, die zeitweise erheblichen Schwankungen unterlagen. Allgemein wurden in den ersten Monaten des PEPP mehr Wertpapiere des privaten Sektors erworben als im späteren Verlauf. Grund dafür war das hohe Emissionsvolumen von Unternehmensanleihen und Commercial Paper, das wiederum aus der starken Liquiditätspräferenz der Emittenten resultierte. Diese Entwicklung unterscheidet sich deutlich von der, die in früheren Phasen makroökonomischer Unsicherheit zu beobachten war: So führte etwa die erhöhte Volatilität während der Weltfinanzkrise tendenziell zu einer Verschlechterung des Marktzugangs und geringeren Emissionsvolumina. Als sich die Marktbedingungen verbesserten und sich das Emissionsniveau stabilisierte, wurden im Rahmen des PEPP auch weniger Wertpapiere des privaten Sektors angekauft.

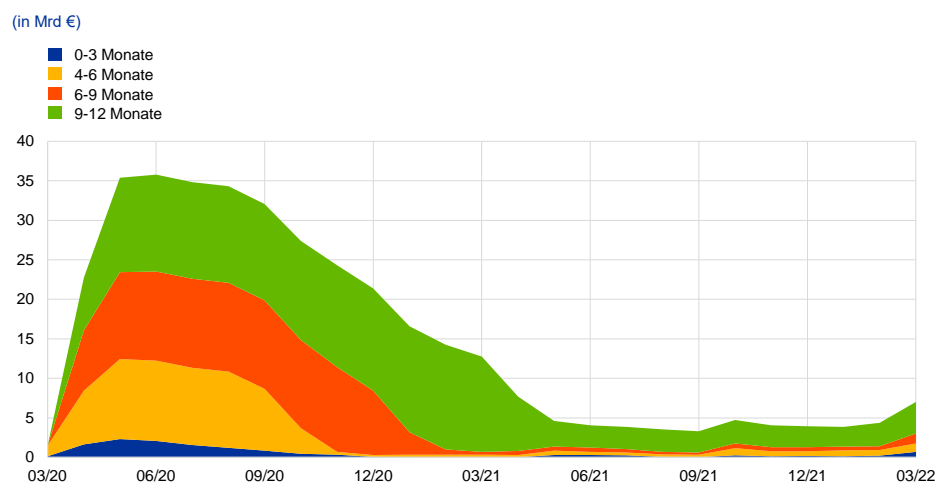
Bei Commercial Paper wurden die Nettoankäufe am flexibelsten gehandhabt. In der frühen Phase des PEPP, als der Markt für Commercial Paper unter extremem

¹⁴ Siehe T. Bletzinger, W. Greif und B. Schwaab, [Can EU bonds serve as euro-denominated safe assets?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2712, 2022.

¹⁵ Asset-Backed Securities (ABS) waren zum PEPP ebenfalls zugelassen. Aufgrund der vorherrschenden Bedingungen am ABS-Markt des Euroraums wurde der Erwerb im Rahmen des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP), das Teil des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) ist, jedoch für ausreichend erachtet. Folglich beschränkte sich das PEPP im privaten Sektor auf gedeckte Schuldverschreibungen, Unternehmensanleihen und Commercial Paper.

Stress stand, wurden hier deutlich mehr Wertpapiere erworben (siehe Abschnitt 3). Die Anleger waren in dieser akutesten Phase der Krise nicht bereit, sich durch längere Laufzeiten zu binden. In dieser Lage bot das PEPP Unterstützung für die Emittenten, denn das Eurosystem konnte Wertpapiere mit solchen längeren Laufzeiten erwerben. Dies geht aus Abbildung 6 hervor, in der die Ankäufe von Commercial Paper nach Laufzeiten aufgeschlüsselt sind. Als die reguläre Anlegernachfrage wieder zunahm, waren die Emittenten nicht mehr so stark auf das PEPP angewiesen. Hierin zeigt sich die in Abschnitt 2 erläuterte Verschiebung von der Transmissionssteuerung zu einer auf den geldpolitischen Kurs ausgerichteten Programmumsetzung. Letztere ging mit einer Reduzierung des Erwerbs von Commercial Paper einher, sodass sich diese Bestände deutlich verringerten. Wertpapiere, die ihre Fälligkeit erreicht hatten, wurden in den meisten Fällen nicht rolliert.

Abbildung 6
Commercial Paper von Nichtfinanzunternehmen nach Ursprungslaufzeit



Quelle: EZB.

Die Emissionstätigkeit bei gedeckten Schuldverschreibungen zeigte während der Nettoankaufphase des PEPP ein deutlich anderes Verlaufsmuster als bei Unternehmensanleihen, was sich in den Ankaufvolumina niederschlug. Aus Abbildung 7 geht hervor, dass die Primärmarktaktivität bei Unternehmensanleihen in der akutesten Phase der Krise besonders hoch war, denn in Anbetracht der erhöhten Unsicherheit und der abreißenden Mittelzuflüsse wollten die Unternehmen möglichst schnell ihren Zugang zu liquiden Mitteln verbessern. Demgegenüber war die Emission von gedeckten Schuldverschreibungen vom zweiten Quartal 2020 bis zum Jahresende 2021 im Vergleich zum zuletzt beobachteten Niveau sehr verhalten. Der offensichtlichste Unterschied bestand darin, dass Banken als Emittenten gedeckter Schuldverschreibungen bestimmte Refinanzierungsquellen in Anspruch nehmen konnten, auf die Nichtfinanzunternehmen keinen Zugriff hatten. Erstens standen den Banken in dieser Zeit die GLRG III als zusätzliche Refinanzierungsquelle zur Verfügung. Hierfür zahlten sie zumeist geringere Zinsen als bei einer Emission öffentlich gehandelter Papiere. Zweitens stiegen die Bankeinlagen im Euroraum stark an, da die Bevölkerung als Reaktion auf die pandemiebedingte Unsicherheit

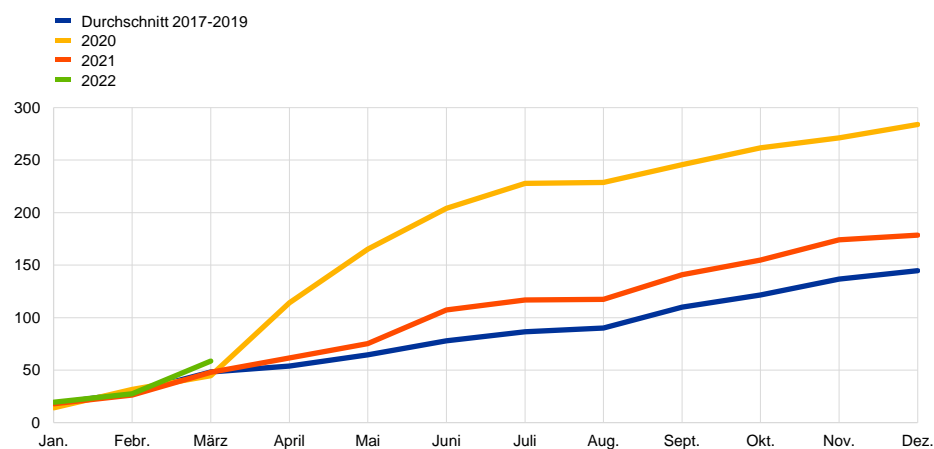
mehr Ersparnisse bildete. Folglich war das im Rahmen des PEPP angekaufte Volumen an gedeckten Schuldverschreibungen relativ gering. Hinzu kam, dass die EZB das dritte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) in normalem Umfang fortsetzte, um die geldpolitische Transmission über den Bankenkanal zu unterstützen.

Abbildung 7

Kumulierte Emission von ankauffähigen a) Unternehmensanleihen und b) gedeckten Schuldverschreibungen

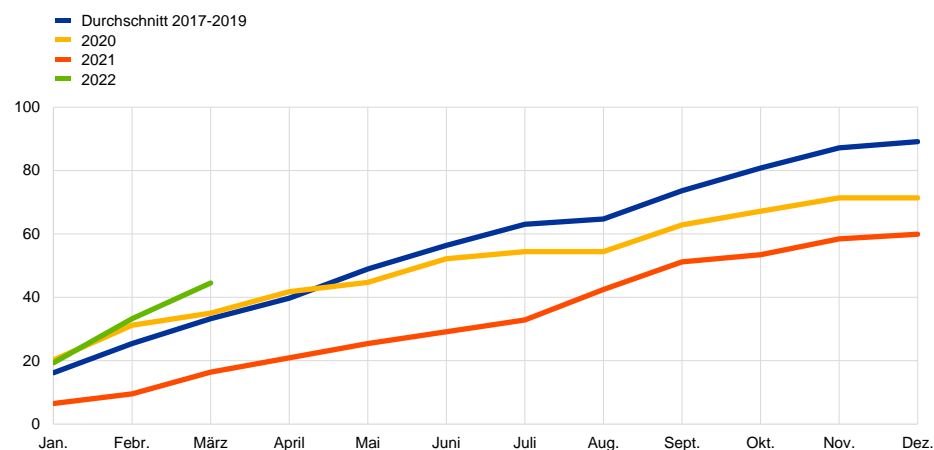
a) Emission von Unternehmensanleihen pro Jahr

(in Mrd €)



b) Emission gedeckter Schuldverschreibungen pro Jahr

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Das Eurosystem führte die Wertpapierkäufe so durch, dass die

Liquiditätsbedingungen an den Märkten gewahrt blieben. Das Spektrum der Kontrahenten, von denen die Wertpapiere angekauft wurden, war breit gefächert. Knappe Wertpapiere, die am Markt kaum verfügbar waren, wurden nach Möglichkeit nicht erworben.¹⁶ Am Ende der Nettoankaufphase beliefen sich die kumulierten Nettoankäufe im öffentlichen Sektor auf 1 665,7 Mrd € und im privaten Sektor auf

¹⁶ Hierzu wurden Indikatoren des relativen Werts und der Liquidität des Wertpapiers herangezogen. Zudem wurde die Verfügbarkeit von Anleihen am Kassa- und am Repomarkt beurteilt.

52,4 Mrd €. Auf der Website der EZB werden alle zwei Monate Einzelinformationen zu den PEPP-Käufen und -Beständen veröffentlicht.¹⁷ Wertpapiere des privaten Sektors machten beim PEPP einen geringeren Anteil der Nettoankäufe aus als beim APP. Hierfür gibt es mehrere Gründe: Erstens waren die Emissionen des privaten Sektors – mit Ausnahme von Commercial Paper und Unternehmensanleihen – verhalten. Zweitens konzentrierten sich die PEPP-Käufe im privaten Sektor vor allem auf Commercial Paper, die naturgemäß kurze Laufzeiten aufweisen. Wie bereits beschrieben hatten die meisten dieser Wertpapiere am Ende der Nettoankaufphase ihre Fälligkeit erreicht und wurden nicht rolliert. Drittens kam es beim APP im gesamten Zeitraum zu relativ hohen Tilgungen von Wertpapieren des privaten Sektors, insbesondere von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen. Die Wiederanlage der Tilgungsbeträge machte somit einen Großteil der Bruttokäufe aus, während die Neuemissionen relativ gering waren. Das Eurosystem führte in dieser Zeit rund 82 400 Transaktionen im Rahmen des PEPP durch (siehe Tabelle 2). Am Ende der Nettoankaufphase betrug die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der PEPP-Bestände 7,57 Jahre. Sie entsprach damit in etwa der gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit aller im Rahmen des PEPP ankauffähigen Wertpapiere (7,51 Jahre).

Tabelle 2
Umsetzung des PEPP während der Nettoankaufphase

Anlageklasse	Anzahl der ausgeführten Transaktionen	Durchschnittliches Transaktionsvolumen (in Mio €)
Asset-Backed Securities	0	0
Gedekte Schuldverschreibungen		
– Primärmarkt	17	76
– Sekundärmarkt	1 232	4
Unternehmensanleihen		
– Primärmarkt	140	109
– Sekundärmarkt	4 812	5
Commercial Paper von Nichtfinanzunternehmen		
– Primärmarkt	376	112
– Sekundärmarkt	101	71
Staatsanleihen		
– Sekundärmarkt	69 372	25
Anleihen supranationaler Emittenten		
– Sekundärmarkt	6 404	23

Quelle: EZB.

Die Flexibilität bleibt auch in der aktuellen Wiederanlagephase des PEPP ein wichtiges Element zur Abwehr von pandemiebedingten Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik.¹⁸ Der EZB-Rat beschloss im Juni 2022, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere, die im Rahmen des PEPP angekauft wurden, flexibel zu gestalten (siehe Kasten 1). Unter Verweis auf die durch die Pandemie entstandenen Risiken für den

¹⁷ Siehe die Erläuterungen zum Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) auf der [EZB-Website](#).

¹⁸ Siehe EZB, [Geldpolitische Beschlüsse](#), Pressemitteilung vom 16. Dezember 2021.

Transmissionsmechanismus bestätigte er den Beschluss im Juli 2022 und ein weiteres Mal im September 2022.

Kasten 1

Flexibilität bei der Wiederanlage von Tilgungsbeträgen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms

Eduard Betz

Der Zeithorizont für die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) hat sich im Einklang mit der Pandemieentwicklung und dem dualen geldpolitischen Charakter des Ankaufprogramms im Laufe der Zeit verschoben. Im Juni 2020 kündigte der EZB-Rat zunächst an, die Tilgungsbeträge von fällig werdenden Wertpapieren aus dem PEPP-Portfolio bis mindestens Ende 2022 reinvestieren zu wollen. Im Dezember 2020 und im Dezember 2021 wurde dann eine Verlängerung des Wiederanlagezeitraums bis Ende 2023 bzw. Ende 2024 bekannt gegeben. In der gesamten Kommunikation zur Wiederanlagepolitik betonte der EZB-Rat, dass das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios so gesteuert würde, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden werde.

Die Pandemie hat bleibende Anfälligkeiten in der Wirtschaft des Euroraums hinterlassen, die eine gleichmäßige Transmission der Geldpolitik in den einzelnen Ländern gefährden könnten. Daher beschloss der EZB-Rat im Dezember 2021, dass die Reinvestitionen – im Einklang mit den ursprünglichen Ausgestaltungsmerkmalen des PEPP – jederzeit flexibel in Bezug auf Zeitverlauf, Anlageklassen und Länder angepasst werden können, sollte es zu einer erneuten pandemiebedingten Fragmentierung der Märkte kommen. Dieser Beschluss spiegelte die während der Pandemie gewonnene Erkenntnis wider, dass eine flexible Gestaltung und Durchführung von Wertpapierkäufen unter Stressbedingungen dazu beitragen kann, einer Beeinträchtigung der geldpolitischen Transmission entgegenzuwirken. Zugleich erhöhte der Beschluss die Wirkung der Anstrengungen, die zur Erreichung des Ziels des EZB-Rats unternommen wurden. Dementsprechend teilte der EZB-Rat mit, im Rahmen seines Mandats die Flexibilität auch weiterhin in Stressphasen als Bestandteil der Geldpolitik vorzusehen, wenn die Risiken für die geldpolitische Transmission so hoch sind, dass sie das Erreichen des Preisstabilitätsziels gefährden.

Bis Mitte 2022 war das Eurogebiet einer Vielzahl unterschiedlicher Schocks ausgesetzt. Diese führten durch ihr komplexes Zusammenwirken zu einer ungleichmäßigen Transmission der Geldpolitik in den einzelnen Ländern. Daher entschied sich der EZB-Rat für eine flexible Gestaltung der Wiederanlage von Tilgungsbeträgen fällig werdender Wertpapiere aus dem PEPP-Portfolio. Auf diese Weise sollte den pandemiebedingten Risiken für den Transmissionsmechanismus entgegengewirkt werden.¹⁹ Im Rahmen dieser Flexibilität können Tilgungsbeträge – soweit dies für angemessen befunden wird – an den Anleihemärkten von Euro-Ländern reinvestiert werden, in denen die reibungslose Transmission der Geldpolitik gefährdet ist.²⁰ Diese Flexibilität zeigte sich in den relativen Länderanteilen am Bruttoankaufvolumen der Monate Juni und Juli 2022. Inwieweit von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht wird, hängt weiterhin von den Marktbedingungen ab. Die

¹⁹ Siehe EZB, [Erklärung nach der Ad-hoc-Sitzung des EZB-Rats](#), Pressemitteilung vom 15. Juni 2022.

²⁰ Siehe C. Lagarde, [Preisstabilität und geldpolitische Transmission im Euroraum](#), Rede anlässlich des ECB Forum on Central Banking 2022 zum Thema „Challenges for monetary policy in a rapidly changing world“, Sintra, Portugal, 28. Juni 2022.

flexible Gestaltung der Reinvestitionen ist eine weitere Facette der vielfältigen Anpassungsfähigkeit des PEPP und bildet eine erste Verteidigungslinie gegen Fragmentierungsrisiken.

5 Wirksamkeit des PEPP

Geldpolitische Transmission

Die Einführung des PEPP war ein notwendiger Schritt zur Stabilisierung der Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets, denn wegen sich mehrender Anzeichen von Stress und Illiquidität stand eine Entkoppelung der Finanzierungsbedingungen von dem von der EZB beabsichtigten geldpolitischen Kurs zu befürchten. Gegen eine solche Entkoppelung müssen die Zentralbanken entschlossen vorgehen, um die geldpolitische Transmission sicherzustellen. Zugleich setzt jede der Marktstabilisierung dienende Intervention voraus, dass die zu bekämpfenden Verwerfungen – z. B. in den Verläufen wichtiger Zinsstrukturkurven – durch eine Eigendynamik an den Wertpapiermärkten entstanden sind, die nicht durch Fundamentaldaten gerechtfertigt ist. Dies war bei den schweren Verwerfungen an den Finanzmärkten der Fall, die im Vorfeld der Ankündigung des PEPP beobachtet wurden. Besonders offenkundig war der sich rasant und deutlich vergrößernde Abstand zwischen Staatsanleiherenditen und risikofreien Zinssätzen (siehe Abbildung 1). Gleichzeitig kam es zu einer signifikanten Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen an den Staatsanleihemärkten des Euroraums. Mehrere Finanzmarktsegmente im Eurogebiet waren von erheblichem systemischen Stress betroffen (siehe Abbildung 8). Das Zusammenspiel all dieser Entwicklungen sowie eine allgemeine Auswertung weiterer quantitativer und qualitativer Erkenntnisse deuteten letztlich auf eine ungeordnete und potenziell eigendynamische Neubewertung an den Staatsanleihemärkten hin. Daraus ergab sich wiederum eine klare Notwendigkeit, die Marktstabilität durch Interventionen wiederherzustellen und somit die reibungslose Übertragung der Geldpolitik zu ermöglichen.²¹

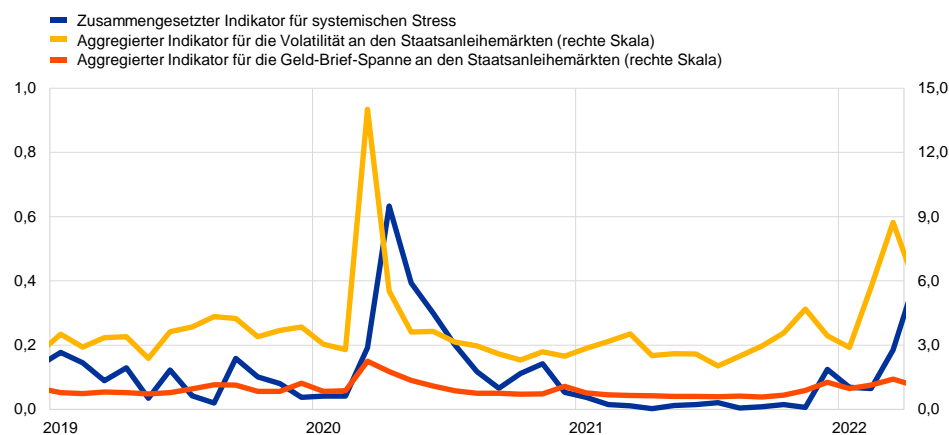
Der Erfolg des PEPP ist daran zu erkennen, dass sich die Liquiditätsengpässe an den Staatsanleihemärkten des Euroraums und der systemische Stress an den Märkten nach der Ankündigung des PEPP deutlich verringerten. Während des Programms wurden sowohl das Volumen der Ankäufe als auch deren Verteilung auf die einzelnen Länder fortlaufend unter Beachtung des maximal möglichen Gesamtumfangs angepasst. Hierdurch sollte eine nicht durch Fundamentaldaten gerechtfertigte Abkoppelung der Staatsanleiherenditen vom beabsichtigten geldpolitischen Kurs der EZB vermieden werden. Dieser Ansatz trug erkennbar dazu bei, die Spannungen an den Märkten weiter abzubauen, sodass diese schließlich wieder ein normaleres Niveau wie vor der Pandemie erreichten.

²¹ Siehe auch P. R. Lane, [The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme](#), The ECB Blog, 22. Juni 2020.

Abbildung 8

Indikatoren für systemischen Stress und die Bedingungen an den Staatsanleihemärkten im Euroraum

(standardisierter Index, in Basispunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Berechnung des zusammengesetzten Indikators für systemischen Stress siehe D. Holló, M. Kremer und M. Lo Duca, *CISS – A composite indicator of systemic stress in the financial system*, Working Paper Series der EZB, Nr. 1426, 2012. Die Indikatoren für die Volatilität an den Staatsanleihemärkten und für die Geld-Brief-Spannen werden BIP-gewichtet auf Euroraumebene aggregiert, wobei die Renditen von zehnjährigen Benchmark-Staatsanleihen der einzelnen Länder zugrunde gelegt werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2022.

Der Erfolg des PEPP bei der Bekämpfung pandemiebedingter Risiken für die Transmission der Geldpolitik ist sowohl auf seinen Ankündigungseffekt als auch auf die eigentlichen Nettoankäufe (Flow-Effekte) zurückzuführen.²² Unter dem Ankündigungseffekt eines von einer Zentralbank aufgelegten Wertpapierankaufprogramms ist die Wirkung der bloßen Bekanntgabe wichtiger Programmparameter (z. B. Gesamumfang, zentrale Umsetzungsaspekte) auf die Finanzierungs- und Marktbedingungen zu verstehen. Diese Wirkung tritt noch vor der eigentlichen Programmumsetzung ein und ergibt sich daraus, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen, insbesondere bezüglich des künftigen Zentralbankbestands an Anleihen, sofort anpassen. Bei den Ankaufprogrammen, die von großen Zentralbanken vor der Pandemie durchgeführt wurden, entfaltete sich die Transmissionswirkung vorrangig über die Eliminierung des Durationsrisikos,²³ d. h., die in der Zinsstruktur verankerte Laufzeitprämie wurde durch die Erwartungen in Bezug auf die Staatsanleihebestände in den Zentralbankbilanzen komprimiert.²⁴

²² Zu einer allgemeinen Erörterung der quantitativen Lockerung und sonstiger Maßnahmen, die seit der Weltfinanzkrise fester Bestandteil des Instrumentariums der großen Zentralbanken sind, siehe B. S. Bernanke, *The New Tools of Monetary Policy*, American Economic Association Presidential Address, 4. Januar 2020. Eine Erörterung der Unterschiede zwischen Stock- und Flow-Effekten sowie eine empirische Analyse der umfangreichen Wertpapierkäufe des Federal Reserve Systems findet sich unter anderem in: S. D'Amico und T. King, *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply*, *Journal of Financial Economics*, Bd. 108, Nr. 2, 2013, S. 425-448.

²³ Siehe B. S. Bernanke, 2020, a. a. O. Zu den Auswirkungen umfangreicher Wertpapierkäufe (wie sie seit der Weltfinanzkrise von großen Zentralbanken durchgeführt wurden) in einem Umfeld, in dem verschiedene Anlegergruppen bevorzugt in bestimmten Segmenten der Zinsstrukturkurve tätig sind, siehe auch D. Vayanos und J.-L. Vila, *A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates*, *Econometrica*, Bd. 89, Nr. 1, 2021, S. 77-112.

²⁴ Siehe auch P. R. Lane, *The yield curve and monetary policy*, Public Lecture for the Centre for Finance and the Department of Economics am University College London, 25. November 2019; C. Altavilla, W. Lemke, T. Linzert, J. Tapking und J. von Landesberger, *Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 278, 2021.

Das Spektrum der beim PEPP zum Tragen kommenden Transmissionskanäle ist dagegen breiter, denn das Programm sieht bei der Verteilung der Nettoankäufe Flexibilität in Bezug auf Zeitverlauf, Anlageklassen und Länder vor. Aufgrund dieser erheblichen zusätzlichen Flexibilität gewinnen die durch die Umsetzung des Programms entstehenden Flow-Effekte, d. h. die Auswirkungen der eigentlichen Anleihekäufe auf die Preise finanzieller Vermögenswerte, an Bedeutung.

Der deutlichste Ankündigungseffekt war bei der Einführung des Programms am 18. März 2020 zu beobachten; danach verringerten sich die Staatsanleiherenditen stärker, als dies erfahrungsgemäß in einem stressfreien Finanzmarktumfeld zu erwarten gewesen wäre. Im Zusammenhang mit dem

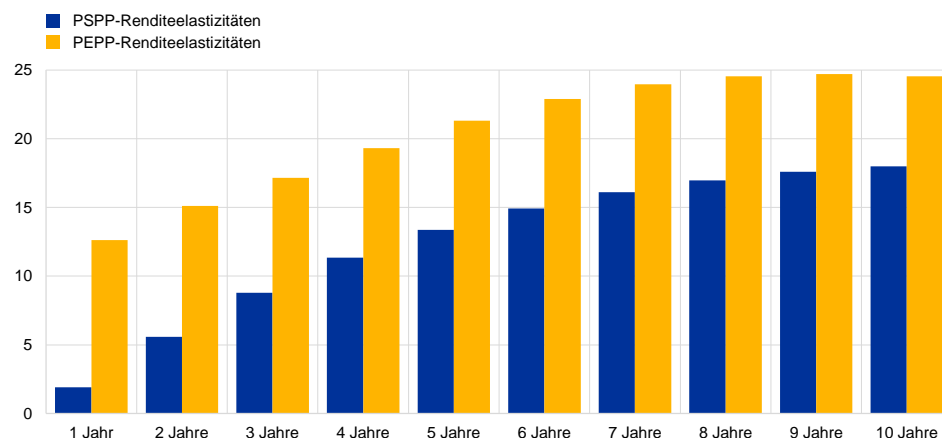
PEPP erfolgten insgesamt drei wichtige Bekanntgaben: zur Einführung des Programms am 18. März 2020 sowie zu den beiden Ausweitungen des Gesamtumfangs im Juni und Dezember 2020 (siehe Abschnitt 4, Abbildung 3). Der ursprünglichen Programmankündigung kam hierbei die größte Bedeutung zu, denn durch sie wurde der Gesamtumfang des Wertpapierankaufprogramms am meisten ausgeweitet und das Programm selbst eingeführt. Zudem kam die Ankündigung seinerzeit für die Finanzmarktteilnehmer mehrheitlich unerwartet. Anhand einer Ereignisstudie, die die Marktpreisbewegungen in einem engen Zeitfenster betrachtet, lässt sich die Stärke des jeweiligen Ankündigungseffekts bemessen. Abbildung 9 zeigt die modellimpliziten Elastizitäten der PEPP-Ankäufe (gelbe Balken) und der Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP; blaue Balken). Die Elastizitäten geben an, wie sich die Renditen von Staatsanleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten bei einer Ausweitung des Anleihebestands des Eurosystems um ein bestimmtes geplantes Volumen verändern. Während sich in den PSPP-Elastizitäten die Erfahrungen aus dem gesamten PSPP widerspiegeln, zeigen die Elastizitäten des PEPP lediglich die Renditereaktionen zum Zeitpunkt seiner Ankündigung. Die impliziten PEPP-Elastizitäten sind dabei nicht nur mit Blick auf ihre absolute Höhe signifikant, sie sind auch deutlich höher als die des PSPP. Die geschätzten PSPP-Elastizitäten bilden die überwiegend durch ruhige Phasen gekennzeichneten Finanzmarktverhältnisse während der gesamten Nettoankaufphase des Programms ab. Bei Ankündigung des PEPP hingegen standen die Märkte unter erheblichem Stress, der letztendlich zur Einführung des Pandemie-Notfallankaufprogramms führte. Der Unterschied zwischen den beiden Elastizitäten könnte somit als Bestätigung gewertet werden, dass sich geldpolitische Maßnahmen, die die ansonsten von den Anlegern getragenen Risiken absorbieren, tendenziell besser eignen, um in einer angespannten Marktsituation einem unverhältnismäßigen Anstieg der Risikoprämien entgegenzuwirken.²⁵

²⁵ Siehe auch J. Costain, G. Nuño und C. Thomas, [The term structure of interest rates in a heterogeneous monetary union](#), Documentos de Trabajo, Nr. 2223, Banco de España, 2022. Darin wird festgestellt, dass sich die Renditenentwicklung nach der Bekanntgabe des PEPP maßgeblich mit der Extraktion der Ausfallrisikoprämien erklären lässt, vor allem im Fall der anfälligen Euro-Länder.

Abbildung 9

Renditeelastizitäten der im Rahmen des PSPP und PEPP angekauften Staatsanleihen (nach Restlaufzeit)

(in Basispunkten je 500 Mrd € an angekauften Staatsanleihen)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die PSPP-Renditeelastizitäten basieren auf: F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. L. Vladu, *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2293, 2019. Das Modell liefert auf Grundlage der aktuellen und erwarteten Anleihebestände des Eurosystems eine Schätzung der Veränderungen der Staatsanleiherenditen. Die Schätzung erfolgt auf Basis der APP/PSPP-Evidenz. Die PEPP-Renditeelastizitäten werden mithilfe einer alternativen Variante desselben Modells berechnet, die so rekaliert wurde, dass die modellimpliziten Renditereaktionen auf die Ankündigung des PEPP am 18. März 2020 den Renditeänderungen entsprechen, die in dem Zweitageszeitraum ab diesem Datum tatsächlich verzeichnet wurden. Die Renditeelastizität gibt an, wie stark sich die BIP-gewichteten Renditen der Staatsanleihen der vier größten Euro-Länder in Reaktion auf Staatsanleihekäufe in Höhe von 500 Mrd € (ohne anschließende Wiederanlage der Tilgungsbeträge) in den zehn darauffolgenden Monaten veränderten.

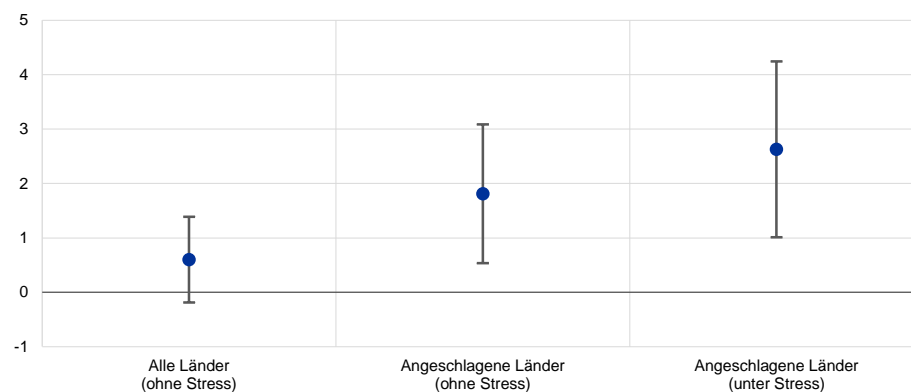
Die Flow-Effekte, die sich aus der Umsetzung des Pandemie-Notfallankaufprogramms ergaben, fielen in dem angespannten Marktumfeld, das die Anfangsphase des PEPP kennzeichnete, höher aus als in späteren Phasen des Programms. Dies ist das Ergebnis von Analysen zu verschiedenen EZB-Ankaufprogrammen. Darin werden die Kursänderungen von Staatsanleihen, die an einem gegebenen Tag der Umsetzungsphase gekauft wurden, mit den Kursänderungen von Anleihen verglichen, die nicht oder nur in geringem Maße erworben wurden. Im Rahmen des vorliegenden Aufsatzes wurden frühere Forschungsarbeiten aktualisiert und ausgeweitet, um die Flow-Effekte an den Staatsanleihemärkten sowohl im Zeitverlauf als auch in der Länderbetrachtung zu vergleichen und dabei zwischen finanziell angespannten und ruhigen Perioden zu unterscheiden.²⁶ Das erste Jahr der PSPP-Nettoankaufphase gilt als Richtwert für ein ruhiges Marktumfeld. Der Ankauf von Staatsanleihen wirkte sich selbst in einem Umfeld ohne Stress, wie dies in der Nettoankaufphase des PSPP zumeist der Fall war, statistisch signifikant und ökonomisch relevant auf die Staatsanleiherenditen aus (siehe Abbildung 10). Diese Effekte waren vor allem in den stärker

²⁶ Siehe R. De Santis und F. Holm-Hadulla, *Flow Effects of Central Bank Asset Purchases on Sovereign Bond Prices: Evidence from a Natural Experiment*, Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 52, Nr. 6, 2020, S. 1467-1491. Schätzungen zur Auswirkung der Ankäufe im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) unter den durch die Staatsschuldenkrise im Euroraum gegebenen Stressbedingungen finden sich in: F. Eser und B. Schwaab, *Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme*, Journal of Financial Economics, Bd. 119, Nr. 1, 2016, S. 147-167; E. Ghysels, J. Idier, S. Manganelli und O. Vergote, *A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme*, Journal of the European Economic Association, Bd. 15, S. 218-243; M. De Pooter, R. F. Martin und S. Pruitt, *The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Bd. 53, Nr. 1, 2018, S. 243-268.

angeschlagenen Ländern zu beobachten. In der Stressphase von März bis Juni 2020 verstärkten sich die Flow-Effekte allerdings erheblich. Eine Analyse des CBPP3, das Bestandteil des APP ist und parallel zum PSPP durchgeführt wurde, lässt ähnliche Schlussfolgerungen für die Programme zum Ankauf von Wertpapieren des privaten Sektors zu.²⁷ Die geschätzten Flow-Effekte, die sich in der CBPP3-Nettoankaufphase ergaben, waren in den Phasen mit stärkeren Marktspannungen (näherungsweise bestimmt anhand des Anstiegs der Renditeabstände von Staatsanleihen) deutlich höher (siehe Abbildung 11). Dies legt nahe, dass auch der Erwerb von Anleihen des privaten Sektors durch die Zentralbanken dann besonders wirkungsvoll ist, wenn Risiken für die geldpolitische Transmission bestehen. Im Einklang mit der für den Ankündigungseffekt festgestellten Evidenz lassen die Schätzungen daher vermuten, dass die eigentliche Umsetzung der Ankaufprogramme die Anleihekurse in Phasen von Marktstress wirksamer stützen kann.²⁸

Abbildung 10
Flow-Effekte auf die täglichen Renditen von Staatsanleihen

(Renditeänderung bei Anstieg des Ankaufvolumens um 1 Prozentpunkt im Verhältnis zu den Beständen; in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Effekte wurden mittels Regression der täglichen Renditen einzelner Staatsanleihen auf die EZB-Ankäufe dieser Wertpapiere – skaliert mit dem jeweiligen ausstehendem Volumen – unter Einbeziehung eines vollständigen Satzes an Wertpapiereffekten und Day-Fixed Effects geschätzt. Die Ankaufvolumina werden mittels der im PSPP und PEPP vorgesehenen Blackout-Perioden instrumentiert (siehe R. De Santis und F. Holm-Hadulla, 2020, a. a. O.). Die blauen Punkte stellen die Punktschätzungen dar, die Antennen zeigen die Konfidenzintervalle von 95 %.

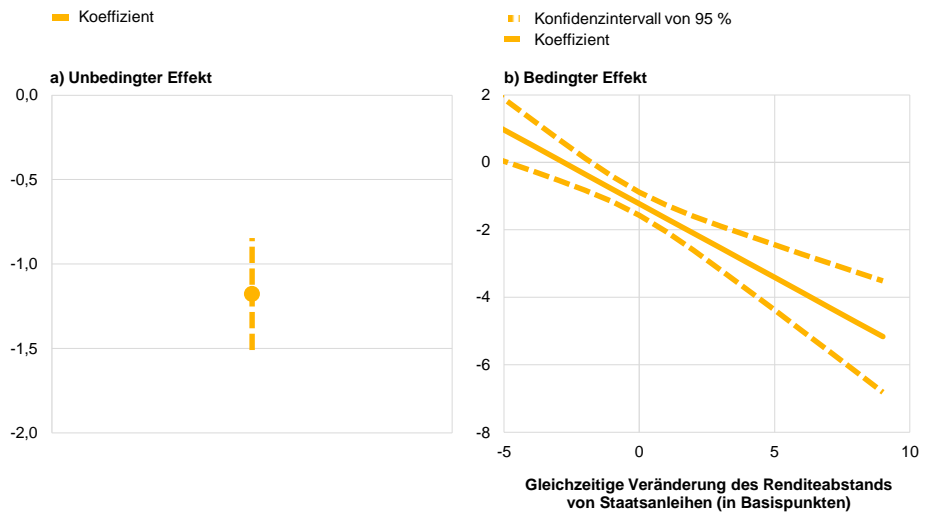
²⁷ Die Autoren danken Jasper Knyphausen für seinen Beitrag zu dieser Analyse.

²⁸ Siehe M. Bernardini und A. De Nicola, [The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the COVID-19 crisis](#), Temi di discussione, Nr. 1310, Banca d'Italia, 2020. Aus der Studie geht hervor, dass die von der Banca d'Italia während der Coronakrise getätigten direkten Staatsanleihekäufe dazu führten, dass die Renditen im Laufe eines Handelstags unmittelbar und dauerhaft zurückgingen, wodurch sich die Marktliquidität – insbesondere bei erhöhtem Marktstress – verbesserte. Allgemeinere Erörterungen finden sich in: A. Bailey, J. Bridges, R. Harrison, J. Jones und A. Mankodi, [The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future](#), Staff Working Paper der Bank of England, Nr. 899, 2020; A. Cúrdia und M. Woodford, [The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 58, Nr. 1, 2011, S. 54-79.

Abbildung 11

Renditeeffekt des Ankaufs von Wertpapieren des privaten Sektors am Beispiel von gedeckten Schuldverschreibungen

(in Basispunkten je erworbenem Prozentpunkt des ausstehenden Volumens der umlaufenden gedeckten Schuldverschreibungen)



Geldpolitischer Kurs

Das PEPP hatte sowohl durch seine Ankündigung als auch durch seine Umsetzung eine stabilisierende Wirkung auf die Finanzmärkte und trug dazu bei, die negativen Folgen der Pandemie auf die projizierte Inflationentwicklung zu bekämpfen.

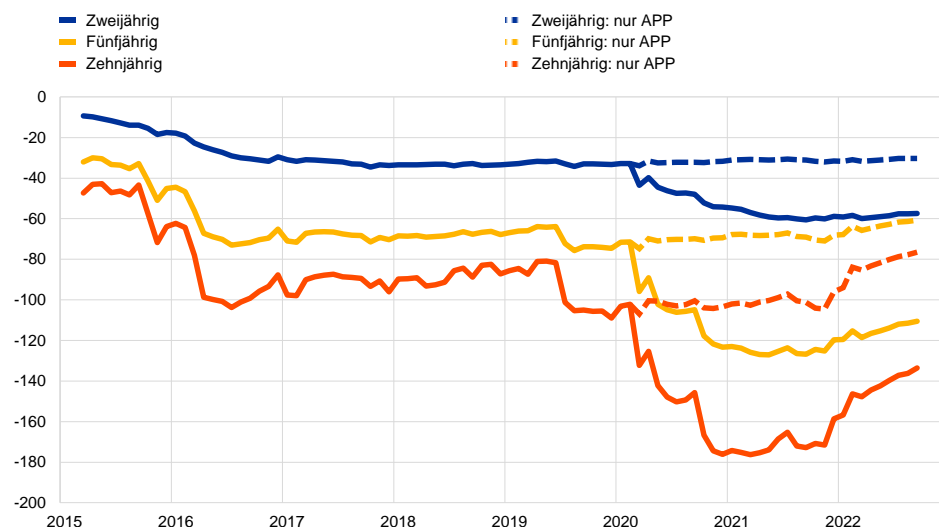
Durch den im Rahmen des APP erworbenen Anleihebestand hatten sich die Renditen zehnjähriger Anleihen in den vier größten Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets bereits vor der Ankündigung des PEPP um rund 100 Basispunkte verringert (siehe Abbildung 12).²⁹ Aus dem PEPP ergab sich bis zum Ende der Nettoankaufphase ein zusätzlicher Rückgang um schätzungsweise 60 Basispunkte. Das PEPP ermöglichte somit eine deutliche Lockerung der Finanzierungsbedingungen zu einem Zeitpunkt, als der Spielraum für eine weitere Akkommodierung über die EZB-Leitzinsen aufgrund von deren Nähe zur faktischen Zinsuntergrenze eingeschränkt war.

²⁹ In Abbildung 12 ist unter „Laufzeitprämie“ der Anteil der betrachteten Staatsanleiherenditen (gewichteter Durchschnitt der Renditen in Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien) zu verstehen, der sich nicht mit den aktuellen oder künftigen kurzfristigen Zinserwartungen erklären lässt. Eine genaue Aufschlüsselung, wie sich die Anleihekäufe auf die Zinserwartungen, die Laufzeitprämien im engeren Sinne (die nur das Durationsrisiko abbilden), die erwartete Ausfallentschädigung und die Kreditrisikoprämien auswirken, findet sich in: J. Costain et al., 2022, a. a. O.

Abbildung 12

Zeitreihenschätzungen der Auswirkungen des APP und des PEPP auf die Laufzeitprämien von Staatsanleihen

(in Basispunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Auswirkungen des APP werden anhand eines arbitragefreien affinen Zinsstrukturmodells mit einem Mengenfaktor geschätzt (siehe F. Eser et al, 2019, a. a. O.). Die Auswirkungen des PEPP werden als Durchschnitt der geschätzten Auswirkungen anhand desselben Modells sowie einer alternativen Variante des Modells ermittelt, die so rekaliert wurde, dass die modellimpliziten Renditereaktionen auf die Ankündigung des PEPP am 18. März 2020 den Renditeveränderungen entsprechen, die in dem Zweitageszeitraum ab diesem Datum beobachtet wurden. Die Schätzungen basieren auf den BIP-gewichteten Durchschnittsrenditen von Nullkuponanleihen der vier größten Volkswirtschaften des Euroraums (Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

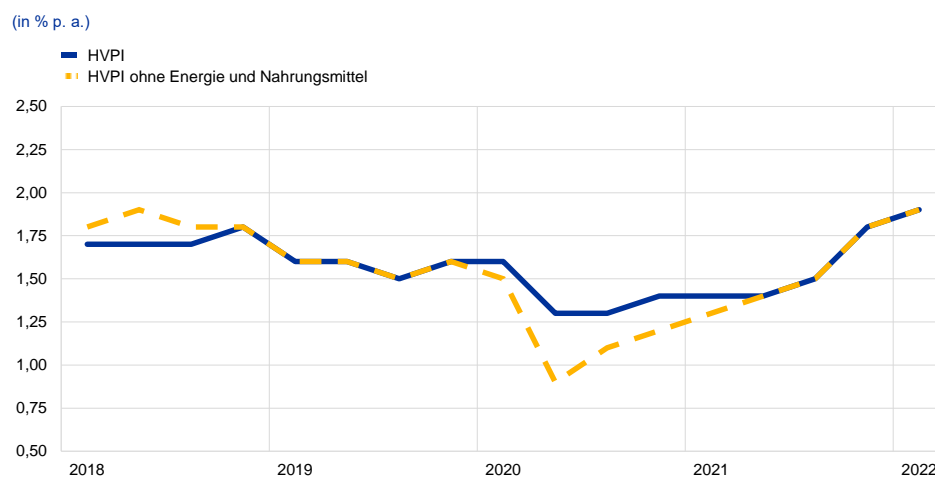
Zusammen mit den übrigen coronabedingten Maßnahmen der EZB trug das PEPP erfolgreich dazu bei, die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie zu begrenzen. Im Verlauf der Pandemie war in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen eine deutliche Verringerung der Inflationsraten zum Ende des jeweiligen Projektionszeitraums festzustellen. Danach erholten sich die Inflationsraten wieder und näherten sich dem mittelfristigen Ziel des EZB-Rats von 2 % an (siehe Abbildung 13), das sie letztlich überstiegen. Die akkommodierende Wirkung des PEPP auf die Entwicklung der Inflationsaussichten lässt sich allerdings nur mithilfe eines kontrafaktischen Szenarios schätzen. Eine Gegenüberstellung mit einem kontrafaktischen modellbasierten Szenario, in dem die EZB ihren geldpolitischen Kurs unverändert belässt, ergibt, dass sich der Beitrag des PEPP und anderer pandemiebedingter Maßnahmen zum Wirtschaftswachstum im Euroraum von 2020 bis 2023 auf insgesamt 1,8 Prozentpunkte beläuft (siehe Abbildung 1). Die Inflation, für die zum Zeitpunkt der Beschlüsse weiterhin ein Wert unter dem mittelfristigen Ziel der EZB projiziert wurde, wäre im kontrafaktischen Szenario im genannten Zeitraum um insgesamt 1,2 Prozentpunkte niedriger ausgefallen.³⁰ Bei diesen Zahlen dürfte es sich um eine konservative Schätzung der tatsächlichen Auswirkungen des PEPP und anderer geldpolitischer Maßnahmen während der Pandemie handeln, denn die quantitativen Kalibrierungen der zugrunde liegenden Modelle beruhen zumeist auf Beobachtungen aus Zeiträumen ohne

³⁰ Diese Schätzungen beziehen sich ausschließlich auf die geldpolitischen Maßnahmen, die als Reaktion auf die Pandemie ergriffen wurden. Die Auswirkungen der geldpolitischen Normalisierung, die seit Kurzem zu beobachten ist, bleiben unberücksichtigt.

Stress. Wie in diesem Abschnitt bereits erörtert, gibt es stichhaltige Belege dafür, dass geldpolitische Maßnahmen in einem finanziell angespannten Umfeld, wie es zu Pandemiebeginn vorlag, eine stärkere Wirkung entfalten. Darüber hinaus wirkte die Ankündigung des PEPP wie eine Art „Überlastungsschutz“: Sie unterbrach die destabilisierende Entwicklung im Frühjahr 2020 und trug insbesondere zur Verminderung des Risikos von Extremereignissen bei. Ein auf Quantilsregressionen basierender Ansatz deutet darauf hin, dass Verschärfungen der Finanzierungsbedingungen das Produktionswachstum in konjunkturellen Abschwungphasen deutlich stärker beeinträchtigen können. Die Lockerungsmaßnahmen der EZB waren demnach besonders wichtig, um die Wirtschaft in der schweren Rezession des ersten Jahres der Pandemie zu stabilisieren (siehe Abbildung 15).³¹

Abbildung 13

Projektionen für die HVPI-Inflation und die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel zum Ende des Projektionszeitraums



Quellen: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben stammen aus den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März 2022.

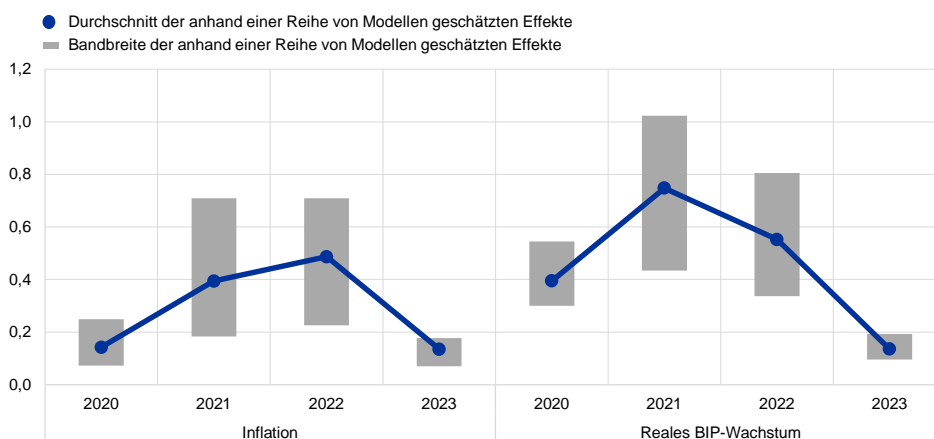
³¹ Siehe [P. R. Lane](#), 2022, a. a. O.

Abbildung 14

Geschätzter Effekt der geldpolitischen Beschlüsse der EZB auf die Inflation und Konjunktur von März bis Dezember 2020

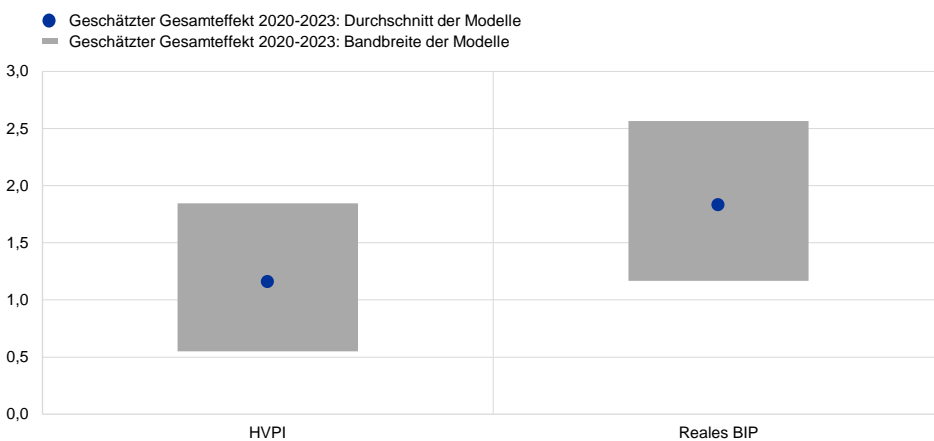
a) Geschätzter Effekt pro Jahr

(in Prozentpunkten)



b) Geschätzter Gesamteffekt im Zeitraum von 2020 bis 2023

(in Prozentpunkten)



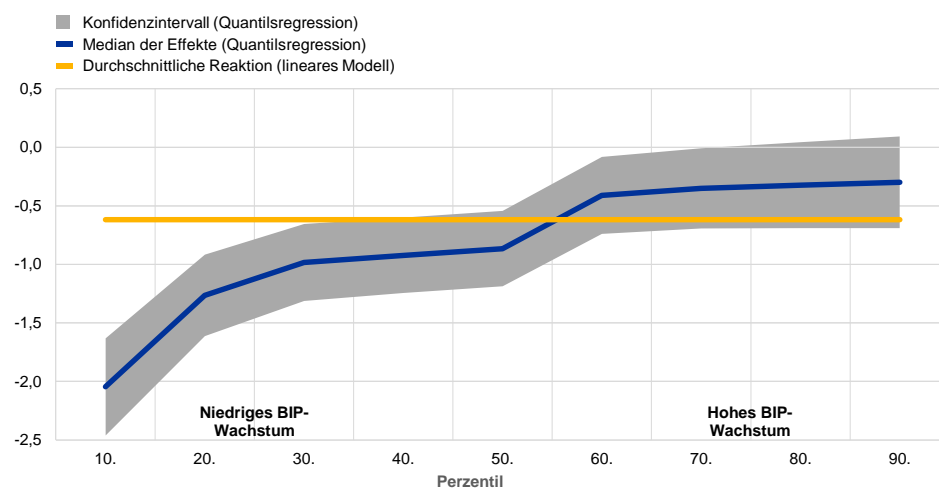
Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der geschätzte Effekt wird als Durchschnitt der folgenden Modelle ermittelt, die vom Eurosystem für Simulationsrechnungen verwendet werden: eines bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (siehe M. Rostagno et al., 2020, a. a. O.), des neuen Euroraum-Modells (NAWM-II; siehe G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt und A. Warne, [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2200, 2018; im Dezember 2019 aktualisiert) und des BASE-Modells 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).

Abbildung 15

Auswirkungen der verschärften Finanzierungsbedingungen auf das Wachstum des realen BIP in unterschiedlichen Quantilen der Verteilung

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Auswirkungen eines Anstiegs des zusammengesetzten Indikators der EZB für systemischen Stress (CISS) um eine Standardabweichung auf die Jahreswachstumsrate des BIP im Euroraum in einem Jahr, aufgeschlüsselt nach BIP-Dezilen. Die Schätzungen beruhen auf Quantilsregressionen der Wachstumsrate des BIP in einem Jahr auf den CISS-Index. Die Schätzung wurde für den Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2021 auf Basis monatlicher Beobachtungen durchgeführt. Bei dem schattierten Bereich handelt es sich um das Konfidenzintervall von 64 % für die Schätzungen der Koeffizienten. Die Schätzung des linearen Modells beruht auf der Methode der kleinsten Quadrate.

Das PEPP hat zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung im Euroraum während der Pandemie beigetragen, und etwaige unbeabsichtigte Effekte dürften sich in Grenzen halten. Die Geldpolitik kann die Preise nur indirekt über die Konjunktur beeinflussen. Somit wirken sich alle geldpolitischen Maßnahmen in unterschiedlicher Form direkt oder indirekt auf die Wirtschaftslage aus. In seinen Beratungen prüft der EZB-Rat daher, ob der Nutzen seiner geldpolitischen Maßnahmen die Kosten überwiegt.³² Im Fall des PEPP wird hierbei auch genau geprüft, welche unbeabsichtigten Wirkungen die umfangreichen Wertpapierankäufe auf die einzelnen Wirtschaftssektoren haben könnten. Erstens haben Wertpapierankäufe unterschiedliche, teils gegenläufige Effekte auf die privaten Haushalte. Für Haushalte, die Kredite aufnehmen oder Ersparnisse bilden, verringern sich die längerfristigen Zinssätze tendenziell. Die Wertpapierankäufe stützen zudem die Einkommen der Privathaushalte und damit schlussendlich auch die Gesamtwirtschaft, da Beschäftigung und Löhne steigen und sich positive Vermögenseffekte einstellen. Allerdings können diese Programme auch potenzielle Verteilungseffekte nach sich ziehen. Während die Wirkung auf Beschäftigung und Löhne positiv ist und die Einkommensungleichheit insgesamt tendenziell sinkt, lässt sich in Bezug auf die Entwicklung der Vermögensungleichheit keine einheitliche Aussage treffen. Zweitens konnten dank der günstigen Finanzierungsbedingungen für Nichtfinanzunternehmen und der staatlichen Subventionen einige Firmen überleben, die ihren Betrieb ansonsten hätten einstellen müssen. Dass es im Wesentlichen angemessen war, den Fortbestand von Unternehmen so umfangreich

³² Erörterungen zur Einschätzung des EZB-Rats in Bezug auf die Verhältnismäßigkeit des PEPP bei der Erreichung seiner vorgegebenen Ziele finden sich unter anderem in: I. Schnabel, [Erforderlich, geeignet, verhältnismäßig](#), Der EZB-Blog, 28. Juni 2020, sowie in [P. R. Lane, 2022](#), a. a. O.

zu unterstützen, wird allerdings durch die Tatsache bekräftigt, dass das BIP bereits Ende 2021 wieder sein Vorpandemieniveau erreichte. Drittens hatten die Wertpapierankäufe einen unmittelbaren Einfluss auf die Ertragslage der Banken. Bei einer umfassenden Bewertung der Auswirkungen auf den Bankensektor muss aber berücksichtigt werden, dass die akkommodierende Geldpolitik in der Pandemie auch die gesamtwirtschaftlichen Aussichten verbesserte. Viertens stützte das PEPP die Funktionsfähigkeit der Märkte, vor allem zu Pandemiebeginn Anfang 2020. Jedoch könnten die Wertpapierkäufe bisweilen die Liquidität in einigen kleineren Marktsegmenten verringert haben, wobei dieser Effekt durch entsprechende vorsorgliche Maßnahmen wie Wertpapierleihgeschäfte abgemildert wurde. Die Wirkung der Wertpapierkäufe auf die Immobilien- und Finanzmärkte wird ebenfalls genau beobachtet. Als der EZB-Rat im Dezember 2021 ankündigte, die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP einzustellen, betonte er, dass sich einige mittelfristige Anfälligkeiten verstärkt hätten. In seiner letzten Beurteilung der Wechselbeziehung zwischen den geldpolitischen Maßnahmen und der Finanzstabilität im Juni 2022 stellte er zudem fest, dass sich die Rahmenbedingungen für die Finanzstabilität verschlechtert hätten. Gleichwohl ist weiterhin in erster Linie die makroprudenzielle Politik gefordert, um Finanzstabilität zu gewährleisten und mittelfristigen Anfälligkeiten entgegenzuwirken. Fünftens beeinflusste das PEPP auch die Durchführung der Finanzpolitik. Hier haben die Erfahrungen in der Pandemie gezeigt, dass sich Regierungen und Zentralbanken bei der Bekämpfung schwerer Schocks effektiv ergänzen können, wenn sie zeitgleich, ambitioniert und gleichgerichtet im Rahmen ihrer jeweiligen Verantwortlichkeiten und Mandate handeln. Das vorrangige Mandat der EZB, Preisstabilität zu gewährleisten, ist indes unstrittig. Offensichtlich hatte das PEPP insgesamt nur sehr begrenzte unbeabsichtigte Effekte auf private Haushalte, Nichtfinanzunternehmen und das Finanzsystem. Vielmehr dürfte es die Wirksamkeit der finanzpolitischen Reaktion auf die Coronakrise verstärkt haben.³³

³³ Siehe auch [P. R. Lane, 2022](#), a. a. O.

2 Lohnentwicklung und die maßgeblichen Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie

Katalin Bodnár, Eduardo Gonçalves, Lucyna Górnicka und Gerrit Koester

1 Einleitung

Die Corona-Pandemie (Covid-19) hat die Arbeitsmärkte und die Indikatoren für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet stark beeinflusst. Im Zuge des Ausbruchs der Pandemie sank die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden so stark wie nie zuvor. Die weitverbreitete Einführung von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen zur Eindämmung der pandemiebedingten Auswirkungen trug dazu bei, dass die Beschäftigungsverluste – insbesondere im Vergleich zum Rückgang des BIP – moderat blieben. Zudem wirkten sich die eingeführten Programme auf die Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts aus. Die Eindämmungsmaßnahmen und die pandemiebedingten Verschiebungen von Angebot und Nachfrage bei Waren und Dienstleistungen führten überdies dazu, dass sich Beschäftigung und Löhne von Sektor zu Sektor heterogener entwickelten. Geprägt war die Entwicklung des Lohnwachstums in jüngerer Vergangenheit durch die nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft außergewöhnlich starke Konjunkturerholung und den Einmarsch Russlands in die Ukraine. Die beiden Faktoren trugen zu einem beispiellosen Anstieg der Verbraucherpreise bei. Zugleich ging das Verbrauchervertrauen im Euroraum nach dem Einmarsch in die Ukraine abrupt zurück, während die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten zunahm. Die Messung des zugrunde liegenden Lohndrucks und die Beurteilung der Aussichten für das Lohnwachstum gestalten sich wegen des Zusammenspiels dieser Faktoren äußerst schwierig. Erschwerend kommt hinzu, dass die im Rahmen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung geleisteten staatlichen Stützungsmaßnahmen statistisch unterschiedlich erfasst werden.

Seit Beginn der Pandemie haben sich die Indikatoren für das Lohnwachstum, bedingt unter anderem durch die Auswirkungen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung, äußerst volatil entwickelt, was die Beurteilung der Lohnentwicklung erschwert. Pandemiebedingt hohe Schwankungen der geleisteten Arbeitsstunden und – in deutlich geringerem Maße – auch der Beschäftigung haben zu volatileren Jahreswachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde geführt, welche in der Regel die wichtigsten Indikatoren sind, die zur Messung des Lohnwachstums im Euroraum herangezogen werden.¹ Die Arbeitsplatzsicherungsprogramme, die von den Regierungen zur Vermeidung umfangreicher Arbeitsplatzverluste eingeführt wurden, haben sich auf die

¹ Siehe hierzu auch C. Nickel, E. Bobeica, G. Koester, E. Lis und M. Porqueddu (Hrsg.), [Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 232, 2019, überarbeitet 2020.

Beschäftigung und die geleisteten Arbeitsstunden unterschiedlich ausgewirkt. Dadurch entstand eine Divergenz zwischen dem Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und jenem des Arbeitnehmerentgelts je Stunde. Aufgrund der unterschiedlichen statistischen Erfassung dieser staatlichen Stützungsmaßnahmen gestaltet es sich überdies schwierig, die Lohnentwicklung in den Staaten des Euroraums miteinander zu vergleichen.

In diesem ungewöhnlichen wirtschaftlichen Umfeld sind empirische Standardmodelle für die Analyse der Lohnentwicklung im Euroraum nur begrenzt hilfreich. Normalerweise lässt sich die Lohnentwicklung anhand empirischer Regelmäßigkeiten beurteilen. Hierzu wird die Phillips-Kurve herangezogen, die den Zusammenhang zwischen dem Lohnwachstum einerseits und der Unterauslastung der Wirtschaft oder Arbeitsmärkte, der zurückliegenden und/oder erwarteten Inflation und der Produktivität andererseits abbildet. Während der Pandemie entwickelten sich die Indikatoren für das Lohnwachstum wie auch die Indikatoren für die Unterauslastung der Wirtschaft und Arbeitsmärkte allerdings stark abweichend von den historischen Regelmäßigkeiten, sodass die aus den üblichen empirischen Modellen gewonnenen Ergebnisse schwerer zu interpretieren sind.² Dadurch ist die Beurteilung des zugrunde liegenden Lohndrucks deutlich schwieriger geworden. Daher werden eingehende Analysen benötigt, inwieweit sich die Pandemie auf verschiedene Indikatoren für das Lohnwachstum ausgewirkt hat.

Im vorliegenden Aufsatz werden die Lohnentwicklung und ihre seit Pandemiebeginn maßgeblichen Einflussfaktoren betrachtet. Zunächst wird untersucht, wie sich zahlreiche Lohnmessgrößen für den Euroraum seit Ausbruch der Pandemie entwickelt haben und inwieweit diese Messgrößen einen Lohndruck signalisieren können. Ergänzt wird die Analyse durch Ansätze, mittels derer sich das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde um die von den Arbeitsplatzsicherungsprogrammen ausgehenden Folgen bereinigen lässt. Anschließend folgt eine sektorale Betrachtung der Lohnentwicklung. Diese zeigt, wie unterschiedlich sich die Pandemie auf die Lohnentwicklung in den einzelnen Wirtschaftssektoren ausgewirkt hat. Anhand der Entwicklung der Verbraucher- und Erzeugerlöhne in der Gesamtwirtschaft und in deren wichtigsten Sektoren werden schließlich die Auswirkungen der Inflation auf das Lohnwachstum im Euroraum erörtert.

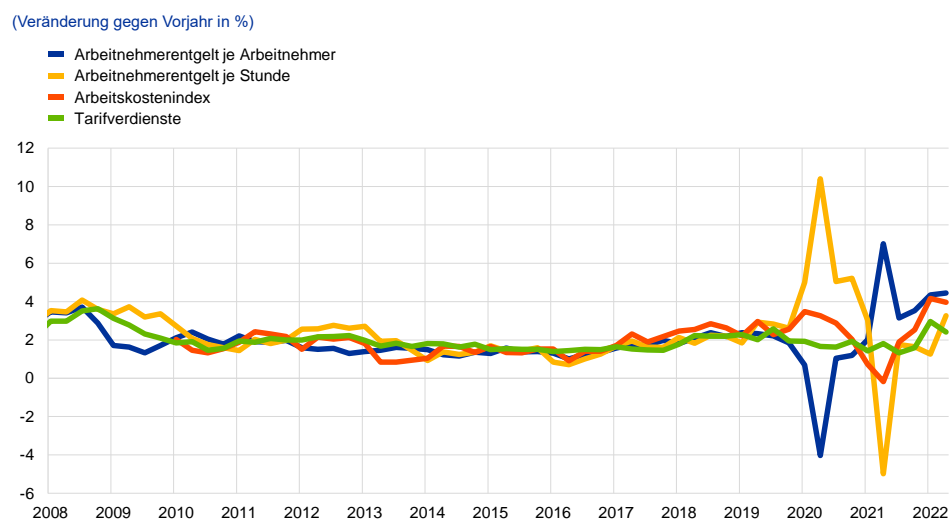
2 Entwicklung des Lohnwachstums im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Pandemie und Messung des zugrunde liegenden Lohndrucks

Die Pandemie hat zu einer ungewöhnlichen Diskrepanz zwischen den Messgrößen für das Lohnwachstum im Euroraum geführt (siehe Abbildung 1). Ein wichtiger Indikator für die Messung des Lohnwachstums im Eurogebiet ist die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Sie spiegelt die

² Siehe beispielsweise E. Bobeica und B. Hartwig, [The COVID-19 shock and challenges for time series models](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2558, 2021; M. Lenza und G. E. Primiceri, [How to estimate a VAR after March 2020](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2461, 2020.

vom Arbeitgeber durchschnittlich je Arbeitnehmer zu tragenden Arbeitskosten wider, die Löhne, Gehälter und Sozialbeiträge der Arbeitgeber umfassen. Mit Beginn der Pandemie und über weite Strecken des Jahres 2020 ging das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer deutlich zurück, während die Indikatoren für das Lohnwachstum je geleisteter Arbeitsstunde – wie etwa das Arbeitnehmerentgelt je Stunde und der Arbeitskostenindex von Eurostat – anstiegen.³ Aufgrund von Basiseffekten blieben diese Indikatoren auch 2021 volatil. Einen starken Einfluss darauf haben statistische Faktoren, die mit der Pandemie und der Inanspruchnahme der Programme zur Arbeitsplatzsicherung zusammenhängen. Sie haben den Informationsgehalt des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde während dieser Zeit verzerrt. Der von der EZB erstellte Indikator der Tarifverdienste, der die Ergebnisse der Tarifverhandlungen abbildet, blieb hingegen von 2020 bis 2021 relativ stabil. Auch wenn sich die Unterschiede bei den Wachstumsraten der verschiedenen Lohnmessgrößen im Zeitverlauf verringert haben, sind sie nach wie vor beträchtlich. So stiegen die Indikatoren für das jährliche Lohnwachstum im zweiten Quartal 2022 zwischen 2,4 % (Tarifverdienste) und 4,5 % (Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer).

Abbildung 1
Messgrößen des Lohnwachstums im Euroraum



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

Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer verringerte sich während der Pandemie deutlich, was maßgeblich den Programmen zur Arbeitsplatzsicherung zuzuschreiben war (siehe Abbildung 2). Zu Beginn der Pandemie sank der Arbeitseinsatz insgesamt – vor allem bedingt durch den Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer – erheblich, und zwar um

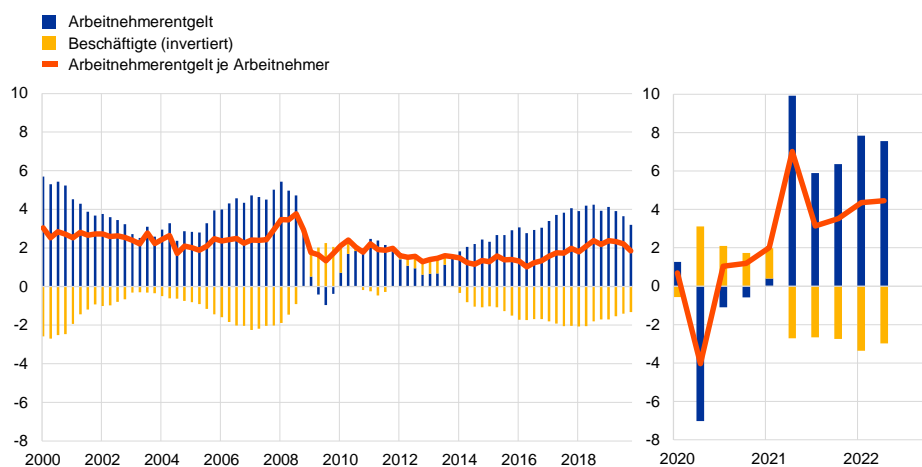
³ Der Arbeitskostenindex misst die Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Stunde einschließlich der arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge und Steueraufwendungen abzüglich der den Arbeitgebern gewährten Subventionen.

rund 16 %.⁴ Angesichts des niedrigeren Nenners stiegen die Messgrößen des Arbeitnehmerentgelts je Stunde in der Folge signifikant an. Das gesamte Arbeitnehmerentgelt verringerte sich indes im zweiten Quartal 2020 um 7,0 % gegenüber dem Vorjahr, da die Programme zur Arbeitsplatzsicherung die Beschäftigungsverluste abfederten und die Regierungen einen Teil des Lohnrückgangs über Transferleistungen ausglich. Wenngleich die Arbeitsplatzsicherungsprogramme größere Arbeitsplatzverluste verhinderten, nahm die Beschäftigtenzahl dennoch ab, was dem Rückgang des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer etwas entgegenwirkte.⁵ Folglich sank das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im zweiten Quartal 2020 um 4,0 % gegenüber dem Vorjahr und verzeichnete die niedrigste Jahreswachstumsrate in einem Quartal seit 1999. Im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft erholten sich 2021 sowohl die Arbeitnehmerentgelte als auch die Beschäftigtenzahlen, und das Vorzeichen der Wachstumsbeiträge der beiden Größen zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer kehrte sich um. Dabei implizierten Basiseffekte einen kräftigen Anstieg des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, das dadurch nach wie vor verzerrt wird.

Abbildung 2

Zerlegung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach Arbeitnehmerentgelt und Beschäftigtenzahl

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Im Gefolge der pandemiebedingten Stützungsmaßnahmen entstand eine große Divergenz zwischen dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem Arbeitnehmerentgelt je Stunde. Während sich das Arbeitnehmerentgelt je

⁴ Die geleisteten Gesamtarbeitsstunden der Angestellten sanken im zweiten Quartal 2020 um 15,8 % gegenüber dem Vorjahr. Im selben Zeitraum verringerte sich die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden aller Arbeitnehmer (d. h. Angestellte und Selbstständige) um 17,3 %. Siehe auch EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

⁵ Ein positiver Beitrag sinkender Beschäftigtenzahlen zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist für Rezessionen typisch und war auch während der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise in einigen Euro-Ländern zu beobachten. Zum Teil ist dies auf Kompositionseffekte zurückzuführen, da während einer Rezession Arbeitnehmer im Niedriglohnbereich im Allgemeinen als erste entlassen werden.

Arbeitnehmer im zweiten Quartal 2020 deutlich verringerte, erhöhte sich das Arbeitnehmerentgelt je Stunde außergewöhnlich stark um 10,4 %. Im dritten Quartal verkleinerte sich die Divergenz der Wachstumsraten zwischen den beiden Indikatoren, nahm im Jahr 2021 – unter anderem aufgrund von Basiseffekten aus 2020 – aber wieder zu (siehe Abbildung 1).⁶ Die durch die Arbeitsplatzsicherungsprogramme verursachte Volatilität der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer trug maßgeblich zu dieser Divergenz bei. Die Programme sicherten den Arbeitnehmern ihren Beschäftigungsstatus, sie bedeuteten aber auch ein geringeres Entgelt. Folglich sank das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. Da die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden jedoch deutlich stärker zurückging als das Entgelt, erhöhte sich das Arbeitnehmerentgelt je Stunde (siehe Abbildung 3).⁷ Auch die statistische Erfassung der staatlichen Stützungsmaßnahmen im Rahmen der Arbeitsplatzsicherungsprogramme dürfte die Divergenz zwischen dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem Arbeitnehmerentgelt je Stunde beeinflusst haben. Während in einigen Ländern die staatlichen Maßnahmen als direkte Transferleistungen an die privaten Haushalte ausgezahlt und somit nicht als Arbeitnehmerentgelt erfasst wurden, wurden sie in anderen Ländern als Zuschüsse an die Arbeitgeber eingestuft und somit als Arbeitnehmerentgelt erfasst.⁸

⁶ Wird die durch Basiseffekte bedingte Volatilität außer Acht gelassen, so haben sich die vierteljährlichen Wachstumsraten der verschiedenen Lohnmessgrößen seit dem zweiten Halbjahr 2021 aneinander angeglichen und moderat entwickelt.

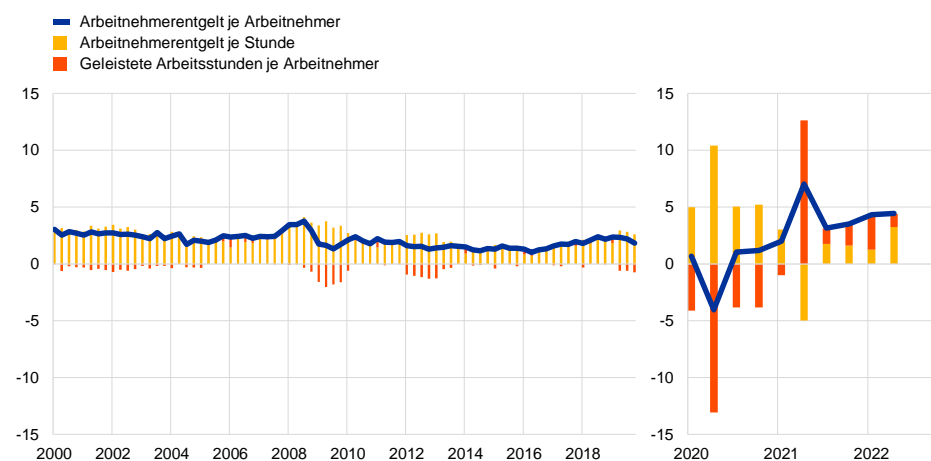
⁷ Siehe EZB, Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Stunde und je Arbeitnehmer seit Beginn der Covid-19-Pandemie, Kasten 3, in: [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

⁸ Siehe auch Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht, sowie EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020. Die starke negative Korrelation zwischen durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden und Arbeitnehmerentgelt je Stunde war auch typisch für die Rezession nach der globalen Finanzkrise. Damals wurden in einigen Ländern des Euroraums (wenn auch in deutlich geringerem Umfang als während der Pandemie) ebenfalls Arbeitsplatzsicherungsprogramme eingesetzt.

Abbildung 3

Zerlegung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde und durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Die pandemiebedingten Verzerrungen haben sich in den vergangenen Quartalen deutlich verringert, doch die Entwicklung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer steuert nach wie vor einen großen Beitrag zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei.

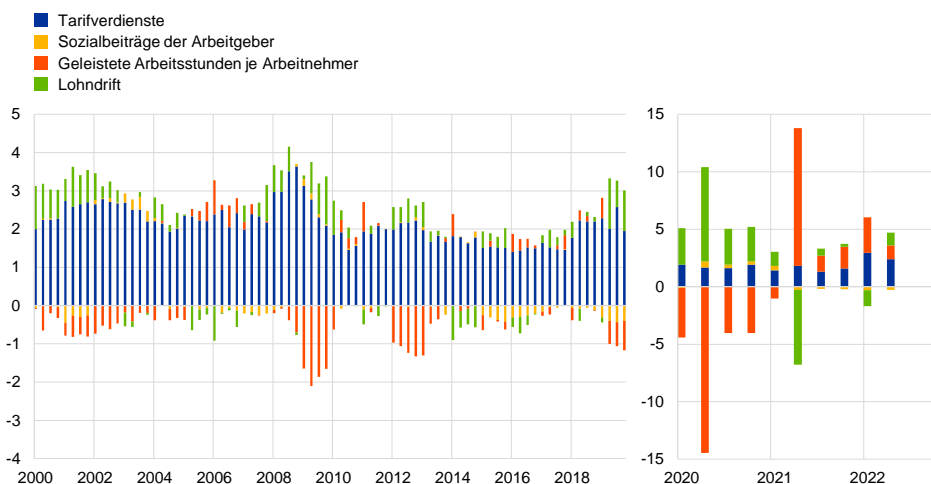
Der Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lässt sich in Tarifverdienste, Sozialbeiträge, geleistete Arbeitsstunden je Arbeitnehmer und die Lohndrift zerlegen. Eine solche Aufschlüsselung legt nahe, dass die Wirkung der pandemiebedingten Verzerrungen mit der Rücknahme der Arbeitsplatzsicherungsprogramme schwindet. Die Lohndrift, die seit Beginn der Pandemie weitgehend die an die Arbeitgeber gezahlten staatlichen Subventionen widerspiegelt, trug zwar entscheidend zur Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Jahr 2020 und im ersten Halbjahr 2021 bei.⁹ Ihre Bedeutung als Einflussfaktor hat sich seitdem jedoch verringert, und die Erholung der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer wie auch der in jüngerer Vergangenheit verzeichnete Anstieg der Tarifverdienste erklären zu einem Großteil das höhere Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer (siehe Abbildung 4).

⁹ Eine Erklärung zur Lohndrift findet sich in: EZB, [Aktuelle Entwicklung der Lohndrift im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2018, Dezember 2018.

Abbildung 4

Zerlegung des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und Bedeutung des Anstiegs der Tarifverdienste

(Beiträge zur prozentualen Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

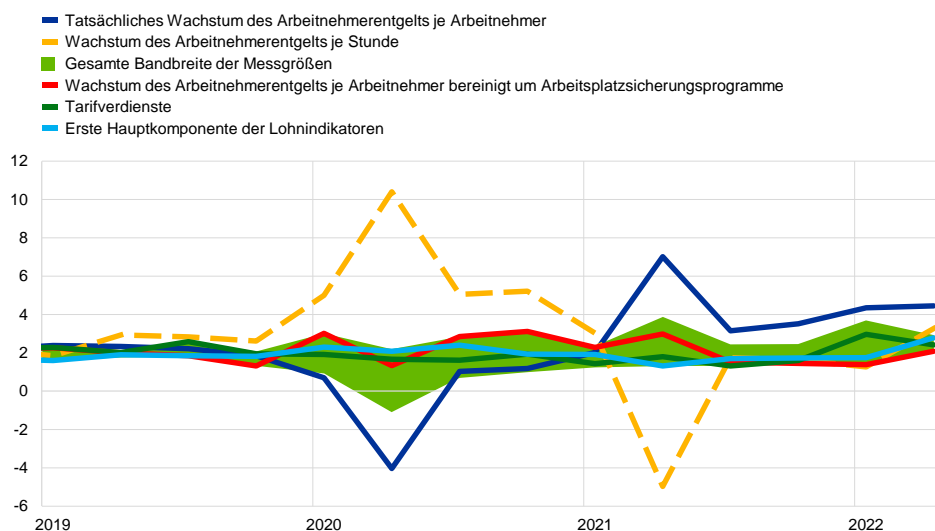
Eine Möglichkeit, die pandemiebedingten Verzerrungen der Lohnmessgrößen unberücksichtigt zu lassen, besteht darin, das um die Wirkung der Arbeitsplatzsicherungsprogramme bereinigte Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer zu schätzen. Allerdings ist eine solche Schätzung nicht einfach.

Ohne die Programme zur Arbeitsplatzsicherung wäre der Rückgang des BIP und des Gesamtarbeitseinsatzes zwar vermutlich ähnlich hoch ausgefallen. Doch die Beschäftigung und die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden wären wohl in einem anderen Umfang angepasst worden, was sich auf die Entgeltmessgrößen ausgewirkt hätte. Unter Zugrundelegung einiger Annahmen darüber, welchen Verlauf verschiedene Komponenten kontrafaktisch genommen hätten, lässt sich die Entwicklung der bereinigten Lohnmessgrößen schätzen. Auch eine Hauptkomponentenanalyse mit Indikatoren des Lohnwachstums und des Anstiegs der Tarifverdienste kann zur Beurteilung der zugrunde liegenden Lohnmessgrößen herangezogen werden. Abbildung 5 stellt die Bandbreite dieser unterschiedlichen Schätzungen anhand verschiedener Methoden dar. Insgesamt werden die Datenreihen mittels dieser Ansätze stärker geglättet, sodass die Schätzungen auf ein moderateres Lohnwachstum hindeuten als die klassischen Indikatoren. Zugleich veranschaulichen die Unterschiede zwischen den bereinigten Indikatoren die Unsicherheit bezüglich des zugrunde liegenden Lohnwachstums während der Pandemie.

Abbildung 5

Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und Schätzungen für das zugrunde liegende Lohnwachstum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bandbreite umfasst sechs Datenreihen: a) Anstieg der Tarifverdienste, b) Christiano-Fitzgerald-Filter (mit einer Bandbreite von 2 bis 32 Quartalen), c) Hodrick-Prescott-Filter mit $\lambda = 1\,600$, d) Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bereinigt um die Wirkung der Arbeitsplatzsicherungsprogramme auf Basis von Daten zu staatlichen Subventionen an Unternehmen sowie Informationen (einschließlich Schätzungen) über die Beschäftigtenzahl und die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden im Rahmen der Arbeitsplatzsicherungsprogramme, e) Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bereinigt um die Lohndrift, die auf dem vor der Pandemie bestehenden Zusammenhang zwischen der Lohndrift (der zyklischste Teil des Lohnwachstums) und Konjunkturindikatoren (BIP-Wachstum, Anstieg des Gesamtarbeitseinsatzes, Industrieproduktion und Arbeitslosenquote) beruht; die Bandbreite umfasst den Durchschnitt der Schätzungen anhand von zwölf Spezifikationen, und f) Hauptkomponente der verschiedenen Lohnmessgrößen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Der von der EZB erstellte Indikator der Tarifverdienste, der durch die Pandemie weniger stark verzerrt wurde als andere Indikatoren, blieb relativ stabil.

Das Wachstum der Tarifverdienste bildet das Ergebnis der Tarifverhandlungen für das für eine bestimmte Anzahl von Arbeitsstunden gezahlte Gehaltsniveau ab. Deshalb dürften sich die tatsächliche Entwicklung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden und die staatlichen Subventionen weniger stark auf den Anstieg der Tarifverdienste auswirken. Dieser schwächte sich 2020 und 2021 leicht ab, was auf die sich eintrübende Konjunktur und die erhöhte Unsicherheit in dieser Zeit zurückzuführen sein dürfte. Auch die hohe Zahl der Beschäftigten im Homeoffice sowie Zusatzzahlungen während der Pandemie (z. B. einmalige Unterstützungszahlungen fürs Homeoffice oder pandemiebedingte Sonderzahlungen) dürften die Lohnforderungen gering gehalten haben. Erst in den letzten Quartalen erhöhten sich die Tarifverdienste, wenn auch moderat. Dabei spielte der Ausgleich für eine höhere Inflation und der Arbeitskräftemangel in einigen Sektoren eine wichtige Rolle. Infolgedessen wiesen die 2022 geschlossenen Tarifvereinbarungen höhere Tarifverdienststeigerungen als in den Vorjahren auf (siehe Abbildung 1). In einigen Ländern, etwa in Deutschland, erfolgten die Lohnerhöhungen in erster Linie in Form von höheren Einmalzahlungen als üblich und nicht als dauerhafte Erhöhung der Grundlöhne. Angesichts der hohen Volatilität der anderen Lohnindikatoren hat sich das Wachstum der Tarifverdienste seit Beginn der Pandemie zu einer wichtigeren Messgröße zur Beurteilung des zugrunde liegenden Lohndrucks entwickelt, die jedoch gewissen Vorbehalten unterliegt.

Erstens erfasst sie nicht alle Länder des Euroraums, und für die Länder, in denen Datenreihen zu den Tarifverdiensten vorliegen, ist die Methodik länderübergreifend nicht vollständig harmonisiert. So variieren etwa von Land zu Land der sektorale Erfassungsgrad und die Einbeziehung von Lohnindexierung und Einmalzahlungen, die zuletzt an Bedeutung gewonnen haben. Zweitens reagiert das Wachstum der Tarifverdienste tendenziell mit einer Verzögerung von einigen Quartalen auf Veränderungen am Arbeitsmarkt, wobei die Reaktion in Krisenzeiten allgemein noch langsamer als beispielsweise beim Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ist, da Tarifvereinbarungen für ein Jahr oder länger geschlossen werden.¹⁰

Die anhand einer Reihe von Lohnindikatoren vorgenommene Schätzung der gemeinsamen Bestimmungsfaktoren lässt ebenfalls den Schluss zu, dass der Lohndruck moderat geblieben ist.

Eine andere Möglichkeit, um die Wirkung pandemiebedingter Verzerrungen bei der Bewertung des Lohndrucks abzumildern, besteht darin, den zugrunde liegenden Druck des Lohnwachstums anhand verschiedener Lohnindikatoren zu schätzen. In Abbildung 5 sind die Ergebnisse einer solchen Hauptkomponentenanalyse dargestellt, die auf einer breiten Palette von Lohnindikatoren basiert. Die erste Hauptkomponente der verschiedenen Lohnindikatoren bewegte sich von Pandemiebeginn bis Anfang 2022 seitwärts und nahm anschließend zu.¹¹ Dies entspricht auch der Einschätzung, dass das Lohnwachstum insgesamt während der Pandemie moderat blieb. Zuletzt nahm der Lohndruck jedoch angesichts der hohen Inflation geringfügig zu, was sich auch am von der EZB erstellten Indikator der Tarifverdienste ablesen lässt.

Abgesehen von der Volatilität der vergangenen Jahre liegen die wichtigsten Lohnindikatoren leicht über ihrem Trend von 1999 bis 2019 (siehe Abbildung 6).

Das Niveau des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer war – auf Basis einer langfristigen durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von 2,1 % – im zweiten Quartal 2022 etwas höher als im langfristigen Trend vor der Pandemie. Die leichte Abweichung nach oben ist in erster Linie der Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Stunde zuzuschreiben. Während diese Größe ebenfalls leicht über ihrem vor der Pandemie verzeichneten langfristigen Trend lag (auf Basis einer langfristigen durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von 2,3 %), weisen die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden nahezu die rückläufige Trendentwicklung auf, die ohne Ausbruch der Pandemie verzeichnet worden wäre.

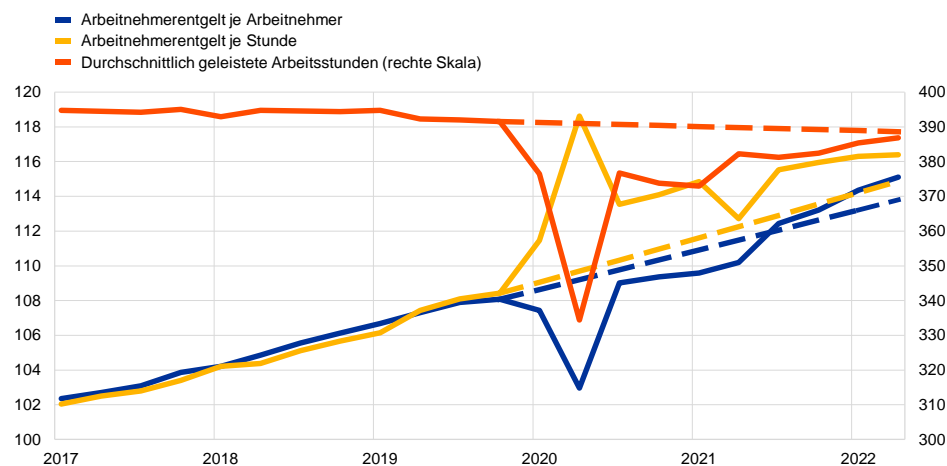
¹⁰ Siehe auch EZB, [Können Daten zu den Tarifverdiensten zur Messung der Lohndynamik während der Covid-19-Pandemie beitragen?](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

¹¹ Diese Komponente erfasst 34 % der Variabilität aller unterschiedlichen Lohnmessgrößen.

Abbildung 6

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Arbeitnehmerentgelt je Stunde und durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden im Verhältnis zum jeweiligen linearen langfristigen Trend

(linke Skala: Index: 2015 = 100; rechte Skala: Quartalsdurchschnitt der geleisteten Arbeitsstunden je Angestellten)

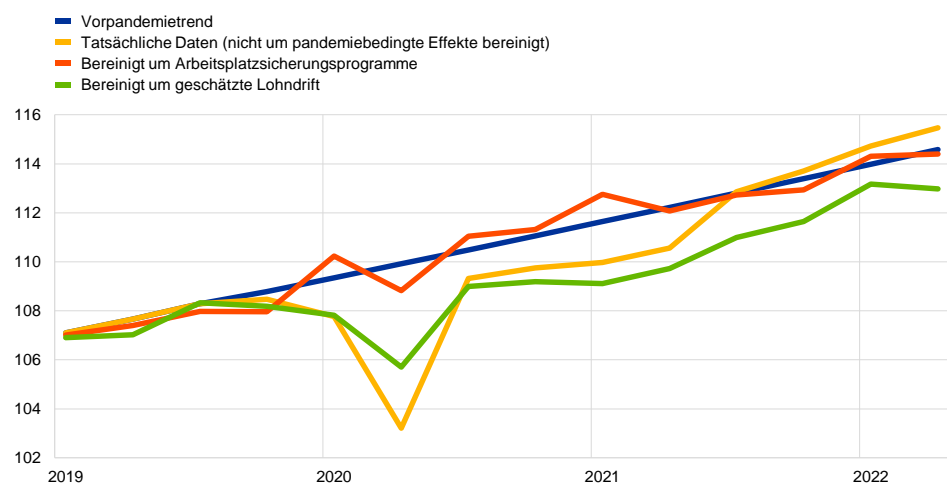


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die linearen Trends werden anhand der langfristigen (d. h. für den Zeitraum von 1999 bis 2019) durchschnittlichen Wachstumsraten berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Abbildung 7

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und bereinigtes Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Vergleich zum langfristigen Trend

(Index: 2015 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die linearen Trends werden anhand der langfristigen (d. h. für den Zeitraum von 1999 bis 2019) durchschnittlichen Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer seit 2019 berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Insgesamt ist das zugrunde liegende Lohnwachstum seit Beginn der Pandemie relativ moderat gewesen und liegt nun in der Nähe seines langfristigen Trends. Vor allem zu Beginn der Pandemie entwickelte sich das Lohnwachstum, aufgrund der Pandemie selbst sowie infolge der staatlichen Maßnahmen zur Eindämmung der pandemiebedingten Auswirkungen, volatil. Im

Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft, der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen und des Wegfalls der starken Basiseffekte nach dem zweiten Quartal 2021 normalisierte es sich wieder etwas. Allerdings wirken sich die Programme zur Arbeitsplatzsicherung nach wie vor recht deutlich auf das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde aus. Bereinigt um die Effekte dieser Programme entspricht das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer derzeit nahezu seinem historischen Durchschnitt. Auch für die bereinigte Datenreihe ist eine Rückkehr zum Vorpandemietrend zu beobachten. Insgesamt stützt dies die Einschätzung, dass das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer seine vor der Pandemie verzeichnete Trendentwicklung beibehält. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten fällt die Lohndynamik ebenfalls moderat aus (siehe Kasten 1).

Kasten 1

Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten und ihr Einfluss auf die Löhne

Katalin Bodnár, Jenny Franke, Ramon Gomez-Salvador und Matthias Mohr

Im vorliegenden Kasten wird die Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten beleuchtet. Im Blick stehen vornehmlich die Anspannung am Arbeitsmarkt und deren Einfluss auf die Löhne.¹²

Der Arbeitseinsatz, der anhand der geleisteten Gesamtarbeitsstunden gemessen wird, ist sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten wieder kräftig gestiegen. Verantwortlich hierfür sind unterschiedliche Anpassungen und Stützungsmaßnahmen des Staates im Krisenverlauf. Während in den Ländern des Euroraums Maßnahmen ergriffen wurden, die auf die Erhaltung von Beschäftigungsverhältnissen abzielten, wurde die Wirtschaft in den Vereinigten Staaten in der Erholungsphase maßgeblich durch ein Konjunkturpaket gestützt. So war zwar in beiden Wirtschaftsräumen ein deutlicher Rückgang des Gesamtarbeitseinsatzes zu beobachten, aber Ausmaß und vor allem Zusammensetzung dieser Veränderung unterschieden sich voneinander, und die Erholung verlief in den Vereinigten Staaten etwas rascher als im Eurogebiet. Mit Blick auf die Zusammensetzung, also die strukturelle Veränderung des Arbeitseinsatzes, blieb die Zahl der Erwerbstätigen im Euroraum stabiler als in den USA. Im Eurogebiet war die Abnahme des Gesamtarbeitseinsatzes primär auf die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zurückzuführen. In den Vereinigten Staaten erfolgte die Anpassung hingegen in erster Linie über einen Anstieg der Arbeitslosigkeit. Die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer hat sich in den USA sogar erhöht, was Kompositionseffekten zuzuschreiben ist, da vor allem Arbeitskräfte im Dienstleistungssektor und Teilzeitbeschäftigte von der Krise betroffen waren.¹³ Im Gegensatz dazu liegt die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer im Euroraum immer noch unter dem Vorpandemieniveau, wobei die jüngsten Zahlen allerdings weitgehend im Einklang mit dem vor Ausbruch der Krise verzeichneten längerfristigen Abwärtstrend stehen. Der Rückgang der Erwerbsbeteiligung hielt in den Vereinigten Staaten vergleichsweise länger an. Maßgeblich hierfür

¹² Es werden die Entwicklungen des Arbeitskostenindex für die Vereinigten Staaten und der Tarifverdienste im Euroraum miteinander verglichen. Diese beiden Messgrößen weisen die geringsten statistischen Verzerrungen auf, die sich aus den pandemiebedingten staatlichen Stützungsmaßnahmen ergeben.

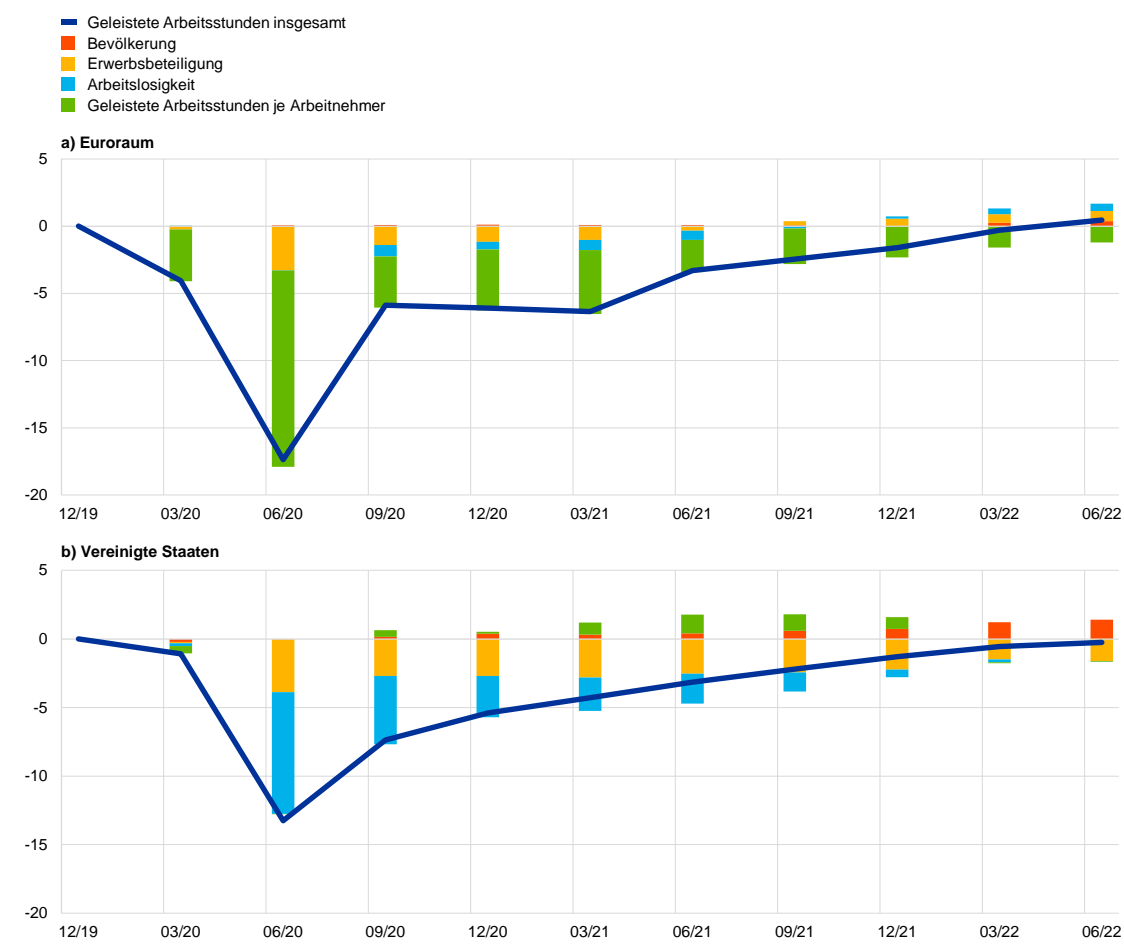
¹³ Siehe auch R. Gomez-Salvador und M. Soudan, [The US labour market after the COVID-19 recession](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 298, 2022.

waren zum Großteil ältere männliche Arbeitnehmer, die sich im Verlauf der Krise für ihren Eintritt in den Ruhestand entschieden, aber eine ähnliche Entwicklung ist auch über die meisten Altersgruppen hinweg sowohl bei Männern als auch bei Frauen erkennbar. Im Euroraum war der entsprechende Einfluss auf die Zahl der Erwerbspersonen weniger stark ausgeprägt.¹⁴ Letztendlich wurde auch die Zuwanderung im Euroraum von der Pandemie in Mitleidenschaft gezogen,¹⁵ was den Anstieg der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter hemmte. In den USA hingegen ist die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter leicht gewachsen. Infolgedessen liegt die Erwerbsbeteiligung in den Vereinigten Staaten noch unter ihrem Vorkrisenstand, während sie im Euroraum über ihrem Vorpandemieniveau liegt (siehe Abbildung A).

Abbildung A

Entwicklung des Arbeitseinsatzes insgesamt und seiner Komponenten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(in % und Beiträge in Prozentpunkten; kumulierte Veränderung gegenüber Q4 2019)



Quellen: Eurostat und Haver Analytics.

Anmerkung: Zur Bevölkerung zählen im Euroraum die 15- bis 74-Jährigen und in den Vereinigten Staaten Personen, die 16 Jahre oder älter sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

¹⁴ Siehe EZB, [Die Covid-19-Pandemie und Ruhestandsentscheidungen älterer Arbeitskräfte im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 6/2022, September 2022.

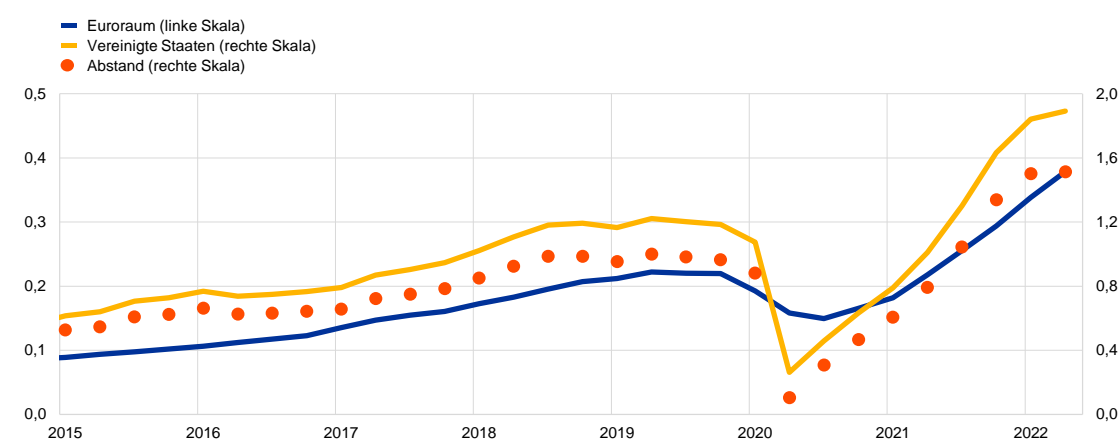
¹⁵ Siehe EZB, [Bedeutung der Zuwanderung für die schwache Entwicklung der Erwerbspersonenzahl während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist in den Vereinigten Staaten wesentlich angespannter als im Euroraum, was unter anderem darauf zurückzuführen ist, dass der US-Konjunkturzyklus weiter vorangeschritten ist. Die Anspannung am Arbeitsmarkt wird als Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl gemessen. Auf kurze Sicht schwankt der Indikator je nach Wirtschaftstätigkeit im Verlauf des Konjunkturzyklus. Auf längere Sicht ist er im Euroraum tendenziell niedriger als in den Vereinigten Staaten, wofür der dynamischere Arbeitsmarkt in den USA, aber auch Unterschiede bei der Erfassung der offenen Stellen verantwortlich sind. Abbildung B zeigt, dass die Anspannung am Arbeitsmarkt im zweiten Quartal 2020 analog zur rückläufigen Wirtschaftstätigkeit auf einen sehr niedrigen Stand fiel. Dies war vor allem in den USA zu beobachten. Seither hat sie aber wieder stark zugenommen und erreichte in der ersten Jahreshälfte 2022 in beiden Wirtschaftsräumen ein Rekordniveau. Aktuelle Daten lassen darauf schließen, dass sich der Abstand, der zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten in Bezug auf die Angespanntheit des Arbeitsmarkts besteht, im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie vergrößert hat. Im Euroraum wird die zuletzt angespanntere Lage am Arbeitsmarkt durch die Tatsache gelindert, dass das Angebot an Arbeitskräften größer ist als vor der Pandemie. Obwohl demografische Faktoren das Arbeitskräfteangebot zunehmend eingrenzen, liegt die Gesamtzahl der Erwerbspersonen merklich über dem Vorpandemieniveau und deckt bis zu einem gewissen Grad die wachsende Nachfrage nach Arbeitskräften ab.¹⁶ In den Vereinigten Staaten deutet die jüngste Entwicklung auf eine gewisse Stabilisierung hin, die auch durch die rückläufige Kündigungsquote bestätigt wird. Letztere bezeichnet den Anteil der Arbeitnehmer an der Gesamtbeschäftigung, die auf eigenen Wunsch ein Beschäftigungsverhältnis beenden, und ist ebenfalls ein guter Näherungswert für die Anspannung am Arbeitsmarkt. In den USA ist die Arbeitsmarktlage branchenübergreifend auf breiter Front angespannt, was sich zu einem großen Teil aber auf die zeitliche Verzögerung zurückführen lässt, mit der in bestimmten Wirtschaftszweigen (vor allem im Freizeit- und Gastgewerbe) wieder Arbeitskräfte eingestellt werden.

Abbildung B

Anspannung am Arbeitsmarkt im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl)



Quellen: Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Labor Statistics und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Der Abstand bezieht sich auf den Wert für die Vereinigten Staaten abzüglich des Wertes für den Euroraum. In Frankreich werden offene Stellen nur für Unternehmen ab zehn Beschäftigten gemeldet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

¹⁶ Siehe EZB, [Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

Seit Einsetzen der Erholung sind die Löhne in den Vereinigten Staaten stärker gestiegen als im Euroraum, wofür zum Teil die angespanntere Arbeitsmarktlage verantwortlich ist.¹⁷ Erklären lässt sich dies unter anderem damit, dass sich die USA in einer anderen Phase des Konjunkturzyklus befinden und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dort höher ist, was auch expansiveren Fiskalmaßnahmen geschuldet ist. So sollen Bürgerschecks und ein erweitertes Arbeitslosengeld das Einkommen der privaten Haushalte stützen. Die divergierende Entwicklung der beiden Währungsräume ist zugleich auch eine Folge der Unterschiede hinsichtlich Arbeitskräfteangebot und -nachfrage. Das nominale Lohnwachstum in den USA, das im zweiten Quartal 2020 seinen tiefsten Stand während der Coronakrise erreicht hatte, hat sich deutlich erhöht. Im Euroraum hingegen verlief der Anstieg des Lohnwachstums langsamer und war stärker begrenzt. So lag das nominale Lohnwachstum in den Vereinigten Staaten im zweiten Quartal 2022 bei 5,0 %, während sich der Anstieg der Tarifverdienste im Euroraum auf 2,4 % belief (siehe Abbildung C, Grafik a). In den USA wurde Lohndruck zunächst nur in den stärker von der Pandemie betroffenen Sektoren – insbesondere im Freizeit- und Gastgewerbe – verzeichnet. Ab Mitte 2021 breitete sich der Lohndruck auf andere Wirtschaftssektoren aus und ist nun auf breiter Front zu beobachten. Die Unterschiede bei der Entwicklung des Lohnzuwachses lassen sich auch an der Entwicklung der US-Kerninflation ablesen. Diese ist seit Beginn der Erholung höher als die entsprechende Rate im Eurogebiet.¹⁸ Dennoch sind die Reallöhne in beiden Wirtschaftsräumen seit dem zweiten Quartal 2021 rückläufig. Im ersten Halbjahr 2022 sanken die Reallöhne im Euroraum aufgrund des dort langsamer verlaufenden Wachstums der Nominallöhne stärker als in den Vereinigten Staaten. Im zweiten Quartal 2022 lag die reale jährliche Änderungsrate des US-Arbeitskostenindex bei -3,3 %, während die entsprechende Rate für die Tarifverdienste im Euroraum -5,2 % betrug (siehe Abbildung C, Grafik b). Mit Blick auf die Zukunft könnten die Löhne in den Vereinigten Staaten angesichts des unterschiedlichen Anspannungsgrads am Arbeitsmarkt weiterhin stärker steigen als im Euroraum.

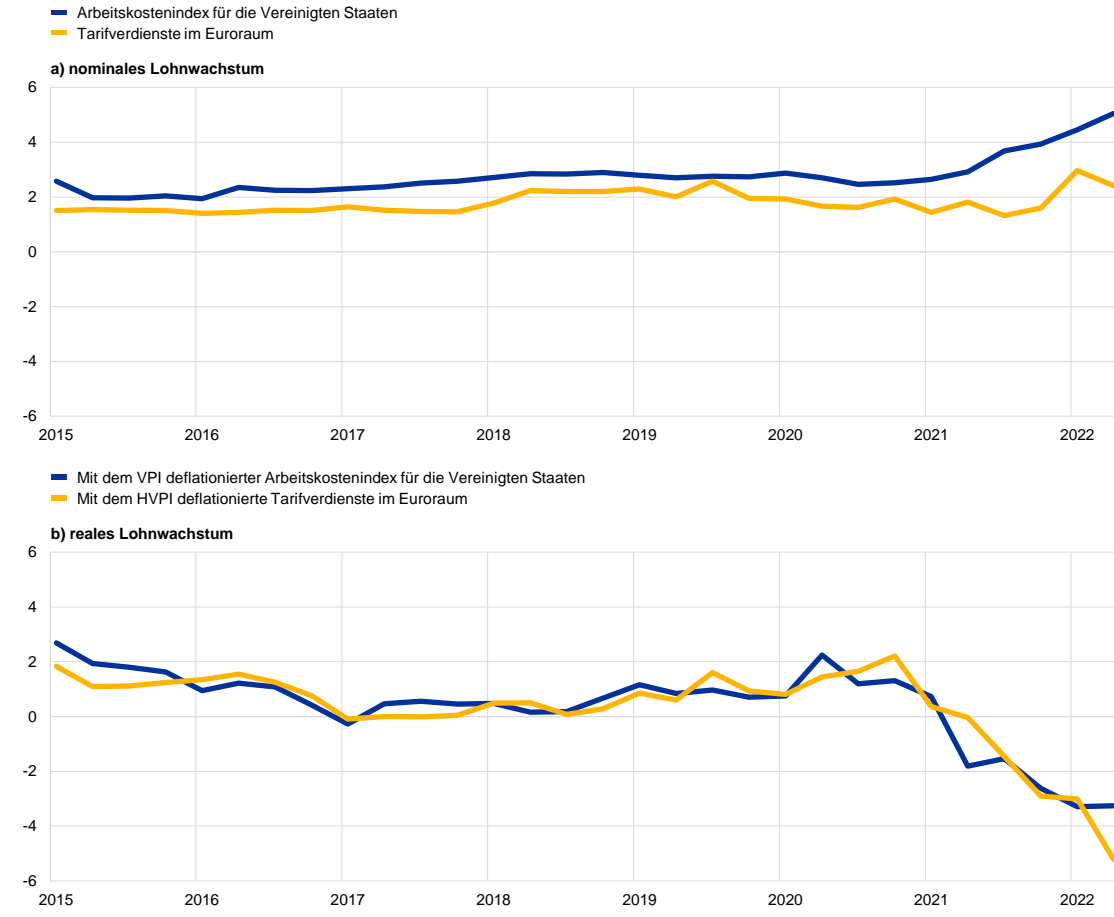
¹⁷ Für die Vereinigten Staaten liegt das Hauptaugenmerk auf dem Arbeitskostenindex als Messgröße der Lohnkosten, da er alle Elemente der Arbeitnehmerentgelte (einschließlich Sozialleistungen) umfasst und anders als andere Messgrößen (wie die Stundenlöhne) nicht durch strukturelle Veränderungen der Beschäftigung beeinflusst wird. Dies steht im Gegensatz zum durchschnittlichen Stundenlohn, der in hohem Maße Kompositionseffekten unterlag, da die Niedriglohnsektoren während der Pandemie stärkere Beschäftigungseinbußen verzeichneten.

¹⁸ Siehe EZB, [Aktuelle Daten zur jüngsten Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

Abbildung C

Messgrößen des Lohnwachstums im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

3 Sektorale Entwicklung des Lohnwachstums im Euro-Währungsgebiet seit Beginn der Pandemie

Seit Beginn der Pandemie variiert das Lohnwachstum in den wichtigen Wirtschaftszweigen stark.¹⁹ Die Pandemie und die staatlichen Maßnahmen zur Abfederung der pandemiebedingten Auswirkungen haben dazu beigetragen, dass sich die Wertschöpfung, die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden, die Produktivität und vor allem das Lohnwachstum von Sektor zu Sektor sehr unterschiedlich entwickelt haben. Diese Divergenz zeigt, dass die einzelnen Sektoren im Pandemieverlauf von den Eindämmungsmaßnahmen, den Lieferengpässen und den Arbeitsplatzsicherungsprogrammen unterschiedlich stark betroffen waren. Die sektoralen Daten lassen sich daher noch schwieriger interpretieren als aggregierte Daten. So wurden Aktivität und Arbeitseinsatz am

¹⁹ Siehe EZB, [Sektorale Entwicklungen und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet seit Ausbruch der Pandemie](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

stärksten und am längsten in kontaktintensiven Dienstleistungsbereichen (Gastgewerbe, Verkehr, überwiegend persönliche Dienstleistungen sowie Erholung einschließlich Sport und Unterhaltung) in Mitleidenschaft gezogen. Die genannten Bereiche verzeichneten in der Phase des Wiederhochfahrens der Wirtschaft aber auch eine starke Erholung. Allerdings ist es schwer, den Effekt des Wiederaufschwungs vom Einfluss der Basiseffekte auf das Lohnwachstum zu trennen. Als Lösungsansatz wird hier die Veränderung des Lohnniveaus in der Zeit vom letzten Quartal vor der Pandemie (viertes Quartal 2019) bis zum hier zuletzt betrachteten Quartal (zweites Quartal 2022) in den Blick genommen, wobei das Hauptaugenmerk auf den fünf wichtigsten Wirtschaftssektoren liegt: Industrie ohne Baugewerbe, Baugewerbe, kontaktintensive Dienstleistungen (einschließlich Handel, Verkehr, Gastgewerbe und sonstige Dienstleistungen), nicht kontaktintensive Dienstleistungen (einschließlich Information und Kommunikation, Grundstücks- und Wohnungswesen, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen sowie freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen) und öffentliche Dienstleistungen.²⁰

Das volatile Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum ist vornehmlich auf die kontaktintensiven Dienstleistungen zurückzuführen. Nach Einführung der pandemiebedingten Lockdown-Maßnahmen ging das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in diesen Branchen sehr stark (um nahezu 13 %) zurück. Dieser Rückgang erklärt das Gros der Verringerung, die für die Gesamtwirtschaft beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer beobachtet wurde, denn im genannten Sektor nahmen anteilig die meisten Beschäftigten an Arbeitsplatzsicherungsprogrammen teil. Aus diesem Grund kommen für diese Dienstleistungen Basiseffekte am stärksten zum Tragen, sodass dort zuletzt hohe Lohnsteigerungsraten verbucht wurden. Der Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in der Industrie und im Baugewerbe war zu Beginn der Pandemie ebenfalls rückläufig, allerdings in geringerem Maße, wohingegen das Lohnwachstum bei den nicht kontaktintensiven Dienstleistungen und den öffentlichen Dienstleistungen relativ gleichmäßig blieb. Die in den zurückliegenden 18 Monaten verzeichneten Wachstumsraten beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer lagen in fast allen wichtigen Wirtschaftszweigen über ihrem historischen Durchschnitt.

Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer liegt über seinem Vorpandemietrend, was vor allem der Entwicklung im Dienstleistungssektor zuzuschreiben ist (siehe Abbildung 8). Im Rahmen einer Gegenüberstellung der jüngsten Angaben mit den letzten Beobachtungen vor der Pandemie ist es möglich, die durch die Arbeitsplatzsicherungsprogramme hervorgerufene Volatilität außer Acht zu lassen. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer liegt in allen Bereichen der privaten Dienstleistungen, d. h. sowohl bei den kontaktintensiven als auch den nicht kontaktintensiven Dienstleistungen, über der Trendentwicklung vor der Pandemie. Während die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in diesen Branchen bereits wieder so hoch wie vor der Pandemie ist, bleibt sie in den anderen wichtigen Wirtschaftszweigen noch dahinter zurück. Auch gesamtwirtschaftlich gesehen liegt das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer über seinem langfristigen Trend, was wiederum vor allem auf die Lohnsteigerungen in den

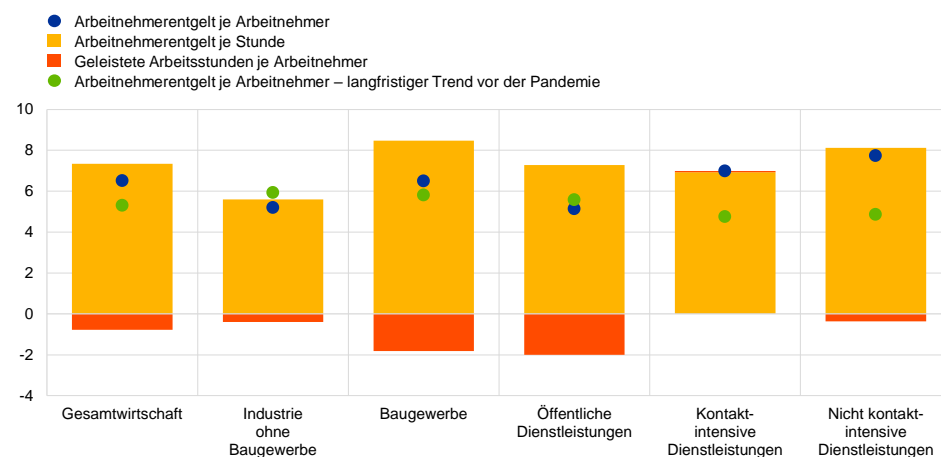
²⁰ Siehe auch N. Bandera, K. Bodnár, J. Le Roux und B. Szórfi, [The impact of the COVID-19 shock on euro area potential output: a sectoral approach](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2717, 2022.

Dienstleistungsbereichen zurückzuführen ist. Was die nicht kontaktintensiven Dienstleistungen anbelangt, so ist der Aufholprozess größtenteils der Entwicklung des Grundstücks- und Wohnungswesens geschuldet und dürfte die starke Dynamik an den Wohnimmobilienmärkten sowie in geringerem Maße auch der freiberuflichen und sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen widerspiegeln (also jener Teilspektoren, in denen sich die Nachfrage aufgrund der Digitalisierung nicht erhöht hat). Bei den kontaktintensiven Dienstleistungen könnte der Arbeitskräftemangel in bestimmten Teilspektoren das zuletzt kräftigere Lohnwachstum erklären.

Abbildung 8

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in den wichtigsten Sektoren und Aufgliederung im Vergleich zu Vorpandemiestand und -trend

(Veränderung von Q2 2019 bis Q2 2022 in %)



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

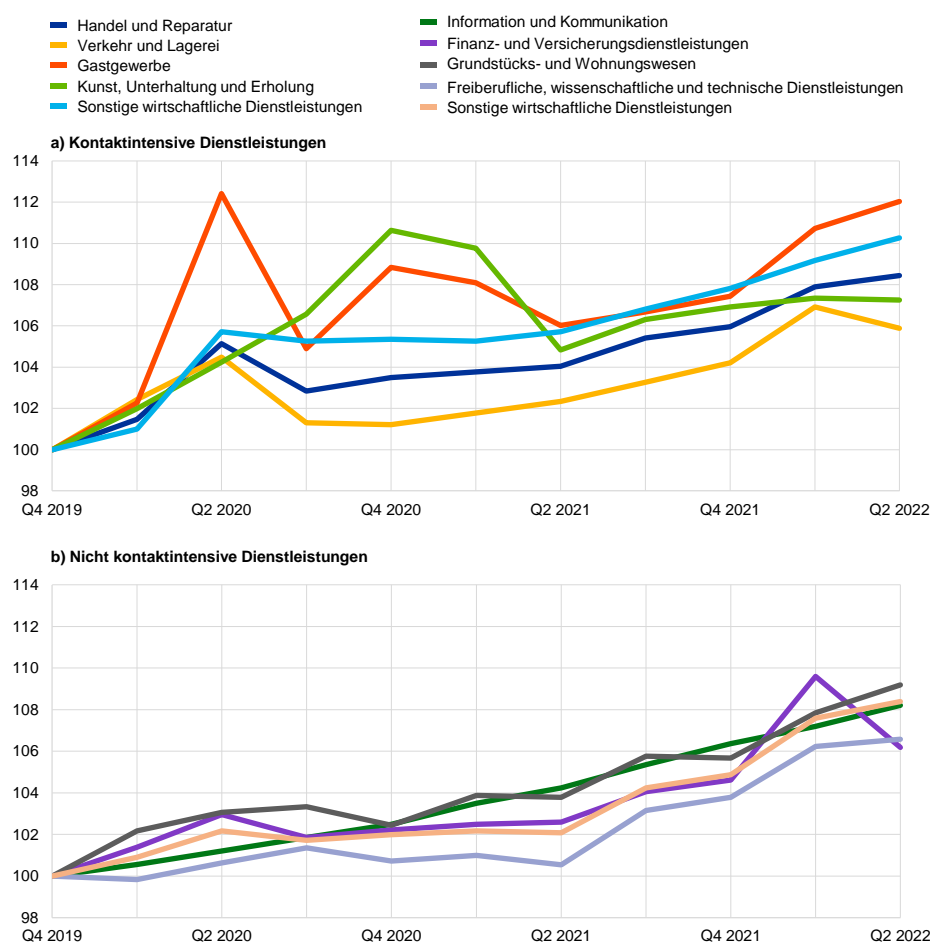
Anfänglich hatte die Pandemie einen stark negativen Einfluss auf die Löhne im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen, aber im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft hat sich das Lohnwachstum wieder erhöht.

Angesichts der großen Bedeutung, die die Dienstleistungsbereiche seit Ausbruch der Pandemie für die Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer haben, werden diese im Folgenden genauer untersucht. Dabei liegt der Fokus auf der im Arbeitskostenindex enthaltenen Lohn- und Gehaltskomponente, da die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen eine detailliertere sektorale Aufschlüsselung dieser Komponente liefern als im Fall des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Bei den kontaktintensiven Dienstleistungen entwickelten sich die Stundenlöhne weitgehend im Gleichklang zur Umsetzung von Eindämmungs- und Abstandsmaßnahmen, woraus eine hohe Volatilität sowohl der geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer als auch der statistischen Verzerrungen erwuchs. Im Gegensatz dazu war das Wachstum der Stundenlöhne bei den nicht kontaktintensiven Dienstleistungen (z. B. Information und Kommunikation) weniger volatil (siehe Abbildung 9). Eine Gegenüberstellung der jüngsten Daten mit ihrem jeweiligen Vorpandemiestand offenbart eine wesentlich größere Heterogenität innerhalb der kontaktintensiven Dienstleistungen als innerhalb der nicht kontaktintensiven Dienstleistungen. Darin spiegelt sich der jüngst erfolgte

kräftige Anstieg der Stundenlöhne in jenen Dienstleistungsbereichen wider, in denen der Tourismus eine größere Rolle spielt. Hierzu zählen das Gastgewerbe sowie Verkehr und Handel. Verantwortlich hierfür dürfte der Arbeitskräftemangel gewesen sein, der in einigen dieser Teilsektoren nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft zu beobachten war.

Abbildung 9
Arbeitskostenindex in kontaktintensiven und nicht kontaktintensiven Dienstleistungsbereichen

(Veränderung gegenüber Q4 2019 in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

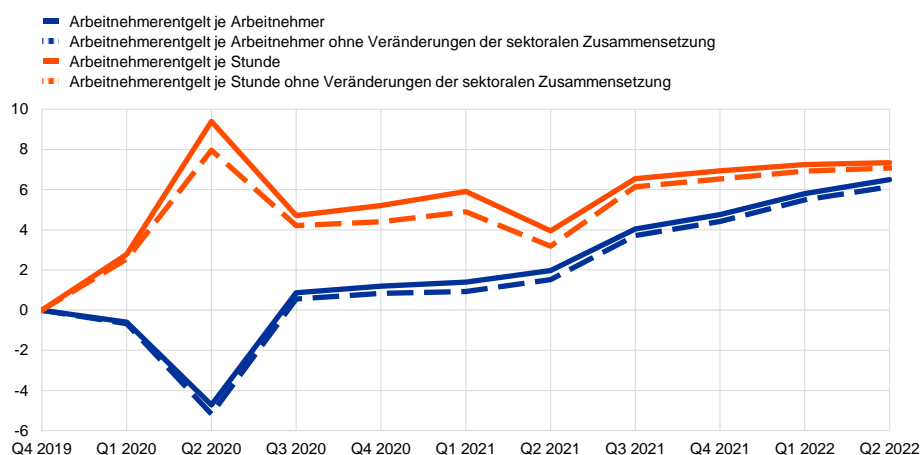
Trotz derartiger Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren blieb die durch die sektorale Zusammensetzung hervorgerufene Veränderung beim Lohnwachstum insgesamt begrenzt, da die Programme zur Arbeitsplatzsicherung dafür sorgten, dass sich Beschäftigungsänderungen in Grenzen hielten. In der Erholungsphase wirkten sich Beschäftigungsänderungen zwischen den Sektoren nur geringfügig positiv auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und das Arbeitnehmerentgelt je Stunde in der Gesamtwirtschaft aus (siehe Abbildung 10). Allerdings dürfte sich die Beschäftigungsstruktur innerhalb der Sektoren verändert haben. Dies gilt vor allem für die Wirtschaftszweige mit

abnehmender Beschäftigung. Derartige Veränderungen, die sich beispielsweise im Bildungsstand, Alter oder Geschlecht der Beschäftigten widerspiegeln, könnten sich auf das Lohnwachstum in den verschiedenen Sektoren auswirken. Leider lassen sich mangels verfügbarer Daten diese intrasektoralen Verschiebungen nicht schätzen, sodass sie im Rahmen künftiger Untersuchungen beleuchtet werden müssen.²¹

Abbildung 10

Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Arbeitnehmerentgelt je Stunde und Bedeutung struktureller Veränderungen

(Veränderung gegenüber Q4 2019 in %)



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

4 Auswirkungen der Inflation auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet

Anhand der Entwicklung der Reallöhne, bei der das Wachstum der Nominallöhne und die Inflation berücksichtigt werden, können Veränderungen der Kaufkraft der Arbeitnehmer analysiert und der lohnbedingte Druck auf die realen Kosten für Unternehmen beurteilt werden. Die Entwicklung der realen Verbraucherlöhne, die anhand der Differenz zwischen dem Nominallohnwachstum und der HVPI-Inflation berechnet wird, gibt Aufschluss über die Kaufkraft der Arbeitnehmer. Arbeitgeber haben hingegen eine andere Sicht auf den Reallohn. Für sie stellt er keine Einkommensposition, sondern vielmehr einen Kostenfaktor dar, weshalb für seine Berechnung ein anderer Deflator erforderlich ist. Die realen Erzeugerlöhne lassen sich ermitteln, indem auf die Nominallöhne die Deflatoren der Wertschöpfung angewendet werden, die die geforderten Preise für die Produktion von Waren und Dienstleistungen in der Wirtschaft messen. An den realen Verbraucherlöhnen ist abzulesen, wie stark die Kaufkraft der Arbeitnehmer gesunken ist. In dem Maße, wie die Arbeitnehmer versuchen, diesen Kaufkraftverlust zu

²¹ Eine eingehende Beurteilung dieser Kompositionseffekte im Euroraum für die Zeit vor der Pandemie findet sich in: EZB, [Auswirkungen der Veränderungen in der Beschäftigungsstruktur auf das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

kompensieren, könnte sich dies auf die Nominallohnforderungen auswirken. Die realen Erzeugerlöhne spiegeln den Kostendruck wider, der sich aus dem Verhältnis zwischen Nominallohnwachstum und Gesamtwachstum der Erzeugerpreise ergibt.

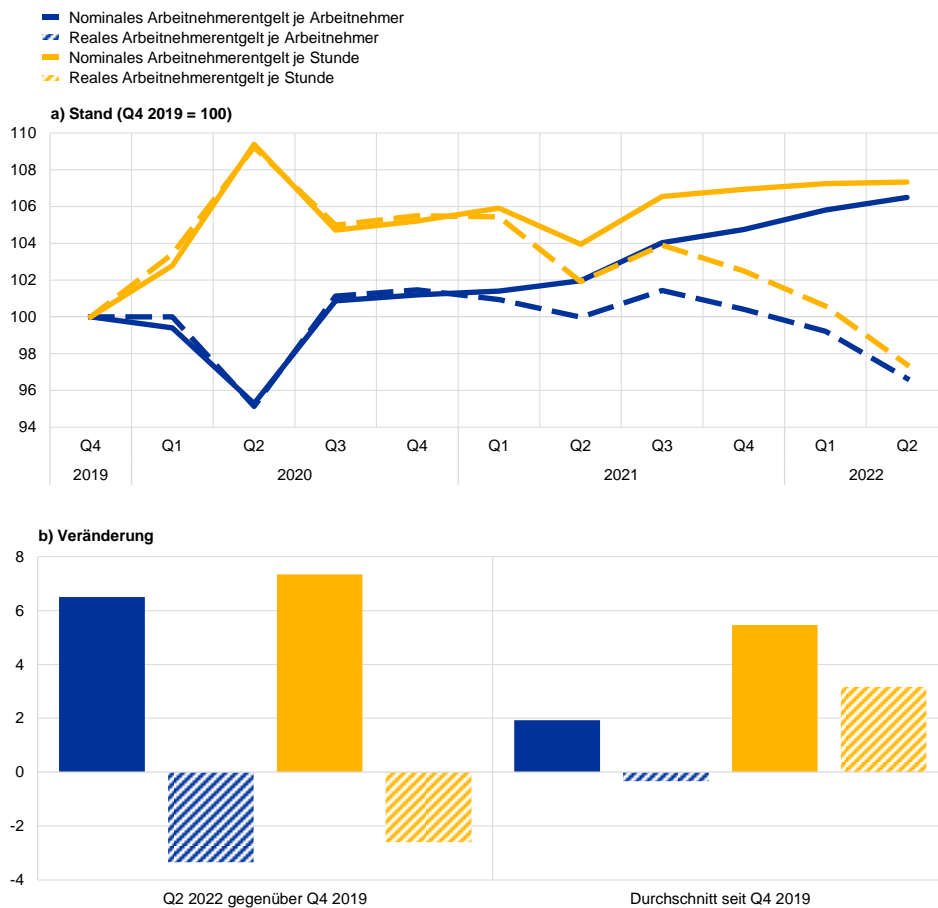
Die nominalen und realen Verbraucherlöhne hatten sich 2020 sehr ähnlich entwickelt, um dann mit dem beschleunigten Verbraucherpreisanstieg ab dem ersten Quartal 2021 stark auseinanderzudriften (siehe Abbildung 11).²² In der Frühphase der Pandemie war die Gesamtinflation sehr niedrig. Gründe hierfür waren der insgesamt niedrige Preisdruck, ein deutlich negativer Beitrag der Energieinflation und sonstige Faktoren wie zeitlich befristete Steuersenkungen zur Konjunkturbelebung. Folglich war die Divergenz zwischen nominalen und realen Verbraucherlöhnen recht gering. Deren Entwicklung spiegelt sich im Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Arbeitnehmerentgelts je Stunde wider und stand unter dem Zeichen der Arbeitsplatzsicherungsprogramme und ihrer Auswirkungen (siehe Abschnitt 2). Mit der 2021 einsetzenden Aufwärtsbewegung der Inflation bildete sich eine beträchtliche Divergenz zwischen den nominalen und den realen Verbraucherlöhnen heraus. Maßgeblich für den Inflationsanstieg war zunächst die Verteuerung von Energie, gefolgt von Lieferengpässen vor allem bei Waren und später auch bei den Dienstleistungen, als die Wirtschaft wiederhochgefahren wurde.

²² Siehe EZB, [Die Bedeutung von Nachfrage- und Angebotsfaktoren für die HVPI-Inflation während der Covid-19-Pandemie aus disaggregierter Perspektive](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021; C. Nickel, G. Koester und E. Lis, *Inflation Developments in the Euro Area Since the Onset of the Pandemic*, *Intereconomics*, Bd. 57, Nr. 2, S. 69-75.

Abbildung 11

Wachstum der Nominal- und Reallöhne (Verbraucherlöhne) im Vergleich zum jeweiligen Stand vor der Pandemie

(Grafik a: Index: Q4 2019 = 100; Grafik b: Veränderung gegenüber Q4 2019 in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das reale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und das reale Arbeitnehmerentgelt je Stunde werden anhand des HVPI (Verbraucherlöhne) berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Die realen Verbraucherlöhne sind gegenwärtig deutlich niedriger als vor der Pandemie und dürften in den kommenden Monaten weiter sinken (siehe

Abbildung 12). Da die Nominallöhne langsamer als der HVPI gestiegen sind, hat die Kaufkraft der Löhne abgenommen. Im zweiten Quartal 2022 lag diese rund 3,6 % unter ihrem Stand vom vierten Quartal 2019. Im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2022 verringerte sich das Reallohniveau der Arbeitnehmer im Quartalsdurchschnitt um rund 0,5 % gegenüber dem entsprechenden Wert vor der Pandemie.²³ Die Verbraucher werden die zu erwartenden weiteren Reallohnverluste der nächsten Monate zunehmend als Kaufkraftverlust gegenüber der Zeit vor der Pandemie empfinden. Dadurch könnte sich der Druck auf die Gewerkschaften erhöhen, in den kommenden Tarifverhandlungen vor allem in

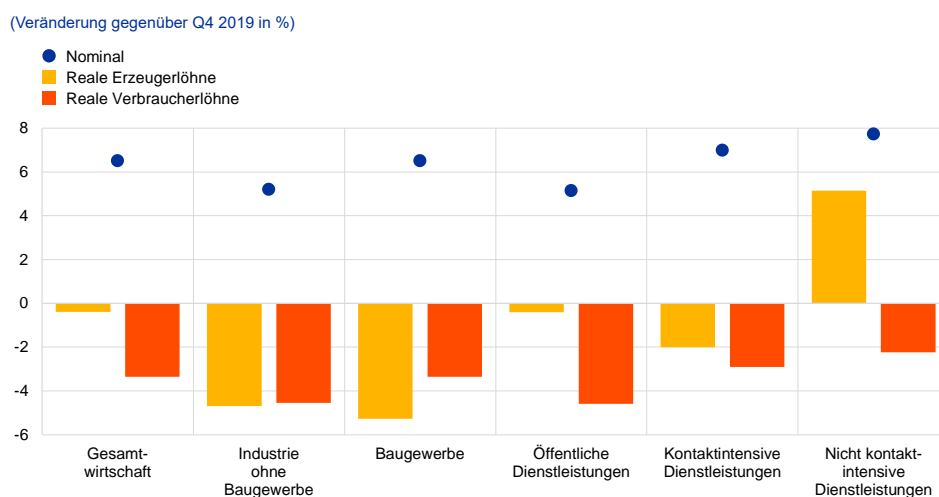
²³ Der größte Teil der im Rahmen von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen geleisteten Zahlungen ist bereits in Messgrößen wie dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer enthalten. Durch die Hinzurechnung von Unterstützungsleistungen in Form von Transfer- oder sonstigen Sozialleistungen (die den Arbeitnehmern gewährt werden, aber nicht im Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer enthalten sind) ändert sich das Bild nur unwesentlich.

Sektoren mit niedrigeren Löhnen stärkere Lohnerhöhungen zu fordern. Doch die Kaufkraftverluste sind nicht der einzige Faktor, der die Lohnforderungen der Gewerkschaften beeinflusst. So dürften auch die Anspannung am Arbeitsmarkt und die aktuelle Wirtschaftslage eine zentrale Rolle spielen.

Im Vergleich zu den Werten vor der Pandemie sind die realen Erzeugerlöhne in der Gesamtwirtschaft deutlich weniger stark gesunken als die realen Verbraucherlöhne (siehe Abbildung 12). Im zweiten Quartal 2022 lagen die realen Erzeugerlöhne lediglich 0,5 % unter ihrem Vorpandemieniveau. Grund hierfür war, dass sich das Lohnwachstum als Kostenfaktor recht ähnlich entwickelte wie die Erzeugerpreise.

Abbildung 12

Wachstum der Nominal- und Reallöhne (Erzeuger- und Verbraucherlöhne) in den wichtigsten Sektoren



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die realen Verbraucherlöhne spiegeln das mit dem HVPI deflationierte Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer wider, während die realen Erzeugerlöhne auf der Grundlage eines Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer berechnet werden, auf das die Deflatoren der Wertschöpfung angewendet wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Die realen Erzeugerpreise haben sich in den verschiedenen Wirtschaftszweigen sehr unterschiedlich entwickelt, was sich auch auf den erwarteten Lohn- und Preisdruck auswirkt.²⁴ Die Dynamik der realen Erzeugerlöhne deutet darauf hin, dass insbesondere bei nicht kontaktintensiven Dienstleistungen ein zusätzlicher Preisdruck zu erwarten ist. Dies steht mit der Tatsache in Einklang, dass die Gewinne je BIP-Einheit in diesem Sektor gegenüber

²⁴ Die realen Erzeugerlöhne könnten auch mittels Deflation der Löhne anhand der Erzeugerpreisindizes (EPIs) analysiert werden. Letztere liegen zwar für Industrie und Baugewerbe vor, aber für den Dienstleistungssektor sind nur begrenzt Daten verfügbar. Anhand der EPIs werden die Bruttoerzeugerpreise gemessen, während der Deflator der Wertschöpfung nur den Preis der Wertschöpfung (d. h. der Differenz zwischen Bruttoproduktion und Vorleistungen) misst. Die realen Erzeugerlöhne im Baugewerbe – und erst recht in der Industrie – fallen noch deutlich geringer aus, wenn sie mit EPIs deflationiert werden. Dies dürfte auf einen deutlichen Anstieg der Vorleistungskosten (weit über die Lohnkostensteigerungen hinaus) zurückzuführen sein, der insbesondere die Bruttoerzeugerpreise in die Höhe schnellen lässt (was sich in den EPIs widerspiegelt).

dem Vorpandemieniveau rückläufig sind.²⁵ Während die Deflatoren der Wertschöpfung weitgehend im Einklang mit den Nominallöhnen im Bereich der öffentlichen Dienstleistungen gestiegen sind, haben sie sich etwas stärker erhöht als die im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen sowie vor allem im Baugewerbe und in der Industrie gezahlten Nominallöhne, was auf die starken Gewinnzunahmen in diesen Sektoren zurückzuführen war.²⁶ Bei den nicht kontaktintensiven Dienstleistungen haben die Deflatoren jedoch in viel geringerem Maße zugenommen als die Löhne. Dies lässt darauf schließen, dass die Unternehmen aufgrund der Entwicklung der realen Erzeugerlöhne, die mit den Deflatoren der Wertschöpfung deflationiert werden, unter Druck stehen, die Preise künftig anzuheben oder aber auf weitere Lohnforderungen nicht einzugehen. Was die weitere Entwicklung anbelangt, so könnte die bis zum zweiten Quartal 2022 beobachtete gute Konjunkturlage bei den nicht kontaktintensiven Dienstleistungen (sofern sie anhält) in Verbindung insbesondere mit der angespannten Arbeitsmarktlage ein Anzeichen dafür sein, dass es zu weiterem Lohndruck und in der Folge vor allem zu Preiserhöhungen in diesen Sektoren kommen wird. Da diese Dienstleistungen in hohem Maße für Unternehmen und weniger für Verbraucher erbracht werden, dürften sich derartige Erhöhungen nur zum Teil und zeitlich verzögert auf den HVPI auswirken.²⁷

5 Schlussbemerkungen

Die Covid-19-Pandemie und die staatlichen Maßnahmen zur Abfederung der pandemiebedingten Auswirkungen haben dazu geführt, dass sich die Indikatoren des Lohnwachstums äußerst volatil entwickelt haben, was wiederum die Beurteilung der Lohnentwicklung erschwert. Die von den Regierungen eingeführten Programme zur Vermeidung umfangreicher Arbeitsplatzverluste hatten einen zentralen Einfluss darauf. In diesem ungewöhnlichen wirtschaftlichen Umfeld eignen sich etablierte empirische Modelle wie Lohn-Phillips-Kurven-Regressionen nur begrenzt, um die Lohnentwicklung im Euroraum zu beurteilen. Zurückzuführen ist dies darauf, dass die Lohnindikatoren und ihre wichtigsten Bestimmungsfaktoren Verlaufsmuster aufweisen, die weit davon entfernt sind, historischen Regelmäßigkeiten zu entsprechen. Ihre Volatilität lässt

²⁵ Um ein vollständigeres Bild zu erhalten, wäre es aufschlussreich, die Bedeutung von Unterschieden bei den Vorleistungskosten (einschließlich Energie) im Rahmen dieser Querschnittsanalyse zu beurteilen. Möglich wäre dies beispielsweise, indem die Entwicklung der realen Erzeugerlöhne auch auf Basis von EPLs eingeschätzt wird, die die Bruttopreise widerspiegeln und die Kosten für Vorleistungen umfassen. Ein erschwerender Faktor bei den Dienstleistungen ist allerdings die begrenzte Datenverfügbarkeit (siehe vorherige Fußnote).

²⁶ Gegenüber dem Vorpandemieniveau haben sich die sektoralen Gewinne je BIP-Einheit im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe und im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen (wie Handel, Verkehr und Gastgewerbe) stark erhöht. Bei den nicht kontaktintensiven Dienstleistungen (wie freiberuflichen und sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen) war jedoch ein Rückgang der sektoralen Gewinne je BIP-Einheit zu verzeichnen. Siehe hierzu auch I. Schnabel, [Monetary Policy in a cost-of-living crisis](#), Rede anlässlich einer Podiumsdiskussion zum Thema „Fight against inflation“ beim IV. Forum von La Toja, 30. September 2022, Folie 6.

²⁷ Die Inflation kann das Lohnwachstum auch über Indexierungsmechanismen oder Erhöhungen der Mindestlöhne beeinflussen, die häufig durch große Inflationsänderungen hervorgerufen werden. Eine Beurteilung dieser Mechanismen findet sich in: EZB, [Lohnindexierung im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets: mögliche Relevanz für den Einfluss der Inflation auf die Löhne](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021; EZB, [Mindestlöhne und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

sich dann nachvollziehen, wenn die aus den Arbeitsplatzsicherungsprogrammen resultierenden statistischen Verzerrungen berücksichtigt werden.

Das geschätzte zugrunde liegende Lohnwachstum ist seit Beginn der Pandemie im Durchschnitt relativ moderat geblieben, hat sich aber in jüngerer Zeit wieder erhöht. Werden die Effekte der Arbeitsplatzsicherungsprogramme anhand unterschiedlicher Methoden herausgerechnet, so entspricht das für den Zeitraum vom Ausbruch der Pandemie bis zum zweiten Quartal 2022 gemessene Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nahezu seinem historischen Durchschnitt.

Bislang gibt es keine Anzeichen dafür, dass sich der Wachstumstrend beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer seit Beginn der Pandemie verändert hat. Lässt man die Volatilität der letzten Jahre außer Acht, so liegen die wichtigsten Lohnindikatoren wie das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und das Arbeitnehmerentgelt je Stunde derzeit leicht über ihrem vor der Pandemie verzeichneten langfristigen Trend. Bereinigt um pandemiebedingte Effekte ist das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Wesentlichen wieder zu seinem langfristigen Vorpandemietrend zurückgekehrt.

Werden die pandemiebedingten und von Sektor zu Sektor stark variierenden Verzerrungen bei den Lohnmessgrößen ausgeblendet, so zeichnet sich ab, dass es in den Dienstleistungsbereichen zu einem kräftigeren Lohnwachstum gekommen ist. Vor allem in jenen Dienstleistungsbranchen, die in letzter Zeit eine gravierende Knappheit an Arbeitskräften erleben, liegen die Löhne über dem Vorpandemieniveau.

Unter Berücksichtigung der Inflationsauswirkungen sind die realen Verbraucherlöhne nun deutlich niedriger als vor der Pandemie. Dies könnte die Gewerkschaften dazu veranlassen, in den kommenden Tarifverhandlungen vor allem in Sektoren mit niedrigeren Löhnen stärkere Lohnerhöhungen zu fordern. Die realen Erzeugerlöhne sind gesamtwirtschaftlich gegenüber dem vierten Quartal 2019 – dem Stand vor der Pandemie – indes deutlich weniger stark gesunken als die realen Verbraucherlöhne. Maßgeblich hierfür waren vor allem die nicht kontaktintensiven Dienstleistungen.

In den kommenden Quartalen dürfte das Lohnwachstum im Vergleich zu den historischen Verlaufsmustern sehr kräftig ausfallen. Darin spiegeln sich die Robustheit der Arbeitsmärkte wider (die bislang nur unwesentlich von der konjunkturellen Abschwächung beeinflusst wurden), die steigenden nationalen Mindestlöhne sowie ein gewisser Aufholprozess der Löhne gegenüber den hohen Inflationsraten. Über die kurze Frist hinaus dürfte von der erwarteten Konjunkturverlangsamung im Euroraum und der Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten ein Abwärtsdruck auf das Lohnwachstum ausgehen.

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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 ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-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	-4,2	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,0	9,4	12,7
2021 Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,1	2,3	1,9
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,7	3,4	0,0
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,2	-0,2	0,6
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,8	-0,1	1,8
2022 Juni	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	52,9	54,0	50,1	0,2	-0,2	0,6
Juli	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,7	0,9	2,5
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,2	-0,3	2,9
Sept.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,2	46,5	0,8	-0,1	1,8
Okt.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	.	.	.
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2019	11 986,3	11 579,0	6 381,8	2 456,1	2 657,1	1 252,0	770,7	627,6	83,9	407,3	5 772,1	5 364,9
2020	11 456,5	11 046,3	5 924,4	2 565,7	2 515,9	1 221,6	685,3	602,2	40,3	410,2	5 187,8	4 777,7
2021	12 313,5	11 834,4	6 289,0	2 717,8	2 701,7	1 369,4	761,1	563,8	126,0	479,1	6 070,2	5 591,1
2021 Q4	3 176,2	3 093,5	1 642,2	692,6	707,0	355,7	193,4	156,0	51,7	82,7	1 634,7	1 552,1
2022 Q1	3 231,7	3 147,2	1 677,8	700,4	718,7	372,8	199,5	144,5	50,2	84,5	1 713,5	1 629,0
Q2	3 292,0	3 226,7	1 725,1	707,8	741,6	383,9	207,1	148,6	52,1	65,4	1 826,7	1 761,3
Q3	3 339,0	3 327,0	1 769,0	715,7	777,8	388,0	213,9	174,0	64,4	12,0	1 890,4	1 878,4
In % des BIP												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2021 Q4	0,5	1,4	-0,1	0,4	3,4	0,2	1,6	13,5	-	-	2,6	4,7
2022 Q1	0,6	-0,4	0,0	0,0	-0,7	2,1	1,5	-9,4	-	-	1,4	-0,7
Q2	0,8	1,0	1,0	-0,1	0,9	-0,4	2,2	2,4	-	-	1,7	2,2
Q3	0,3	1,5	0,9	0,1	3,6	-0,9	2,0	16,8	-	-	1,7	4,3
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,3	1,8	23,0	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,1	-11,6	-3,9	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,8	4,3	3,6	6,0	9,1	-7,5	-	-	10,5	8,3
2021 Q4	4,8	5,0	5,9	2,6	2,0	1,7	1,5	3,0	-	-	8,3	9,2
2022 Q1	5,5	5,6	7,9	3,0	3,6	4,3	1,9	4,5	-	-	8,7	9,3
Q2	4,2	4,4	5,4	0,7	2,7	1,3	2,9	5,9	-	-	7,9	8,4
Q3	2,3	3,5	1,7	0,4	7,4	1,0	7,5	23,0	-	-	7,7	10,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2021 Q4	0,5	1,3	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,8	-	-
2022 Q1	0,6	-0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,3	1,1	-	-
Q2	0,8	0,9	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-	-
Q3	0,3	1,4	0,4	0,0	0,8	-0,1	0,1	0,8	0,2	-1,1	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
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	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,3	-	-
2021 Q4	4,8	4,8	3,0	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,8	0,0	-	-
2022 Q1	5,5	5,4	3,9	0,7	0,8	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	-	-
Q2	4,2	4,2	2,7	0,2	0,6	0,2	0,2	0,3	0,7	0,1	-	-
Q3	2,3	3,3	0,9	0,1	1,6	0,1	0,4	1,0	0,8	-1,1	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2019	10 743,8	176,7	2 103,8	555,5	2 041,8	531,6	481,7	1 203,9	1 251,7	2 027,1	369,9	1 242,4
2020	10 326,3	175,3	1 994,3	543,8	1 794,2	544,5	483,1	1 207,7	1 200,5	2 060,3	322,7	1 130,2
2021	11 042,0	188,1	2 166,2	594,8	1 996,5	586,1	497,1	1 242,7	1 285,8	2 151,6	333,1	1 271,5
2021 Q4	2 836,8	50,0	555,3	152,0	536,6	149,6	124,8	312,9	330,8	540,3	84,4	339,4
2022 Q1	2 891,2	51,6	576,4	158,0	545,4	150,5	124,9	315,6	335,5	546,8	86,3	340,5
Q2	2 951,4	54,3	591,8	161,4	570,5	153,9	126,8	317,8	341,0	544,2	89,8	340,6
Q3	3 006,8	55,8	597,5	162,3	588,9	154,3	128,9	323,7	346,0	557,0	92,5	332,3
In % der Wertschöpfung												
2021	100,0	1,7	19,6	5,4	18,1	5,3	4,5	11,3	11,6	19,5	3,0	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2021 Q4	0,2	0,0	0,5	0,3	0,6	2,2	-0,2	0,5	0,9	-0,8	-2,5	3,1
2022 Q1	0,9	-0,9	0,5	2,4	0,9	0,7	0,0	0,9	1,0	0,9	2,0	-1,7
Q2	0,7	-0,7	0,6	-0,7	1,7	2,1	0,2	0,2	1,0	-0,6	4,3	1,9
Q3	0,7	0,3	0,7	-1,7	1,3	0,0	-0,3	-0,1	0,3	1,4	3,0	-2,7
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2019	1,5	0,9	0,5	0,8	2,5	5,6	0,6	1,3	1,9	1,1	1,7	1,9
2020	-6,0	0,2	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,5	-0,9	-5,6	-2,8	-17,7	-6,9
2021	5,2	0,0	7,0	5,3	7,9	7,0	3,0	1,7	6,0	3,5	3,1	6,3
2021 Q4	4,7	-0,9	1,9	0,8	11,8	8,7	2,2	1,8	5,7	2,0	14,2	5,8
2022 Q1	5,3	-0,5	1,8	4,6	14,1	6,5	0,4	3,2	6,3	1,9	17,2	6,7
Q2	4,3	-1,7	2,1	1,6	11,0	6,9	0,4	2,4	5,1	0,8	16,2	3,8
Q3	2,5	-1,3	2,3	0,2	4,5	5,1	-0,4	1,6	3,3	0,8	6,8	0,6
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2021 Q4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	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	-
Q3	0,7	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2019	1,5	0,0	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,0	0,0	-1,3	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,4	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2021 Q4	4,7	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 Q1	5,3	0,0	0,4	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	2,0	0,4	0,0	0,3	0,6	0,2	0,5	-
Q3	2,5	0,0	0,5	0,0	0,8	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,2	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	85,9	14,1	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	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,0	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,3	1,2	2,8	1,7	3,3	-0,3	1,9	1,2	1,3	0,5
2020	-1,5	-1,6	-1,2	-2,4	-2,0	0,5	-3,9	1,8	0,0	-0,2	-2,2	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,3	3,2	0,5	4,8	0,8	1,0	2,8	2,1	0,5
2021 Q4	2,4	2,7	0,3	-1,0	1,2	3,1	3,3	6,5	0,8	0,5	3,6	1,7	1,7
2022 Q1	3,0	3,3	1,1	-1,3	1,5	3,5	5,0	6,1	-0,2	2,4	4,3	1,7	3,0
Q2	2,6	2,9	0,6	-0,7	1,3	3,2	4,5	6,0	0,1	2,5	3,3	1,4	2,2
Q3	1,7	1,9	0,8	-1,7	1,4	3,0	1,6	6,0	-0,4	4,2	2,4	1,4	1,2
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	81,2	18,8	4,1	14,9	6,9	25,9	3,1	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,0	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,7	5,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	0,9	1,1	0,1	-3,2	0,6	2,8	1,2	2,9	0,6	2,0	1,0	1,0	-0,2
2020	-8,1	-7,4	-11,1	-3,2	-7,5	-6,5	-14,8	-1,7	-2,4	-6,0	-8,3	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,6	0,6	4,5	8,9	6,7	7,5	2,9	6,4	7,3	3,7	5,2
2021 Q4	4,8	4,7	5,3	-1,6	2,1	3,6	11,0	6,8	0,6	2,8	5,6	0,8	8,1
2022 Q1	6,6	6,6	6,4	-2,0	2,5	4,7	16,1	6,2	-0,6	6,9	6,6	1,1	13,6
Q2	3,7	4,0	2,6	-2,0	1,0	2,5	9,9	5,1	-1,5	4,5	4,0	-0,3	7,3
Q3	2,5	2,8	1,0	-1,5	2,4	2,7	3,2	6,8	-0,3	6,2	3,5	1,2	3,1
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	-0,4	-0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	0,9	0,1	-0,3	-0,3	-0,7
2020	-6,6	-5,8	-10,1	-0,8	-5,6	-7,0	-11,3	-3,5	-2,3	-5,9	-6,2	-3,1	-9,2
2021	4,0	3,6	6,4	0,8	4,8	5,5	6,2	2,5	2,1	5,4	4,4	1,6	4,7
2021 Q4	2,3	1,9	5,0	-0,5	0,9	0,5	7,4	0,2	-0,2	2,3	1,9	-0,9	6,3
2022 Q1	3,4	3,2	5,2	-0,7	1,0	1,2	10,6	0,2	-0,4	4,4	2,2	-0,5	10,3
Q2	1,1	1,0	1,9	-1,3	-0,4	-0,7	5,2	-0,9	-1,7	2,0	0,7	-1,6	5,1
Q3	0,8	1,0	0,2	0,2	0,9	-0,3	1,6	0,8	0,1	1,9	1,1	-0,3	1,9

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 ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163.509	3,5	12.428	7,6	3,3	10.059	6,8	2.368	16,3	6.347	7,3	6.080	8,0	2,2
2020	160.959	3,5	12.833	8,0	3,0	10.281	7,0	2.552	18,1	6.581	7,7	6.252	8,3	1,8
2021	163.320	3,4	12.633	7,7	3,2	10.181	6,8	2.452	16,8	6.432	7,4	6.202	8,1	2,4
2021 Q4	164.577	3,3	11.743	7,1	3,0	9.564	6,4	2.179	14,7	6.038	6,9	5.705	7,4	2,8
2022 Q1	165.440	3,3	11.339	6,9	2,9	9.213	6,1	2.126	14,2	5.736	6,5	5.603	7,2	3,1
Q2	166.103	3,1	11.026	6,6	2,7	8.814	5,8	2.213	14,4	5.538	6,3	5.488	7,1	3,2
Q3	.	.	11.033	6,6	.	8.727	5,8	2.306	15,0	5.518	6,2	5.515	7,1	3,2
2022 Mai	-	-	11.130	6,7	-	8.959	5,9	2.172	14,1	5.589	6,3	5.541	7,1	-
Juni	-	-	11.113	6,7	-	8.846	5,9	2.267	14,7	5.584	6,3	5.529	7,1	-
Juli	-	-	11.036	6,6	-	8.781	5,8	2.255	14,7	5.542	6,3	5.493	7,1	-
Aug.	-	-	11.050	6,7	-	8.737	5,8	2.312	15,0	5.516	6,2	5.534	7,1	-
Sept.	-	-	11.014	6,6	-	8.662	5,7	2.351	15,2	5.496	6,2	5.518	7,1	-
Okt.	-	-	10.872	6,5	-	8.546	5,7	2.326	15,0	5.394	6,1	5.478	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 im Zusammenhang mit 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 ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen	
	Insgesamt	Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter								Energie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2019	-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	-4,2	-4,4	-5,7	-0,8	3,8	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,8	9,6	9,1	7,8	1,6	4,7	5,1	0,8	7,9	9,4	13,3	-3,1
2021 Q4	0,2	0,1	2,2	-3,9	4,0	2,1	0,3	4,3	-0,7	6,8	14,2	16,9	-25,0
2022 Q1	-0,3	-0,1	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,9	5,9	-1,6	11,3	12,6	.	-13,0
Q2	0,4	0,7	-0,1	-0,2	2,4	-0,5	2,3	1,0	-2,8	2,8	7,9	.	-16,3
Q3	1,7	2,1	-1,5	5,5	2,1	-1,4	1,9	-0,7	-1,6	-0,9	3,6	.	2,2
2022 Mai	1,6	2,0	0,2	1,0	6,2	-1,9	2,9	1,1	-3,3	3,3	6,6	-	-17,4
Juni	2,2	2,4	-0,3	8,0	-2,2	0,4	1,3	-2,9	-2,1	-4,0	1,9	-	-13,5
Juli	-2,5	-2,6	-2,0	-5,0	-0,9	0,3	2,3	-0,8	-1,7	-0,9	2,2	-	-6,4
Aug.	2,6	3,2	-0,5	7,9	2,0	-0,6	2,0	-1,4	-1,3	-2,3	4,8	-	4,4
Sept.	5,1	6,1	-1,9	14,2	5,3	-4,0	1,0	0,0	-2,0	0,6	3,7	-	10,3
Okt.	3,4	4,7	-2,9	9,2	9,2	-8,7	.	-2,7	-3,9	-2,6	2,5	-	14,9
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2022 Mai	1,3	1,9	0,2	2,9	3,0	-3,5	0,3	0,0	-1,0	0,6	0,0	-	0,5
Juni	0,9	0,7	-0,1	3,2	-4,2	1,0	-1,2	-1,0	0,0	-1,6	-0,9	-	0,5
Juli	-2,0	-2,0	-1,0	-4,1	2,2	-0,5	0,3	-0,2	0,1	-0,2	0,9	-	1,3
Aug.	1,6	1,7	-0,6	2,8	1,8	0,0	-1,0	0,0	-0,7	0,3	2,1	-	11,9
Sept.	0,8	1,5	-0,7	2,0	2,5	-1,9	0,1	0,8	0,6	1,2	-0,7	-	7,4
Okt.	-2,0	-2,2	-1,3	-0,6	-0,2	-3,9	.	-1,8	-1,5	-2,1	0,3	-	1,7

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	98,7	-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 Q4	116,0	13,8	82,5	-7,6	9,9	3,0	16,8	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 Q1	111,1	11,8	82,5	-13,7	9,5	1,8	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
Q2	104,0	6,9	82,4	-22,4	5,5	-4,5	13,1	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	96,6	1,4	81,9	-26,9	2,8	-7,2	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
2022 Juni	103,2	6,9	-	-23,7	3,6	-5,2	13,4	-	52,1	49,3	53,0	52,0
Juli	98,6	3,3	82,3	-27,0	3,0	-7,1	9,7	91,0	49,8	46,3	51,2	49,9
Aug.	97,4	1,2	-	-24,9	3,5	-6,3	7,9	-	49,6	46,5	49,8	49,0
Sept.	93,7	-0,3	-	-28,7	1,8	-8,2	4,6	-	48,4	46,3	48,8	48,1
Okt.	92,7	-1,2	81,4	-27,5	2,6	-6,7	2,1	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
Nov.	93,7	-2,0	-	-23,9	2,3	-6,7	2,3	-	47,1	46,0	48,5	47,8

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 ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	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	93,1	2,0	2,5	3,9	6,0	3,6	47,8	24,2	75,2	2,1	7,8	2,0
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,7	4,7	3,8	46,1	24,7	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,4	3,4	16,9	7,4	7,9	48,9	26,3	79,5	4,9	7,9	3,0
2021 Q3	18,9	96,1	0,7	3,9	14,6	7,7	7,2	48,9	26,8	79,4	4,2	12,9	2,3
Q4	17,7	95,8	0,7	3,4	15,8	7,4	7,9	48,9	26,3	79,5	4,9	14,3	3,0
2022 Q1	16,1	95,5	0,2	3,0	16,8	5,6	8,3	48,6	25,8	78,8	4,8	16,2	3,0
Q2	14,8	95,3	-0,4	2,7	16,1	2,9	8,1	48,3	24,2	77,3	4,7	-3,5	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 ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q4	1 185,9	1 152,7	33,2	650,3	619,1	279,4	246,4	216,4	205,5	39,7	81,7	60,3	46,9
2022 Q1	1 224,5	1 212,2	12,3	684,6	676,2	294,3	255,8	209,5	208,4	36,1	71,8	27,8	20,6
Q2	1 278,0	1 317,5	-39,6	717,8	746,9	305,2	267,3	214,4	219,5	40,6	83,9	110,3	11,8
Q3	1 320,5	1 376,3	-55,8	755,3	806,7	308,9	284,1	217,2	204,6	39,3	80,8	17,6	10,3
2022 April	417,8	431,3	-13,5	233,0	242,8	100,5	88,3	70,5	72,8	13,8	27,5	6,7	4,5
Mai	427,4	443,5	-16,1	240,6	248,5	101,9	89,1	71,3	78,2	13,6	27,7	95,4	3,5
Juni	432,8	442,8	-10,0	244,3	255,6	102,8	89,9	72,6	68,6	13,1	28,7	8,1	3,7
Juli	432,9	453,7	-20,8	245,2	264,1	103,7	92,3	71,7	70,4	12,4	26,9	5,7	3,4
Aug.	442,3	469,2	-26,9	253,8	275,9	102,7	95,6	72,8	70,1	12,8	27,6	4,9	3,1
Sept.	445,4	453,4	-8,1	256,2	266,8	102,5	96,3	72,7	64,1	14,0	26,3	7,0	3,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2022 Sept.	5 008,9	5 058,8	-49,9	2 808,0	2 848,9	1 187,7	1 053,7	857,5	838,0	155,7	318,1	216,0	89,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2022 Sept.	38,4	38,8	-0,4	21,5	21,8	9,1	8,1	6,6	6,4	1,2	2,4	1,7	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾ (soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q4	12,1	32,9	637,0	323,3	116,1	186,6	524,3	656,2	403,5	97,8	148,3	450,8	72,0
2022 Q1	17,1	40,7	676,5	343,3	124,3	196,7	554,2	718,8	454,3	104,3	151,6	478,7	85,6
Q2	20,2	45,7	714,9	361,0	126,2	216,5	574,7	810,8	524,7	111,6	163,7	516,6	107,9
Q3	20,1	47,2	733,6	.	.	.	590,6	859,3	.	.	.	533,1	.
2022 April	12,7	40,3	231,4	116,6	41,4	70,4	187,3	264,7	170,9	36,0	53,4	167,6	33,5
Mai	28,3	53,2	241,8	122,4	41,7	73,4	193,6	271,3	175,2	37,4	55,4	174,5	34,3
Juni	19,8	43,9	241,7	122,1	43,1	72,6	193,8	274,9	178,6	38,2	54,9	174,5	40,1
Juli	13,2	43,8	237,7	119,7	42,8	70,8	189,8	278,2	183,7	36,7	54,2	172,7	36,8
Aug.	23,9	53,5	245,9	123,8	44,7	73,2	198,4	293,5	191,5	40,1	57,5	182,7	32,9
Sept.	23,6	44,6	250,0	.	.	.	202,4	287,7	.	.	.	177,7	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q4	0,6	7,3	105,1	112,2	96,3	102,1	104,1	113,2	116,0	110,2	110,6	115,1	93,8
2022 Q1	2,4	10,0	106,2	111,4	101,8	103,7	105,7	114,9	117,6	115,1	110,6	118,0	93,0
Q2	2,6	11,0	106,9	110,5	100,3	109,0	105,7	121,0	123,9	120,7	115,7	123,0	95,1
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 März	-0,7	5,8	105,5	110,7	99,4	102,5	103,8	115,6	118,2	115,4	111,8	118,1	88,6
April	-2,6	6,7	105,4	108,8	99,8	108,1	104,3	119,5	122,1	117,4	114,9	121,3	93,7
Mai	9,5	17,5	108,3	112,5	99,0	110,7	106,8	122,3	125,2	122,7	117,5	124,9	94,3
Juni	1,3	9,1	107,0	110,4	102,0	108,2	106,1	121,2	124,6	121,9	114,5	122,7	97,4
Juli	-3,6	8,9	104,2	107,5	100,4	104,1	103,3	118,8	123,0	115,1	111,7	120,0	.
Aug.	5,9	18,7	107,0	109,9	104,6	107,4	107,1	126,3	129,8	128,2	116,2	126,6	.

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 Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren											
	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 Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	1,0	0,7	0,2	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,8	1,8	3,4	1,6	14,4	0,8	6,0	6,9	
Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,4	4,2	1,2	7,1	1,0	8,2	7,1	
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,9	1,9	4,4	1,0	9,5	7,8	
2022 Juni	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,8	1,3	1,5	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	0,7	0,8	0,3	0,5	9,3	5,9	
Aug.	117,9	9,1	4,3	13,1	3,8	0,6	1,2	1,0	0,7	0,3	0,3	9,4	7,2	
Sept.	119,3	9,9	4,8	14,0	4,3	1,0	1,1	1,4	0,3	2,9	0,9	9,9	10,4	
Okt.	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,6	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1	
Nov. ³⁾	120,9	10,0	5,0	.	4,2	0,2	1,4	-0,3	0,3	-1,9	0,4	.	.	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (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 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	
Q3	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1	
2022 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.	10,6	10,5	11,0	14,5	5,1	38,6	2,6	1,8	3,5	-0,2	7,2	1,9	
Sept.	11,8	11,5	12,7	15,3	5,5	40,7	2,7	1,9	5,7	-0,3	7,3	2,5	
Okt.	13,1	12,4	15,5	16,3	6,1	41,5	2,9	2,0	5,9	-0,7	7,3	2,7	
Nov. ³⁾	13,6	13,6	13,8	.	6,1	34,9	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Seit Mai 2016 veröffentlicht die EZB im Zuge einer Überarbeitung des Saisonbereinigungsverfahrens verbesserte saisonbereinigte HVPI-Reihen für den Euroraum (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 ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	2,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,6	8,1	0,8
2021 Q4	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,7	9,5	3,3
2022 Q1	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	10,1	9,8	3,3
Q2	149,3	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,5	95,4	12,1	9,3	0,0
Q3	163,2	41,1	17,7	14,7	20,1	7,8	14,0	.	8,6	107,9	.	.	.
2022 Mai	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,6	93,9	-	-	-
Juni	150,9	36,1	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,4	-	-	-
Juli	157,0	38,1	18,7	15,1	21,5	7,9	13,3	.	8,4	98,0	-	-	-
Aug.	164,9	43,4	17,5	14,6	20,0	7,8	14,0	.	8,6	117,3	-	-	-
Sept.	167,6	41,9	16,9	14,5	18,9	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
Okt.	162,8	30,8	16,1	14,0	17,4	7,5	15,3	.	9,3	65,8	-	-	-

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 ¹⁾	Importe ¹⁾		Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,4	1,7	1,5	1,1	1,9	2,2	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,8	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,3	1,5	3,6	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q4	110,9	3,0	4,5	3,9	2,4	6,1	10,2	14,1	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 Q1	112,2	3,5	5,5	4,8	2,5	7,4	11,8	17,0	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
Q2	113,4	4,2	6,7	6,3	3,5	8,4	14,6	20,7	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
Q3	114,6	4,3	7,1	7,3	4,2	7,4	13,3	19,4	98,3	14,8	30,9	1,5	15,5	28,7	2,3
2022 Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,2	37,6	1,6	18,4	34,7	2,8
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	106,9	11,8	30,8	-3,1	14,7	31,5	-1,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,1	30,2	4,2	15,9	26,3	5,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,6	31,7	3,7	16,0	28,3	3,2
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,7	25,3	-1,7	12,7	27,3	-1,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,2	12,3	0,5	5,9	11,0	0,0

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

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

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

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	-0,4	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q4	46,3	41,9	19,6	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 Q1	50,8	49,1	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
Q2	55,1	56,2	28,5	48,9	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
Q3	45,9	54,2	27,4	40,7	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
2022 Juni	50,3	56,4	27,8	45,5	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
Juli	45,3	54,9	27,1	41,6	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
Aug.	43,7	53,1	26,5	38,5	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
Sept.	48,6	54,6	28,5	41,9	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
Okt.	44,8	56,4	30,4	44,8	77,2	72,0	76,9	66,1	62,7
Nov.	40,4	51,9	30,1	43,0	78,3	64,5	74,3	63,6	62,3

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 ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	107,4	2,5	2,7	2,1	2,5	2,5	2,2
2020	110,5	2,9	3,5	1,1	2,6	3,7	1,8
2021	111,8	1,2	1,3	0,9	1,1	1,5	1,5
2021 Q4	119,3	2,5	2,2	3,5	2,6	2,2	1,6
2022 Q1	108,7	4,2	3,7	5,6	4,6	3,2	3,0
Q2	119,2	4,0	4,1	3,8	3,9	4,3	2,5
Q3	.	.	.	.	.	.	2,9

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
Lohnstückkosten												
2019	105,5	1,9	-0,5	2,1	4,0	0,6	0,9	1,5	3,5	2,4	2,7	2,4
2020	110,3	4,6	-1,3	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	3,9	6,2	16,1
2021	110,4	0,0	3,4	-2,9	2,4	-1,4	2,2	0,7	4,4	1,2	0,6	1,4
2021 Q4	111,4	1,2	2,8	2,1	4,5	-1,0	1,6	2,8	3,7	1,8	1,2	-6,9
2022 Q1	112,6	2,0	2,4	4,0	3,0	-0,8	2,7	3,2	4,8	2,6	2,4	-4,7
Q2	112,9	3,0	4,6	3,4	5,6	1,6	1,9	4,3	5,8	3,8	3,5	-6,1
Q3	114,1	3,3	2,9	1,7	6,0	1,8	4,0	4,4	7,9	3,9	4,0	-0,5
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2019	107,5	2,2	2,8	1,3	1,9	1,5	3,3	2,5	2,8	3,0	2,4	3,6
2020	107,2	-0,3	1,4	-2,0	-0,9	-3,9	0,4	0,3	0,6	0,3	2,3	-1,4
2021	111,4	3,9	3,6	4,2	4,5	5,8	4,3	2,9	5,1	4,3	1,9	4,0
2021 Q4	113,2	3,5	3,0	2,9	2,2	7,1	3,6	4,2	5,0	3,8	1,6	4,5
2022 Q1	114,5	4,5	3,3	4,3	4,2	7,8	3,2	3,8	5,6	4,6	2,7	8,5
Q2	115,4	4,6	3,6	4,2	3,9	8,0	2,8	4,6	5,7	5,6	2,8	6,8
Q3	116,7	3,9	3,3	2,7	3,2	4,7	3,2	4,5	5,2	4,8	3,4	5,0
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2019	101,9	0,2	3,3	-0,8	-2,0	0,8	2,3	0,9	-0,6	0,6	-0,2	1,1
2020	97,2	-4,6	2,7	-4,5	-6,2	-10,6	0,1	0,5	-0,8	-3,5	-3,7	-15,1
2021	100,9	3,8	0,2	7,3	2,0	7,3	2,0	2,2	0,7	3,1	1,3	2,6
2021 Q4	101,7	2,3	0,1	0,7	-2,2	8,2	2,0	1,4	1,3	2,0	0,4	12,3
2022 Q1	101,7	2,4	0,9	0,3	1,1	8,7	0,4	0,6	0,8	1,9	0,3	13,8
Q2	102,2	1,6	-1,0	0,7	-1,6	6,2	0,9	0,3	-0,1	1,8	-0,6	13,8
Q3	102,2	0,5	0,4	0,9	-2,7	2,9	-0,9	0,0	-2,5	0,9	-0,6	5,6
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2019	107,7	2,6	3,0	1,9	2,0	2,1	3,5	1,4	2,6	3,3	2,7	4,8
2020	114,1	5,9	3,7	3,4	5,4	7,2	3,2	2,1	5,5	6,3	5,2	6,4
2021	114,4	0,3	1,1	-0,3	-0,3	0,2	1,9	1,0	0,9	0,5	0,6	0,2
2021 Q4	116,0	1,6	1,0	2,3	2,2	0,3	3,7	4,9	2,6	2,2	2,6	0,0
2022 Q1	116,5	1,2	3,2	3,5	3,3	-2,5	3,1	4,2	3,1	2,0	3,3	0,1
Q2	116,8	3,6	4,9	4,5	5,3	2,1	4,0	6,2	4,7	4,7	4,6	2,7
Q3	118,5	2,9	3,2	1,6	2,9	2,5	2,7	4,1	4,0	3,3	3,6	3,6
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2019	102,6	0,7	4,3	-0,1	-1,9	1,3	2,6	0,1	-0,7	0,9	0,0	1,9
2020	104,8	2,1	3,5	1,2	0,8	0,8	3,7	2,9	5,5	2,9	-0,6	-6,5
2021	104,5	-0,2	-0,6	2,4	-3,3	1,1	-0,5	0,1	-4,5	-1,2	-0,2	-2,0
2021 Q4	104,9	0,0	0,7	-0,2	-2,7	0,7	1,8	1,6	-1,0	0,1	1,3	5,7
2022 Q1	104,2	-1,0	1,6	-0,7	0,0	-1,7	0,3	1,0	-3,5	-0,3	0,8	3,2
Q2	104,4	0,5	0,3	1,1	-0,9	1,0	1,7	2,0	-2,1	1,1	1,1	8,3
Q3	104,8	-0,2	0,2	0,0	-2,4	1,3	-1,6	-0,1	-4,4	-0,2	-0,3	3,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2019	-0,48	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022 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
Sept.	0,36	0,57	1,01	1,60	2,23	3,45	-0,02
Okt.	0,66	0,92	1,43	2,00	2,63	4,14	-0,03
Nov.	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	4,65	-0,04

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.

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 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
Sept.	0,67	1,54	1,67	1,95	2,13	0,59	-0,20	0,53	1,84	1,84	2,30	2,32
Okt.	1,08	1,93	1,92	1,98	2,24	0,31	-0,63	0,51	2,16	1,77	2,32	2,54
Nov.	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01

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	Verbrauchsnahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2018	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
2019	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
2020	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022 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
Sept.	382,4	3 466,2	857,4	237,7	163,2	104,7	149,3	660,3	670,9	335,8	274,9	746,8	3 850,5	27 419,0
Okt.	378,5	3 464,6	875,2	233,5	158,0	108,5	149,5	666,2	656,6	315,8	258,3	738,9	3 726,1	26 983,2
Nov.	414,2	3 840,0	958,6	253,4	165,1	119,8	165,4	733,5	745,1	346,5	274,1	781,3	3 917,5	27 903,3

Quelle: Refinitiv.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 Nov.	0,01	0,34	0,20	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	0,33	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	0,33	0,20	0,56	4,76	15,82	5,57	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Febr.	0,01	0,45	0,18	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	0,46	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	0,46	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,39	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
Mai	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,06	1,78
Juni	0,00	0,45	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	0,01	0,46	0,30	0,88	4,84	15,86	6,18	5,74	6,36	2,81	1,84	2,27	2,54	1,99	2,36	2,15
Aug.	0,01	0,70	0,40	1,02	4,97	15,89	6,67	5,91	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
Sept.	0,02	0,71	0,60	1,27	5,27	15,83	6,57	5,96	6,58	3,09	2,27	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
Okt. ^(p)	0,03	0,73	0,90	1,60	5,59	15,80	6,88	6,21	6,87	3,56	2,67	2,81	3,05	2,40	2,89	2,66

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)^{1), 2)} (in % p. a.; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 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.	-0,05	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,35
2022 Jan.	-0,05	-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.	-0,05	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,07	1,46	1,42
März	-0,06	-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	-0,05	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,45	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
Mai	-0,06	-0,27	0,52	1,67	1,81	2,02	2,40	1,52	1,49	1,79	1,15	1,22	1,95	1,55
Juni	-0,05	-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	0,00	0,04	1,20	1,78	1,90	2,44	2,78	1,69	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,79
Aug.	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,31	1,55	1,88	2,22	1,87
Sept.	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
Okt. ^(p)	0,09	0,92	1,91	2,54	2,98	3,52	3,62	2,75	3,02	2,74	2,45	2,75	2,81	2,72

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 ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	Darunter: Zentralstaaten	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	Darunter: Zentralstaaten	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)					Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				
											FMKGs			FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1 500,3	429,8	141,1	53,0	96,3	833,1	719,4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 431,7	428,7	153,9	62,2	87,7	761,5	671,7	387,7	138,9	79,8	26,1	31,8	137,3	104,6
2022 Juni	1 381,3	413,8	158,4	57,8	104,8	704,4	620,8	448,5	150,7	119,0	52,6	48,6	130,2	86,3
Juli	1 349,3	422,8	161,5	61,6	104,2	660,8	600,3	510,2	199,6	121,6	56,8	55,4	133,7	87,5
Aug.	1 344,2	420,9	158,7	60,2	105,7	658,9	597,7	470,6	188,1	113,6	49,5	45,3	123,6	92,0
Sept.	1 360,8	448,6	140,9	48,4	102,3	668,9	602,4	557,0	218,3	133,1	56,7	65,5	140,0	104,1
Okt.	1 360,9	463,6	139,9	50,3	100,3	657,0	596,8	566,7	250,5	134,0	57,9	57,5	124,7	98,0
Nov.	1 376,2	482,6	130,6	44,6	93,3	669,7	621,7	585,4	263,9	137,0	59,8	45,5	139,0	119,8
Langfristig														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19 499,1	4 105,6	3 309,4	1 324,9	1 546,3	10 537,6	9 752,1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20 067,5	4 190,2	3 562,6	1 329,7	1 590,5	10 724,3	9 903,3	3 170,0	66,2	82,9	32,0	24,1	143,8	130,4
2022 Juni	18 697,8	4 058,0	3 461,9	1 332,1	1 397,7	9 780,1	9 023,1	298,7	80,5	65,3	22,7	12,2	140,8	132,4
Juli	19 235,2	4 146,5	3 545,9	1 342,8	1 453,7	10 089,1	9 309,0	236,5	51,7	61,0	31,8	8,7	115,1	110,3
Aug.	18 652,4	4 044,0	3 492,0	1 335,4	1 411,5	9 704,9	8 952,2	190,1	53,4	43,3	10,5	8,5	85,0	79,0
Sept.	18 113,4	3 975,3	3 431,4	1 307,0	1 362,4	9 344,4	8 613,7	319,6	94,5	74,8	28,3	19,3	131,0	120,9
Okt.	18 243,1	4 011,9	3 472,7	1 300,7	1 362,7	9 395,7	8 669,8	333,8	78,4	73,5	24,3	12,6	169,4	161,3
Nov.	18 612,8	4 077,2	3 521,5	1 311,5	1 409,9	9 604,2	8 866,1	322,4	78,5	75,9	34,2	32,3	135,7	122,1

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	Darunter: Zentralstaaten	Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	20 999,4	4 535,4	3 450,6	1 377,9	1 642,7	11 370,7	10 471,6	8 560,4	537,8	1 410,5	6 612,1
2021	21 499,3	4 618,9	3 716,4	1 391,9	1 678,1	11 485,8	10 575,0	10 348,0	609,3	1 579,8	8 158,0
2022 Juni	20 079,2	4 471,8	3 620,3	1 389,9	1 502,5	10 484,5	9 643,8	8 287,0	474,0	1 272,8	6 539,2
Juli	20 584,5	4 569,3	3 707,4	1 404,4	1 557,9	10 749,9	9 909,2	8 902,1	482,1	1 355,5	7 063,6
Aug.	19 996,6	4 464,9	3 650,7	1 395,6	1 517,2	10 363,8	9 549,8	8 483,2	475,5	1 311,1	6 695,6
Sept.	19 474,2	4 423,9	3 572,3	1 355,4	1 464,7	10 013,3	9 216,1	7 916,4	460,6	1 231,3	6 223,9
Okt.	19 604,0	4 475,5	3 612,7	1 351,0	1 463,0	10 052,8	9 266,6	8 469,5	506,9	1 292,0	6 669,9
Nov.	19 989,1	4 559,8	3 652,1	1 356,2	1 503,2	10 273,9	9 487,8	9 054,0	540,0	1 401,5	7 111,8
Wachstumsraten¹⁾											
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Juni	4,0	2,6	7,7	4,7	4,0	3,4	3,7	1,0	-0,2	3,3	0,7
Juli	3,4	2,4	6,9	5,3	3,0	2,8	3,3	0,9	-0,4	3,3	0,5
Aug.	3,5	2,4	7,0	4,4	3,4	2,8	3,2	0,8	-0,7	2,6	0,5
Sept.	3,2	3,4	5,6	2,4	2,5	2,4	2,9	0,9	-0,9	2,3	0,7
Okt.	3,3	4,5	3,7	0,8	1,6	2,9	3,4	0,9	-1,1	2,3	0,7
Nov.	3,7	5,3	4,4	0,9	1,2	3,1	3,7	0,7	-1,3	1,8	0,6

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42		
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8	
2019	98,1	93,1	92,3	88,8	76,9	87,1	115,4	92,3	
2020	99,6	93,5	93,4	89,4	75,9	87,8	119,4	93,8	
2021	99,6	93,4	93,3	88,7	71,2	86,0	120,8	94,2	
2021 Q4	97,7	91,7	91,8	86,6	69,7	84,0	119,1	92,7	
2022 Q1	96,4	91,4	92,6	84,8	69,0	82,5	118,6	92,5	
Q2	95,6	90,3	93,2	83,4	67,1	80,9	116,4	90,1	
Q3	94,0	89,2	92,1	.	.	.	114,4	88,9	
2022 Juni	95,9	90,5	93,6	-	-	-	116,5	90,1	
Juli	94,1	89,1	92,0	-	-	-	114,6	88,8	
Aug.	93,6	88,7	91,7	-	-	-	114,1	88,6	
Sept.	94,2	89,7	92,6	-	-	-	114,5	89,2	
Okt.	94,8	91,0	93,3	-	-	-	115,4	90,5	
Nov.	95,9	92,4	94,4	-	-	-	117,1	92,2	
				Veränderung gegen Vormonat in %					
2022 Nov.	1,2	1,6	1,1	-	-	-	1,5	1,9	
				Veränderung gegen Vorjahr in %					
2022 Nov.	-1,7	0,8	3,0	-	-	-	-1,4	-0,4	

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	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 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
Q3	6,898	7,518	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
2022 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
Sept.	6,951	7,522	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
Okt.	7,069	7,530	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
Nov.	7,317	7,543	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
							Veränderung gegen Vormonat in %					
2022 Nov.	3,5	0,2	-0,6	0,0	-2,8	0,3	-2,2	-0,2	-0,2	-0,6	0,5	3,8
							Veränderung gegen Vorjahr in %					
2022 Nov.	0,3	0,3	-4,0	0,0	11,6	11,5	1,1	2,5	-0,7	8,3	-6,5	-10,6

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 ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2021 Q3	31 263,5	31 402,4	-138,9	11 750,6	9 540,7	12 244,2	14 342,7	-95,7	6 362,0	7 519,0	1 002,4	15 727,6
Q4	32 242,9	32 211,0	31,9	11 943,4	9 754,8	12 864,4	14 684,3	-98,5	6 476,6	7 771,9	1 057,0	15 928,9
2022 Q1	32 216,0	32 024,2	191,8	11 986,7	9 892,1	12 340,0	13 991,7	-55,4	6 841,9	8 140,4	1 102,8	16 353,9
Q2	31 940,2	31 588,2	352,1	12 315,2	10 161,0	11 505,1	13 056,4	-16,6	7 014,5	8 370,8	1 122,1	16 462,2
Bestände in % des BIP												
2022 Q2	248,6	245,9	2,7	95,8	79,1	89,5	101,6	-0,1	54,6	65,1	8,7	128,1
Transaktionen												
2021 Q4	222,3	192,6	29,7	-7,5	-66,5	155,9	73,3	40,2	30,7	185,8	2,9	-
2022 Q1	367,5	372,8	-5,3	55,2	32,8	-16,1	34,9	-2,1	331,3	305,1	-0,9	-
Q2	-29,3	-48,3	18,9	59,0	-42,2	-114,7	-96,8	23,9	0,1	90,8	2,3	-
Q3	-53,2	-65,1	11,9	98,9	16,1	-191,8	-32,9	32,2	0,1	-48,3	7,4	-
2022 April	-17,6	32,4	-50,0	11,4	16,8	-31,4	-58,3	32,9	-29,9	74,0	-0,6	-
Mai	67,0	20,7	46,3	86,3	-15,2	-55,0	-76,4	1,1	33,4	112,2	1,2	-
Juni	-78,7	-101,3	22,6	-38,7	-43,9	-28,3	37,9	-10,0	-3,4	-95,4	1,7	-
Juli	49,9	27,8	22,1	13,0	19,6	-22,5	-62,4	-1,1	59,0	70,6	1,6	-
Aug.	118,6	106,5	12,2	60,2	43,5	-33,4	51,0	10,7	78,9	11,9	2,2	-
Sept.	-221,7	-199,3	-22,4	25,7	-47,0	-135,8	-21,5	22,6	-137,8	-130,8	3,6	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2022 Sept.	507,3	452,1	55,2	205,7	-59,9	-166,6	-21,5	94,2	362,2	533,5	11,7	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2022 Sept.	3,9	3,5	0,4	1,6	-0,5	-1,3	-0,2	0,7	2,8	4,1	0,1	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

(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			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2019	1 224,4	7 718,3	8 942,7	1 067,9	2 363,9	3 431,8	12 374,4	79,5	521,9	2,6	604,0	12 978,4	
2020	1 363,7	8 876,5	10 240,2	1 033,2	2 449,4	3 482,6	13 722,8	101,8	627,0	4,4	733,2	14 455,9	
2021	1 469,7	9 784,0	11 253,8	925,7	2 506,4	3 432,1	14 685,9	118,0	647,5	21,7	787,2	15 473,1	
2021 Q4	1 469,7	9 784,0	11 253,8	925,7	2 506,4	3 432,1	14 685,9	118,0	647,5	21,7	787,2	15 473,1	
2022 Q1	1 520,4	9 925,8	11 446,3	936,6	2 519,3	3 456,0	14 902,2	123,2	591,2	44,7	759,1	15 661,3	
Q2	1 528,0	10 054,8	11 582,8	973,9	2 529,6	3 503,6	15 086,4	115,9	609,1	64,6	789,7	15 876,0	
Q3	1 538,1	10 177,5	11 715,5	1 180,8	2 551,8	3 732,6	15 448,2	120,4	598,0	49,5	767,9	16 216,1	
2022 Mai	1 525,1	10 013,0	11 538,1	940,2	2 525,5	3 465,7	15 003,8	124,1	599,0	56,8	779,8	15 783,6	
Juni	1 528,0	10 054,8	11 582,8	973,9	2 529,6	3 503,6	15 086,4	115,9	609,1	64,6	789,7	15 876,0	
Juli	1 531,7	10 105,3	11 637,0	1 006,1	2 537,7	3 543,8	15 180,9	125,2	593,7	30,7	749,6	15 930,4	
Aug.	1 536,4	10 186,1	11 722,5	1 032,7	2 546,8	3 579,5	15 302,0	123,7	595,5	38,4	757,7	16 059,7	
Sept.	1 538,1	10 177,5	11 715,5	1 180,8	2 551,8	3 732,6	15 448,2	120,4	598,0	49,5	767,9	16 216,1	
Okt. ^(p)	1 541,2	10 023,6	11 564,7	1 254,9	2 555,4	3 810,3	15 375,1	124,9	619,7	21,1	765,8	16 140,9	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2019	58,2	604,4	662,6	-61,8	62,2	0,4	663,0	4,3	-5,1	-58,0	-58,9	604,1	
2020	139,2	1 244,1	1 383,4	-28,7	86,3	57,6	1 440,9	19,6	111,0	1,3	131,9	1 572,9	
2021	107,4	898,5	1 005,9	-118,4	66,7	-51,8	954,1	12,1	21,2	14,5	47,8	1 001,8	
2021 Q4	25,4	171,8	197,2	10,1	13,6	23,7	220,9	-4,5	41,5	-8,2	28,8	249,7	
2022 Q1	50,7	134,1	184,8	14,1	10,5	24,6	209,4	4,9	-56,2	23,0	-28,3	181,1	
Q2	7,6	109,8	117,4	31,6	10,6	42,2	159,5	-8,6	18,0	17,0	26,4	185,9	
Q3	10,1	111,7	121,8	164,5	21,9	186,4	308,2	2,6	-11,0	39,3	30,9	339,1	
2022 Mai	4,8	48,3	53,1	-10,9	5,0	-5,9	47,2	7,2	0,8	-2,5	5,5	52,6	
Juni	2,9	33,3	36,2	31,1	4,1	35,1	71,3	-8,8	10,2	6,3	7,7	79,0	
Juli	3,7	39,5	43,3	28,6	8,0	36,6	79,9	8,3	-15,4	14,4	7,3	87,1	
Aug.	4,7	87,4	92,1	24,9	9,0	33,9	126,0	-1,8	1,9	10,9	11,0	137,0	
Sept.	1,7	-15,2	-13,5	110,9	4,9	115,9	102,4	-3,8	2,5	13,9	12,7	115,0	
Okt. ^(p)	3,2	-148,6	-145,5	76,4	3,3	79,7	-65,8	4,9	21,7	-27,5	-0,9	-66,7	
Wachstumsraten													
2019	5,0	8,5	8,0	-5,5	2,7	0,0	5,7	5,6	-1,0	-	-8,9	4,9	
2020	11,4	16,2	15,5	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,3	-	21,8	12,1	
2021	7,9	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	6,9	12,0	3,4	367,6	6,5	6,9	
2021 Q4	7,9	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	6,9	12,0	3,4	367,6	6,5	6,9	
2022 Q1	9,4	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	71,0	0,6	6,3	
Q2	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8	
Q3	6,5	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,5	-1,3	367,1	7,8	6,3	
2022 Mai	8,4	7,9	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,1	10,5	-2,3	28,7	1,5	5,8	
Juni	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8	
Juli	7,4	6,7	6,8	6,3	2,1	3,3	5,9	3,8	-5,1	101,1	1,6	5,7	
Aug.	7,1	6,8	6,8	10,8	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,7	3,4	6,1	
Sept.	6,5	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,5	-1,3	367,1	7,8	6,3	
Okt. ^(p)	6,0	3,4	3,8	30,0	2,3	9,9	5,2	-8,0	-0,7	77,5	3,2	5,1	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
2019	2 480,7	2 068,0	255,5	150,5	6,6	7 044,9	4 399,9	491,7	2 152,4	0,9	1 023,4	216,1	464,4
2020	2 968,8	2 517,0	308,2	140,2	3,3	7 665,2	4 967,3	437,0	2 260,1	0,9	1 094,3	235,3	497,3
2021	3 234,7	2 810,2	288,9	128,7	6,9	8 090,5	5 383,9	372,5	2 333,4	0,7	1 235,0	227,8	546,3
2021 Q4	3 234,7	2 810,2	288,9	128,7	6,9	8 090,5	5 383,9	372,5	2 333,4	0,7	1 235,0	227,8	546,3
2022 Q1	3 268,6	2 839,5	289,1	129,7	10,3	8 187,2	5 478,3	358,0	2 349,8	1,0	1 263,9	231,7	553,5
Q2	3 303,4	2 857,6	304,4	130,6	10,8	8 252,4	5 538,1	354,0	2 359,6	0,7	1 316,9	231,3	570,3
Q3	3 382,7	2 852,2	388,4	133,3	8,8	8 371,0	5 620,1	369,9	2 380,0	1,0	1 481,0	243,9	551,9
2022 Mai	3 280,4	2 852,9	287,0	130,2	10,3	8 235,1	5 523,6	354,6	2 356,2	0,8	1 288,2	231,7	567,4
Juni	3 303,4	2 857,6	304,4	130,6	10,8	8 252,4	5 538,1	354,0	2 359,6	0,7	1 316,9	231,3	570,3
Juli	3 331,4	2 869,3	321,8	130,4	9,8	8 294,2	5 571,1	354,1	2 368,3	0,8	1 339,8	241,0	567,9
Aug.	3 387,3	2 899,2	347,4	132,5	8,2	8 330,3	5 596,6	357,0	2 375,8	0,8	1 367,6	237,5	566,5
Sept.	3 382,7	2 852,2	388,4	133,3	8,8	8 371,0	5 620,1	369,9	2 380,0	1,0	1 481,0	243,9	551,9
Okt. ^(p)	3 408,2	2 821,2	446,1	131,6	9,3	8 385,0	5 613,7	385,4	2 384,8	1,1	1 354,4	254,1	557,2
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2019	148,4	166,0	-19,0	1,8	-0,4	396,2	361,4	-26,3	61,6	-0,5	26,5	9,2	28,7
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	143,1	20,6	33,1
2021	252,0	277,0	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	145,2	-9,5	46,6
2021 Q4	69,0	68,7	5,0	-2,0	-2,7	68,0	67,6	-16,2	16,4	0,1	25,7	1,2	27,2
2022 Q1	28,3	24,4	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	28,4	4,1	7,5
Q2	22,4	8,9	12,5	0,8	0,2	62,9	57,9	-4,8	10,1	-0,3	42,1	-0,6	16,5
Q3	69,0	-11,8	80,5	2,7	-2,3	113,1	77,4	15,1	20,4	0,3	125,7	11,4	-18,5
2022 Mai	1,4	11,2	-11,3	0,7	0,7	29,3	26,1	-2,2	5,5	-0,2	9,4	4,6	5,1
Juni	17,6	0,9	15,9	0,3	0,4	15,8	13,4	-0,9	3,4	-0,1	23,5	-0,1	2,8
Juli	23,5	8,9	15,9	-0,2	-1,1	38,3	29,8	-0,2	8,6	0,1	16,1	8,8	-2,4
Aug.	54,1	29,0	24,8	2,1	-1,7	35,3	24,9	2,8	7,5	0,1	34,9	-3,5	-1,4
Sept.	-8,6	-49,7	39,8	0,8	0,5	39,4	22,6	12,5	4,2	0,1	74,7	6,1	-14,7
Okt. ^(p)	28,8	-29,1	58,9	-1,6	0,6	14,9	-5,3	15,8	4,4	0,1	-123,5	10,4	5,4
Wachstumsraten													
2019	6,4	8,7	-6,9	1,2	-5,9	6,0	9,0	-5,1	2,9	-35,6	2,7	4,5	6,6
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	14,4	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,2	-4,0	9,4
2021 Q4	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,2	-4,0	9,4
2022 Q1	6,9	8,7	-5,0	-4,2	39,8	4,6	7,1	-14,3	2,6	26,1	13,5	5,7	12,6
Q2	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	11,9	2,7	15,8
Q3	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,4
2022 Mai	6,5	8,1	-4,4	-2,6	40,4	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,1	11,1	0,1	15,1
Juni	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	11,9	2,7	15,8
Juli	6,1	6,1	9,5	-0,9	16,4	4,2	6,1	-10,8	2,5	-4,5	11,9	5,7	13,3
Aug.	7,2	6,3	19,4	1,3	-18,5	4,2	5,8	-8,9	2,7	6,7	14,8	3,9	12,3
Sept.	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,4
Okt. ^(p)	6,0	1,4	50,8	1,8	2,6	4,1	5,0	1,3	2,5	7,6	7,0	8,0	7,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

(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 ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2019	4 649,0	988,6	3 648,7	13 851,6	11 442,4	11 830,2	4 473,1	5 930,8	888,6	149,8	1 560,1	849,2
2020	5 906,9	998,1	4 896,9	14 324,9	11 912,9	12 291,7	4 706,6	6 132,9	906,7	166,8	1 547,5	864,5
2021	6 542,7	996,6	5 544,3	14 802,5	12 332,2	12 716,4	4 861,4	6 373,6	937,4	159,7	1 582,3	888,1
2021 Q4	6 542,7	996,6	5 544,3	14 802,5	12 332,2	12 716,4	4 861,4	6 373,6	937,4	159,7	1 582,3	888,1
2022 Q1	6 550,9	1 001,6	5 546,6	15 018,2	12 561,3	12 699,2	4 915,7	6 472,2	1 020,1	153,3	1 587,9	869,0
Q2	6 502,9	1 000,6	5 478,2	15 180,6	12 788,4	12 926,3	5 020,4	6 552,7	1 051,7	163,6	1 561,3	830,9
Q3	6 359,9	1 002,3	5 333,3	15 417,5	13 047,0	13 181,9	5 165,8	6 612,6	1 107,5	161,2	1 545,9	824,6
2022 Mai	6 502,3	999,1	5 478,3	15 114,0	12 707,7	12 843,9	4 983,3	6 521,5	1 040,4	162,5	1 555,3	851,0
Juni	6 502,9	1 000,6	5 478,2	15 180,6	12 788,4	12 926,3	5 020,4	6 552,7	1 051,7	163,6	1 561,3	830,9
Juli	6 537,0	998,0	5 514,8	15 253,6	12 857,7	12 992,0	5 068,8	6 576,3	1 052,6	160,0	1 564,5	831,4
Aug.	6 426,8	998,3	5 404,3	15 320,4	12 941,5	13 073,2	5 132,8	6 595,7	1 060,0	153,0	1 548,9	830,0
Sept.	6 359,9	1 002,3	5 333,3	15 417,5	13 047,0	13 181,9	5 165,8	6 612,6	1 107,5	161,2	1 545,9	824,6
Okt. ^(p)	6 378,5	996,2	5 358,0	15 405,7	13 035,0	13 168,3	5 187,4	6 622,3	1 065,6	159,6	1 537,2	833,5
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2019	-88,6	-23,3	-65,6	446,9	373,8	420,6	114,5	200,2	39,4	19,7	29,9	43,2
2020	1 039,9	13,5	1 026,3	734,0	535,3	556,1	287,6	209,3	21,2	17,1	170,6	28,2
2021	665,7	-0,4	675,7	559,9	472,0	505,4	176,0	261,8	44,3	-10,2	78,8	9,2
2021 Q4	185,3	-0,3	185,4	206,9	157,2	207,5	93,5	61,5	-11,9	14,1	57,7	-7,9
2022 Q1	100,4	4,3	96,1	197,4	192,6	186,5	46,3	71,8	80,3	-5,9	18,6	-13,9
Q2	68,7	-0,9	69,6	210,2	229,1	237,8	100,9	84,7	33,3	10,3	-14,0	-4,9
Q3	-36,4	1,9	-38,5	220,8	230,5	234,3	139,3	58,5	36,1	-3,2	-9,3	-0,5
2022 Mai	21,6	-3,0	24,6	59,8	88,1	76,8	36,3	30,9	18,2	2,8	-38,9	10,6
Juni	32,4	1,5	31,5	81,2	78,1	87,3	36,5	33,1	7,6	0,9	14,0	-10,9
Juli	-15,4	-2,7	-12,7	54,0	60,7	60,3	45,2	21,3	-1,5	-4,3	-5,0	-1,8
Aug.	-26,9	0,8	-27,7	85,0	92,3	92,0	63,8	19,4	16,1	-7,0	-8,4	1,1
Sept.	6,0	3,9	1,9	81,8	77,5	82,0	30,2	17,8	21,4	8,1	4,2	0,1
Okt. ^(p)	11,0	-6,0	17,0	-2,6	-5,1	-3,3	25,0	11,1	-39,7	-1,5	-5,4	7,9
Wachstumsraten												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,3	3,4	3,7	2,6	3,5	4,6	15,9	2,0	5,5
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,4	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	4,9	-4,6	5,2	1,0
2021 Q4	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	4,9	-4,6	5,2	1,0
2022 Q1	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,6	-1,2	6,6	-1,7
Q2	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	6,0	4,6	13,6	7,8	5,0	-2,8
Q3	5,0	0,5	5,8	5,7	6,6	7,0	8,0	4,4	14,5	10,0	3,5	-3,0
2022 Mai	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,3	5,7	5,1	4,5	11,9	2,3	4,8	-1,2
Juni	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	6,0	4,6	13,6	7,8	5,0	-2,8
Juli	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,3	4,9	4,3	-2,7
Aug.	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,8	-0,7	3,7	-3,0
Sept.	5,0	0,5	5,8	5,7	6,6	7,0	8,0	4,4	14,5	10,0	3,5	-3,0
Okt. ^(p)	4,6	0,8	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,2	10,7	3,2	1,2	-1,8

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 Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2019	4 473,1	4 575,8	962,7	877,1	2 633,4	5 930,8	6 223,0	720,0	4 523,9	686,9
2020	4 706,6	4 828,7	893,8	1 009,1	2 803,6	6 132,9	6 402,6	700,7	4 725,1	707,1
2021	4 861,4	4 993,3	885,1	1 005,8	2 970,5	6 373,6	6 638,4	698,5	4 971,1	704,0
2021 Q4	4 861,4	4 993,3	885,1	1 005,8	2 970,5	6 373,6	6 638,4	698,5	4 971,1	704,0
2022 Q1	4 915,7	4 890,2	909,5	1 003,0	3 003,2	6 472,2	6 672,1	701,5	5 063,2	707,4
Q2	5 020,4	4 995,6	949,9	1 028,3	3 042,2	6 552,7	6 742,3	709,0	5 138,6	705,1
Q3	5 165,8	5 136,6	1 008,0	1 067,9	3 089,8	6 612,6	6 801,3	713,1	5 194,4	705,2
2022 Mai	4 983,3	4 952,0	936,3	1 017,2	3 029,8	6 521,5	6 723,0	706,0	5 108,5	707,0
Juni	5 020,4	4 995,6	949,9	1 028,3	3 042,2	6 552,7	6 742,3	709,0	5 138,6	705,1
Juli	5 068,8	5 041,3	962,2	1 042,0	3 064,6	6 576,3	6 763,4	711,3	5 159,5	705,4
Aug.	5 132,8	5 098,4	987,7	1 063,0	3 082,0	6 595,7	6 784,7	711,5	5 178,7	705,5
Sept.	5 165,8	5 136,6	1 008,0	1 067,9	3 089,8	6 612,6	6 801,3	713,1	5 194,4	705,2
Okt. ^(p)	5 187,4	5 153,5	1 006,5	1 077,4	3 103,6	6 622,3	6 812,9	715,3	5 201,7	705,3
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	114,5	142,2	-11,7	44,7	81,6	200,2	216,8	40,9	168,5	-9,1
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	176,0	208,2	-1,5	2,7	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,8
2021 Q4	93,5	124,4	48,1	36,7	8,7	61,5	73,5	6,4	56,2	-1,2
2022 Q1	46,3	53,5	20,6	-3,2	28,9	71,8	80,5	5,1	65,0	1,7
Q2	100,9	106,6	40,5	22,6	37,7	84,7	74,6	7,5	75,7	1,5
Q3	139,3	139,7	55,4	39,6	44,3	58,5	58,5	4,0	55,3	-0,8
2022 Mai	36,3	30,4	14,5	5,3	16,5	30,9	26,7	3,1	27,1	0,6
Juni	36,5	48,1	13,3	10,1	13,1	33,1	22,2	2,1	30,1	0,8
Juli	45,2	44,3	11,1	13,2	20,9	21,3	19,6	2,3	20,7	-1,7
Aug.	63,8	58,8	26,6	21,6	15,5	19,4	21,4	-0,2	19,4	0,3
Sept.	30,2	36,6	17,7	4,7	7,8	17,8	17,6	1,9	15,2	0,6
Okt. ^(p)	25,0	24,0	-0,5	10,5	15,0	11,1	12,9	2,4	8,0	0,7
Wachstumsraten										
2019	2,6	3,2	-1,2	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 Q4	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022 Q1	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
Q2	6,0	6,9	14,1	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
Q3	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
2022 Mai	5,1	6,0	7,4	4,6	4,6	4,5	4,7	3,3	5,3	-0,1
Juni	6,0	6,9	14,1	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
Juli	6,6	7,6	15,5	7,5	3,8	4,5	4,5	3,5	5,3	-0,3
Aug.	7,8	8,7	18,8	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,3	0,0
Sept.	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
Okt. ^(p)	8,1	8,9	16,9	11,0	4,7	4,2	4,2	3,3	4,8	0,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

(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 ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2019	358,5	7 050,7	1 943,5	50,2	2 154,1	2 902,8	1 477,9	409,1	178,9	187,2
2020	723,2	6 955,9	1 913,6	42,2	1 990,8	3 009,2	1 441,4	461,8	130,1	139,2
2021	762,6	6 883,4	1 837,3	37,1	1 997,3	3 011,6	1 372,5	401,3	118,8	136,8
2021 Q4	762,6	6 883,4	1 837,3	37,1	1 997,3	3 011,6	1 372,5	401,3	118,8	136,8
2022 Q1	740,2	6 882,4	1 848,2	35,9	1 988,7	3 009,7	1 361,1	353,8	153,0	164,4
Q2	757,5	6 801,3	1 843,8	31,6	2 008,5	2 917,3	1 313,5	437,7	159,3	157,3
Q3	642,5	6 782,4	1 801,9	31,3	2 096,4	2 852,9	1 319,1	544,4	142,9	145,8
2022 Mai	735,3	6 806,6	1 845,2	32,1	1 990,4	2 938,9	1 242,8	466,4	178,3	170,8
Juni	757,5	6 801,3	1 843,8	31,6	2 008,5	2 917,3	1 313,5	437,7	159,3	157,3
Juli	741,2	6 902,2	1 833,1	31,2	2 059,3	2 978,6	1 345,4	437,9	169,5	159,1
Aug.	649,5	6 827,0	1 813,2	31,9	2 080,4	2 901,6	1 362,0	427,0	154,6	145,7
Sept.	642,5	6 782,4	1 801,9	31,3	2 096,4	2 852,9	1 319,1	544,4	142,9	145,8
Okt. ^(p)	678,2	6 745,5	1 789,6	31,6	2 100,7	2 823,5	1 283,0	497,2	140,4	155,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	-28,9	105,5	-5,8	-2,9	27,8	86,4	312,2	10,2	-2,7	-2,5
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	122,3	-48,8	-48,0
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-105,1	-11,3	-2,3
2021 Q4	65,7	4,9	-15,4	-1,5	3,4	18,5	-56,8	-15,1	-20,2	-9,2
2022 Q1	-19,0	-28,0	-19,5	-1,3	-25,0	17,8	-32,7	-131,0	34,0	34,7
Q2	17,2	19,8	-8,1	-4,2	-16,1	48,3	-61,0	4,9	7,6	-7,1
Q3	-115,0	-4,4	-47,0	-0,2	-2,4	45,2	-25,7	61,0	-16,4	-11,5
2022 Mai	-26,0	-12,8	-0,2	-3,4	-18,6	9,4	-57,0	-10,7	-1,1	-0,9
Juni	22,2	10,5	-3,2	-0,5	0,6	13,6	42,9	-44,8	-19,0	-13,5
Juli	-16,2	-2,7	-12,6	-0,4	-5,3	15,6	-4,2	33,9	10,2	1,8
Aug.	-91,7	-8,3	-20,6	0,7	4,6	7,0	30,6	-51,7	-14,9	-13,4
Sept.	-7,1	6,6	-13,8	-0,4	-1,7	22,5	-52,1	78,8	-11,7	0,1
Okt. ^(p)	35,7	-7,0	-11,6	0,1	16,7	-12,2	7,0	-53,5	-2,5	9,8
Wachstumsraten										
2019	-7,4	1,5	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q4	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Q1	5,8	-0,7	-4,0	-13,1	-2,0	2,3	-	-	20,1	31,9
Q2	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
Q3	-7,4	-0,1	-4,8	-18,7	-2,0	4,5	-	-	3,4	4,3
2022 Mai	4,9	0,1	-3,1	-21,0	-1,7	3,6	-	-	34,5	36,4
Juni	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
Juli	7,8	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	27,9	24,8
Aug.	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	24,1	18,6
Sept.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,7	-2,0	4,5	-	-	3,4	4,3
Okt. ^(p)	-8,0	-0,4	-5,0	-17,3	-2,1	3,9	-	-	1,0	10,1

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	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,0	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	-0,1	0,1	-0,1	-3,7
2021 Q3	-6,1	.	.	.	.	-4,7
Q4	-5,1	.	.	.	.	-3,7
2022 Q1	-4,0	.	.	.	.	-2,5
Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,4

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		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,5	46,0	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	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,5
2021	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 Q3	46,7	46,0	12,9	13,0	15,3	0,7	52,8	48,1	10,4	5,9	1,4	24,5	4,7
Q4	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	5,9	1,5	24,2	4,8
2022 Q1	47,1	46,4	13,3	13,2	15,2	0,7	51,1	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
Q2	47,3	46,6	13,5	13,2	15,1	0,7	50,2	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	86,0	3,1	13,8	69,0	48,3	32,6	37,6	8,2	77,8	16,1	28,3	41,5	84,5	1,5
2019	83,9	3,0	13,0	67,9	45,5	30,7	38,4	7,7	76,2	15,6	27,7	40,6	82,6	1,3
2020	97,0	3,2	14,2	79,7	54,4	39,1	42,6	11,1	85,9	18,9	31,0	47,2	95,4	1,7
2021	95,4	3,0	13,6	78,7	55,5	41,6	39,9	9,9	85,4	17,8	30,3	47,3	93,9	1,4
2021 Q3	97,3	3,0	13,9	80,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95,4	3,0	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95,2	2,9	13,4	78,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94,2	3,0	13,3	77,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen			
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung	
	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	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	1,8	1,2	-0,2	2,2	2,1	0,0	0,8	
2021	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2021 Q3	14,5	13,2	4,4	1,3	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
Q4	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022 Q1	14,7	13,4	5,0	1,3	0,3	8,0	1,5	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4	
Q2	14,6	13,4	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4	
2022 Mai	14,5	13,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	0,0	0,5	
Juni	14,6	13,4	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4	
Juli	14,3	13,0	4,6	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,7	0,2	0,5	
Aug.	14,5	13,3	4,7	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,1	1,9	1,7	0,3	0,3	
Sept.	14,1	12,8	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4	
Okt.	14,4	13,1	3,8	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,1	1,9	1,9	0,7	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	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,9	-10,1	-9,0	-9,5	-5,8	
2021	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 Q3	-7,0	-4,3	-3,8	-3,1	-9,7	-7,7	-8,0	-7,9	-4,8	
Q4	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2022 Q1	-5,5	-2,9	-1,8	-0,1	-5,0	-5,4	-5,1	-6,4	-0,1	
Q2	-4,3	-1,9	-0,4	0,1	-2,3	-4,5	-4,0	-5,3	1,3	
Verschuldung										
2018	99,9	61,3	8,2	63,0	186,4	100,4	97,8	134,4	98,1	
2019	97,6	58,9	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	134,1	90,4	
2020	112,0	68,0	18,5	58,4	206,3	120,4	115,0	154,9	113,5	
2021	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,0	
2021 Q3	111,9	68,6	19,1	57,4	201,6	121,9	115,4	154,2	106,5	
Q4	109,2	68,6	17,6	55,4	193,3	118,3	112,8	150,3	101,1	
2022 Q1	109,0	67,4	17,2	53,2	188,4	117,4	114,6	152,1	102,1	
Q2	108,3	67,2	16,7	51,4	182,1	116,1	113,1	150,2	95,2	
Finanzierungssaldo										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,5	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,2	0,6	1,8	0,6	0,1	0,6	-1,2	-0,9
2020	-4,3	-7,0	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,5
2021	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2021 Q3	-5,8	-3,6	-0,2	-7,9	-3,6	-8,2	-3,9	-6,1	-5,4	-4,3
Q4	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2022 Q1	-5,2	0,0	0,6	-7,8	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,0
Q2	-3,6	1,0	0,6	-6,9	0,1	-1,4	0,2	-3,0	-3,8	-1,4
Verschuldung										
2018	37,0	33,7	20,9	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,4	64,9
2019	36,5	35,8	22,4	40,7	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	53,3	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,8
2021	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2021 Q3	42,3	44,6	25,5	56,2	52,8	83,6	129,1	79,5	60,4	73,8
Q4	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2022 Q1	41,7	39,8	22,6	57,4	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,1
Q2	41,6	39,6	25,4	55,1	50,9	82,7	123,4	73,5	60,3	71,6

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2022

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 14. Dezember 2022.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-KatalognummerQB-BP-22-008-DE-N (Online-Version)