



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 1 / 2023



# Inhalt

<b>Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Konjunkturerwicklung	16
3 Preise und Kosten	23
4 Finanzmarktentwicklungen	29
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	32
<b>Kästen</b>	<b>40</b>
1 Globale Risiken für den Erdgasmarkt in der EU	40
2 Auswirkungen des Energiepreisanstiegs auf Industrieproduktion und Importe	46
3 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	54
4 Wie wollen die Menschen arbeiten? Präferenzen für die Telearbeit nach dem Ende der Pandemie	58
5 Klimabezogene finanzpolitische Maßnahmen in den Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen	64
6 Aktualisierte Bewertung der kurzfristigen Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB	71
7 Emission von Schuldverschreibungen und Aufnahme von Bankkrediten: Evidenz für eine Substitution aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE)	78
<b>Statistik</b>	<b>86</b>

# Abkürzungen

## Länder

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

## Sonstige

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

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

# Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

## Zusammenfassung

Der EZB-Rat wird den eingeschlagenen Kurs fortsetzen, indem er die Zinsen deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo anhebt und sie auf einem ausreichend restriktiven Niveau hält, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zu seinem mittelfristigen 2 %-Ziel gewährleistet. Er beschloss daher auf seiner Sitzung am 2. Februar 2023, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Er geht zudem davon aus, dass er sie weiter erhöhen wird. Angesichts des Drucks im Zusammenhang mit der zugrunde liegenden Inflation beabsichtigt der EZB-Rat, die Zinssätze bei seiner nächsten geldpolitischen Sitzung im März um weitere 50 Basispunkte anzuheben. Dann wird er eine Bewertung des darauffolgenden geldpolitischen Pfads vornehmen. Ein 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. In jedem Fall werden die Leitzinsbeschlüsse des EZB-Rats auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung gefasst.

Auf seiner Sitzung am 2. Februar legte der EZB-Rat auch die Modalitäten für den Abbau der Wertpapierbestände des Eurosystems im Zusammenhang mit dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) fest. Wie im Dezember angekündigt, wird sich das APP-Portfolio von Anfang März bis Ende Juni 2023 monatlich im Durchschnitt um 15 Mrd. € verringern. Das anschließende Tempo des Portfolioabbaus wird im Zeitverlauf bestimmt. Die Tilgungsbeträge werden – weitgehend im Einklang mit der derzeitigen Praxis – zum Teil wieder angelegt. Dabei werden die zur Wiederanlage verbleibenden Beträge den Teilprogrammen des APP im Verhältnis zu deren Anteil an den Tilgungsbeträgen zugewiesen. Beim Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) werden sie den Ländern sowie den nationalen und supranationalen Emittenten im Verhältnis zu deren Anteil an den Tilgungsbeträgen zugewiesen. Bei den Ankäufen von Unternehmensanleihen durch das Eurosystem werden die zur Wiederanlage verbleibenden Beträge stärker auf Emittenten mit einer besseren Klimabilanz ausgerichtet. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Preisstabilitätsziels der EZB möglich ist, unterstützt dieser Ansatz die schrittweise Dekarbonisierung der Bestände des Eurosystems an Unternehmensanleihen im Einklang mit den Zielen des Pariser Klimaschutzabkommens.

## Konjunkturentwicklung

Umfragedaten zufolge hat sich die weltwirtschaftliche Aktivität zum Jahreswechsel hin abgeschwächt, nachdem das Wachstum im dritten Quartal 2022 noch robust ausgefallen war. Die abrupte Abkehr von der Null-Covid-Politik in China dürfte die

dortige Konjunktur auf kurze Sicht bremsen. Auf globaler Ebene schmälert der anhaltende Inflationsdruck das verfügbare Einkommen. Die Engpässe in den internationalen Lieferketten haben sich zwar weiter normalisiert, doch könnten Störungen der Wirtschaftstätigkeit in China zu erneuten Engpässen führen, die sich auch auf die Weltwirtschaft auswirken könnten. Die Dynamik des Welthandels verlangsamte sich im November abermals. Frühindikatoren und Schätzungen zur aktuellen Entwicklung lassen auf eine Kontraktion des Handels im Schlussquartal 2022 schließen. Der Preisdruck ist weltweit nach wie vor hoch, könnte aber den Höhepunkt überschritten haben, denn die Gesamtinflation im OECD-Raum insgesamt verringerte sich im November weiter.

Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist die Wirtschaft im Euroraum im vierten Quartal 2022 um 0,1 % gewachsen. Das ist zwar mehr als in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Dezember-Projektionen erwartet, bedeutet aber, dass sich die Konjunktur seit Mitte 2022 deutlich abgeschwächt hat. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht schwach bleiben wird. Die verhaltene globale Konjunktorentwicklung und eine hohe geopolitische Unsicherheit, die vor allem auf den ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung zurückzuführen ist, bremsen weiterhin das Wachstum im Euroraum. Zusammen mit der hohen Inflation und den restriktiveren Finanzierungsbedingungen dämpfen diese Faktoren die Ausgaben und die Produktion insbesondere im verarbeitenden Gewerbe.

Die Lieferengpässe lassen jedoch allmählich nach, die Gasversorgung ist sicherer geworden, die Unternehmen sind noch immer dabei, ihre hohen Auftragsrückstände abzuarbeiten, und das Vertrauen nimmt zu. Des Weiteren entwickelt sich die Produktion im Dienstleistungssektor stabil. Gestützt wird sie durch die anhaltenden Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie durch eine kräftigere Nachfrage nach Freizeitaktivitäten. Steigende Löhne und der zuletzt rückläufige Energiepreisauftrieb dürften zudem den Kaufkraftverlust schmälern, den viele Menschen aufgrund der hohen Inflation hinzunehmen hatten. Dies wird wiederum die Konsumausgaben stützen. Insgesamt hat sich die Konjunktur widerstandsfähiger gezeigt als erwartet und dürfte sich in den kommenden Quartalen erholen.

Die Arbeitslosenquote blieb im Dezember 2022 auf ihrem historischen Tiefstand von 6,6 %. In den kommenden Quartalen dürften jedoch weniger neue Arbeitsplätze entstehen, und die Arbeitslosigkeit könnte zunehmen.

Die staatlichen 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. So ist es angesichts der sich abzeichnenden Entschärfung der Energiekrise wichtig, jetzt damit zu beginnen, diese Maßnahmen rasch, im Einklang mit den sinkenden Energiepreisen und auf koordinierte Weise zurückzunehmen. Sollte dies nicht erfolgen, dürften die Maßnahmen den mittelfristigen Inflationsdruck erhöhen und somit eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen. Dem wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen der EU entsprechend sollte die Finanzpolitik außerdem darauf abzielen, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe Staatsverschuldung

schrittweise zu senken. Eine Politik, die auf eine Verbesserung der Angebotskapazität insbesondere im Energiesektor ausgerichtet ist, kann dazu beitragen, den Preisdruck auf mittlere Sicht zu verringern. Dazu 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

Laut der Schnellschätzung von Eurostat (bei der die Angaben für Deutschland auf Eurostat-Schätzungen basieren) lag die Inflation im Januar 2023 bei 8,5 %. Das wären 0,7 Prozentpunkte weniger als im Dezember 2022, wobei der niedrigere Wert vor allem auf den erneuten kräftigen Rückgang der Energiepreise zurückzuführen ist. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Energiepreise in den kommenden Jahren deutlich niedriger sein werden als zum Zeitpunkt der Dezember-Sitzung erwartet. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln hat sich auf 14,1 % erhöht, da der jüngste Anstieg der Kosten für Energie und andere Vorleistungen der Nahrungsmittelproduktion weiterhin auf die Verbraucherpreise durchschlägt.

Der Preisdruck ist nach wie vor hoch. Dies liegt teilweise daran, dass die hohen Energiekosten Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft haben. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel lag im Januar weiterhin bei 5,2 %. Bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie erhöhte sich die Teuerungsrate auf 6,9 %, während sie bei den Dienstleistungen auf 4,2 % zurückging. Auch andere Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind immer noch hoch. Staatliche Maßnahmen, mit denen privaten Haushalten ein Ausgleich für die hohen Energiepreise geboten werden soll, werden die Inflation 2023 dämpfen, dürften aber zu einem Anstieg der Inflation führen, sobald sie auslaufen. Hinzu kommt, dass der Umfang einiger dieser Maßnahmen von der Entwicklung der Energiepreise abhängt und ihr voraussichtlicher Beitrag zur Inflation höchst ungewiss ist.

Die Lieferengpässe bilden sich zwar allmählich zurück, ihre zeitlich verzögerten Effekte treiben die Warenpreise aber nach wie vor in die Höhe. Dasselbe gilt für die Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen: Der Effekt der aufgestauten Nachfrage schwächt sich zwar ab, verleiht den Preisen – vor allem im Dienstleistungssektor – jedoch weiterhin Auftrieb.

Das Lohnwachstum hat sich beschleunigt und wird durch robuste Arbeitsmärkte unterstützt, wobei ein gewisser Ausgleich für die hohe Inflation zum zentralen Thema der Tarifverhandlungen wird. Gleichzeitig stehen die jüngsten Daten zur Lohnentwicklung im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %, sollten jedoch weiter beobachtet werden.

## Risikobewertung

Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind ausgewogener geworden. Der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung stellt nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft dar. Er könnte die Kosten für Energie und Nahrungsmittel erneut in die Höhe treiben. Sollte sich die Weltwirtschaft unerwartet stark abschwächen, könnte dies das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten. Sollte zudem die Pandemie wieder aufflammen und für neuerliche Lieferengpässe sorgen, würde auch dies die Erholung beeinträchtigen. Indes könnte der Energieschock schneller nachlassen als antizipiert, und die Unternehmen im Eurogebiet könnten sich rascher an das schwierige internationale Umfeld anpassen. Dies würde zu einem höheren Wachstum beitragen als derzeit erwartet.

Auch die Risiken für die Inflationsaussichten stellen sich vor allem in der kurzen Frist nun ausgewogener dar. Aufwärtsrisiken könnten sich daraus ergeben, dass der bestehende Preisdruck die Endkundenpreise auf kurze Sicht dennoch in die Höhe treibt. Darüber hinaus könnte eine unerwartet kräftige Wirtschaftserholung in China den Rohstoffpreisen und der Auslandsnachfrage neuen Auftrieb verleihen. Binnenfaktoren wie ein anhaltender Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert oder unerwartet starke Lohnzuwächse könnten die Inflation auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Abwärtsrisiken bestehen im Zusammenhang mit dem jüngsten Rückgang der Energiepreise. Sollte dieser anhalten, könnte er die Inflation stärker verlangsamen als angenommen. Dieser Abwärtsdruck in der Energiekomponente könnte dann auch zu einer schwächeren Dynamik bei der zugrunde liegenden Inflation führen. Eine weiter nachlassende Nachfrage würde vor allem mittelfristig ebenfalls zu einem geringeren Preisdruck beitragen als derzeit erwartet.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Im Zuge der geldpolitischen Straffung durch den EZB-Rat steigen die Marktzinsen weiter an. Zudem verteuert sich die Kreditaufnahme für den privaten Sektor. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen hat sich in den letzten Monaten deutlich verlangsamt. Dies ist zum Teil auf den geringeren Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung zurückzuführen. Jedoch spiegelt sich darin auch eine rückläufige Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Unternehmensinvestitionen wider, die mit einem steilen Anstieg der Bankkreditzinsen und einer erheblichen Verschärfung der Kreditrichtlinien zusammenhängt. Dies geht auch aus der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum hervor. Die Kreditvergabe an private Haushalte ist ebenfalls weiter gesunken, was den steigenden Kreditzinsen, verschärften Kreditrichtlinien und einem starken Rückgang der Nachfrage nach Immobilienkrediten zuzuschreiben ist. Angesichts der nachlassenden Kreditvergabe verlangsamt sich auch das Geldmengenwachstum rasch. Dabei ist ein ausgeprägter Rückgang bei den liquidesten Komponenten einschließlich täglich fälliger Einlagen festzustellen, der durch eine Verlagerung hin zu Termineinlagen nur teilweise ausgeglichen wurde.



## Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der EZB-Rat den eingeschlagenen Kurs fortsetzen wird, indem er die Zinsen deutlich und in einem gleichmäßigen Tempo anhebt und sie auf einem ausreichend restriktiven Niveau hält, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zu seinem mittelfristigen 2 %-Ziel gewährleistet. Der EZB-Rat hat daher auf seiner Sitzung am 2. Februar 2023 beschlossen, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Er geht zudem davon aus, dass er sie weiter erhöhen wird. Angesichts des Drucks im Zusammenhang mit der zugrunde liegenden Inflation beabsichtigt der EZB-Rat, die Zinssätze bei seiner nächsten geldpolitischen Sitzung im März um weitere 50 Basispunkte anzuheben. Anschließend wird er eine Bewertung des darauffolgenden geldpolitischen Pfads vornehmen. 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. Darüber hinaus werden sich die APP-Bestände ab Anfang März 2023 in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo verringern, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder anlegen wird.

Die Leitzinsbeschlüsse des EZB-Rats werden auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung gefasst. Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation zum mittelfristigen Zielwert zurückkehrt.

## Geldpolitische Beschlüsse

Auf seiner Sitzung am 2. Februar 2023 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze um jeweils 50 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend wurden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 8. Februar 2023 auf 3,00 %, 3,25 % bzw. 2,50 % erhöht. Angesichts des Drucks im Zusammenhang mit der zugrunde liegenden Inflation beabsichtigt der EZB-Rat, die Zinssätze bei seiner nächsten geldpolitischen Sitzung im März um weitere 50 Basispunkte anzuheben. Dann wird er eine Bewertung des darauffolgenden geldpolitischen Pfads vornehmen.

Wie im Dezember 2022 mitgeteilt, werden sich die APP-Bestände ab Anfang März 2023 in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo verringern, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder anlegen wird. Bis Ende Juni 2023 werden die Bestände monatlich im Durchschnitt um 15 Mrd. € reduziert. Das Tempo danach wird im weiteren Verlauf festgelegt. Der EZB-Rat wird das Abbautempo 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.



Auf Basis seines Beschlusses vom Dezember legte der EZB-Rat im Februar die genaueren Modalitäten für den Abbau der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapierbestände des Eurosystems fest. Vorgesehen ist eine teilweise Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere.

Während dieser Phase wird das Eurosystem seinen bestehenden Ansatz beibehalten und darauf achten, dass die teilweise Wiederanlage reibungslos erfolgt. Von März bis Juni 2023 werden die monatlichen Tilgungen von APP-Wertpapieren über 15 Mrd. € liegen und damit höher sein als die vom EZB-Rat beschlossene durchschnittliche Reduzierung der Bestände. Indem der den Wert von 15 Mrd. € pro Monat übersteigende Anteil der Tilgungsbeträge reinvestiert wird, ist in diesem Zeitraum eine kontinuierliche Marktpräsenz des Eurosystems im Rahmen des APP sichergestellt.

Die zur Wiederanlage verbleibenden Beträge werden den einzelnen Teilprogrammen des APP – dem PSPP, dem Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP), dem dritten Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) – im Verhältnis zu deren Anteil an den Tilgungsbeträgen zugewiesen.

Beim PSPP werden die Reinvestitionen gemäß den bisherigen Modalitäten auf die einzelnen Länder und über den Zeitverlauf verteilt. So werden die zur Wiederanlage verbleibenden Beträge den Ländern sowie den nationalen und supranationalen Emittenten im Verhältnis zu deren Anteil an den Tilgungsbeträgen zugewiesen. Durch die Verteilung der Reinvestitionen über den Zeitverlauf wird eine regelmäßige und ausgewogene Marktpräsenz ermöglicht.

Bei den Programmen, die den privaten Sektor betreffen (ABSPP, CBPP3 und CSPP), werden die Ankäufe am Primärmarkt bis zum Beginn der teilweisen Wiederanlage auslaufen, damit der Umfang der im Rahmen der einzelnen Programme getätigten Ankäufe besser gesteuert werden kann. In der Phase der teilweisen Wiederanlage wird das Eurosystem somit hauptsächlich am Sekundärmarkt präsent sein. Allerdings werden am Primärmarkt weiterhin Anleihen von Unternehmen (ohne Banken) mit einer besseren Klimabilanz sowie Green Bonds erworben.

Zudem hat der EZB-Rat beschlossen, die Ankäufe von Unternehmensanleihen in der Phase der teilweisen Wiederanlage stärker auf Emittenten mit einer besseren Klimabilanz auszurichten. Dieser Ansatz unterstützt die schrittweise Dekarbonisierung der Bestände des Eurosystems an Unternehmensanleihen im Einklang mit den Zielen des Pariser Abkommens, ohne das Preisstabilitätsziel der EZB zu gefährden. Zudem steht er im Einklang mit dem Maßnahmenplan des EZB-Rats zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten.

Mit Blick auf das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 weiterhin bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige

Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

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

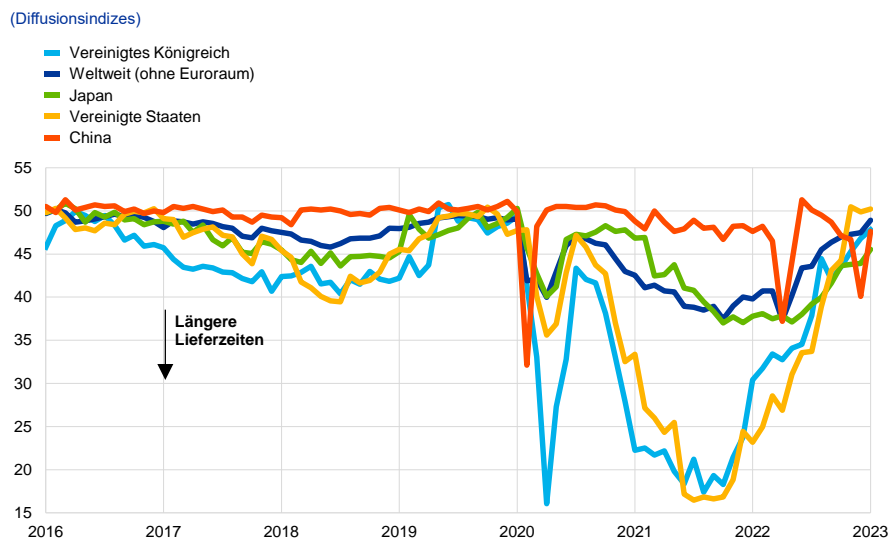
*Die Umfragedaten deuten auf eine nachlassende weltwirtschaftliche Aktivität zum Jahreswechsel hin, nachdem das Wachstum im dritten Quartal 2022 noch robust gewesen war. Die abrupte Abkehr von der Null-Covid-Politik in China dürfte die chinesische Konjunktur auf kurze Sicht belasten. Auf globaler Ebene schmälert der anhaltende Inflationsdruck das verfügbare Einkommen. Die Engpässe in den internationalen Lieferketten haben sich zwar weiter verringert, doch könnten Beeinträchtigungen der Wirtschaftstätigkeit in China neuerlichen Druck auf die Lieferketten ausüben – mit negativen Folgen für die Weltwirtschaft. Die Dynamik des Welthandels schwächte sich im November abermals ab. Frühindikatoren und Schätzungen zur aktuellen Entwicklung (Nowcasts) lassen auf eine Kontraktion des Handels im vierten Quartal 2022 schließen. Der Preisdruck auf globaler Ebene ist nach wie vor hoch, könnte aber bereits seinen Höhepunkt erreicht haben, denn die Gesamtinflation im OECD-Raum als Ganzem ist im November weiter gesunken.*

**Die Aussichten für die Weltwirtschaft werden durch die rückläufige Nachfrage getrübt.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor vom Dezember bestätigte die zum Jahresende nachlassende weltwirtschaftliche Aktivität: Er verharrte mit 48,7 Punkten unterhalb der Wachstumsschwelle. Der von der EZB erstellte, auf hochfrequenten Daten basierende interne Indikator der globalen Wirtschaftstätigkeit deutet für das vierte Quartal ebenfalls auf eine weitere konjunkturelle Verlangsamung hin. Der rückläufigen Entwicklung des Weltwirtschaftswachstums im Schlussquartal war ein kräftiger Zuwachs des globalen BIP im dritten Jahresviertel vorausgegangen. Ausschlaggebend für das Wachstum im dritten Quartal, das sich auf 1,7 % gegenüber dem Vorquartal belaufen hatte, waren die wirtschaftliche Belebung in den Vereinigten Staaten und in China gewesen. Im Dezember signalisierte der Indikator der globalen Wirtschaftstätigkeit angesichts günstigerer Arbeits- und Finanzmarktdaten allerdings eine gewisse Verbesserung. Dies deutet auf eine mögliche graduelle Erholung zum Jahresanfang 2023 hin, die im Laufe des Jahres durch das Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft weiter gestützt werden könnte.

**Die globalen Lieferketten sind trotz der coronabedingten Störungen in China weiterhin recht stabil.** In China zeichneten sich angesichts sprunghaft gestiegener Corona-Infektionen erneute Lieferengpässe ab, was sich am entsprechenden EMI-Teilindex für November und Dezember ablesen lässt. Dieser signalisiert längere Lieferzeiten der chinesischen Zulieferer. Allerdings gibt es kaum Hinweise darauf, dass sich die längeren Lieferzeiten auch auf die übrige Welt ausbreiten. Vielmehr haben sich die Engpässe in den internationalen Lieferketten vor dem Hintergrund der nachlassenden weltweiten Nachfrage weiter verringert. Der globale EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer verbesserte sich im Januar erneut und näherte sich der neutralen Schwelle an (siehe Abbildung 1). Der weltweite Angebotsdruck ging über sämtliche Positionen hinweg zurück, einschließlich Textilien und Elektronikgüter. Dennoch stellt eine Verschärfung der Engpässe in den globalen Lieferketten, zu der es nach der Aufhebung der coronabedingten

Einschränkungen in China kommen könnte, nach wie vor ein Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft dar.

**Abbildung 1**  
EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer



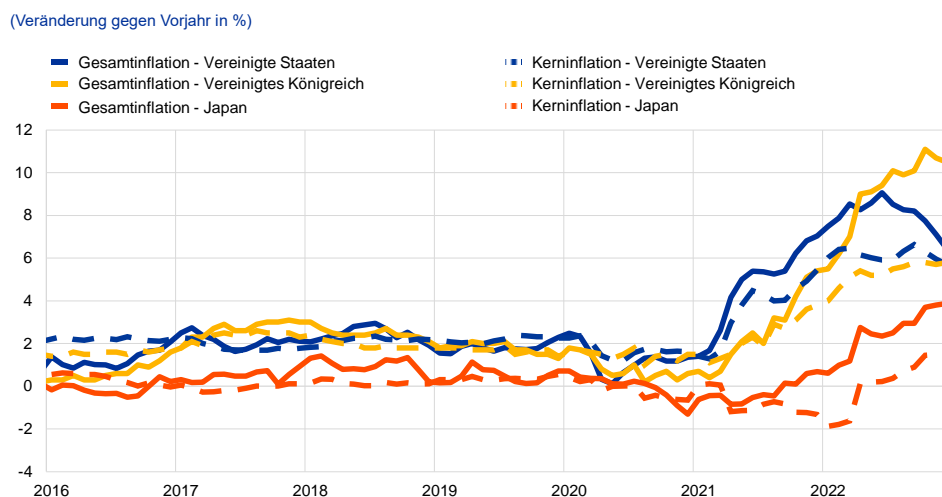
Quellen: S&P Global, chinesisches Statistikamt und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023.

**Der Welthandel verlor Ende 2022 im Einklang mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung an Schwung.** Die globalen Einfuhren erwiesen sich im dritten Quartal 2022 als recht robust und stiegen um 0,9 % im Vergleich zum Vorquartal an. Im Schlussquartal haben sich die Aussichten für den Handel indes eingetrübt. Das Wachstum des internationalen Warenhandels kehrte sich im November ins Minus. Dies war den rückläufigen Importen der Industrie- und Schwellenländer geschuldet. Auch die Früh- und die Vorlaufindikatoren lassen auf eine Kontraktion des Welthandels im vierten Quartal 2022 schließen. So lagen im Dezember die aggregierten Indizes des EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern nach wie vor unter ihrem langfristigen Median und auch unterhalb der Wachstumsschwelle. Dies deckt sich mit dem internen Nowcast der EZB zum Handel. Daraus geht hervor, dass die weltweiten Einfuhren im vierten Quartal zurückgegangen sein dürften, wobei von den harten Daten und den Transportdaten ein negativer Beitrag ausgeht.

**Der globale Inflationsdruck ist nach wie vor hoch, könnte aber bereits seinen Höhepunkt erreicht haben.** Im November verringerte sich die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflationsrate in den OECD-Ländern auf 10,3 % (7,0 % ohne die Türkei), da der Preisauftrieb bei Energie weiter abnahm, während die Teuerung bei Nahrungsmitteln unverändert blieb. Die Kerninflation ging leicht auf 7,5 % zurück. Die Entwicklung der Gesamtinflation – gemessen als annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum – schwächte sich den sechsten Monat in Folge ab. Damit setzte sich der Trend eines nachlassenden Preisdrucks fort. Bei den Dienstleistungen und der Kerninflation begann sich die Dynamik in einigen Industrieländern ebenfalls zu verlangsamen, was darauf

hindeutet, dass der weltweite Inflationsdruck zwar weiterhin hoch ist, seinen Höchststand aber bereits erreicht haben könnte (siehe Abbildung 2).

**Abbildung 2**  
Gesamtinflation und Kerninflation in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan

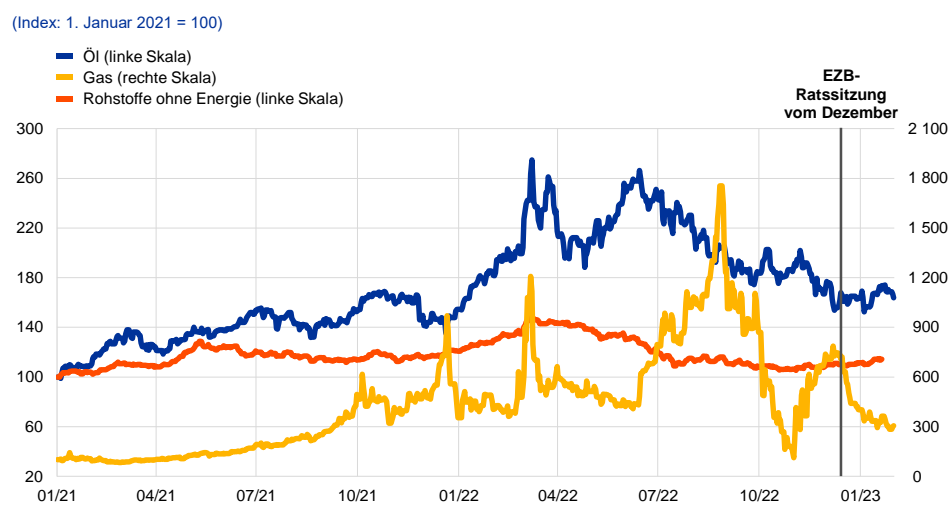


Quellen: OECD, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Kerninflation bezieht sich auf den Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2022.

**Die Preise für Erdgas sind seit der EZB-Ratssitzung im Dezember deutlich gesunken; Grund hierfür war die niedrigere weltweite Nachfrage im Zusammenwirken mit dem recht warmen Winterwetter und dem Erfolg der Gaseinsparmaßnahmen** (siehe Abbildung 3). Seit der Ratssitzung im Dezember sind die Ölpreise geringfügig zurückgegangen (-2 %). Dies war dadurch bedingt, dass der erwartete Nachfrageanstieg nach dem Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft durch die weltweite Konjunkturabkühlung, die sich weiterhin auf die Ölpreise auswirkt, aufgewogen wurde. Die Aufhebung der coronabedingten Einschränkungen in China zeigte bisher nur recht begrenzte Effekte auf die Ölpreise, was darauf hindeutet, dass die Folgen der stark ansteigenden Covid-19-Fälle die Konjunktur belastet haben. Die weltweiten Ölnotierungen wurden von dem EU-Embargo und dem Preisdeckel für russisches Rohöl kaum beeinflusst, während der Verkaufspreis für russisches Öl wegen der Sanktionen gesunken ist. Allerdings bestehen Risiken für die Zukunft. So wurden im Februar das EU-Embargo und der Preisdeckel auf raffinierte Erdölzeugnisse ausgeweitet. Zugleich kündigte Russland an, dass es ab Februar Ölverkäufe an Länder, die den Ölpreisdeckel anwenden, unterbinden werde. Die Gaspreise an den europäischen Kassa- und Terminmärkten sanken aufgrund der sehr geringen Gasnachfrage in Europa, die mit dem außergewöhnlich milden Winterwetter und den Gaseinsparmaßnahmen zusammenhing, um rund 50 %. Dementsprechend weisen die europäischen Gasspeicher noch immer hohe Füllstände auf, was es einfacher machen dürfte, diese vor dem nächsten Winter wieder aufzustocken. Dessen ungeachtet bleibt der europäische Gasmarkt für globale Risiken auf der Angebotsseite anfällig. Diese könnten sich etwa aus einer Belebung der Gasnachfrage in China im Zuge des Wiederhochfahrens der dortigen Wirtschaft ergeben. Die Metallpreise sind seit der

Sitzung des EZB-Rats vom Dezember um 9 % gestiegen. Dies war durch eine optimistische Stimmung hinsichtlich der künftigen Nachfrage im Gefolge der Aufhebung der Corona-Maßnahmen in China bedingt. Nach der schwachen Nachfrageentwicklung im Jahr 2022 würde eine Erholung der Nachfrage in China ein erhebliches Aufwärtsrisiko für die Metallnotierungen darstellen. Hinter der Verteuerung von Nahrungsmitteln (+1 %) standen Abwärtskorrekturen des weltweiten Maisangebots.

**Abbildung 3**  
Entwicklung der Rohstoffpreise



Quellen: Refinitiv, HWWI und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Gaspreise beziehen sich auf den Dutch TTF. Die vertikale Linie markiert das Datum der EZB-Ratssitzung vom Dezember 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. Januar 2023 (Öl und Gas) bzw. auf den 20. Januar 2023 (Rohstoffe ohne Energie).

**In den Vereinigten Staaten hat sich die Konjunktur besser behauptet als erwartet.** Das reale BIP erhöhte sich im Schlussquartal 2022 auf Jahresrate hochgerechnet um 2,9 %. Die leichte konjunkturelle Abschwächung gegenüber dem Vorquartal war einer verhalteneren Binnennachfrage und einem deutlichen Rückgang des Außenbeitrags zuzuschreiben, der daraus resultierte, dass die realen Exporte stärker sanken als im vorangegangenen Quartal. Das im Vergleich zur ersten Jahreshälfte kräftigere Wachstum im zweiten Halbjahr 2022 überdeckt jedoch, dass den privaten Konsumausgaben und den Investitionen über das Gesamtjahr hinweg ein Abwärtstrend zugrunde lag. Trotz der angespannten Lage am Arbeitsmarkt schwächt sich die Gesamtinflation ab, da sich der Preisdruck bei Energie verringert. Die am VPI-Gesamtindex gemessene jährliche Teuerungsrate fiel im Dezember auf 6,5 %. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet sank die jährliche Inflationsrate auf 5,7 %. Zurückzuführen war dies auf eine gedämpftere Preisentwicklung der in der Kerninflation erfassten Preise für Waren, die zum Teil durch die anhaltend hohen Preise für in der Kerninflation enthaltene Dienstleistungen ausgeglichen wurde. Trotz der rückläufigen Inflation und der positiven Arbeitsmarktlage werden die Wachstumsaussichten für das erste Halbjahr 2023 nach wie vor dadurch getrübt, dass bei den privaten Wohnungsbauinvestitionen mit einer weiteren Verschlechterung zu rechnen ist.

### **In China beeinträchtigt das abrupte Ende der Null-Covid-Politik auf kurze Sicht die Wirtschaftstätigkeit.**

Die plötzliche Aufhebung der coronabedingten Einschränkungen am 7. Dezember 2022 kam überraschend. Sie folgte auf Proteste gegen die Covid-19-Eindämmungsmaßnahmen in China. Im Dezember brach der vom chinesischen Statistikamt ermittelte EMI für China ein, der das Ende des Monats, in dem die Ansteckungen sprunghaft zunahmen, mit abdeckte. Dabei betraf die Verschlechterung des EMI insbesondere den Dienstleistungsbereich. Der starke Nachfragerückgang zeigte sich auch im hochfrequenten Konsumindex für China von QuantCube. Die täglichen Mobilitätsindikatoren für chinesische Städte ließen ebenfalls auf einen kräftigen Rückgang im Dezember schließen. Im Januar kam es dann allerdings zu einer partiellen leichten Erholung. Im Einklang mit diesen Entwicklungen verlangsamte sich das BIP-Wachstum im Schlussquartal 2022 auf 2,9 % gegenüber dem Vorjahr. Der Inflationsdruck in China war der schwachen Konjunktur entsprechend gedämpft. Die am Erzeugerpreisindex gemessene Inflation fiel im Dezember den dritten Monat in Folge negativ aus. Die jährliche VPI-Teuerungsrate liegt indessen seit Oktober bei Werten unter 2 %.

### **In Japan erholt sich die Wirtschaft trotz steigender Inflationsraten weiter.**

Das reale BIP-Wachstum dürfte im vierten Quartal wieder positiv ausgefallen sein, doch bleibt ein deutlicher konjunktureller Gegenwind bestehen. Die realen privaten Konsumausgaben haben sich bislang nur moderat erholt, wobei die Werte für Waren weiterhin unter dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau lagen. Gleichzeitig verlangsamte sich die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe im vierten Quartal 2022. Hier wirkten sich die weltweit geringere Nachfrage und ein langsamerer Abbau der Lieferengpässe negativ aus. Die am Gesamtindex gemessene Inflation beschleunigte sich im Dezember weiter auf 4 %. Maßgeblich hierfür waren die höheren Energiepreise und – in geringerem Umfang – die Nahrungsmittelpreise. Die Kerninflation erhöhte sich leicht von 1,5 % im November auf zuletzt 1,6 %. Die Gesamtinflation dürfte im Jahr 2023 aufgrund des geringeren Importkostendrucks, eines stärkeren Yen und der Energiesubventionen etwas sinken.

### **Im Vereinigten Königreich dürfte sich die Wachstumsdynamik weiter abschwächen.**

Im November fielen die monatlichen BIP-Daten überraschend positiv aus. Der moderate Anstieg war dabei dem starken Ergebnis im Dienstleistungsbereich zu verdanken. Im Gegensatz dazu deuten die meisten kurzfristigen Indikatoren auf eine anhaltende Wachstumsschwäche hin. Grund hierfür ist, dass die privaten Haushalte weiterhin mit sinkenden Reallöhnen, restriktiven Finanzierungsbedingungen und einer Korrektur am Wohnimmobilienmarkt konfrontiert sind. Auch die im Dezember 2022 und Januar 2023 verbreitet aufgetretenen Streiks von Angestellten des öffentlichen Dienstes im Vereinigten Königreich schmälern die Wirtschaftsleistung. Die jährliche VPI-Inflation sank im Dezember auf 10,5 %. Ausschlaggebend für diesen Rückgang war erneut vornehmlich der negative Beitrag der Kraftstoffpreise, der nur teilweise durch höhere Preise für Nahrungsmittel und im Gastgewerbe ausgeglichen wurde. Die Kerninflation blieb im Dezember stabil bei 6,3 %. Dies war hauptsächlich dem Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen geschuldet.



**Der Wirtschaftsausblick der Schwellenländer ist weiterhin gedämpft.** Die Umfragedaten für Dezember lassen für die großen Schwellenländer – mit Ausnahme Indiens und Russlands – einen weiteren Rückgang der Produktion im verarbeitenden Gewerbe erkennen. Die Aussichten sämtlicher Schwellenländer (näherungsweise gemessen am Auftragseingang im Exportgeschäft) haben sich außerdem eingetrübt. Dabei scheint insbesondere Asien – ein internationales Drehkreuz für Technologieprodukte – stark von der nachlassenden weltweiten Nachfrage betroffen zu sein. Dies zeigt sich an den rückläufigen Ausfuhren von Halbleitern. Unterdessen sank die VPI-Inflation in einigen Schwellenländern, wenngleich sie dabei hoch bleibt und sich als hartnäckig erweisen dürfte. Die Daten für Dezember deuten darauf hin, dass die Kerninflation weitgehend stabil geblieben ist und in mehreren Ländern bereits über der Gesamtinflationsrate liegt.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Das Wirtschaftswachstum im Euroraum schwächte sich im zweiten Halbjahr 2022 ab. So verringerte sich die Zuwachsrate von 0,3 % im dritten Quartal auf 0,1 % im Schlussquartal 2022. Die verhaltene Entwicklung der Weltwirtschaft und eine hohe geopolitische Unsicherheit, die vor allem auf den ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine zurückzuführen ist, bremsen weiterhin das Wachstum im Euro-Währungsgebiet. Zusammen mit der hohen Inflation und den restriktiveren Finanzierungsbedingungen dämpfen diese Faktoren die Ausgaben und die Produktion, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe. Die Lieferengpässe lassen jedoch allmählich nach, die Gasversorgung ist sicherer geworden, die Unternehmen sind noch immer dabei, ihre hohen Auftragsrückstände abzarbeiten, und das Vertrauen nimmt zu. Des Weiteren entwickelt sich die Produktion im Dienstleistungssektor stabil. Gestützt wird sie durch die anhaltenden Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie durch eine kräftigere Nachfrage nach Freizeitaktivitäten. Steigende Löhne und der zuletzt rückläufige Energiepreisauftrieb dürften zudem den Kaufkraftverlust schmälern, den viele Menschen aufgrund der hohen Inflation erlitten haben. Dies wird wiederum die Konsumausgaben stützen. Insgesamt hat sich die Konjunktur widerstandsfähiger gezeigt als erwartet und dürfte sich in den kommenden Quartalen erholen. Die Risiken für die Wachstumsaussichten sind nun ausgewogener.*

### **Das Wirtschaftswachstum hat sich im zweiten Halbjahr 2022 abgeschwächt.**

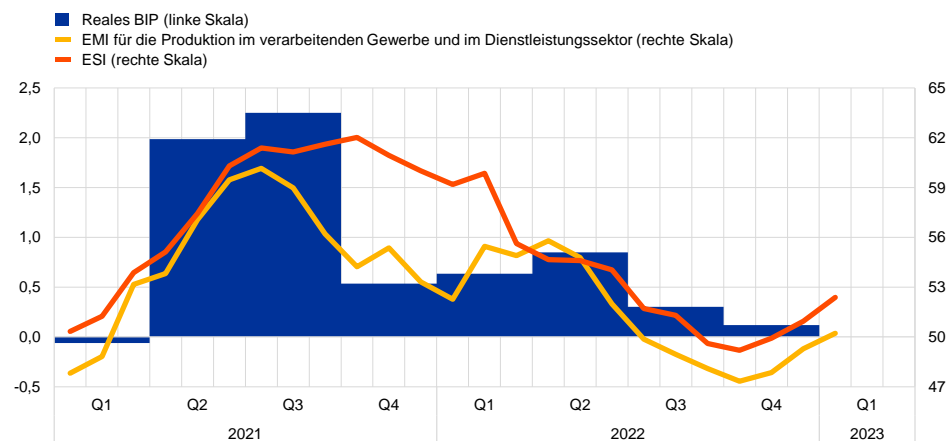
Nach der dynamischen Konjunktur in der ersten Jahreshälfte 2022 verringerte sich das Wachstum im dritten und vierten Quartal des vergangenen Jahres deutlich auf 0,3 % bzw. 0,1 % (siehe Abbildung 4). Das im ersten Halbjahr verzeichnete kräftige Wachstum war auf eine Erholung der Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen zurückzuführen. In der zweiten Jahreshälfte begannen sich dann die sprunghaft steigenden Energiepreise dämpfend auf die Ausgaben und die Produktion auszuwirken. Auch die Abschwächung der weltweiten Nachfrage und die Straffung der Geldpolitik in vielen großen Volkswirtschaften haben die Konjunktur im Euroraum belastet. Bislang liegt noch keine Aufschlüsselung des Wachstums vor. Kurzfristindikatoren und veröffentlichte Länderdaten lassen jedoch darauf schließen, dass von der Binnennachfrage und den Vorratsveränderungen im Schlussquartal 2022 negative Wachstumsimpulse ausgingen, wohingegen der Außenbeitrag positiv ausfiel. Nach einer ersten Schätzung für das Gesamtjahr 2022, die auf saison- und kalenderbereinigten Quartalsdaten basiert, stieg das BIP um 3,5 %. Der statistische Wachstumsüberhang für das Jahr 2023 wird auf 0,5 % beziffert.<sup>1</sup> Damit liegt er geringfügig unter dem historischen Durchschnitt.

<sup>1</sup> Dies bedeutet, dass das BIP 2023 um 0,5 % steigen würde, wenn sich alle vierteljährlichen Zuwachsraten im laufenden Jahr auf null beliefen (wenn also der im Schlussquartal 2022 verzeichnete BIP-Wert in allen Quartalen des laufenden Jahres unverändert bliebe).

#### Abbildung 4

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

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen monatliche Entwicklungen, die Balken Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022 (reales BIP) bzw. Januar 2023 (EMI und ESI).

#### Trotz der anhaltenden Schwäche gehen von den jüngsten Konjunkturindikatoren uneinheitliche Signale für das BIP-Wachstum zu Jahresbeginn aus.

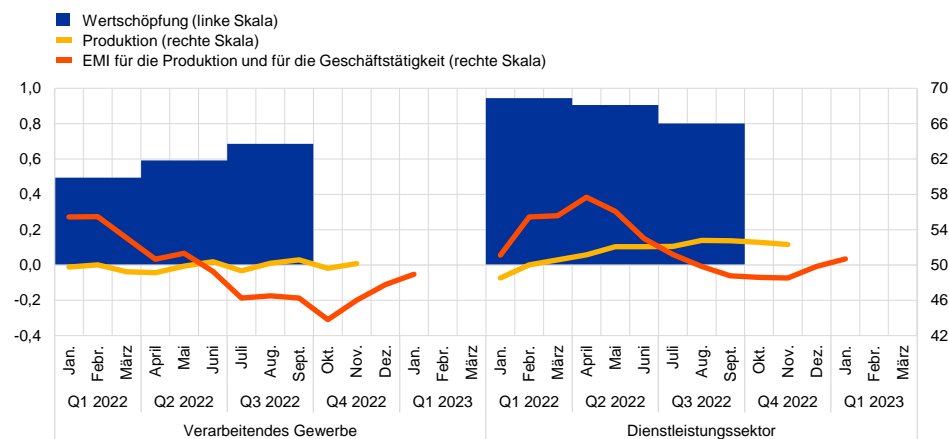
Im Januar belief sich der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums auf 50,2 Punkte. Er lag damit über seinem Durchschnittswert vom vierten Quartal 2022 und steht im Einklang mit einem weitgehend stagnierenden Produktionsniveau. Während der EMI für das verarbeitende Gewerbe nach wie vor auf eine Kontraktion im ersten Quartal 2023 hindeutet, zeigt der EMI für den Dienstleistungssektor mit nun etwas mehr als 50 Punkten ein verhaltenes, aber positives Wachstum an (siehe Abbildung 5). Wenngleich sich die Aussichten für beide Sektoren im Januar leicht verbessert haben, steht die weitere Entwicklung im Zeichen zwar nachlassender, aber fortbestehender Lieferkettenstörungen und hoher Rohstoffpreise sowie der daraus resultierenden hohen allgemeinen Unsicherheit. Im jüngsten, Anfang Januar 2023 von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters erwarteten die Umfrageteilnehmer für das erste Quartal ein negatives Wachstum, das sich ihrer Einschätzung nach im zweiten Jahresviertel wieder ins Positive kehren wird.<sup>2</sup> Da die Auswirkungen des Einmarsch Russlands in die Ukraine, unter anderem in Form eines anhaltend kräftigen Preisauftriebs, einer nach wie vor erhöhten Unsicherheit und einer schleppenden Auslandsnachfrage, nachlassen, ist vor dem Hintergrund eines robusten Arbeitsmarkts und der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen mit einer allmählichen Erholung zu rechnen.

<sup>2</sup> Siehe EZB, [The ECB Survey of Professional Forecasters – First Quarter of 2023](#), Februar 2023.

## Abbildung 5

### Wertschöpfung, Produktion und EMI für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor

(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %; rechte Skala: Index, Februar 2021 = 50, Diffusionsindex)



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

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022 (Wertschöpfung) bzw. Januar 2023 (EMI-Teilindizes für Produktion und Geschäftstätigkeit). Die jüngsten Angaben zur Produktion beziehen sich auf November 2022 (verarbeitendes Gewerbe) bzw. Oktober 2022 (Dienstleistungssektor – einschließlich einer anhand von veröffentlichten Länderdaten ermittelten Schätzung für November 2022).

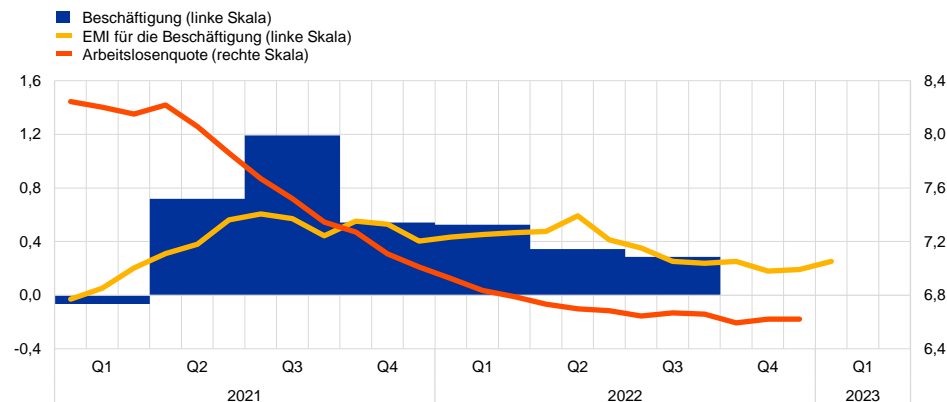
### Der Arbeitsmarkt im Euroraum ist nach wie vor robust, verliert aber etwas an Dynamik.

Die Arbeitslosenquote belief sich im Dezember 2022 auf 6,6 % (siehe Abbildung 6). Sie blieb damit gegenüber November unverändert und war rund 0,8 Prozentpunkte niedriger als unmittelbar vor Beginn der Covid-19-Pandemie im Februar 2020. Die Gesamtbeschäftigung entwickelte sich weitgehend im Gleichlauf mit der Konjunktur und stieg im dritten Quartal 2022 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit 0,4 % im zweiten Jahresviertel. Infolge der wirtschaftlichen Erholung nach Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen wurden die Programme zur Arbeitsplatzsicherung weitgehend eingestellt. Der Anteil der an solchen Programmen teilnehmenden Beschäftigten erreichte Ende 2022 wieder das Vorkrisenniveau von rund 0,3 % der Erwerbspersonen. Die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden war im dritten Quartal 0,2 % höher als vor der Pandemie. Mit Blick auf die wichtigsten Wirtschaftssektoren zeigt sich, dass im dritten Quartal 2022 in der Industrie weniger Arbeitsstunden als vor der Coronakrise geleistet wurden, während die Zahl der Gesamtarbeitsstunden im Bereich der öffentlichen Dienstleistungen und im Baugewerbe ihr Vorpandemieniveau übertraf.

## Abbildung 6

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

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen monatliche Entwicklungen, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022 (Beschäftigung), Januar 2023 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Dezember 2022 (Arbeitslosenquote).

#### Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten nach wie vor auf einen insgesamt widerstandsfähigen Arbeitsmarkt im Euroraum hin, wobei sich eine gewisse Stabilisierung abzeichnet.

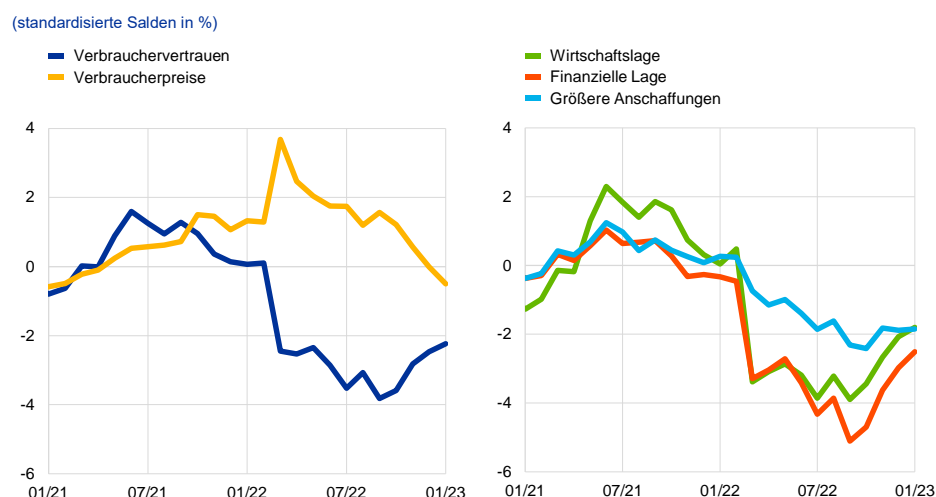
Der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im Januar bei 52,5 Punkten. Aus dem Wert von über 50 Punkten lässt sich ableiten, dass die Beschäftigung weiter zunimmt, wenn auch nicht mehr so stark wie in der zweiten Jahreshälfte 2022. Nach Sektoren aufgeschlüsselt ist festzustellen, dass der EMI-Beschäftigungsindikator für den Dienstleistungssektor und das verarbeitende Gewerbe unverändert ein robustes Beschäftigungswachstum anzeigt, wohingegen im Baugewerbe weiterhin Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen sind.

#### Die privaten Konsumausgaben dürften sich im vierten Quartal 2022 schwach entwickelt haben.

Die bis zum dritten Quartal 2022 positive Dynamik der Konsumausgaben der privaten Haushalte war vor allem dem Dienstleistungskonsum zu verdanken, der sich im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft belebte. Der Warenkonsum blieb indes schwach. Im vierten Quartal dämpften die anhaltend erhöhte Inflation und die verschärften Finanzierungsbedingungen die Ausgaben im Euroraum, obwohl die aktuellen harten Daten – auch aufgrund der nachlassenden Lieferengpässe im Automobilssektor – zum Teil positiv ausfielen. So erhöhten sich die Pkw-Neuzulassungen im Dezember erneut und verzeichneten im Schlussquartal 2022 einen Zuwachs von 12,6 % gegenüber dem Vorquartal. In der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) wurde von hohen Zulassungszahlen berichtet, sodass sich der Bestand an unfertigen Fahrzeugen leicht verringerte. Die Umfrage lässt aber auch darauf schließen, dass die Lieferzeiten trotz einer gewissen Verbesserung nach wie vor lang sind und dass Lieferengpässe auch im gesamten Jahr 2023 noch eine Rolle spielen dürften. Die Einzelhandelsumsätze blieben im Oktober und November zusammengefasst 0,6 % unter ihrem Niveau vom dritten Quartal, was wohl auf einen Rückgang des Warenkonsums im Schlussquartal hindeutet. Aktuelle weichen Wirtschaftsdaten zufolge dürften sich die Konsumausgaben zu Jahresbeginn trotz anhaltender

Bremmfaktoren recht solide entwickelt haben. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher erholte sich im vierten Quartal 2022 weiter (siehe Abbildung 7, linke Grafik) und lag über seinem Niveau vom dritten Jahresviertel. Zurückzuführen war dies vor allem auf eine Verbesserung der Erwartungen der privaten Haushalte zur Wirtschaftslage und zu ihrer finanziellen Lage (siehe Abbildung 7, rechte Grafik). Im Januar erhöhte sich der Indikator abermals. 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 im Reiseverkehr zu Jahresbeginn robust geblieben ist und die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf größere Anschaffungen im Schlussquartal wieder etwas gestiegen sind. Bestätigt wird dies auch durch die jüngste Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey). Ihr zufolge rechnen die Verbraucher damit, dass sich die Nachfrage nach Urlaubsreisen und der Kauf von Gebrauchsgütern in den nächsten zwölf Monaten günstiger entwickeln dürfte. Obwohl sich das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte dank der robusten Arbeitsmarktlage und der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen als recht widerstandsfähig erwiesen hat, verringerte es sich im dritten Quartal leicht und dürfte weiter sinken. Dies dürfte sich dämpfend auf die Konsumausgaben auswirken. Angesichts der schwachen Entwicklung des real verfügbaren Einkommens sollte der Rückgriff auf Ersparnisse jedoch bis zu einem gewissen Grad zu einer Konsumglättung beitragen. Die Sparquote sank vom ersten bis zum dritten Quartal von 14,9 % auf 13,2 % und fiel damit auf das Niveau von Ende 2019 zurück. Aus der jüngsten Umfrage zu den Verbrauchererwartungen geht unterdessen hervor, dass die Verbraucher aufgrund der anhaltenden Verschärfung der Kreditbedingungen eine Verringerung ihrer Ausgaben erwarten.

**Abbildung 7**  
Erwartungen der privaten Haushalte

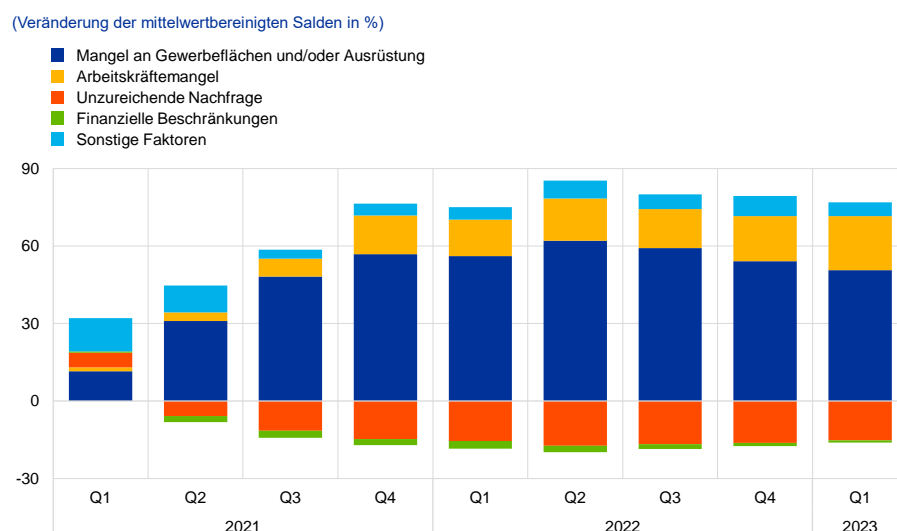


Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023.

**Die Unternehmensinvestitionen dürften sich im vierten Quartal 2022 verhalten entwickelt haben.** Nachdem sie im dritten Quartal um 7,7 % (bzw. 1,2 % ohne

immaterielle Vermögenswerte in Irland) gegenüber dem Vorquartal gestiegen waren, dürften sie sich im vierten Quartal schwach gezeigt haben. Dies geht aus dem EMI für den Auftragseingang und jenem für die Produktion im Investitionsgütersektor hervor. Die Investitionsgüterproduktion nahm in den ersten beiden Monaten des vierten Quartals um 3,0 % gegenüber dem dritten Quartal 2022 zu. Laut der Telefonumfrage bei Unternehmen vom Januar sind die Investitionsaussichten für 2023 bei größeren Unternehmen trotz der energiepreisbedingt höheren Kosten, der Lohnentwicklung und der Finanzierungsbedingungen relativ günstig.<sup>3</sup> Die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission zeigen, dass im historischen Vergleich der Mangel an Gewerbeflächen und/oder Ausrüstung sowie der Arbeitskräftemangel auch im ersten Quartal 2023 als größte Produktionshemmnisse im Investitionsgütersektor erachtet wurden (siehe Abbildung 8).

**Abbildung 8**  
Produktionshemmnisse im Investitionsgütersektor



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die prozentualen Salden sind um den Durchschnitt des Zeitraums von 2000 bis 2019 bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (veröffentlichte Daten für Januar 2023).

**Die Wohnungsbauminvestitionen entwickelten sich im vierten Quartal 2022 weiterhin schwach.** Mehreren Kurzfristindikatoren zufolge dürften die Wohnungsbauminvestitionen, die im zweiten und dritten Vierteljahr 2022 zurückgegangen waren, im Schlussquartal weitgehend stagniert haben. Die Produktion im Hochbau lag im Oktober und November im Durchschnitt 0,5 % über ihrem Niveau vom dritten Quartal. Die Zahl der Baugenehmigungen – ein Frühindikator der Baukonjunktur – verringerte sich indes im dritten Quartal erneut, was darauf hindeutet, dass weniger neue Projekte in Planung sind und die kurzfristigen Aussichten für das Baugewerbe somit schwach sind. Außerdem sank der EMI für die Produktion im Wohnungsbau im vierten Quartal mit durchschnittlich 40,8 Punkten (nach 44,4 Punkten im dritten Jahresviertel) noch weiter in den kontraktiven Bereich. Laut der Umfrage der Europäischen Kommission im Baugewerbe blieb der Indikator für die Entwicklung der Bautätigkeit bis Januar

<sup>3</sup> Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.



ebenfalls verhalten. Dies ist vor allem auf die gedämpfte Nachfrage und die verschärften Finanzierungsbedingungen zurückzuführen. Der Mangel an Arbeitskräften und Material ließ hingegen nach. Die Umfragen der EZB bestätigen die sich abschwächende Nachfrage nach Wohnungsbauinvestitionen. Aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen für Dezember geht hervor, dass die privaten Haushalte den Wohnimmobilienmarkt angesichts der restriktiveren Finanzierungsbedingungen seit Anfang 2022 als schlechter einschätzen. Auch die an der Telefonumfrage der EZB im Januar 2023 beteiligten Bauunternehmen wiesen auf eine breit angelegte Abschwächung der Nachfrage im Baugewerbe hin, wenngleich diese sich in einigen Ländern vereinzelt als widerstandsfähig erwies. Insgesamt dürfte die nachlassende Nachfrage die Wohnungsbauinvestitionen auf kurze Sicht weiter beeinträchtigen.

**Die Exportdynamik des Euroraums stabilisierte sich im November, während die Einfuhrwerte zurückgehen und die Aussichten für den Handel geringfügig besser ausgefallen sind.** Im November 2022 erhöhten sich die nominalen Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets nach einem Rückgang im Oktober moderat, während die Wareneinfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums weiter deutlich sanken. Der Saldo der Warenhandelsbilanz kehrte sich im November in einen Überschuss, was vor allem den sinkenden Preisen für Energieimporte zuzuschreiben war. Auch das Importvolumen schwächte sich ab, da die Gasspeicher nahezu gefüllt waren.<sup>4</sup> Hochfrequente Handelsdaten weisen auf einen weiteren Abbau der Lieferengpässe im vierten Quartal 2022 hin, was das Volumen der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums stützt. Die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren für den Auftragseingang lassen für die kommenden Monate auf eine gedämpfte Exportentwicklung sowohl im Warenhandel als auch im Dienstleistungsverkehr schließen. Angesichts der Entspannung bei den Lieferengpässen, die es den Unternehmen ermöglicht, ihre Auftragsrückstände weiter abzarbeiten, dürften sich die Exporte jedoch nicht so sehr abschwächen, wie aufgrund dieser Indikatoren normalerweise zu erwarten wäre. Die EMI-Schnellschätzungen vom Januar 2023 für den Auftragseingang bei Waren und Dienstleistungen im Exportgeschäft blieben zwar im kontraktiven Bereich, weisen aber auf eine gewisse Stabilisierung hin. Die Indikatoren für den Tourismus, die sich in der Sommersaison gut entwickelt haben, gaben im November und Dezember saisonbereinigt nach.

---

<sup>4</sup> Nähere Einzelheiten zu den Auswirkungen der hohen Energiepreise auf Industrieproduktion und Handel im Euroraum finden sich in Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## 3 Preise und Kosten

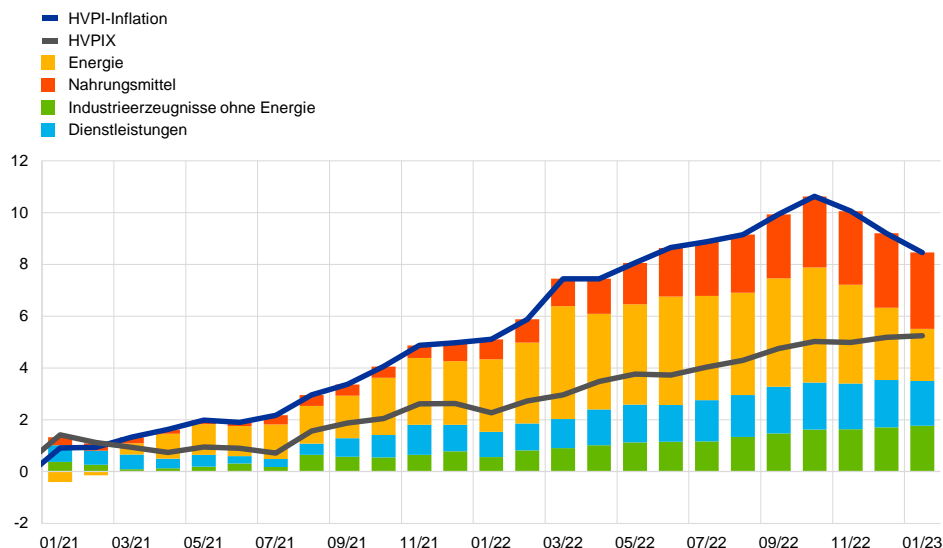
*Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge, für deren Berechnung im Fall von Deutschland Eurostat-Schätzungen herangezogen wurden, sank die Inflation im Euroraum im Januar weiter auf 8,5 %. Dieser Rückgang war im Wesentlichen der Tatsache geschuldet, dass sich die Teuerungsrate für Energie erneut kräftig verringerte. Zugleich war der Preisdruck in allen Sektoren nach wie vor hoch, was unter anderem dadurch bedingt ist, dass die hohen Energiekosten noch immer auf die gesamte Wirtschaft durchschlagen. Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel lag im Januar weiterhin bei 5,2 %. Auch andere Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation blieben den aktuell verfügbaren Daten zufolge auf einem hohen Niveau. Das Lohnwachstum hat sich beschleunigt, was weitgehend mit den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember im Einklang steht. Unterstützt wird diese Entwicklung durch robuste Arbeitsmärkte und durch die Tatsache, dass ein Ausgleich für die hohe Inflation zum zentralen Thema der Tarifverhandlungen wird. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Jedoch gilt es, diese weiter zu beobachten.*

**Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum ging im Januar 2023 den dritten Monat in Folge zurück. Maßgeblich hierfür war ein geringerer Preisauftrieb bei Energie.** Das neuerliche Absinken von 9,2 % im Dezember 2022 auf 8,5 % im Januar 2023 spiegelte die deutlich verringerte Preissteigerungsrate für Energie (17,2 % nach zuvor 25,5 %) wider. Unterdessen nahm die Teuerung bei Nahrungsmitteln weiter von 13,8 % auf 14,1 % zu. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) blieb mit 5,2 % gegenüber Dezember unverändert. Dies deutet darauf hin, dass die zeitverzögert eintretenden Effekte des kräftigen Kostenanstiegs bei Energie und anderen Vorleistungen, die Lieferengpässe und die aufgestaute Nachfrage weiterhin für Inflationsdruck sorgten. Während sich der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie weiter beschleunigte und einen neuen Rekordstand von 6,9 % erreichte, sank die Teuerung bei den Dienstleistungen von 4,4 % im Dezember auf 4,2 % im Januar (siehe Abbildung 9).

## 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 Januar 2023.

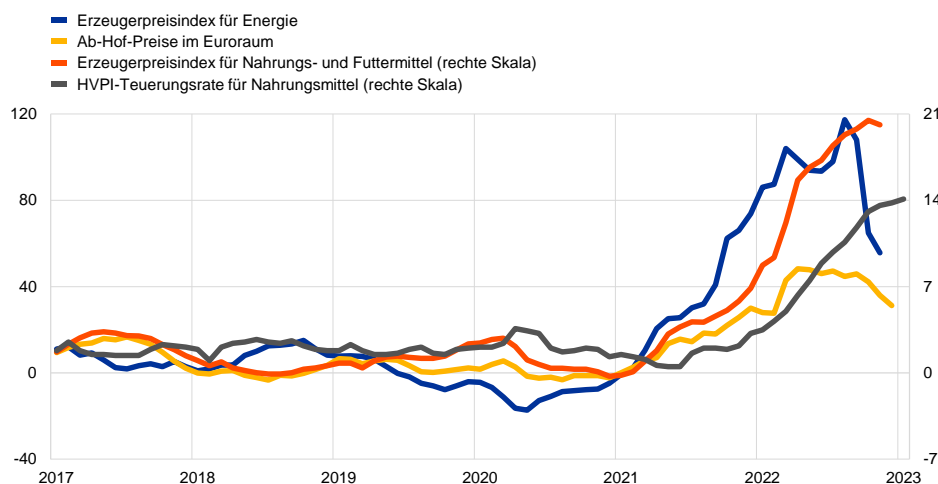
**Der Rückgang der Teuerungsrate für Energie im Januar 2023 spiegelte sowohl eine Verringerung des Preisniveaus gegenüber dem Vormonat als auch einen starken abwärtsgerichteten Basiseffekt wider, da der ein Jahr zuvor verzeichnete erhebliche Preisanstieg aus der Berechnung der Jahresrate herausfiel.** Die Teuerungsraten für Energie variierten in den einzelnen Ländern nach wie vor sehr stark. Ausschlaggebend hierfür waren unter anderem der Energiemix, regulatorische Ansätze, die Auswirkungen verschiedener finanzpolitischer Maßnahmen zur Abfederung hoher Preise sowie die unterschiedliche Berücksichtigung der verschiedenen Vertragsarten im HVPI. Der Anstieg der Erzeugerpreise für Energieerzeugnisse war ab September 2022 rückläufig und sank von einem Höchststand von 117,3 % im August auf 55,7 % im November (siehe Abbildung 10).

**Im Eurogebiet ist die Teuerung bei Nahrungsmitteln aufgrund des erneuten Anstiegs der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel weiter gestiegen.** Dies steht im Einklang mit der Einschätzung, dass der auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette bestehende Preisdruck nach wie vor in erheblichem Umfang weitergegeben wird. So erhöhte sich die jährliche Änderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel von 14,3 % im Dezember auf 14,9 % im Januar. Zugleich sank die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel weiter und erreichte im Januar einen Stand von 11,6 % (nach 12,0 % im Dezember). Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass frühere Preissteigerungen, die unter anderem mit der Dürre im vergangenen Sommer zusammenhängen, korrigiert wurden (siehe Abbildung 10).

## Abbildung 10

### Von den Kosten für Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen ausgehender Druck auf die Nahrungsmittelpreise im HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023 (HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel), Dezember 2022 (Ab-Hof-Preise im Euroraum) bzw. November 2022 (übrige Angaben).

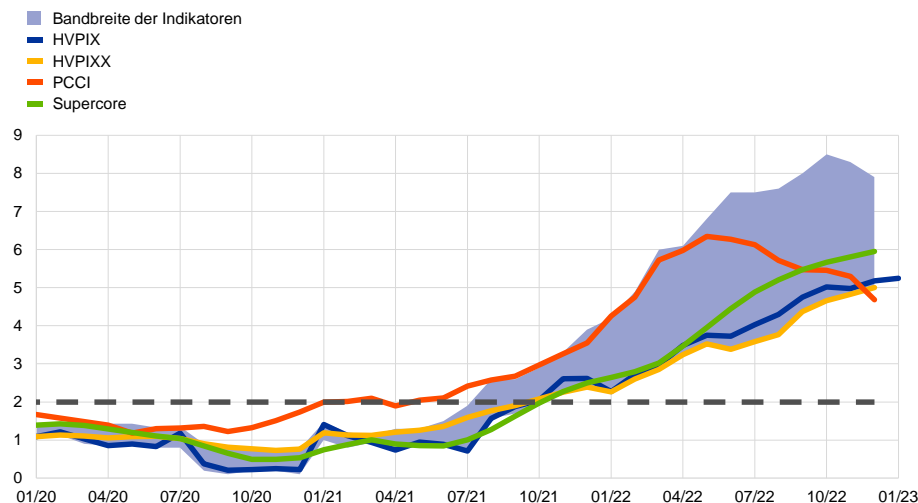
**Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet blieben im Berichtszeitraum auf einem erhöhten Niveau, wenngleich von den jüngsten Daten uneinheitliche Signale ausgehen** (siehe Abbildung 11). Darin spiegeln sich Faktoren wie die indirekten Effekte der Energie- und Nahrungsmittelpreisentwicklung sowie die Auswirkungen des Wiederhochfahrens der Wirtschaft wider, auch wenn die Lieferengpässe zuletzt abgebaut wurden. Der HVPIIX – für den die Preise für die volatileren Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie für Bekleidung und Schuhe aus der Teuerung nach dem HVPIX herausgerechnet werden – erhöhte sich von 4,8 % im November auf 5,0 % im Dezember. Der Supercore-Indikator, der konjunktursensible HVPI-Positionen umfasst, stieg im selben Zeitraum von 5,8 % auf 5,9 %. Bei den ausschlussbasierten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation handelt es sich oftmals um nachlaufende Indikatoren, da sie als jährliche Änderungsraten ausgewiesen werden. Die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), bei deren Berechnung die kürzerfristigen Störungen und idiosynkratischen Entwicklungen der HVPI-Positionen herausgefiltert werden, ist in den vergangenen Monaten weiter zurückgegangen, und zwar von 5,3 % im November auf 4,7 % im Dezember.<sup>5</sup> In der PCCI sind auch Energiepositionen enthalten. Daher spiegelt ihr Rückgang die niedrigere monatliche Änderungsrate der Energiepreise wider. Auch die PCCI ohne Energie ist seit September leicht gesunken und lag im Dezember bei 4,1 %. Allgemein ist festzustellen, dass die kurzfristigen Änderungsraten mehrerer Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation, die die monatliche oder vierteljährliche Entwicklung abbilden, inzwischen auf einen moderateren Preisdruck hindeuten.

<sup>5</sup> Siehe EZB, [PCCI – a data-rich measure of underlying Inflation in the euro area](#), Statistics Paper Series, Nr. 38, 2020.

## Abbildung 11

### Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPIX, HVPIXX, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. 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 Januar 2023 (HVPIX) bzw. Dezember 2022 (übrige Angaben).

### Im Berichtszeitraum war die Entwicklung der Löhne und Arbeitskosten für die Persistenz der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum maßgeblich.

Die aktuell verfügbaren Daten lassen darauf schließen, dass sich der Lohndruck allmählich verstärkt, aber moderat bleibt. Der Zuwachs der Tarifverdienste erhöhte sich im dritten Quartal 2022 auf 2,9 %, verglichen mit 2,5 % im zweiten Quartal. Das tatsächliche Lohnwachstum, gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. am Arbeitnehmerentgelt je Stunde, wurde weiterhin von pandemiebedingten Verzerrungen beeinflusst. Die Jahreswachstumsraten dieser beiden Messgrößen der Lohnentwicklung beliefen sich im dritten Quartal 2022 auf 3,9 % bzw. 2,9 %. Damit lagen sie unter dem Vorquartalsniveau, was jedoch in erster Linie Basiseffekten zuzuschreiben war. Deutlichere Hinweise auf einen sich in nächster Zeit verstärkenden Lohndruck lieferten die Ende 2022 erzielten Tarifabschlüsse.

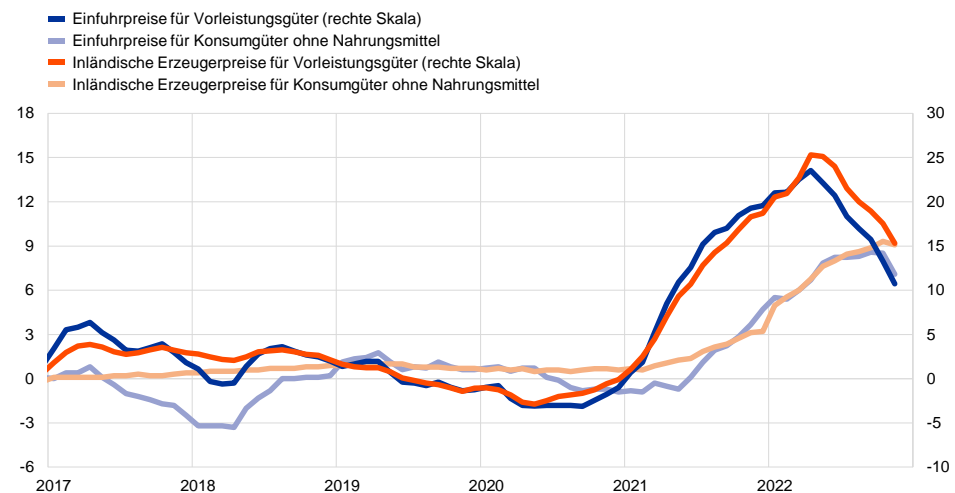
### Zwar gab es im Berichtszeitraum gewisse Anzeichen dafür, dass der Preisdruck im Eurogebiet nachlässt, doch erhöhte sich die Teuerung der Industrierzeugnisse ohne Energie im Januar 2023 weiter auf 6,9 %.

Aus den Daten für November geht hervor, dass sich der auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette bestehende Druck zu verringern begann. Dies spiegelte sich in den negativen monatlichen Änderungsraten der Einfuhrpreise und der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter wider. Auch auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette begann der Druck den Daten zufolge nachzulassen. So sank die monatliche Steigerungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im November auf 0,2 % und damit in die Nähe ihres historischen Durchschnitts von 0,1 %. Unterdessen gingen die Jahreswachstumsraten der Einfuhr- und der Erzeugerpreise zwar zurück, lagen jedoch weiterhin auf erhöhtem

Niveau. Dies deutet auf einen kumulierten Preisdruck hin, weshalb die Teuerungsrate für Konsumgüter noch eine Zeit lang hoch bleiben dürfte (siehe Abbildung 12).

**Abbildung 12**  
Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



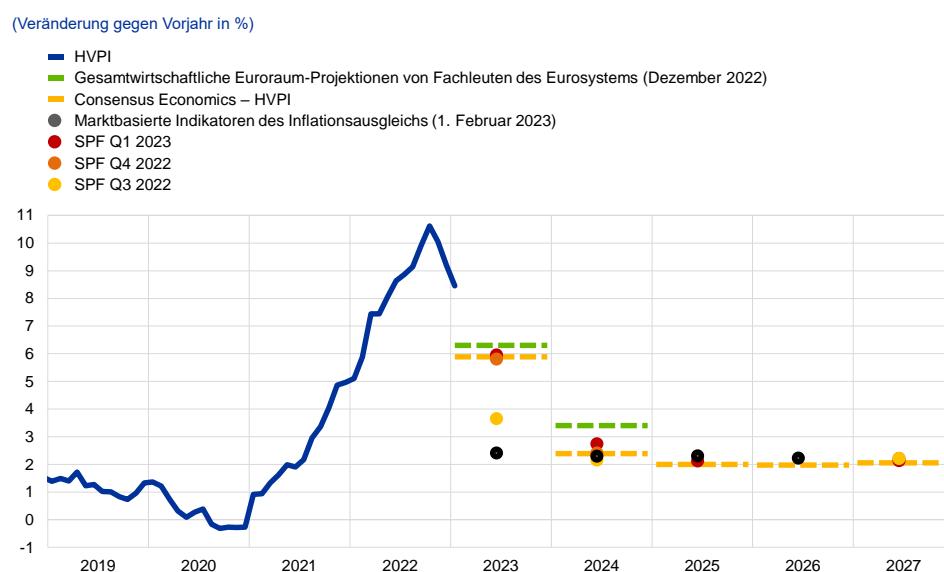
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022.

**Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum sanken geringfügig auf ein Niveau von rund 2 % und entwickelten sich damit weitgehend im Einklang mit den marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs** (siehe Abbildung 13). Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das erste Quartal 2023 haben sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen (für 2027) auf 2,1 % verringert. In der von Consensus Economics im Januar 2023 durchgeführten Befragung waren die längerfristigen Erwartungen mit 2,1 % im Großen und Ganzen stabil. Der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) vom Februar 2023 zufolge lag der Median der längerfristigen Inflationserwartungen unverändert bei 2,0 %. Diese Daten lassen darauf schließen, dass die Umfrageteilnehmer auf kurze Sicht mit einem raschen Inflationsrückgang rechnen. Sie deuten zudem auf eine Verankerung der längerfristigen Erwartungen hin. Auch aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für November 2022 ging hervor, dass die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren mit rund 3,0 % nach wie vor relativ stabil waren.<sup>6</sup> Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (basierend auf dem HVPI ohne Tabakwaren) gingen im Berichtszeitraum indes insgesamt zurück. Die deutlichste Veränderung war bei den sehr kurzen Fristen zu beobachten, wo die Inflationsdaten niedriger als erwartet ausfielen und die Energiepreise sanken. Den umfragebasierten Messgrößen zufolge rechnen die Marktteilnehmer damit, dass die Teuerungsrate im Verlauf des Jahres 2023 – und somit schneller als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: November 2022](#), Pressemitteilung vom 12. Januar 2023.

Dezember 2022 antizipiert – wieder auf ein Niveau von nahe 2 % zurückkehren wird. Während die kurzfristigen Indikatoren des Inflationsausgleichs stark zurückgingen, zeigten sich die längerfristigen Terminmessgrößen stabiler. So lag der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren fast unverändert bei etwa 2,3 %. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass die marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, denn sie enthalten Inflationsrisikoprämien als Ausgleich für das Teuerungsrisiko.

**Abbildung 13**  
Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 sowie EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: HVPI bezeichnet den Harmonisierten Verbraucherpreisindex. SPF steht für Survey of Professional Forecasters. Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 1. Februar 2023. Die SPF-Umfrage der EZB für das erste Quartal 2023 wurde vom 6. bis zum 12. Januar 2023 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Januar 2023. Für die in den Projektionen des Eurosystems enthaltenen Daten war der Stichtag der 30. November 2022. Die jüngsten Angaben zum HVPI beziehen sich auf Januar 2023.

**Die Risiken für die Inflationsaussichten im Euroraum sind im Berichtszeitraum – vor allem auf kurze Sicht – ausgewogener geworden.**

Aufwärtsrisiken könnten sich daraus ergeben, dass der auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette bestehende Druck die Endkundenpreise auf kurze Sicht dennoch in die Höhe treibt. Darüber hinaus könnte eine überraschend kräftige Wirtschaftserholung in China den Rohstoffpreisen und der Auslandsnachfrage neuen Auftrieb verleihen. Auf mittlere Sicht erwachsen Aufwärtsrisiken vor allem aus Binnenfaktoren wie beispielsweise einem anhaltenden Anstieg der Inflationserwartungen auf ein über dem Zielwert der EZB liegendes Niveau oder unerwartet kräftigen Lohnzuwächsen. Sinkende Energiekosten und eine weiter abnehmende Nachfrage würden hingegen den Preisdruck verringern.



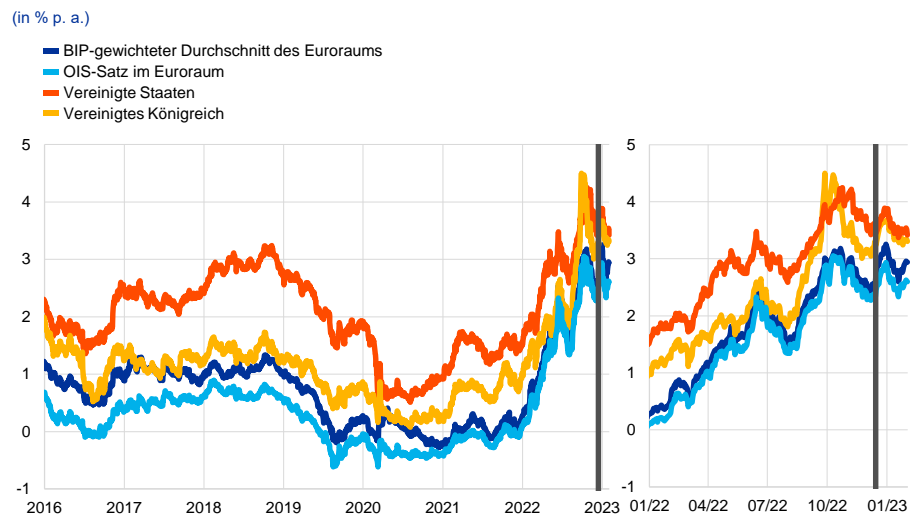
## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Im Berichtszeitraum (15. Dezember 2022 bis 1. Februar 2023) stiegen die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Leitzinsen im Euroraum zunächst deutlich an. Dies stand im Einklang mit der Kommunikation des EZB-Rats im Dezember, wonach zusätzliche geldpolitische Straffungen erforderlich seien, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert von 2 % zu gewährleisten. Im weiteren Verlauf senkten die Marktteilnehmer dann ihre Erwartungen für die Zeit nach den nächsten geldpolitischen Sitzungen, weil sie den Eindruck hatten, dass der Inflationsdruck möglicherweise im Begriff sei, sich abzuschwächen. Am Ende des Berichtszeitraums lagen die kurzfristigen risikofreien Zinssätze dementsprechend höher als zu Beginn, während sich der anfängliche Anstieg der langfristigen risikofreien Zinssätze teilweise wieder umkehrte, sodass diese schließlich nur ein geringfügig höheres Niveau aufwiesen. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum entwickelten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, wobei sich die entsprechenden Renditespreads kaum veränderten. Die Auffassung der Marktteilnehmer, dass der Inflationsdruck möglicherweise schwächer werde, verlieh risikoreichen Vermögenswerten Auftrieb, was den Einfluss steigender risikofreier Kurzfristzinsen letztlich überwog. In der Folge verringerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Eurogebiet, und die Aktienkurse stiegen kräftig an. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf.*

**Nach der EZB-Ratssitzung vom Dezember 2022 stiegen die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum an, da die Marktteilnehmer ihre Leitzinserwartungen nach oben revidierten.** Im Berichtszeitraum betrug der Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) im Schnitt 185 Basispunkte. Dabei stieg er von durchschnittlich 140 Basispunkten im Zeitraum vom 15. bis 20. Dezember 2022 auf durchschnittlich 190 Basispunkte in der Zeit nach dem 20. Dezember 2022 (dem Beginn der auf die Leitzinsanhebung der EZB vom Dezember folgenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode). Die Überschussliquidität verringerte sich um rund 358 Mrd. € auf 4 128 Mrd. €, was in erster Linie auf die Rückzahlung von Mitteln aus den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften im Dezember zurückzuführen war. Die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) erhöhte sich zunächst über das gesamte Laufzeitenspektrum. In dieser Entwicklung spiegelten sich die Verlautbarungen des EZB-Rats vom Dezember wider, dass die Zinsen noch deutlich steigen müssten. Im weiteren Verlauf des Referenzzeitraums gingen die Terminzinsen für Zeithorizonte jenseits der Jahresmitte 2023 wieder zurück. Dahinter stand die Marktwahrnehmung, dass sich der Inflationsdruck offenbar nach und nach verringere. Am Ende des Berichtszeitraums war in der OIS-Terminkurve die Erwartung einer Leitzinsanhebung um jeweils 50 Basispunkte auf den beiden EZB-Ratssitzungen im Februar und März nahezu vollständig eingepreist. Eingepreist war außerdem ein weiterer Zinsanstieg um insgesamt 30 Basispunkte (mit einem Höchststand von etwa 3,4 % um die Jahresmitte 2023).

**Die Renditen langfristiger Staatsanleihen erhöhten sich leicht, wobei die anfängliche Zunahme aufgrund gestiegener kurzfristiger Leitzinserwartungen teilweise durch den Eindruck unter den Marktteilnehmern ausgeglichen wurde, dass der Inflationsdruck womöglich im Begriff sei, sich abzuschwächen** (siehe Abbildung 14). Hinter dieser Gesamtveränderung verbergen sich indes erhebliche Schwankungen während des Betrachtungszeitraums. So waren die Renditen langfristiger Anleihen nach der Kommunikation des EZB-Rats vom Dezember zunächst deutlich gestiegen, weil weitere Straffungen des geldpolitischen Kurses erwartet wurden. Seit dem Jahreswechsel hat sich der anfängliche Anstieg der langfristigen Anleiherenditen jedoch teils wieder umgekehrt, da die Inflationszahlen niedriger als erwartet ausfielen und die Energiepreise nachgaben. Insgesamt belief sich die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Eurogebiet auf rund 2,9 % und lag damit 19 Basispunkte höher als zum Zeitpunkt der Dezembersitzung des EZB-Rats. Die entsprechenden Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der Vereinigten Staaten, des Vereinigten Königreichs und Deutschlands betragen rund 3,4 %, 3,3 % bzw. 2,3 %. Alles in allem veränderten sich die Renditen der Staatsanleihen im Euroraum im Gleichklang mit den risikofreien Zinssätzen. Folglich blieb der aggregierte Renditeabstand BIP-gewichteter zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Eurogebiet gegenüber dem OIS-Satz relativ stabil bei durchschnittlich rund 0,3 Prozentpunkten.

**Abbildung 14**  
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und €STR-basierter zehnjähriger OIS-Satz



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 15. Dezember 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Februar 2023.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verengten sich im Berichtszeitraum, wobei die Spreads im Hochzinssegment am stärksten zurückgingen.** Im Betrachtungszeitraum erhöhte sich die Risikobereitschaft, da die Marktteilnehmer die Konjunkturaussichten günstiger einschätzten und zudem den Eindruck hatten, dass der Inflationsdruck möglicherweise nachlasse. Dies führte letztlich dazu, dass sich die Renditeabstände der Unternehmensanleihen verkleinerten (um rund 46 Basispunkte bei

hochverzinslichen Unternehmensanleihen und um ungefähr 14 Basispunkte bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen).

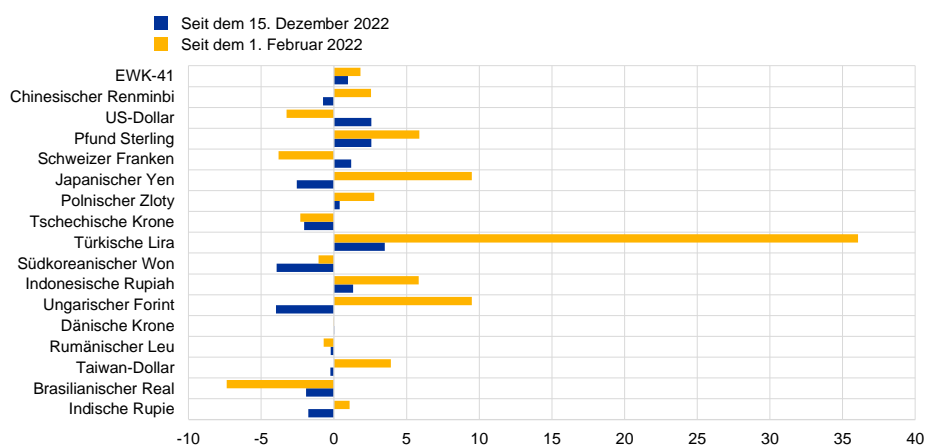
**An den europäischen Aktienmärkten wurden im Berichtszeitraum erhebliche Kursgewinne verbucht.** Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet legten dabei kräftiger zu als ihre Pendanten im Rest der Welt, denn die allgemein gestiegene Risikobereitschaft überwog den negativen Einfluss der höheren risikofreien Kurzfristzinsen und der leicht rückläufigen Gewinnerwartungen. Die Kurssteigerungen waren allerdings ungleich verteilt: Banken schnitten angesichts des höheren Zinsniveaus, wovon der Bankensektor über steigende Nettozinsmargen profitieren könnte, besser ab als nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. So stiegen die Aktienkurse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften um etwa 7 %, während Bankwerte um rund 22 % zulegten. In den Vereinigten Staaten war der Unterschied zwischen nichtfinanziellen Unternehmen und Banken mit Kurszuwächsen von rund 6 % bzw. rund 12 % nicht ganz so groß.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf** (siehe Abbildung 15). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im betrachteten Zeitraum um 1,0 % an. Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse gegenüber anderen wichtigen Währungen betrifft, so legte der Euro zum US-Dollar und zum Pfund Sterling jeweils um 2,6 % zu und zum Schweizer Franken um 1,2 %. Gegenüber dem japanischen Yen wertete er indessen um 2,6 % ab. An Wert verlor der Euro auch gegenüber dem chinesischen Renminbi (um 0,7 %) sowie gegenüber den Währungen einiger anderer wichtiger Schwellenländer und den Währungen der meisten EU-Länder außerhalb des Euroraums.

### Abbildung 15

#### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 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 1. Februar 2023.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

*Vor dem Hintergrund der Leitzinsanhebungen durch die EZB sind auch die Kreditzinsen der Banken weiter gestiegen. Unterdessen schwächte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im Dezember angesichts der höheren Zinsen, einer schwächeren Nachfrage und verschärfter Kreditrichtlinien weiter ab. Die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung verringerten sich im Zeitraum vom 15. Dezember 2022 bis zum 1. Februar 2023, während die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung unverändert blieben. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken zufolge sind die Kreditrichtlinien für Unternehmen und Privathaushalte im vierten Quartal 2022 in Anbetracht der weiter steigenden Zinsen deutlich verschärft worden. Das Geldmengenwachstum schwächte sich im Dezember infolge der höheren Zinsen und eines langsameren Kreditwachstums erneut ab.*

**Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum blieben im November weitgehend unverändert; dabei nahmen zwar die Einlagenzinsen weiter zu, doch dafür verringerten sich die Renditen von Bankanleihen.** Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum erreichte seinen höchsten Stand seit 2014 (siehe Abbildung 16, Grafik a). Nachdem die Bankanleiherenditen seit Anfang 2022 deutlich gestiegen waren, gaben sie im November nach, zogen jedoch nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember neuerlich an (siehe Abbildung 16, Grafik b). Der gewichtete Einlagensatz lag im November bei 0,44 % und damit 37 Basispunkte höher als zu Jahresbeginn 2022. Der Umfang dieser Steigerung blieb jedoch deutlich hinter den im selben Zeitraum erfolgten Leitzinsanhebungen der EZB von insgesamt 250 Basispunkten zurück. Dahinter verbergen sich im Wesentlichen zwei Faktoren: Erstens besteht die Einlagenbasis der Banken zu einem großen Teil aus täglich fälligen Einlagen, deren Vergütung tendenziell weniger stark auf Anhebungen des Leitzinses reagiert als die von Termineinlagen, denn täglich fällige Einlagen bieten Liquidität und die Verfügbarkeit von Zahlungsdienstleistungen, die oftmals nicht explizit bepreist sind. Die Ausweitung der Differenz zwischen den Einlagen- und den Leitzinsen ist daher ein typisches Merkmal von Zinserhöhungsphasen. Zweitens lagen die Einlagenzinsen zu Beginn des aktuellen Erhöhungszyklus merklich über dem Leitzins, denn die Banken scheuten davor zurück, ihren Privatkunden negative Einlagenzinsen zu berechnen. Die Rekalibrierung der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) ab dem 23. November 2022 trug ebenfalls zur Normalisierung der Finanzierungskosten der Banken bei.<sup>7</sup> Von November 2022 bis Januar 2023 zahlten die Banken aufgenommene GLRG III-Mittel in großem Umfang (858 Mrd. €) freiwillig vorzeitig zurück. Somit haben sich die ausstehenden Beträge im Gefolge der Rekalibrierung um rund 40 % vermindert.

Mit Blick auf die Widerstandsfähigkeit ihrer Bilanzen verfügen die Banken des Euroraums über eine insgesamt robuste Kapitalausstattung, die die Eigenkapitalanforderungen und Kapitalvorgaben übertrifft. Allerdings könnte die

<sup>7</sup> Siehe EZB, [EZB rekaliert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#), Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

Eintrübung des Konjunkturmehrfelds die Qualität ihrer Aktiva mindern und das Kreditrisiko erhöhen.

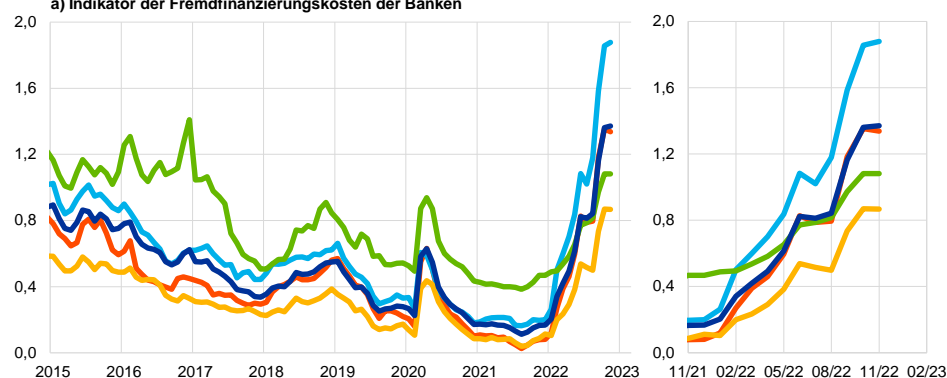
### Abbildung 16

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

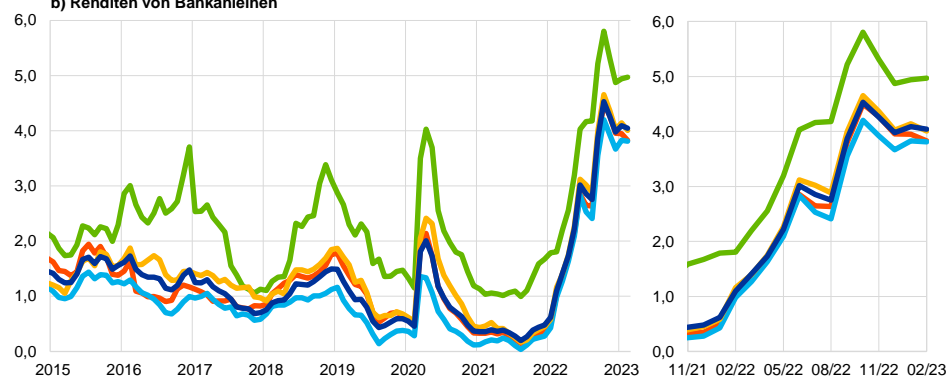
(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien

a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



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

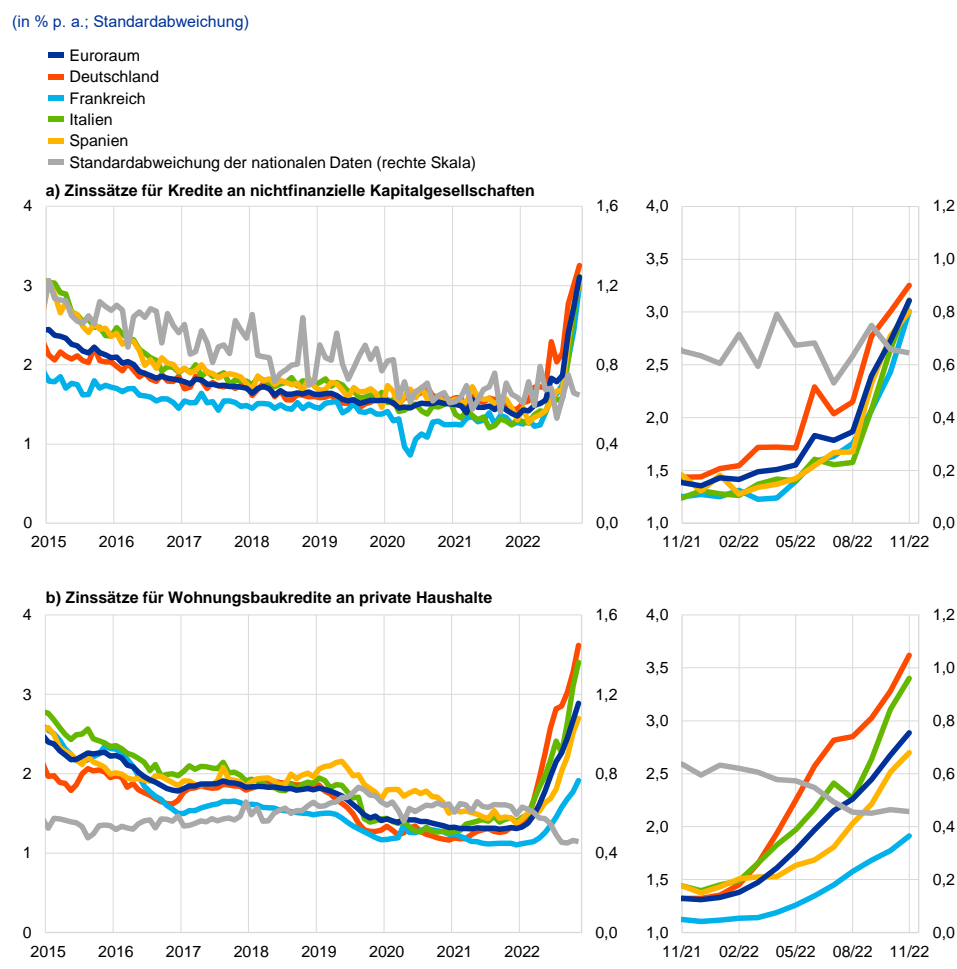
Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleihenrenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 1. Februar 2023 (Renditen von Bankanleihen).

#### Angesichts der erneut restriktiveren Kreditgewährung des Bankensektors haben sich die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte im November 2022 weiter erhöht.

Seit Anfang 2022 haben die gestiegenen Refinanzierungskosten der Banken in allen Ländern des Eurogebiets zu massiv anziehenden Kreditzinsen (siehe Abbildung 17) und zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien geführt. Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stiegen im November auf 3,09 %; ein solches Niveau war zuletzt im Sommer 2012 zu beobachten gewesen. Unterdessen zogen auch die Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte weiter an. Im November erreichten sie mit 2,88 % den höchsten Wert seit dem Sommer 2014. Die Zinsen für

Kredite an Unternehmen und an private Haushalte hatten somit um insgesamt 123 bzw. 157 Basispunkte gegenüber Anfang 2022 angezogen. Vor allem wegen des schnelleren Tempos der Leitzinsanhebungen vollzogen sich diese Zinssteigerungen rascher als in früheren Zinserhöhungsphasen. Den Ergebnissen der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom November 2022 zufolge gehen die Verbraucher davon aus, dass die Hypothekenzinsen in den kommenden zwölf Monaten weiter steigen werden und es schwieriger sein wird, Wohnungsbaukredite zu erhalten. Der Abstand zwischen den Bankzinsen für kleine und große Kredite verringerte sich im November aufgrund der Zinsentwicklung bei großen Krediten. Die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Firmen wie auch für Privathaushalte blieben stabil, was darauf hindeutet, dass die Transmission des strafferen geldpolitischen Kurses der EZB reibungslos vonstattengeht (siehe Abbildung 17, Grafik a und b).

**Abbildung 17**  
Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte in ausgewählten Ländern des Euroraums



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 Neugesäftsvolumens. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2022.

**Bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verbilligte sich die Finanzierung über die Aufnahme von Eigenkapital zwischen dem**

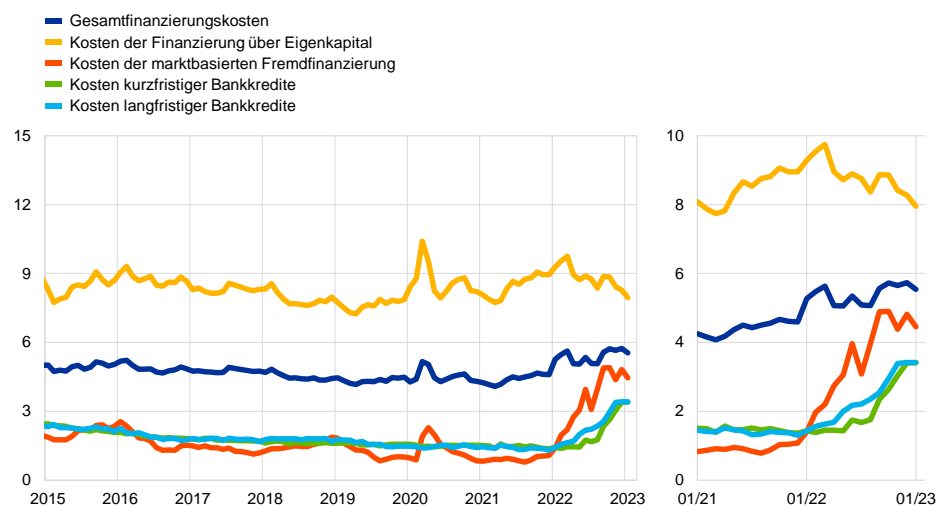
### 15. Dezember 2022 und dem 1. Februar 2023, wohingegen die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung unverändert blieben.

Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme lassen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen (die die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierten Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung umfassen) aktuell nur bis November 2022 berechnen. Sie lagen im genannten Monat bei 5,6 % und damit rund 10 Basispunkte unter ihrem Stand vom Oktober (siehe Abbildung 18). Dahinter verbargen sich rückläufige Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung wie auch der Aktienfinanzierung, die den beträchtlichen Kostenanstieg für kurz- und langfristige Bankdarlehen im November 2022 überwogen. In dem Monat nahmen die Finanzierungskosten gegenüber ihrem Höchststand vom Oktober zwar leicht ab, verblieben aber in der Nähe des erhöhten Niveaus, das zuletzt Ende 2011 verzeichnet worden war. Die Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung blieben im Berichtszeitraum stabil, da der Anstieg der risikofreien Zinssätze – der vor allem das kurze Ende der Kurve betraf – die Verringerung der Spreads der Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich und insbesondere in den Hochzinssegmenten aufwog. Die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung gingen hingegen zurück. Dahinter verbarg sich eine deutliche Abnahme der Aktienrisikoprämie, die den Effekt der höheren risikofreien Zinssätze überkompensierte.

#### Chart 18

#### 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 marktbasierten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital (bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. Februar 2023 (Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 27. Januar 2023 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. auf Dezember 2022 (Gesamtfinanzierungskosten und Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

**Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Januar 2023 wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite wie auch für Wohnungsbaukredite an**



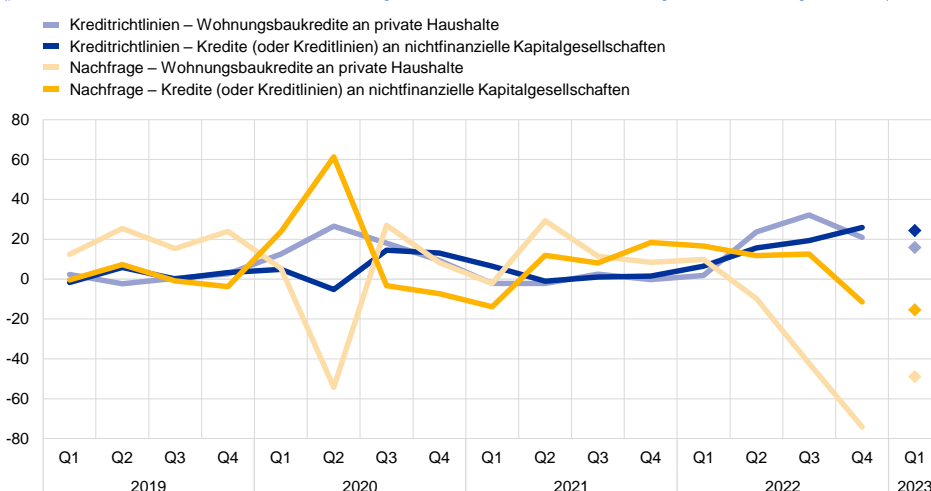
**private Haushalte im vierten Quartal 2022 deutlich restriktiver gestaltet** (siehe Abbildung 19). Historisch gesehen war dies die stärkste Verschärfung der Kreditrichtlinien seit der Staatsschuldenkrise im Euroraum im Jahr 2011. Vor dem Hintergrund einer hohen Unsicherheit war sie vor allem auf eine gestiegene Risikoeinschätzung im Hinblick auf die Wirtschaftsaussichten, eine geringere Risikotoleranz der Banken und höhere Finanzierungskosten zurückzuführen. Für das erste Jahresviertel 2023 erwarten die Banken eine weitere Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte.

**Den Banken zufolge fragten Unternehmen und vor allem private Haushalte im Schlussquartal 2022 weniger Kredite nach** (siehe Abbildung 19). Gedämpft wurde die Kreditnachfrage insbesondere durch das steigende allgemeine Zinsniveau. Bei den Unternehmen spielte zudem der geringere Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen eine Rolle. Dies steht damit im Einklang, dass die Firmen ungeachtet der jüngsten graduellen Aufhellung des Konjunkturklimas mit einem Rückgang der Investitionstätigkeit rechnen. Der Finanzierungsbedarf für Lagerbestände und Betriebsmittel stützte die Kreditnachfrage unterdessen weniger stark als in den beiden vorangegangenen Quartalen, was auf die allmähliche Verringerung der Lieferengpässe zurückzuführen sein dürfte. Zugleich wurde bei der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten der stärkste Rückgang seit Einführung der Umfrage verzeichnet. Maßgeblich hierfür waren die steigenden Zinsen, ein gesunkenes Verbrauchervertrauen und die sich eintrübenden Aussichten am Wohnimmobilienmarkt. Für das erste Quartal 2023 erwarten die Banken eine erneut schwächere Nachfrage nach Unternehmenskrediten und einen weiteren erheblichen Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten.

### Abbildung 19

#### Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Wohnungsbaukredite an private Haushalte: Veränderung der Kreditrichtlinien und der Nettonachfrage

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen dar, die die Banken in der aktuellen Erhebung meldeten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

**Nach Einschätzung der befragten Institute wird ihre Kreditvergabepolitik in der ersten Jahreshälfte 2023 auch von der Qualität ihrer Aktiva abhängen.** Aus der Umfrage geht zudem hervor, dass sich die Einhaltung aufsichtlicher und regulatorischer Vorgaben im zweiten Halbjahr 2022 in restriktiveren Kreditstandards und engeren Kreditmargen niederschlug. Zu den Auswirkungen notleidender Kredite (NPLs) teilten die Banken mit, dass sich die NPL-Quoten in der zweiten Jahreshälfte 2022 weitgehend neutral auf die Richtlinien für die Vergabe von Krediten an Unternehmen und private Haushalte auswirkten. Im ersten Halbjahr 2023 dürften sie jedoch zu einer Verschärfung sowohl der Kreditvergabestandards als auch Kreditkonditionen beitragen. Nach Aussage der Banken hat sich außerdem ihr Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen im Einklang mit der höheren Verzinsung von Termineinlagen leicht verschlechtert.

**Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte schwächte sich im Dezember angesichts der höheren Zinsen, einer geringeren Nachfrage und verschärfter Kreditrichtlinien weiter ab.** Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerte sich im Dezember auf 6,3 % nach 8,3 % im November (siehe Abbildung 20, Grafik a). Die Verlangsamung der Unternehmenskreditvergabe war breit über die größten Volkswirtschaften hinweg und sowohl bei kurz- als auch langfristigen Kreditlaufzeiten zu beobachten. Die jährliche Wachstumsrate der Kredite an private Haushalte ließ ebenfalls nach, und zwar auf 3,8 % im Dezember gegenüber 4,1 % im November (siehe Abbildung 20, Grafik b). Ursachen dieser Entwicklung sind eine rückläufige Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite infolge der steigenden Zinsen, die Verschärfung der Kreditrichtlinien durch die Banken und eine schwächere Nachfrage in Anbetracht der sich eintrübenden Aussichten am Wohnungsmarkt sowie eines niedrigen Verbrauchervertrauens. Die jüngsten Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum, 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 weiter abschwächen dürfte.<sup>8</sup>

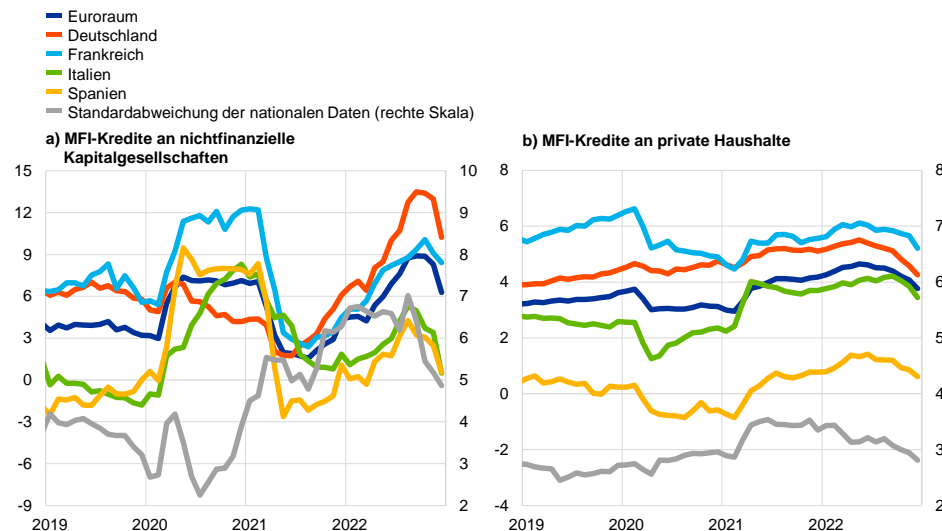
---

<sup>8</sup> Siehe auch EZB, [Informationsgehalt der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet für die zukünftige Kreditentwicklung](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2022, Januar 2023.

## Abbildung 20

### MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

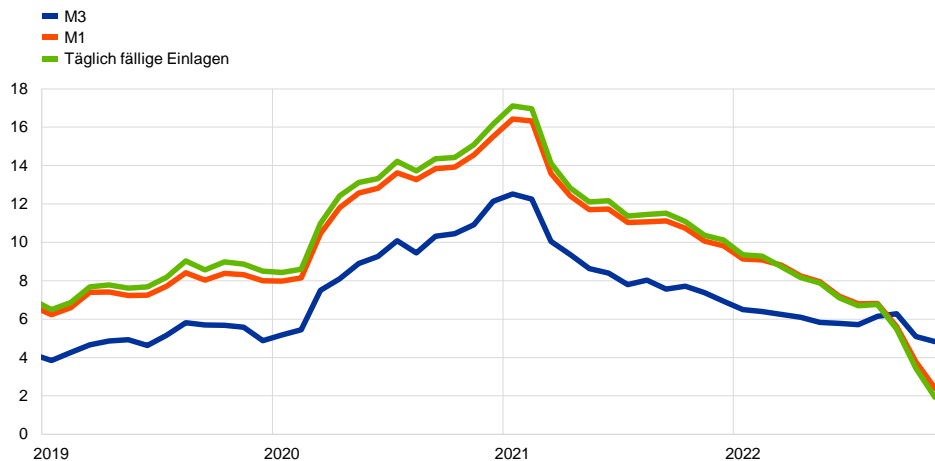
Anmerkung: Die Kredite der monetären Finanzinstitute (MFIs) sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt.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

**Auch im Dezember wurden weiter täglich fällige Einlagen in Termineinlagen umgeschichtet, was mit der relativen Verzinsung dieser Finanzinstrumente im Verbindung stand.** Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen sank von 1,9 % im November auf 0,6 % im Dezember (siehe Abbildung 21). Ihre deutliche Wachstumsabschwächung seit dem zweiten Quartal 2022 ist vor allem auf die umfangreiche Substitution solcher Einlagen durch Termineinlagen zurückzuführen. Ausgelöst wurden die Portfolioumschichtungen dadurch, dass Termineinlagen höher verzinst werden als täglich fällige Einlagen, was den für geldpolitische Straffungszyklen typischen Gesetzmäßigkeiten entspricht. Dementsprechend wurden in Ländern, in denen die Zinssätze für Tagesgeld und für Termineinlagen weiter auseinanderlagen, tendenziell größere Umschichtungen vorgenommen.

## Abbildung 21

### M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2022.

#### **Angesichts der höheren Zinsen und des langsameren Kreditwachstums schwächte sich die Geldmengendynamik im Dezember weiter ab.**

Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge (M3) verringerte sich im Dezember auf 4,1 %, verglichen mit 4,8 % im November (siehe Abbildung 21). Zurückzuführen ist dieser Abwärtstrend auf die schwächere Kreditdynamik und die höheren Zinssätze. Was die Komponenten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so bewirkte die anhaltende Abkehr von täglich fälligen Einlagen im Dezember eine erneute starke Wachstumsverlangsamung des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, wodurch sich dessen Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum weiter verringerte. Von dieser Entwicklung profitierten die im weit gefassten Geldmengenaggregat enthaltenen Termineinlagen, die am meisten zum M3-Wachstum beitrugen. Darüber hinaus boten die höheren Zinsen auch Anreize für Umschichtungen zugunsten marktnah verzinsster M3-Instrumente. Aufseiten der Gegenposten wurde die jährliche M3-Dynamik weiterhin vor allem von den Krediten an den privaten Sektor bestimmt. Der (jährliche) 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. Die (monatlichen) monetären Zuflüsse aus der übrigen Welt in den Euroraum leisteten im Dezember vor dem Hintergrund sinkender Energiepreise einen positiven Beitrag zum M3-Wachstum.

# Kästen

## 1 Globale Risiken für den Erdgasmarkt in der EU

Jakob Feveile Adolfsen, Marie-Sophie Lappe und Ana-Simona Manu

**Der Krieg Russlands gegen die Ukraine hatte eine Kürzung der Gaslieferungen an die EU und neue Risiken für die künftige Versorgung zur Folge.** Die von Russland an die EU gelieferte Gasmenge sank Ende 2022 auf einen historisch niedrigen Stand, der rund 20 % des Vorkriegsniveaus entsprach. Schon im Vorfeld des Krieges reduzierte Russland seine Gasexporte in die EU, sodass die Gasspeicherstände bereits Anfang 2022 niedrig waren. Die von der EU daraufhin ergriffenen Maßnahmen zur Gaseinsparung und die Erschließung alternativer Gasquellen – vor allem über die Märkte für Flüssiggas – trugen dazu bei, dass sich der Füllstand der Gasspeicher im Sommer 2022 wieder erhöhte. Die Maßnahmen sorgten für eine gewisse Sicherheit bei der Gasversorgung in diesem Winter, jedoch unter der Voraussetzung nicht allzu widriger Wetterbedingungen. Allerdings könnte die EU vor größeren Herausforderungen stehen, wenn es darum geht, die Gasspeicher vor dem Winter 2023-2024 wieder aufzufüllen. Da die Lieferungen aus Russland stark zurückgingen, musste die EU zur Gasbeschaffung auf die internationalen Märkte für Flüssiggas zurückgreifen. Während die unmittelbaren Lieferprobleme dadurch gemildert wurden, reagieren Gasversorgung und -preise in der EU nun stärker auf Schwankungen der Energienachfrage der übrigen Welt, insbesondere Chinas. Im vorliegenden Kasten werden die potenziellen globalen Risiken für die Gasversorgung der EU im Jahr 2023 untersucht, die sich durch die Verschiebungen des russischen Angebots und der chinesischen Nachfrage bei einem zugleich beispiellos angespannten internationalen Gasmarkt ergeben.

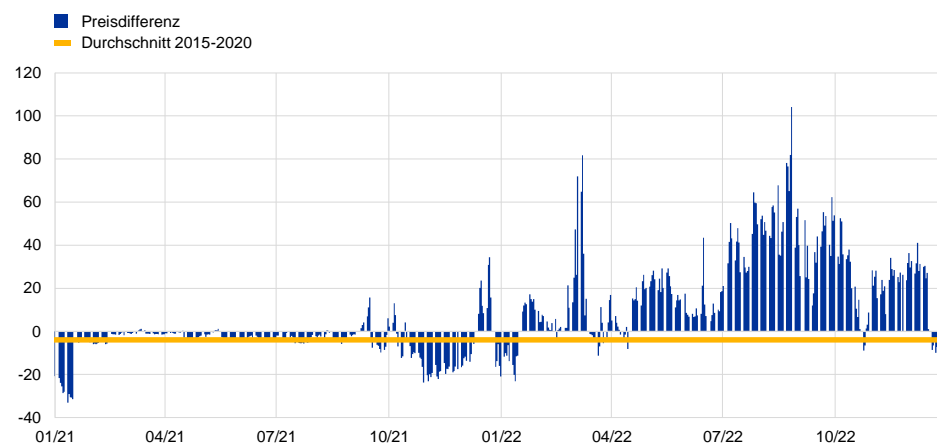
**Angesichts des starken Rückgangs der Gaslieferungen aus Russland wick die EU auf die globalen Märkte für Flüssiggas aus. Dies führte zu einer zunehmenden Verflechtung der Gasmärkte in der EU und in Asien.** In der Vergangenheit wurde Gas in Asien mit einem Aufschlag gegenüber den Preisen in der EU gehandelt. Grund hierfür ist, dass Asien stärker von Flüssiggas abhängig ist, um Schwankungen der Gasnachfrage auszugleichen, während die EU Zugang zu preisgünstigerem Pipeline-Gas hatte, das vor allem von Russland geliefert wurde (siehe Abbildung A, Grafik a). Dies änderte sich, als Russland die Pipeline-Gaslieferungen an die EU drosselte und sich die Lage am EU-Gasmarkt dadurch in beispielloser Weise verschärfte. Um das russische Gas zu ersetzen, wurde in der EU in den vergangenen beiden Jahren vermehrt Flüssiggas nachgefragt. Infolgedessen hat sich die Korrelation zwischen den Gaspreisen in der EU und in Asien deutlich erhöht. Käufer aus der EU stehen mit asiatischen Käufern im Wettbewerb und müssen daher einen Aufschlag gegenüber den Preisen in Asien zahlen, um die notwendigen Lieferungen von Flüssiggas zu erhalten (siehe Abbildung A, Grafik b). Die Korrelation zwischen den Gaspreisen in der EU und in den Vereinigten Staaten hat sich hingegen in geringerem Maße erhöht, da die USA den Großteil des von ihnen verbrauchten Erdgases selbst produzieren.

## Abbildung A

Differenz zwischen den Gaspreisen in der EU und in Asien sowie Korrelation der Gaspreise

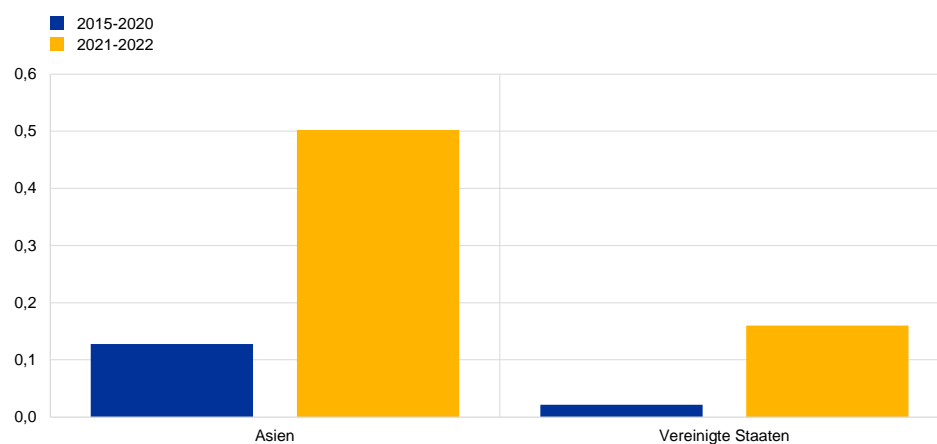
### a) Differenz zwischen den Gaspreisen in der EU und in Asien

(in €/MWh)



### b) Korrelation der Preise in Asien und in den USA mit den Änderungen der Gaspreise in der EU

(Korrelationskoeffizient)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist die Differenz zwischen den TTF- und den JKM-Month-Ahead-Preisen (Grafik a) bzw. die Korrelation zwischen den täglichen Veränderungen der TTF-Month-Ahead-Preise und der JKM-/Henry-Hub-Month-Ahead-Preise (Grafik b).

### Ein Wiederanstieg der chinesischen Flüssiggas-Importe könnte die Möglichkeiten der EU einschränken, die Gasversorgung im Gesamtjahr 2023 zu sichern.

Die Gasimporte in die EU konnten im Jahr 2022 unter anderem durch die Zahlung höherer Preise gesteigert werden, aber auch der deutliche Rückgang der chinesischen Nachfrage nach Flüssiggas spielte eine Rolle. So fiel die chinesische Nachfrage 2022 um 22 Mrd. Kubikmeter niedriger aus als 2021 (siehe Abbildung B, Grafik a). Aufgrund des geringeren Verbrauchs in anderen Ländern und der Ausweitung der weltweiten Exportkapazitäten, vor allem in den Vereinigten Staaten, konnte die EU deutlich mehr Flüssiggas importieren als im Vorjahr (siehe Abbildung B, Grafik b). Der Rückgang der chinesischen Flüssiggas-Einfuhren im Jahr 2022 unterbrach den dort über zehn Jahre hinweg anhaltenden Anstieg der Gasnachfrage. Der Einbruch des Gasverbrauchs könnte zum Teil auch auf die

Entscheidung Chinas zurückzuführen sein, aufgrund von Bedenken über die Versorgungssicherheit verstärkt auf Kohleverstromung zu setzen. Wichtigster Grund war jedoch der geringere Gasverbrauch in der Industrie<sup>1</sup>, die erheblich von den Lockdowns im Jahr 2022 betroffen war. Da China Ende 2022 seine Null-Covid-Politik aufgab, dürfte sich die Flüssiggas-Nachfrage infolge der wieder anziehenden Wirtschaftstätigkeit erholen. Der Druck auf die internationalen Flüssiggasmärkte dürfte sich damit deutlich verstärken, da bis 2025 keine nennenswerte Ausweitung der Exportkapazitäten zu erwarten ist.<sup>2</sup> In der Folge könnte es für die EU schwieriger werden, Flüssiggas zu importieren. Dies gilt umso mehr, als China das Recht zum Erwerb eines vorab vereinbarten Volumens besitzt, das einen beträchtlichen Anteil an den weltweiten Lieferkapazitäten für Flüssiggas ausmacht.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Mehr als die Hälfte des chinesischen Gasverbrauchs entfiel 2019 auf die Industrie.

<sup>2</sup> Die Errichtung eines neuen Export-Terminals für Flüssiggas dauert im Schnitt fünf Jahre. Neue Investitionsprojekte, die aufgrund der aktuell hohen Gaspreise geplant werden, dürften sich daher erst zu einem späteren Zeitpunkt auf die weltweiten Exportkapazitäten auswirken.

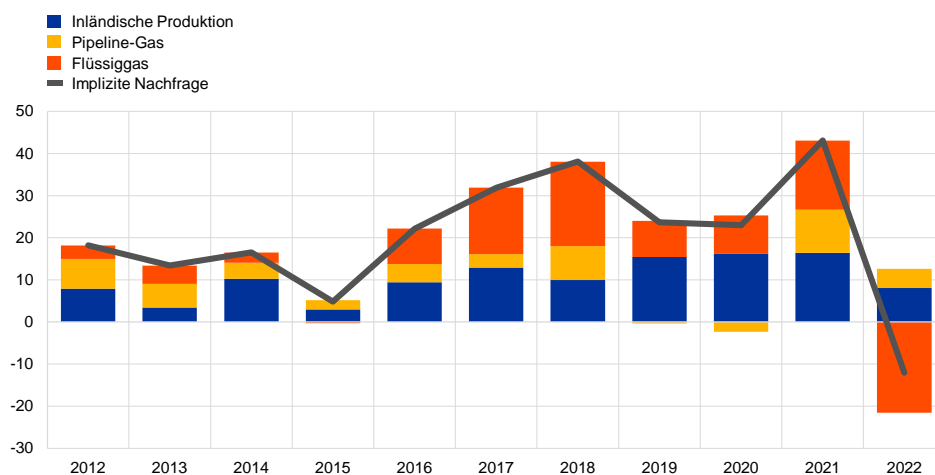
<sup>3</sup> Nach Angaben der Internationalen Energieagentur erhöhte China sein vorab vereinbartes Volumen an Flüssiggas-Importen für das Jahr 2023 auf 100 Mrd. Kubikmeter, was 19 % der weltweiten Flüssiggas-Einfuhren entspricht.

## Abbildung B

### Veränderungen der chinesischen Gasnachfrage und der weltweiten Einfuhren von Flüssiggas

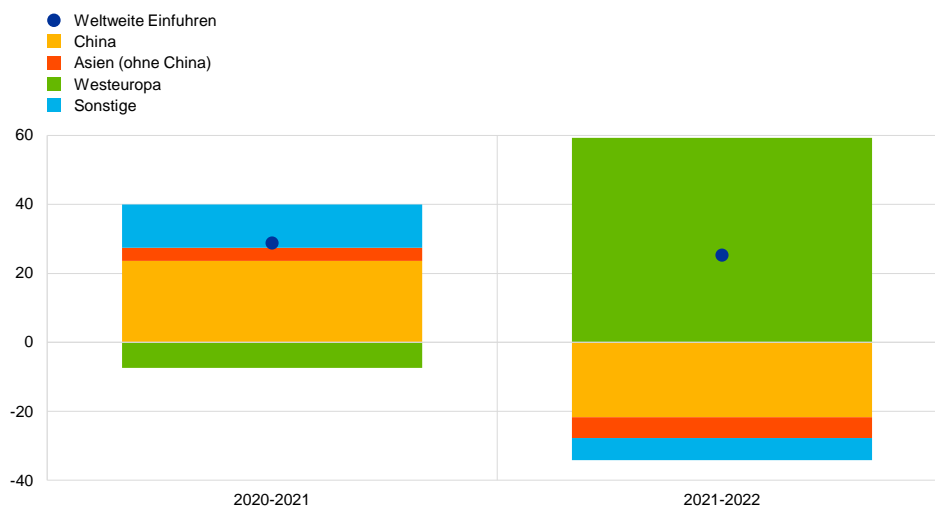
#### a) Jährliche Veränderungen der chinesischen Gasnachfrage

(in Mrd. m<sup>3</sup>)



#### b) Jährliche Veränderungen der weltweiten Einfuhren von Flüssiggas

(in Mrd. m<sup>3</sup>)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Westeuropa“ (Grafik b) umfasst Belgien, Finnland, Frankreich, Gibraltar, Griechenland, Italien, Malta, die Niederlande, Norwegen, Portugal, Spanien, Schweden und das Vereinigte Königreich.

### Die Risiken, die mit einer Erholung der chinesischen Energienachfrage und einer vollständigen Einstellung der russischen Gasexporte in die EU einhergehen, werden anhand von zwei Beispielszenarien für 2023 veranschaulicht.

Auf der Angebotsseite wird in einem günstigen Szenario davon ausgegangen, dass die russischen Gaslieferungen in die EU auf dem derzeitigen Niveau bleiben. Da sie im Jahresverlauf 2022 deutlich verringert wurden, würde Russland 2023 im Schnitt rund 40 Mrd. Kubikmeter weniger Gas liefern als 2022. Zudem wird angenommen, dass sich die EU im laufenden Jahr einen Großteil der zusätzlichen globalen Flüssiggas-Kapazitäten sichern wird. In einem adversen Szenario wurden die russischen Gaslieferungen an die EU eingestellt, und die



Energienachfrage in China steigt zugleich wieder an. Dies schränkt die Möglichkeiten der EU ein, sich zusätzliche Flüssiggas-Importe zu sichern. Nachfrageseitig wird in beiden Szenarien davon ausgegangen, dass die derzeit nur bis März 2023 geltenden EU-weiten Maßnahmen zur Einsparung von Gas bis Ende 2023 verlängert werden. Darüber hinaus wird angenommen, dass die EU-Vorgabe, die Gasspeicher vor dem Winter auf 90 % ihrer Kapazität zu befüllen, weiterhin gelten wird.<sup>4</sup>

**Die Sicherheit der Gasversorgung in der EU bleibt aufgrund globaler Versorgungsrisiken und Nachfrageänderungen weiterhin anfällig** (siehe Abbildung C). Im günstigen Szenario wäre der Erdgasmarkt in der EU weitgehend ausgeglichen, während im adversen Szenario das Gasdefizit etwa 9 % des jährlichen Gasverbrauchs in der EU ausmachen könnte. Das Defizit könnte auf 4 % sinken, wenn die chinesische Nachfrage nach Flüssiggas auf dem Niveau von 2022 bliebe. Es könnte auch auf 2 % zurückgehen, wenn lediglich die mit den russischen Gasexporten verbundenen Risiken eintreten würden. Durch die Substitution von Gas durch andere Energieträger, eine Steigerung der Energieeffizienz und einen moderaten Abbau der Lagerbestände wäre es wahrscheinlich möglich, ein solches Defizit auszugleichen.<sup>5</sup> Dennoch wäre die Sicherheit der Gasversorgung in der EU im Jahr 2023 gefährdet, käme es zu weiteren Unterbrechungen der Gaslieferungen oder Nachfrageverschiebungen. Wenngleich die EU ihre Abhängigkeit von russischem Gas erheblich verringert hat, reagiert sie deutlich stärker auf Schwankungen der Energienachfrage der übrigen Welt, insbesondere Chinas.

---

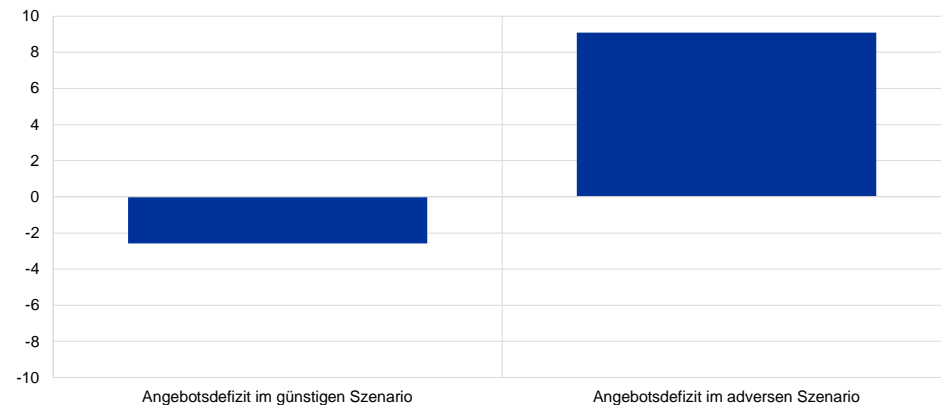
<sup>4</sup> Anders als in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2022 sind die Szenarien in diesem Kasten partiell, da sie nicht in die umfassendere Analyse des Euroraums eingebettet sind, sondern den Schwerpunkt auf die Wechselwirkung zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung und der Gasnachfrage in China legen. Das Abwärtsszenario in den Dezember-Projektionen stellt eine solche umfassendere Analyse dar und konzentriert sich auf die Risiken für die Gasbilanz des Eurogebiets (siehe EZB, Abwärtsszenario im Zusammenhang mit Störungen der Energieversorgung, Kasten 3, in: [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2022](#)). Es beruht auf der Annahme, dass die Länder des Euroraums das von der EU gesetzte Ziel eines Füllstands der Gasspeicher von 90 % im November 2023 nicht erreichen können. Im Gegensatz dazu geht der vorliegende Kasten nicht davon aus, dass die Füllstände der Gasspeicher aufgrund kalter Temperaturen rasch sinken. Grund hierfür ist, dass die derzeitigen, über den Normalwerten liegenden Temperaturen weniger Risiken für die Sicherheit der Gasversorgung der EU im Jahr 2023 bergen, als dies Ende November 2022, dem Stichtag der Dezember-Projektionen, der Fall war.

<sup>5</sup> Siehe den jüngsten Bericht der Internationalen Energieagentur mit dem Titel „[How to Avoid Gas Shortages in the European Union in 2023](#)“.

### Abbildung C

#### Zwei mögliche Entwicklungspfade für das Angebotsdefizit bei Erdgas in der EU

(in % des projizierten Verbrauchs 2023)



Quellen: Eurostat, Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Annahmen zu Gasverbrauch, -produktion, -ausfuhren und -einfuhren basieren auf den jüngsten Entwicklungen, dem EU-Plan zu Gaseinsparungen und der EU-Zielvorgabe für die Befüllung der Gasspeicher bis Ende Oktober 2023.

**Die Herausforderung für die EU, im Jahr 2023 eine ausreichende Gasversorgung zu gewährleisten, wird auch von der Witterung und dem Rückgriff auf die Gasvorräte in den verbleibenden Tagen des Winters 2022-2023 abhängen.** Die EU-Mitgliedstaaten haben im Winter 2022-2023 mehr Gas eingespart als im EU-Plan zu Gaseinsparungen vorgesehen, was zum Teil auf die vergleichsweise warmen Temperaturen zurückzuführen ist. Daher sind die Gasspeicherstände nach wie vor hoch, wodurch sich die Aussichten für die Gasversorgung im Vergleich zu den Erwartungen vor Beginn der Heizperiode verbessert haben. Sollten die Temperaturen jedoch stark sinken, oder sollte es in den kommenden Monaten zu einer längeren Kälteperiode kommen, könnten die Gasvorräte schneller zurückgehen als in der hier durchgeführten Analyse angenommen, was mit einer höheren Anfälligkeit der Gasmärkte in der EU einhergehen würde. Zugleich könnten warme Temperaturen in den Wintermonaten es der EU ermöglichen, die Herausforderungen im Jahr 2023 besser zu bewältigen. Hohe Temperaturen in den Sommermonaten würden indes die Nachfrage nach Gas für die Stromerzeugung erhöhen, da ein verstärkter Einsatz von Klimaanlage erforderlich wäre.

## Auswirkungen des Energiepreisanstiegs auf Industrieproduktion und Importe

Francesco Chiacchio, Roberto A. De Santis, Vanessa Gunnella und Laura Lebastard

**Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie sich der seit Herbst 2021 beobachtete Anstieg der Energiepreise auf die aggregierte Industrieproduktion und das Importvolumen im Euroraum ausgewirkt hat.** Im Herbst 2021 kam es zu einer deutlichen Drosselung der Gaslieferungen aus Russland in die EU. Dies trug dazu bei, dass sich die Gasspeicher in Europa im Vorfeld der Winterzeit nur langsam füllten. Von September 2021 bis Oktober 2022 erhöhten sich die durchschnittlichen Verbraucher- und Erzeugerpreise für Energie im Euroraum um 49,5 % bzw. 93,4 %. Im selben Zeitraum nahmen die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) und das Importvolumen (ohne Energie) um 2,3 % bzw. 10,3 % zu. Im Folgenden wird dargelegt, dass die negativen Energieangebotsschocks durch gleichzeitig nachlassende Lieferengpässe, den damit verbundenen Abbau von Auftragsrückständen und eine Erholung der Nachfrage im Gefolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Corona-Pandemie kompensiert wurden. Es gibt Hinweise darauf, dass Importe, vor allem von Vorleistungsgütern, die inländische Produktion in den energieintensiveren Bereichen des verarbeitenden Gewerbes zum Teil ersetzt haben, da sie im Vergleich zur inländischen Produktion kostengünstiger waren.

**Eine Aufschlüsselung nach energieintensiveren und weniger energieintensiven Erzeugnissen veranschaulicht, dass sich die inländische Produktion von Waren mit hoher Energieintensität seit dem zweiten Quartal 2022 abgeschwächt hat, während die Einfuhr solcher Erzeugnisse zunahm, bevor sie sich zum Jahresende stabilisierte.** Diese Entwicklung steht im Einklang mit der Erwartung, dass negative Energieangebotsschocks die Produktionskosten erhöhen. Dies kann wiederum zu einem Rückgang der Produktion und einer Steigerung der Importe aus Ländern, die von der globalen Energieerzeugung weniger abhängig sind, führen. Ab Mitte 2022 sank die Produktion im energieintensiven verarbeitenden Gewerbe des Euroraums (siehe Abbildung A, Grafik a), während bei den Importen energieintensiver Erzeugnisse aus Ländern außerhalb des Eurogebiets in diesem Sektor etwa ein Jahr früher ein Anstieg einsetzte (siehe Abbildung A, Grafik b).<sup>1</sup> In den Wirtschaftszweigen, die vergleichsweise stärker von den Energiepreissteigerungen betroffen waren, erhöhten die Euro-Länder ihre Einfuhren aus Handelspartnerländern, die dem Energiepreisschock in geringerem Maße ausgesetzt waren. So begann die Chemiebranche in Deutschland Berichten zufolge ab Mitte 2022, Ammoniak zu

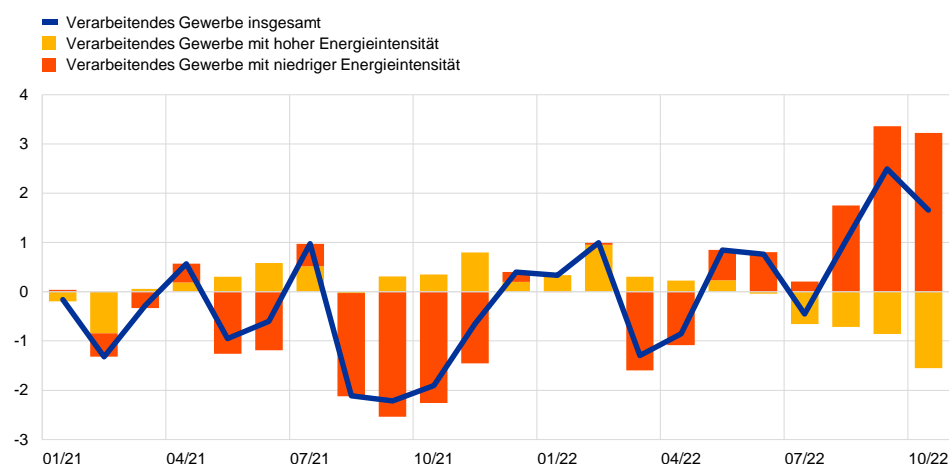
<sup>1</sup> Die Energieintensität wird für jeden Sektor je Land berechnet als der prozentuale Anteil der (direkten und indirekten) Energievorleistungen an den gesamten Vorleistungen. Grundlage ist die World Input-Output Database der OECD. Siehe EZB, [Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

importieren, statt dieses selbst herzustellen, da für die Herstellung von Ammoniak eine große Menge an Gas benötigt wird.

## Abbildung A Industrieproduktion und Importe im Euroraum

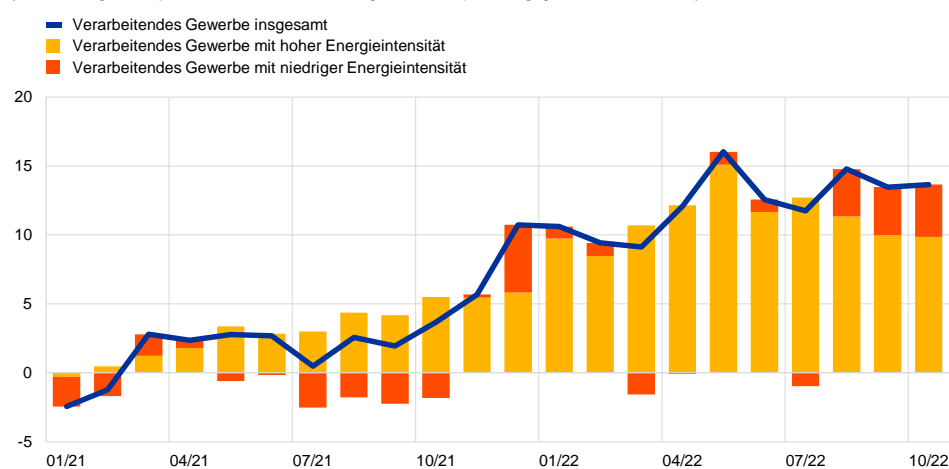
### a) Industrieproduktion im verarbeitenden Gewerbe nach Teilsektoren

(Veränderung der Industrieproduktion in % und Beiträge in Prozentpunkten gegenüber Januar 2020)



### b) Importvolumen im verarbeitenden Gewerbe nach Teilsektoren

(Veränderung des Importvolumens in % und Beiträge in Prozentpunkten gegenüber Januar 2020)



Quellen: Eurostat, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten sind saisonbereinigt. Die Indizes für die Industrieproduktion der einzelnen Sektoren werden auf Basis von Wertschöpfungsgewichten aggregiert. Die Importe werden anhand der Volumenindizes der Einfuhr gewerblicher Erzeugnisse und der Importanteile auf sektoraler Ebene berechnet. Sektoren mit niedriger (hoher) Energieintensität sind definiert als Sektoren mit einer niedrigeren (höheren) Energieintensität als der Mediansektor. Die Energieintensität wird berechnet als der prozentuale Anteil der (direkten und indirekten) Energievorleistungen an den gesamten Vorleistungen. Folgende Teilsektoren des verarbeitenden Gewerbes zählen als energieintensiv: Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln, Getränkeherstellung und Tabakverarbeitung; Herstellung von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren (ohne Möbel); Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus; Vervielfältigung von bespielten Ton-, Bild- und Datenträgern; Herstellung von chemischen Erzeugnissen; Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren; Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden; Metallherzeugung und -bearbeitung sowie Herstellung von Metallherzeugnissen. Der Bereich „Kokerei und Mineralölverarbeitung“ bleibt unberücksichtigt, da dieser zur industriellen Hauptgruppe Energie gehört. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

**Neben den Energiekosten spielen auch die Erholung der Nachfrage, nachlassende Lieferkettenstörungen und der daraus folgende stärkere Importwettbewerb eine wichtige Rolle, wenn es darum geht, die seit Mitte 2022 beobachtete Entwicklung der inländischen Produktion und der Importe zu erklären.** Die höheren Energiepreise sind nicht der einzige Grund, weshalb sich das

Importvolumen massiv ausgeweitet hat. So nahmen auch die Lieferkettenstörungen ab, was auf Verbesserungen in der Logistik der globalen Containerschifffahrt und die Lockerung der pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen in einigen asiatischen Ländern, die Vorleistungsgüter exportieren, zurückzuführen war.<sup>2</sup> Beispielsweise gaben nichtfinanzielle Unternehmen aus der Chemie- und Metallbranche in der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) an, dass sich der Importwettbewerb erhöhte, nachdem die internationalen Frachtraten und die Logistikprobleme zuletzt zurückgegangen waren. Die Verringerung der Lieferkettenstörungen war ein maßgeblicher Faktor für die Widerstandsfähigkeit der Industrieproduktion und den Anstieg des Einfuhrvolumens. Die Produktionssteigerungen in Sektoren mit niedriger Energieintensität (siehe Abbildung A, Grafik a) lassen darauf schließen, dass Produktion und Importe im Jahr 2022 durch die wieder anziehende Nachfrage und die nachlassenden Lieferengpässe gestützt wurden. Demgegenüber sahen sich die energieintensiven Bereiche im vergangenen Jahr mit deutlich höheren Energiekosten konfrontiert, was den Produktionsrückgang erklärt.

**Eine empirische Analyse bestätigt, dass sich die im Jahr 2022 beobachtete Entwicklung der aggregierten Industrieproduktion und des aggregierten Importvolumens (ohne Energie) in erster Linie durch die Engpässe bei der Energieversorgung und in den Produktionsprozessen erklären lässt.** Mithilfe

eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells (SVAR-Modell) lässt sich die relative Bedeutung von Energieschocks und Schocks durch internationalen Wettbewerb im Vergleich zu anderen wesentlichen Schocks – z. B. Nachfrageschocks, Schocks durch Lieferkettenstörungen und sonstige kostentreibende Schocks – quantifizieren. Für die Analyse werden der HVPI, die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe), der Einkaufsmanagerindex (EMI) der Lieferzeiten, die Verbraucherpreise für Energie und das Volumen der Warenimporte (ohne Energie) herangezogen. Ein Schock durch internationalen Wettbewerb ist hier definiert als ein Schock, der das Importvolumen erhöht und die Produktion und Preise im Inland senkt. Wie das Modell zeigt, reagiert die Industrieproduktion insgesamt rasch und negativ auf Energieschocks. Der Effekt auf das Importvolumen (ohne Energie) ist hingegen auf kurze Sicht geringfügig positiv. Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass die Industrieproduktion infolge der negativen Energieangebotschocks von September 2021 bis September 2022 um etwa 2 % zurückging (siehe Abbildung B, Grafik a). Zum Teil wurde dieser Rückgang durch günstigere Warenimporte aus dem Ausland (ohne Energie) kompensiert, deren Einfuhr sich infolge des Energieschocks im selben Zeitraum um 1,4 % erhöhte (siehe Abbildung B, Grafik b). Die Lieferkettenstörungen beeinträchtigten die Industrieproduktion im ersten Halbjahr 2022 indes deutlich weniger. Im zweiten

---

<sup>2</sup> Eine detaillierte Analyse der genannten Faktoren und ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen findet sich in: P. R. Lane, [Bottlenecks and monetary policy](#), Der EZB-Blog, 10. Februar 2022; EZB, [Aktueller Stand der Lieferkettenengpässe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2022, März 2022; EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021; EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021; EZB, [Auswirkungen der Versorgungengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021; EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022.

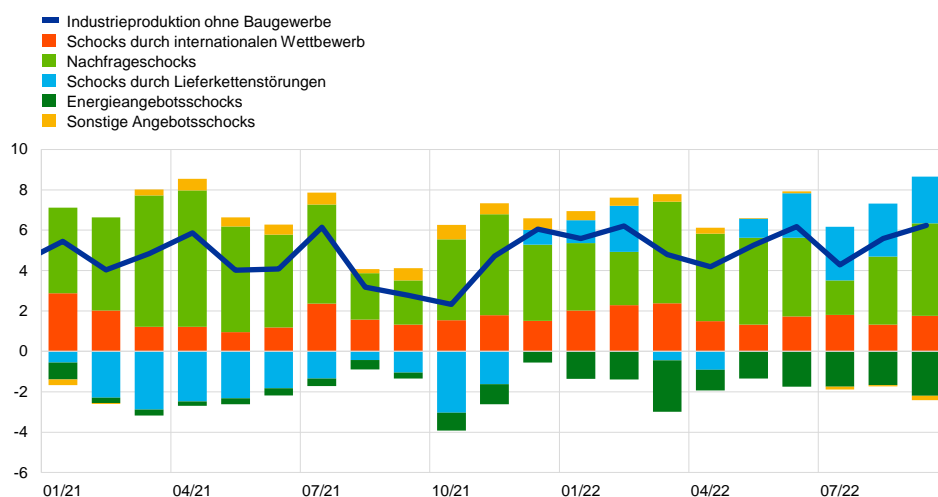
Halbjahr leisteten die nachlassenden Engpässe einen kräftigen positiven Beitrag zur Produktionsausweitung und zum Anstieg des Importvolumens. Auch nachfrageseitige Faktoren, die von der höheren Ausgabenbereitschaft der privaten Haushalte nach der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen bestimmt wurden, trugen 2022 positiv zur Entwicklung der Industrieproduktion und der Importe bei.

## Abbildung B

### Beiträge der Faktoren zur aggregierten Industrieproduktion und zum Importvolumen (ohne Energie) im Euroraum

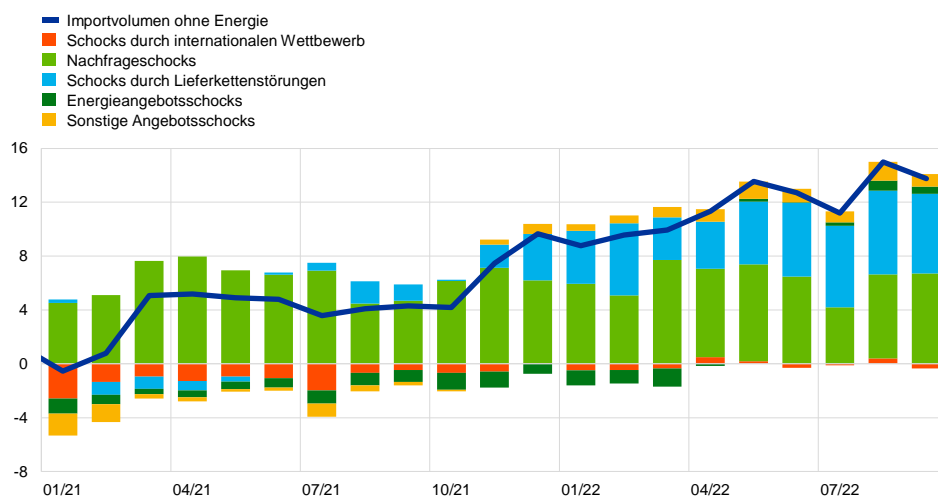
#### a) Industrieproduktion (ohne Baugewerbe)

(Abweichung von der Basislinie in %, kumuliert von Oktober 2020 bis September 2022)



#### b) Importvolumen des verarbeitenden Gewerbes (ohne Energie)

(Abweichung von der Basislinie in %, kumuliert von Oktober 2020 bis September 2022)



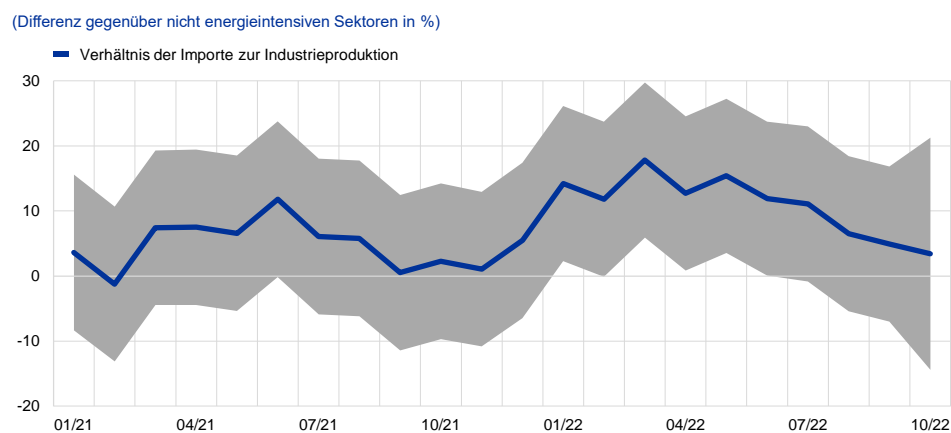
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Modell basiert auf aggregierten Euroraum-Daten für den Zeitraum von Januar 1999 bis September 2022. Die Bestimmung der Schocks erfolgt anhand der Methode in: J. Antolin-Díaz und J. F. Rubio-Ramírez, Narrative Sign Restrictions for SVARs, American Economic Review, Bd. 108, Nr. 10, 2018, S. 2802-2829. Allerdings gelten hier Vorzeichenrestriktionen wie in: R. A. De Santis und W. Van der Veken, Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation, Working Paper Series der EZB, Nr. 2727, 2022. Folgende Vorzeichenrestriktionen werden bei der Wirkung der einzelnen Schocks angenommen: Nachfrageschocks: HVPI (+), Energiekomponente des HVPI (+), Industrieproduktion (+), Importvolumen (+) und EMI-Teilindex der Lieferzeiten (-); Energieangebotsschocks: HVPI (+), Energiekomponente des HVPI (+), Industrieproduktion (-) und EMI-Teilindex der Lieferzeiten (-); Schocks durch Lieferkettenstörungen: HVPI (+), Industrieproduktion (-) und EMI-Teilindex der Lieferzeiten (-); sonstige Angebotsschocks: HVPI (+) und Industrieproduktion (-); Schocks durch internationalen Wettbewerb: HVPI (-), Industrieproduktion (-) und Importvolumen (+). Außerdem werden folgende narrative Restriktionen unterstellt: Im April 2020 leisteten die Schocks durch Lieferkettenstörungen den größten Beitrag zum Prognosefehler in Bezug auf den EMI-Teilindex der Lieferzeiten im April 2020, und im Oktober und November 2021 leisteten die Energieangebotsschocks den größten Beitrag zum Prognosefehler in Bezug auf die Energiekomponente des HVPI. Zudem wird für Nachfrageschocks im März und April 2020 ein negatives Vorzeichen angenommen. Die Angaben zur Industrieproduktion und zum Importvolumen stellen Gesamtzahlen für den Euroraum dar und umfassen sowohl Sektoren mit hoher als auch mit niedriger Energieintensität.

**Eine sektorale Analyse zeigt, dass in den energieintensiven Wirtschaftszweigen Anfang 2022 damit begonnen wurde, die eigene Produktion durch kostengünstigere Importe zu ersetzen. Seit Anfang 2022**

haben energieintensive Erzeuger ihre Produktion gedrosselt und durch Einfuhren ersetzt. Dies geschah weitgehend zeitgleich mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine. In der Gesamtbetrachtung schwand dieser Effekt jedoch im Herbst 2022 (siehe Abbildung C), wobei die einzelnen Wirtschaftszweige hiervon unterschiedlich stark betroffen waren.<sup>3</sup> Diese Entwicklung ist nicht darauf zurückzuführen, dass am Ende des Betrachtungszeitraums günstige Energieangebotsschocks auftraten, denn die Energiepreise zogen bis Oktober 2022 weiter an. Grund war vielmehr die mittelfristige Reaktion der Variablen auf die Energieschocks. Dies deckt sich mit den Ergebnissen des SVAR-Modells, dem zufolge sich Energieschocks auf kurze Sicht insgesamt stärker auf die Industrieproduktion auswirken als auf die Einfuhren (ohne Energie). In der mittleren Frist sind die Auswirkungen allerdings ähnlich groß. In den energieintensiven Sektoren erhöhte sich das Verhältnis der Importe zur Produktion im Jahr 2022 im Vergleich zu den nicht energieintensiven Sektoren um durchschnittlich 11 %, da die Erzeugerpreise für Energie stiegen. Für die Substitution durch kostengünstigere Importe scheint der durch die Energieverteuerung bedingte Anstieg der inländischen Produktionskosten verantwortlich zu sein.

**Abbildung C**  
Verhältnis der Importe zur Industrieproduktion in den energieintensiven Sektoren im Zeitverlauf



Quellen: Eurostat, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf 19 Länder des Euroraums und 21 Wirtschaftszweige (ohne Energie). In der Ereignisstudie wird das Verhältnis der Importe zur Produktion in Sektoren mit hoher Energieintensität (Versuchsgruppe) dem entsprechenden Verhältnis in Sektoren mit niedriger Energieintensität (Kontrollgruppe) gegenübergestellt. Referenzmonat ist Januar 2019. Der graue Bereich markiert den Signifikanzkorridor von 95 %. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

**Die ökonometrische Evidenz bestätigt, dass die inländische Produktion bei hohen Energiekosten tendenziell durch Importe ersetzt wird.** Aus einer sektoralen Analyse geht hervor, dass das Produktionswachstum im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums in Relation zum Importwachstum tendenziell abnimmt,

<sup>3</sup> Abbildung C zeigt das geschätzte  $\beta_j$ , berechnet anhand der folgenden ökonometrischen Spezifikation:  $\ln\left(\frac{\text{Importe}}{\text{IP}}\right)_{sct} = \sum_{j=1}^{42} \beta_j I[j = t] * \text{Energieintensiver Sektor}_{sc} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct}$ , wobei die abhängige Variable der natürliche Logarithmus der Importe in Relation zur Produktion ist. Die Versuchsgruppe (Kontrollgruppe) umfasst sämtliche Sektoren, die sich oberhalb (unterhalb) des Medians der (direkten und indirekten) Energieintensität im Produktionsprozess befinden. Das ökonometrische Modell berücksichtigt das durchschnittliche Verhältnis der Importe zur Produktion des Sektors im jeweiligen Land mittels Land-Sektor-fixer Effekte und länderspezifische Schocks mittels Land-Monat-fixer Effekte. Die Datenbasis umfasst 21 Wirtschaftszweige des verarbeitenden Gewerbes (ohne Energie) und 19 Länder des Euroraums.

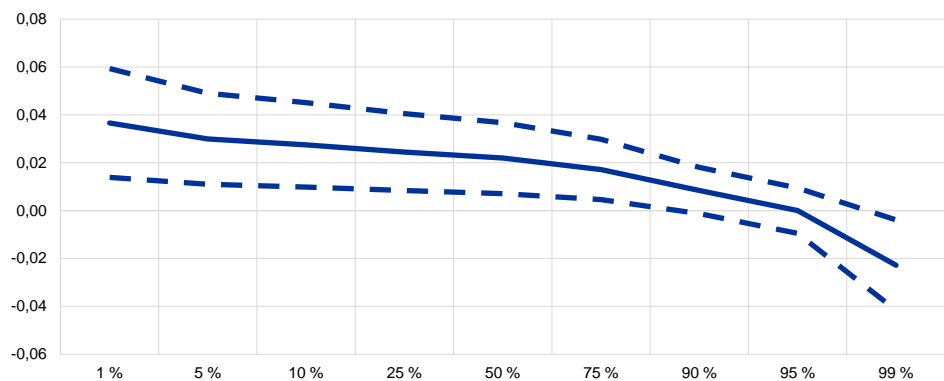


wenn die Energiekosten hoch sind.<sup>4</sup> Dies lässt den Schluss zu, dass die inländische Produktion in Sektoren mit steigenden Energiekosten zum Teil durch Einfuhren ersetzt wurde. Ausgehend von dieser Schätzung und einer empirischen Perzentilverteilung entsprechend dem jeweiligen Energiekostenindex sind die Wirtschaftszweige mit der größten negativen Korrelation zwischen Produktion und Importen die energieintensivsten Sektoren – darunter „Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energieerzeugung)“, „Herstellung von chemischen Erzeugnissen“, „Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden“, „Metallerzeugung und -bearbeitung“ sowie „Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus“ (siehe Abbildung D). Dies gilt insbesondere seit Mitte 2021, als die Energiekosten in nie gekanntem Ausmaß anstiegen.

### Abbildung D

Grenzeffekt der Importe auf die Produktion in Wirtschaftszweigen mit unterschiedlicher Energieintensität (je höher das Perzentil, desto höher die Energieintensität)

(x-Achse: Perzentil des Energiekostenanstiegs; y-Achse: Korrelationskoeffizient)



Quellen: Eurostat, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ergebnis einer Panelregression mit Wirtschaftszweigen auf der zweistelligen Gliederungsebene in Ländern des Euroraums, bei der der Anstieg des Produktionsvolumens auf Verzögerungen des Produktionswachstums, das zeitgleiche sektor- und länderspezifische Niveau des Importwachstums und dessen Verzögerungen, einen Energiekostenindex (Veränderung der Energiepreise auf Länderebene multipliziert mit der Energieintensität auf Sektor- und Länderebene), dessen Wechselwirkung und eine Reihe fixer Effekte (Land-Sektor und Land-Zeit) regressiert wird. Die gestrichelten Linien markieren den Signifikanzkorridor von 95 %.

### Die Substitution durch Importe führt zu einem Nettoverlust bei der inländischen Vorleistungsgüterproduktion, trägt aber dank kostengünstigerer Vorleistungen dazu bei, die Herstellung von Endprodukten aufrechtzuerhalten.

Wenn Endprodukte importiert werden, statt sie im Inland herzustellen, dürfte sich dies negativ auf den Außenbeitrag und die Wertschöpfung auswirken. Hingegen trägt die Einfuhr von Vorleistungsgütern dazu bei, dass die Unternehmen weiterhin Endprodukte im Inland herstellen können, und begrenzt somit die negativen

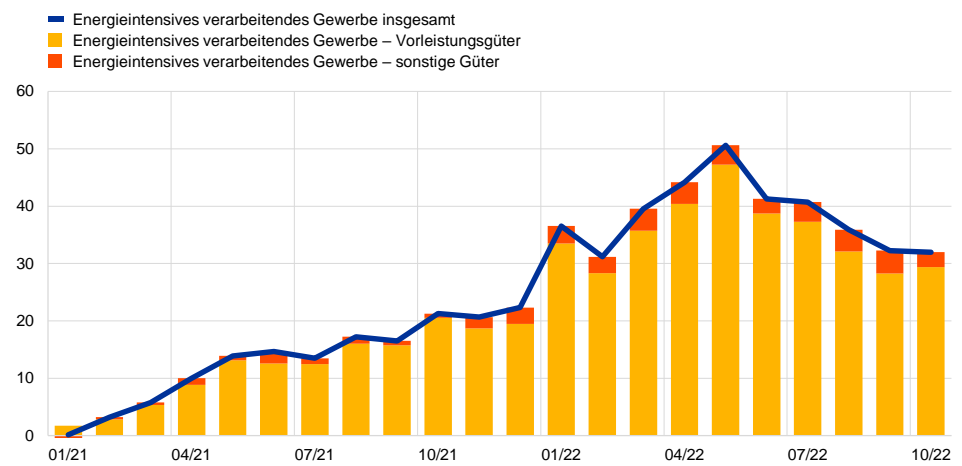
<sup>4</sup> Der Anstieg des Produktionsvolumens wird auf Verzögerungen des Produktionswachstums, das zeitgleiche sektor- und länderspezifische Niveau des Importwachstums und dessen Verzögerungen, einen Energiekostenindex (Veränderung der Energiepreise auf Länderebene multipliziert mit der Energieintensität auf Sektor- und Länderebene), dessen Wechselwirkung und eine Reihe fixer Effekte (Land-Sektor und Land-Zeit) regressiert. Die Ergebnisse sind robust gegenüber der Verwendung alternativer fixer Effekte wie Zeit und Land-Sektor, Land-Zeit und Sektor-Zeit sowie gegenüber der Einbeziehung von Näherungsgrößen für die Nachfrage auf Länderebene (z. B. die Datenreihen der Europäischen Kommission zu den Produktionserwartungen und des EMI für den Auftragseingang) und die länderspezifische Preisrelation von Importen und Produktion. Die Analyse umfasst für jedes der 19 Euro-Länder 22 Wirtschaftszweige und bezieht sich auf den Zeitraum von Januar 2015 bis September 2022.

Auswirkungen des Energiepreisanstiegs. Der Nettoeffekt auf die Wirtschaftsleistung im Euro-Währungsgebiet hängt somit davon ab, ob es sich bei den substituierten Gütern um Endprodukte oder Vorleistungen handelt. Je weiter die importierten Produkte in der Wertschöpfungskette nachgelagert sind, desto größer dürfte der Verlust der Wirtschaftsleistung ausfallen, da ein umso größerer Teil der Warenproduktion ins Ausland verlagert wird. Für die Entwicklung der energieintensiven Importe in energieintensiven Sektoren waren in erster Linie Vorleistungsgüter maßgeblich (siehe Abbildung E). Daraus lässt sich ableiten, dass die Substitution durch Importe zur Widerstandsfähigkeit der inländischen Produktion beigetragen hat.

### Abbildung E

#### Importe des energieintensiven verarbeitenden Gewerbes nach Gütergruppen

(Veränderung des Importvolumens in % und Beiträge in Prozentpunkten gegenüber Januar 2020)



Quellen: Eurostat, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten sind saisonbereinigt. Die Importe werden anhand der Volumenindizes der Einfuhr gewerblicher Erzeugnisse und der Importanteile auf sektoraler Ebene berechnet. Sektoren mit niedriger (hoher) Energieintensität sind definiert als Sektoren mit einer niedrigeren (höheren) Energieintensität als der Mediansektor. Die Energieintensität wird berechnet als der prozentuale Anteil der (direkten und indirekten) Energievorleistungen an den gesamten Vorleistungen. Folgende Teilsektoren des verarbeitenden Gewerbes zählen als energieintensiv: Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln, Getränkeherstellung und Tabakverarbeitung; Herstellung von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren (ohne Möbel); Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus; Vervielfältigung von bespielten Ton-, Bild- und Datenträgern; Herstellung von chemischen Erzeugnissen; Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren; Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden; Metallherzeugung und -bearbeitung sowie Herstellung von Metallerzeugnissen. Der Bereich „Kokerei und Mineralölverarbeitung“ bleibt unberücksichtigt, da dieser zur industriellen Hauptgruppe Energie gehört. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022.

## Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Catherine Elding, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova und Sara Romaniega Sancho

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 73 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 4. bis zum 12. Januar 2023 statt.<sup>1</sup>

**Insgesamt zeichnete die jüngste Umfrage das Bild einer im vierten Quartal 2022 weitgehend stagnierenden oder leicht rückläufigen Wirtschaftstätigkeit, wobei jedoch zwischen den einzelnen Sektoren erhebliche Unterschiede zu beobachten waren.** Zahlreiche Firmen meldeten Auftragsrückgänge und Umsatzeinbußen, die sie sowohl auf geringere Ausgaben der privaten Haushalte als auch auf außergewöhnlich umfangreiche Anpassungen der Lagerbestände zum Jahresende zurückführten. In vielen Sektoren wurde aber auch auf Faktoren hingewiesen, die ein anhaltendes Wachstum unterstützten, darunter nachlassende Lieferengpässe und die Tatsache, dass noch immer gewisse Nachholeffekte bestünden.

**Die meisten Ansprechpartner aus der Industrie gaben an, dass sich ihre Geschäftstätigkeit abgeschwächt habe, und führten dies auf eine geringere Nachfrage nach zahlreichen Gebrauchsgütern, einen Produktionsrückgang im Baugewerbe und auf Lageranpassungen zurück.** So wurde unter anderem eine sinkende Nachfrage nach Unterhaltungselektronik und auch nach vielen Haushaltsgegenständen konstatiert. Als Gründe hierfür nannten die Unternehmen zum einen die höheren Preise, die die Kaufkraft der privaten Haushalte schmälerten, und zum anderen die Tatsache, dass derartige Anschaffungen während der Pandemie vielfach vorgezogen worden seien. Auch die Bautätigkeit – insbesondere im Wohnungsbau – werde zunehmend durch eine sinkende Nachfrage belastet, die den gestiegenen Vorleistungskosten und Zinsen geschuldet sei. Zugleich gaben die Firmen an, ihre Lagerbestände zum Jahresende außergewöhnlich stark abgebaut zu haben. Dies hänge zum einen mit den hohen Preisen zusammen, die das Halten von Betriebskapital verteuert hätten, und zum anderen damit, dass sie aufgrund der vorangegangenen Lieferstörungen mehr Vorräte gehalten hätten als üblich. Durch den kombinierten Effekt der in einigen Sektoren rückläufigen Verbrauchernachfrage und des Abbaus der Lagerbestände sei die Nachfrage nach zahlreichen Vorleistungsgütern sowie bei Dienstleistungen im Bereich Verkehr und Lagerei – wo die Engpässe rasch in Überkapazitäten umschlugen – besonders stark eingebrochen.

**Dagegen erweise sich die Verbrauchernachfrage nach zahlreichen Verbrauchsgütern und Dienstleistungen als widerstandsfähiger. In der**

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

**Automobilindustrie und im Investitionsgüterbereich werde die Produktion zudem durch die nachlassenden Lieferengpässe gestützt.**

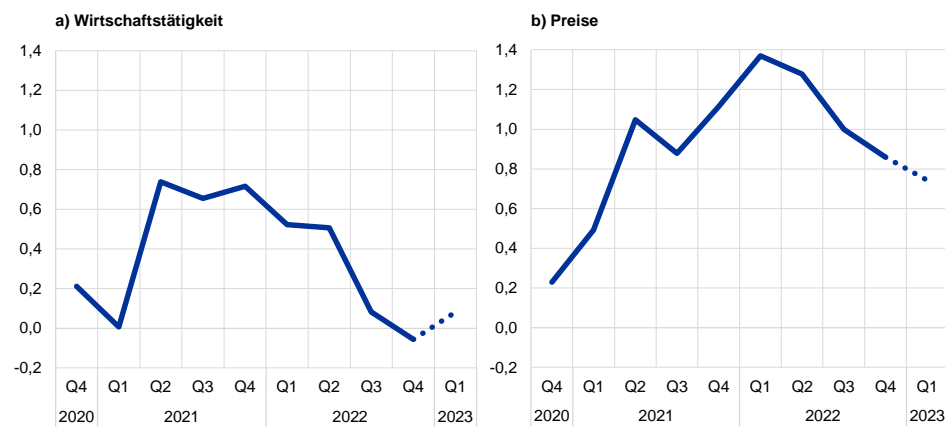
Die befragten Unternehmen aus der Konsumgüterbranche und dem Einzelhandel wiesen darauf hin, dass sich die Verbraucher merklich in Richtung günstigerer Produktvarianten umorientierten. Zugleich seien zahlungskräftige Verbraucher durchaus bereit, Geld auszugeben, was sich in den soliden – und teilweise sogar unerwartet hohen – Umsätzen zum Jahresende zeige. Besonders stark sei die Nachfrage nach Luxusgütern, doch auch die Passagierluftfahrt habe sich in der Weihnachtszeit weiter erholt. Im Automobil- und Investitionsgütersektor zeichne sich die Lage durch weiterhin volle Auftragsbücher aus. Zugleich werde das Produktionsniveau noch immer durch die nur allmähliche Entspannung der Lieferengpässe bestimmt (konkret durch das anhaltend knappe Angebot an Halbleitern und zugehörigen Komponenten). Dementsprechend gaben die meisten Firmen an, dass sie für 2023 ähnlich hohe Investitionen planten wie im Jahr zuvor oder sogar höhere. Als Gründe hierfür nannten sie unter anderem einen Nachholbedarf nach den Kürzungen in den Jahren 2020 und 2021, aber auch einige starke mittelfristige Investitionstreiber wie die Digitalisierung, die Energiewende und Bemühungen um widerstandsfähigere Lieferketten.

**Der kurzfristige Konjunkturausblick ist nach Einschätzung der befragten Unternehmen weiterhin trüb. Die Aussichten für 2023 seien sehr ungewiss, jedoch äußerten die Unternehmen zunehmend Hoffnung auf eine Belebung im Jahresverlauf.** Als Gründe für die etwas optimistischere Sicht wurden zum einen der jüngste Rückgang der Energiepreise und die hohen Gasspeicherstände genannt, die die Befürchtungen von Energieengpässen minderten. Außerdem sei zu erwarten, dass das anhaltend hohe Beschäftigungsniveau, die gestiegenen Löhne, die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen sowie erste Anzeichen einer nachlassenden Inflation dem Rückgang des realen verfügbaren Einkommens entgegenwirken würden. Auch das Ende der Null-Covid-Politik Chinas dürfte die globale Nachfrage ab dem Frühjahr weiter ankurbeln.

## Abbildung A

### Überblick über die Einschätzungen der aktuellen und zukünftigen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit und der Preise

(Durchschnitt der von den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion und Auftragslage) sowie der Preise durchschnittlich einschätzen. Die Skala der Scorewerte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Scorewert von 0 bedeutet keine Veränderung. Die gepunktete Linie zeigt die Erwartungen für das kommende Quartal an.

**In Bezug auf ihre Beschäftigungsabsichten äußerten sich die Unternehmen zunehmend vorsichtig und wiesen auf eine gewisse Entspannung des Arbeitskräftemangels hin, meldeten aber keine abrupte Veränderung der Arbeitsmarktbedingungen.** Viele Firmen gaben an, Einstellungsentscheidungen genauer zu prüfen und/oder Neueinstellungen zu verschieben oder zu reduzieren. Es gab jedoch kaum oder gar keine Hinweise auf einen nennenswerten Stellenabbau. Vielmehr bemühen sich die Unternehmen nach eigener Aussage, die Produktivität ihrer Beschäftigten zu verbessern und qualifizierte Arbeitskräfte zu halten, die in Zukunft benötigt werden. Den Arbeitsvermittlern zufolge hat sich die Nachfrage nach temporären Arbeitskräften abgeschwächt, während sich der Markt für unbefristete Arbeitsverhältnisse widerstandsfähig zeigt. Unterdessen gaben etwas weniger Unternehmen an, von einem Arbeitskräftemangel betroffen zu sein; dieser scheint sich vielmehr in einigen Sektoren zu entspannen.

**Nach Auskunft der Unternehmen sind die Verkaufspreise insgesamt weiter gestiegen, allerdings nicht mehr so stark wie zuvor. Zugleich wurde eine Zunahme der sektoralen Unterschiede wie auch der Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Aussichten konstatiert.** In den meisten Sektoren hätten sich die Preise im vierten Quartal 2022 abermals erhöht (oder der grundlegende Trend sei weiterhin aufwärtsgerichtet). Weitere Preiserhöhungen seien entweder bereits erfolgt oder geplant oder würden im ersten Quartal 2023 in Angriff genommen. Besonders kräftige Preissteigerungen wurden nach wie vor im Lebensmitteleinzelhandel und in der Agrarindustrie vermeldet. Doch auch die Preise für viele Konsum- und Investitionsgüter sowie für die meisten Dienstleistungen entwickelten sich nach wie vor dynamisch: Angesichts des vorangegangenen bzw. teilweise auch noch anhaltenden Kostendrucks – der nun insbesondere von den Löhnen ausgehe – müssten die Unternehmen höhere Preise verlangen, um ihre Margen aufrechtzuerhalten. In einigen Fällen seien die Preise auch automatisch über

Indexierungsklauseln angehoben worden. Die befragten Unternehmen wiesen auch auf einen Aufwärtsdruck auf die Wohnungsmieten hin. Hier sei der Markt in vielen Ländern zunehmend angespannt, und/oder es werde der Effekt von Indexierungsklauseln spürbar. In anderen Bereichen, etwa im Energiesektor und in vielen Teilen des Vorleistungsgütersektors (Stahl, Chemie, Papier usw.), hätten die Verkaufspreise in den letzten Monaten indes zu sinken begonnen, wenn auch ausgehend von einem sehr hohen Niveau. Die Spot-Frachtraten im Transportsektor (Straßengüterverkehr und Containerverschiffungen) seien stark gefallen. Allerdings spiegelten diese nicht die Preise für langfristige Verträge wider, auf denen die meisten Geschäftsbeziehungen basierten.

**Viele Unternehmen führten 2022 dynamischere Preisstrategien ein und planen, ihre Preise auch 2023 häufiger als üblich zu überprüfen.** Inwieweit sie ihre Preise tatsächlich anheben werden, hänge jedoch von der – zunehmend unsicheren – Entwicklung der Vorleistungskosten und der (Preissensibilität der) Nachfrage ab. Trotz des gestiegenen Lohnkostendrucks und der sehr hohen Unsicherheit über die künftige Energiepreisentwicklung erwarten die meisten befragten Unternehmen für 2023 geringere Preisanstiege als im Vorjahr.

**Die Lohnerwartungen haben sich zwar gegenüber der vorherigen Umfragerunde nicht verändert, doch stellt das Lohnwachstum inzwischen für die Unternehmen das größte Kostenproblem dar.** Die meisten Firmen rechnen für 2023 mit einem höheren Lohnwachstum als im Jahr 2022. Nach Einschätzung der befragten Unternehmen sind die Löhne 2022 um etwa 3,5 % gestiegen, und für das laufende Jahr rechnen sie mit einem Lohnwachstum von rund 5 % (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der Mittelwerte der quantitativen Angaben). Einige Firmen zeigten sich besorgt, weil Lohnerhöhungen im Gegensatz zu steigenden Energie- oder Rohstoffpreisen nicht umkehrbar seien und somit einen länger anhaltenden Effekt hätten. Andere äußerten indes, dass die Lohnerhöhungen unter den aktuellen Inflationsraten lägen und somit nicht stark genug seien, um eine Lohn-Preis-Spirale in Gang zu setzen.

## Wie wollen die Menschen arbeiten? Präferenzen für die Telearbeit nach dem Ende der Pandemie

António Dias da Silva, Dimitris Georgarakos und Marco Weißler

**Das Arbeiten von zu Hause (auch Telearbeit oder Homeoffice) hat sich seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie stark verändert. Dabei lässt sich inzwischen eine zunehmende Präferenz für Telearbeit erkennen.**

Vor Beginn der Pandemie im März 2020 war Telearbeit im Euroraum nicht sonderlich weit verbreitet. Eurostat-Daten zufolge hatten 85 % der Beschäftigten 2019 noch nie im Homeoffice gearbeitet (im Jahr 2000 waren es mit 92 % noch etwas mehr gewesen).<sup>1</sup> Der Covid-19-Schock ließ den Bedarf an Telearbeitsregelungen, die ermöglichen sollten, dass die Mehrzahl der Beschäftigten mindestens einmal pro Woche von zu Hause arbeiten kann, abrupt ansteigen.<sup>2</sup> Voraussetzung für diese Ausweitung der Telearbeit waren Investitionen vonseiten der Arbeitgeber wie auch der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Im vorliegenden Kasten werden die während der Pandemie erfolgten Veränderungen bei der Telearbeit und ihre wichtigsten Bestimmungsfaktoren dargelegt. Des Weiteren werden die Erwartungen hinsichtlich der Präferenzen für die künftige Arbeitsgestaltung erläutert. Der Wandel der Telearbeit und der bevorzugten Arbeitsweise kann erhebliche Auswirkungen auf wirtschaftliche und gesellschaftliche Entwicklungen haben, etwa am Arbeitsmarkt oder bei Entscheidungen bezüglich der Wohnverhältnisse.<sup>3</sup>

**Im Rahmen ihrer Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) befragte die EZB Verbraucherinnen und Verbraucher von 2020 bis 2022 zu unterschiedlichen Zeiten zum Thema Telearbeit.**<sup>4</sup>

Laut den CES-Daten hatten vor der Coronakrise mehr als 60 % der Beschäftigten noch nie von zu Hause gearbeitet.<sup>5</sup> In den Monaten nach Beginn der Pandemie verringerte sich dieser Anteil auf weniger als 40 %. Im Mai 2022 gab die Mehrheit der Beschäftigten im Eurogebiet an, dass sie innerhalb der vorangegangenen drei Monate mindestens einen Tag pro Woche im Homeoffice tätig waren (siehe Abbildung A). Die meisten von ihnen machten an zwei bis vier Tagen die Woche von dieser Möglichkeit Gebrauch. Die Beschäftigten sollten sich auch zu

<sup>1</sup> Dies steht im Einklang mit Zahlen aus den Vereinigten Staaten, die zeigen, dass im Jahr 2000 92,5 % aller Arbeitskräfte noch nie im Homeoffice gearbeitet hatten. Bis 2010 sank dieser Anteil auf 90,5 % (siehe P. J. Mateyka, M. A. Rapino und L. C. Landivar, [Home-Based Workers in the United States: 2010](#), Household Economic Studies, U.S. Department of Commerce, Economics and Statistics Administration, U.S. Census Bureau, 2012).

<sup>2</sup> Siehe Eurofound, [Living, working and COVID-19: First findings – April 2020](#), Covid-19 Series, 2020.

<sup>3</sup> Siehe beispielsweise H. Williamson, [An Evaluation of the Impacts of Remote Working](#), Irish Government Economic and Evaluation Service Paper, Department of Enterprise, Trade and Employment, Mai 2022.

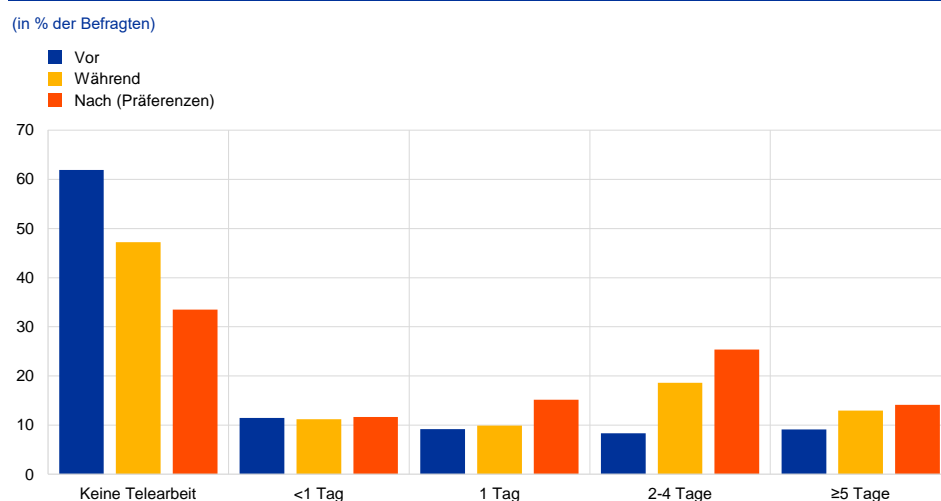
<sup>4</sup> Dabei wurden auch einige Sonderfragen gestellt. So sollten die Umfrageteilnehmer angeben, wie viele Tage sie vor und während der Pandemie von zu Hause gearbeitet hatten und wie ihre diesbezüglichen Präferenzen für die Zukunft aussehen. Die Analyse beruht auf den Antworten privater Haushalte in Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und den Niederlanden.

<sup>5</sup> Anders als bei Eurostat wurden die an der CES-Umfrage Teilnehmenden auch gefragt, ob sie schon vor dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie – und nicht erst in den zurückliegenden vier Wochen – im Homeoffice gearbeitet hatten. Dies könnte neben der unterschiedlichen Stichprobenszusammensetzung der CES erklären, warum der Anteil der Beschäftigten ohne Telearbeitserfahrung in der CES niedriger ist.

ihren Präferenzen bezüglich der Telearbeit nach der Corona-Pandemie äußern. Rund zwei Drittel der Befragten gaben an, dass sie mindestens einen Tag pro Woche von zu Hause arbeiten wollten, und etwa 25 % wünschten sich Telearbeitsregelungen mit zwei bis vier Tagen Homeoffice pro Woche. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass der Wunsch nach hybriden Arbeitsmodellen über das Ende der pandemiebedingten Einschränkungen und Gesundheitsbedenken hinaus fortbesteht.<sup>6</sup>

### Abbildung A

Anzahl der Telearbeitstage vor und während der Corona-Pandemie und Präferenzen für die Zeit danach



Quelle: EZB (CES vom Mai 2022).

Anmerkung: Die Umfrageteilnehmer (im Alter von 20 bis 64 Jahren) sollten im Mai 2022 Angaben zu folgenden Themen machen: a) zur Anzahl der wöchentlichen Telearbeitstage, die ihnen vor der Covid-19-Pandemie zur Verfügung standen, b) zur Anzahl der Telearbeitstage, die sie in einem typischen Monat in der Zeit von Februar bis April 2022 in Anspruch nehmen konnten, und c) zu ihrer bevorzugten Anzahl an wöchentlichen Telearbeitstagen nach Ende der Pandemie.

### Im Schnitt sind die Beschäftigten der Ansicht, dass ihre Telearbeitspräferenzen weitgehend mit jenen übereinstimmen, die sie ihren Arbeitgebern zuschreiben.

Im August 2021 gaben rund 40 % der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer an, nach der Pandemie mindestens zwei Tage pro Woche von zu Hause aus arbeiten zu wollen, und 27 % rechneten damit, dass ihr Arbeitgeber diese Möglichkeit anbieten würde (siehe Abbildung B). 60 % der Beschäftigten glaubten, dass ihre Telearbeitspräferenzen mit jenen ihres Arbeitgebers übereinstimmten. Allerdings wünschten sich 30 % mehr Telearbeitstage, als ihre Arbeitgeber vermutlich anbieten würden. Aus diesem Grund gab es bereits Untersuchungen zu der Frage, ob diese vermutete Differenz die Bereitschaft mancher Beschäftigten erhöhen könnte, ihren Arbeitgeber zu wechseln. Der Wunsch nach flexiblen Arbeitsbedingungen (einschließlich der Möglichkeit von

<sup>6</sup> Diese Präferenzen waren in der Gesamtschau bemerkenswert stabil. So wollten rund 40 % der Befragten zu allen Umfragezeiten während der Coronakrise nach dem Ende der Pandemie mindestens zwei Tage im Homeoffice arbeiten. Hinter dieser aus aggregierter Sicht stabilen Präferenz verbergen sich jedoch einige Änderungen auf Einzelebene. So wünschten sich nur etwa die Hälfte der Beschäftigten, die im August 2021 mindestens zwei Telearbeitstage pro Woche favorisiert hatten, dies auch noch im Mai 2022.

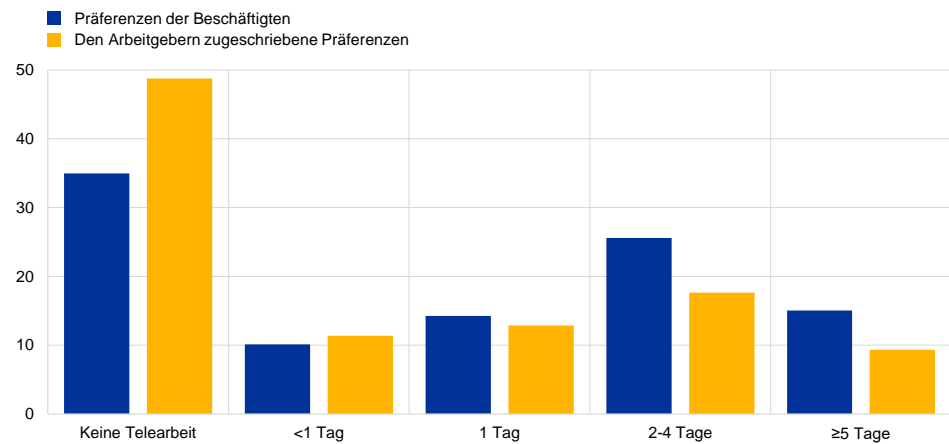


Telearbeit) wird nämlich als ein wichtiger Grund für die Suche nach einer neuen Arbeitsstelle angeführt.<sup>7</sup>

### Abbildung B

#### Telearbeitspräferenzen der Beschäftigten und den Arbeitgebern zugeschriebene Präferenzen

(in % der Befragten)



Quelle: EZB (CES vom August 2021).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die von den Beschäftigten bevorzugte Anzahl an Telearbeitstagen pro Woche und die den Arbeitgebern zugeschriebenen Präferenzen. Die Daten beziehen sich auf Beschäftigte im Alter von 20 bis 64 Jahren.

**Die Bereitschaft einiger Arbeitnehmer, sich eine neue Arbeitsstelle zu suchen und auch dorthin zu wechseln, könnte davon beeinflusst werden, welche Telearbeitsregelungen ihr Arbeitgeber ihrer Einschätzung nach anbietet.** Die zunehmende Verbreitung von Homeoffice-Regelungen könnte dafür gesorgt haben, dass diese Arbeitsform bei der Wahl des Arbeitgebers an Bedeutung gewonnen hat. Wenn sich ein Beschäftigter mehr Telearbeit wünscht, als es sein derzeitiger Arbeitgeber vorsieht, kann dies die Bereitschaft zu einem Jobwechsel erhöhen. So stellten die Autoren fest, dass Beschäftigte, deren Telearbeitspräferenzen das dem Arbeitgeber zugeschriebene Angebot übersteigen, eher einen neuen Arbeitsplatz suchen und ihre Arbeitsstelle mit größerer Wahrscheinlichkeit seit der Umfrage mindestens einmal gewechselt haben (siehe Abbildung C).<sup>8</sup>

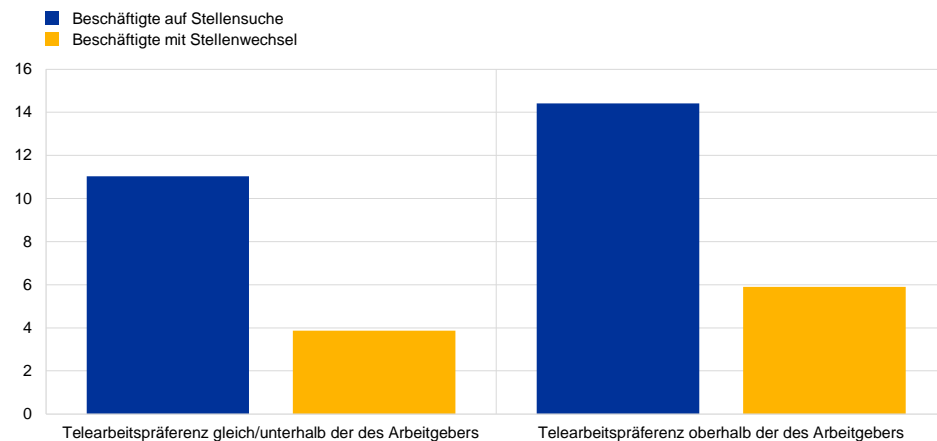
<sup>7</sup> Siehe beispielsweise McKinsey & Company, [Americans are embracing flexible work – and they want more of it](#), Juli 2022; J. M. Barrero, N. Bloom und S. J. Davis, [Let me work from home, or I will find another job](#), VOX-EU, 27. Juli 2021.

<sup>8</sup> Die Gruppe der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, deren Telearbeitspräferenzen gleich hoch oder niedriger sind als die Präferenzen, die sie ihrem Arbeitgeber zuschreiben, und die Gruppe der Beschäftigten, deren Präferenzen darüber liegen, ähneln sich sehr stark in Bezug auf Lohnniveau, Bildung, Haushaltseinkommen, Alter oder Verweildauer im Paneldatensatz.

## Abbildung C

### Telearbeitspräferenzen und Bereitschaft zum Arbeitsplatzwechsel

(in % der Befragten)



Quelle: EZB (CES vom Juli 2021, August 2021 und nachfolgende Umfrageswellen bis Mai 2022).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Anteil der Beschäftigten, die vor dem Umfragezeitpunkt (August 2021) eine neue Stelle gesucht hatten, sowie den Anteil derjenigen, die innerhalb der darauf folgenden neun Monate ihren Arbeitsplatz gewechselt haben (gemäß ihren Angaben zur Telearbeitspräferenz im August 2021). Die Daten beziehen sich auf Beschäftigte im Alter von 20 bis 64 Jahren.

### Die von den Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern bevorzugte Anzahl monatlicher Homeofficetage unterschied sich je nach Tätigkeit und persönlichen Merkmalen erheblich.<sup>9</sup> Die Art der beruflichen Tätigkeit ist der

wichtigste Faktor zur Erklärung der Homeofficepräferenzen. So wünschen sich Bürokräfte 4,5 Telearbeitstage pro Monat mehr als Bediener von Anlagen oder Maschinen (siehe Abbildung D). Dies deutet darauf hin, dass Tätigkeitsmerkmale einen großen Einfluss auf die Präferenzen haben. Dabei ist zu beachten, dass die Möglichkeit, Arbeit von zu Hause aus zu erledigen – also die Telearbeitsfähigkeit eines Arbeitsplatzes –, je nach beruflicher Tätigkeit deutlich variiert.<sup>10</sup> Diese Einschränkung schlägt sich zumindest teilweise in den von den Beschäftigten geäußerten Präferenzen zur Telearbeit nieder. Im Folgenden werden daher auch die persönlichen Gegebenheiten betrachtet, die für diese Präferenzen maßgeblich sind, nachdem Einschränkungen wie die Art der Tätigkeit, der Wirtschaftszweig und die Unternehmensgröße herausgefiltert wurden.

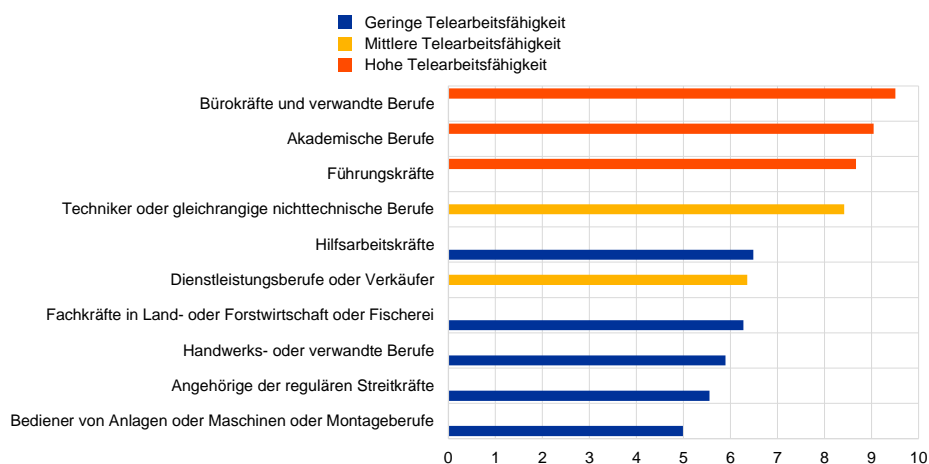
<sup>9</sup> Für diese Analyse wurden die in Gruppen zusammengefassten Präferenzen bezüglich der wöchentlichen Telearbeitstage in monatliche Telearbeitstage umgerechnet. Hierzu wurde der Mittelwert der Gruppe verwendet.

<sup>10</sup> Siehe beispielsweise J. I. Dingel und B. Neiman, [How many jobs can be done at home?](#), Journal of Public Economics, Bd. 189, 2020, S. 1-8; C. Bates und L. Vivian, [Telearbeitsfähige Arbeitsplätze](#), Kasten 4, in: Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 8/2020, EZB, Januar 2021.

## Abbildung D

### Anzahl der bevorzugten monatlichen Telearbeitstage nach Tätigkeit und Telearbeitsfähigkeit

(Anzahl der Arbeitstage pro Monat)



Quelle: EZB (CES vom Mai 2022).

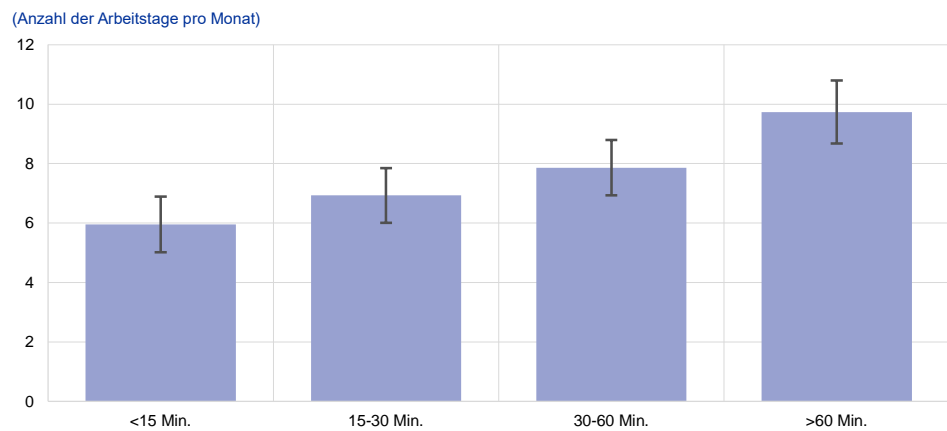
Anmerkung: Schätzergebnisse einer Kleinste-Quadrate-Regression, wobei die Anzahl der Arbeitstage pro Monat, die ein Arbeitnehmer von zu Hause arbeiten möchte (maximal 20), die abhängige Variable darstellt. Es wird für Alter, im Haushalt lebende Kinder, Geschlecht, Bildung, Fahrzeiten, Selbständigkeit, Unternehmensgröße, berufliche Tätigkeit, Wirtschaftszweig und Land kontrolliert. Die Daten beziehen sich auf Beschäftigte im Alter von 20 bis 64 Jahren. Zur Definition von Telearbeitsfähigkeit siehe Sostero et al., [Teleworkability and the COVID-19 crisis: a new digital divide?](#), JRC Working Paper Series on Labour, Education and Technology, Europäische Kommission, 2020.

**Die für das Pendeln zum Arbeitsplatz aufgewendete Zeit stellt das wichtigste persönliche Merkmal dar, das Einfluss auf die Telearbeitspräferenzen hat.** Wird für tätigkeitsspezifische Merkmale kontrolliert, erweist sich die Fahrzeit als der bedeutendste personenabhängige Bestimmungsfaktor für die Homeofficepräferenzen. Während Merkmale wie die berufliche Tätigkeit oder der Wirtschaftszweig zu einem großen Teil darüber bestimmen, ob eine Arbeitsstelle überhaupt telearbeitsfähig ist, ist die Fahrzeit häufig Ausdruck einer persönlichen Präferenz. Beschäftigte, die für den einfachen Weg zur Arbeit mehr als eine Stunde benötigen, wünschen sich zehn Telearbeitstage im Monat und somit vier Tage mehr als Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, deren Pendelzeit weniger als 15 Minuten beträgt (siehe Abbildung E). Dies steht im Einklang mit früheren Ergebnissen für die Vereinigten Staaten, denen zufolge die Zeitersparnis beim Pendeln – insbesondere für Frauen und Beschäftigte mit höherem Bildungsniveau – der größte Vorteil von Telearbeit ist.<sup>11</sup> Auch demografische Merkmale spielen eine Rolle. So bevorzugen jüngere Menschen, Frauen und Haushalte mit kleineren Kindern bis maximal sechs Jahren eine höhere Anzahl von Telearbeitstagen pro Monat. Diese Zusammenhänge sind zwar statistisch signifikant, aber quantitativ gesehen unbedeutend.

<sup>11</sup> Siehe J. M. Barrero, N. Bloom und S. J. Davis, [SWAA March 2022 Updates](#), WFH Research, März 2022; J. M. Barrero, N. Bloom und S. J. Davis, [Why working from home will stick](#), Working Paper des NBER, Nr. 28731, 2021.

## Abbildung E

### Anzahl der bevorzugten Telearbeitstage pro Monat nach Fahrzeit



Quelle: EZB (CES vom Mai 2022).

Anmerkung: Schätzergebnisse einer Kleinste-Quadrate-Regression, wobei die Anzahl der Arbeitstage pro Monat, die ein Arbeitnehmer von zu Hause arbeiten möchte (maximal 20), die abhängige Variable darstellt. Die Koeffizienten stehen in Relation zu Arbeitnehmern, die nie pendeln. Es wird für Alter, im Haushalt lebende Kinder, Geschlecht, Bildung, Selbständigkeit, Unternehmensgröße, berufliche Tätigkeit, Wirtschaftszweig und Land kontrolliert. Die Daten beziehen sich auf Beschäftigte im Alter von 20 bis 64 Jahren.

### Arbeitgeber und Arbeitnehmer befinden sich noch in einem

**Anpassungsprozess an die neuen Telearbeitsmodalitäten, die durch die Corona-Pandemie entstanden sind. Telearbeit dürfte jedoch auch in Zukunft deutlich stärker gefragt sein als vor Ausbruch der Pandemie.**

Die Beschäftigten signalisieren eine hohe Präferenz für Telearbeit und scheinen hierbei vielfach eine Hybridregelung mit zwei bis vier Tagen Homeoffice pro Woche zu favorisieren. Die Ergebnisse dieser Untersuchung deuten auch darauf hin, dass Telearbeitspräferenzen das Suchverhalten der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer, die ihre Stelle wechseln wollen, beeinflussen könnten. Sowohl persönliche als auch tätigkeitsspezifische Merkmale sind wichtige Bestimmungsfaktoren für die Präferenzen. Insbesondere Beschäftigte mit langen Pendelzeiten scheinen Telearbeit deutlich zu bevorzugen. Sie sind daher möglicherweise eher bereit, ihren Arbeitsplatz zu wechseln, um Telearbeitsbedingungen zu finden, die ihren Vorstellungen entsprechen.

## 5 Klimabezogene finanzpolitische Maßnahmen in den Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen

Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik, Eliza Lis und Yiqiao Sun

**Nach dem Abschluss der Strategieüberprüfung im Jahr 2021 beschloss der EZB-Rat einen umfassenden Maßnahmenplan, damit auch Klimaschutzaspekte in seinem geldpolitischen Handlungsrahmen berücksichtigt werden.** Zwei der im begleitenden detaillierten Fahrplan vorgestellten Schritte betrafen a) die Einführung technischer Annahmen zur CO<sub>2</sub>-Bepreisung und b) die regelmäßige Bewertung der Auswirkungen klimabezogener finanzpolitischer Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB.<sup>1</sup> Im Folgenden werden die staatlichen klimabezogenen Maßnahmen thematisiert, die in das Basisszenario der Projektionen vom Dezember 2022 einfließen. Um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen klimabezogener Transitionsmaßnahmen zu bewerten, wird ihr Effekt auf die Produktion und die Inflation im Basisszenario untersucht.<sup>2</sup> Anschließend werden die potenziellen Auswirkungen des Emissionshandelssystems der EU (EU-EHS) und der nicht zur Finanzpolitik zählenden Klimamaßnahmen erörtert, und es wird der Frage nachgegangen, welche Risiken sie in Bezug auf die Aussichten für die Inflation und das BIP-Wachstum darstellen.

**Eine einnahmen- oder ausgabenseitige Maßnahme der Finanzpolitik wird in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB als klimabezogen eingestuft, wenn sie Auswirkungen auf die Begrenzung des Klimawandels bzw. die Anpassung an diesen hat oder die Folgen von Extremwetterereignissen kompensieren soll.** Die diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen, die in den Stabsprojektionen enthalten sind, werden anhand ihres Bezugs zum Klimawandel drei (additiven) Kategorien zugeordnet.

Die erste Kategorie betrifft die als „grün“ gekennzeichneten Maßnahmen. Diese sollen die Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen, die Energieeffizienz oder die CO<sub>2</sub>-freie Mobilität begünstigen. Überdies soll mit ihnen die Anpassung an die Folgen des Klimawandels finanziert werden. Hierzu zählen beispielsweise Erhöhungen der Energiesteuern und Subventionen für Elektroautos oder die Sanierung von Gebäuden.

Die zweite Kategorie umfasst Maßnahmen, die aufgrund ihrer negativen Auswirkungen als „dem ökologischen Wandel abträglich“ gekennzeichnet sind. Beispiele hierfür sind Ausgleichsmaßnahmen für hohe Energiepreise wie etwa

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Anhang: Detaillierter Fahrplan für klimabezogene Maßnahmen](#), 8. Juli 2021.

<sup>2</sup> Die Auswirkungen der Maßnahmen zur Abfederung der hohen Energiepreise, die dem ökologischen Wandel der Wirtschaft meist abträglich sind, werden separat in einem Aufsatz zum Thema Finanzpolitik und hohe Inflation beleuchtet. Dieser wird in Ausgabe 2/2023 des Wirtschaftsberichts der EZB erscheinen.

Subventionen zur Preisdeckelung oder (Energie-)Steuersenkungen, die eine Verringerung der Energiepreise bewirken.

Zur dritten Kategorie werden Maßnahmen im Zusammenhang mit Extremwetterereignissen gerechnet. Sie sollen die Folgen von Überschwemmungen, Waldbränden, Hitzewellen und Dürren kompensieren. Hier werden beispielsweise Soforthilfen, der Wiederaufbau zerstörter Infrastruktur und der Ausgleich für nicht versicherte private Verluste eingruppiert.

In der vierten Kategorie werden finanzpolitische Maßnahmen erfasst, die nicht unter die drei ersten Kategorien fallen und als klimaneutral oder unbestimmt eingestuft werden. Sie sind nicht speziell auf die oben aufgeführten Ziele ausgerichtet (z. B. allgemeine Änderungen der Mehrwertsteuer oder Transferzahlungen an private Haushalte) oder begünstigen bestimmte Wirtschaftszweige ohne eindeutige klimabezogene Zielsetzung (z. B. allgemeine Subventionen für Eisenbahngesellschaften).

**Ziel des im Rahmen der Strategieüberprüfung erstellten Fahrplans ist nicht, alle klimabezogenen Maßnahmen aller Euro-Länder zu berücksichtigen, sondern die Auswirkungen derartiger Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB zu bewerten.**

Die von den Projektionen des Eurosystems/der EZB abgedeckten finanzpolitischen Maßnahmen beziehen sich auf diskretionäre Regierungsentscheidungen. In die Projektionen fließen beispielsweise höhere Steuereinnahmen dann ein, wenn sie sich aus Änderungen der Steuersätze ergeben, nicht jedoch, wenn sie aus höheren Preisen resultieren. Auch Preisänderungen bei EHS-Auktionen der EU bleiben im Rahmen dieser Klassifizierung unberücksichtigt,<sup>3</sup> ebenso wie Klimaschutzmaßnahmen jenseits der Finanzpolitik (z. B. Regulierungsmaßnahmen).

**Von „grünen“ finanzpolitischen Maßnahmen geht ein moderater Fiskalimpuls aus.** Erkennbar ist dies anhand des Basisszenarios der Projektionen vom Dezember 2022, dem zufolge dieser moderate Fiskalimpuls 2022 am stärksten ist (siehe Abbildung A). Im Eurogebiet insgesamt dürfte der von den aktuellen finanzpolitischen Maßnahmen im Zusammenhang mit Extremwetterereignissen ausgehende Effekt über den Projektionszeitraum hinweg nur marginal sein. In Ländern, die kürzlich von solchen Ereignissen betroffen waren (z. B. die Überschwemmungen in Belgien, Deutschland, Luxemburg und den Niederlanden 2021) fällt dieser Effekt hingegen größer aus.<sup>4</sup> Die Klimaeffekte „grüner“ finanzpolitischer Maßnahmen stehen nicht unbedingt in einem proportionalen Verhältnis zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen, da einige Maßnahmen den Klimawandel wirksamer begrenzen können als andere. Zuweilen wird der gesamtwirtschaftliche Einfluss bestimmter Maßnahmen auch durch andere

<sup>3</sup> In der Finanzstatistik werden EHS-Einnahmen der EU den Energiesteuern zugerechnet, die Teil der vom Eurosystem/der EZB erstellten Projektionen zu den öffentlichen Finanzen sind.

<sup>4</sup> Extremwetterereignisse dürften sich auf mittlere Sicht zunehmend in den Wachstums- und Inflationsaussichten niederschlagen. Diese Ereignisse lassen sich zwar nur schwer vorhersagen und fließen daher tendenziell retroaktiv in die Projektionen ein, aber ihre finanzpolitischen Auswirkungen können sich über mehrere Jahre erstrecken. Grund hierfür ist, dass die Ausgaben für den Wiederaufbau möglicherweise länger als ein Jahr anfallen und tendenziell innerhalb des Projektionszeitraums zurückgenommen werden.

Maßnahmen kompensiert. Dies ist etwa dann der Fall, wenn eine Anhebung der CO<sub>2</sub>-Besteuerung der Finanzierung von Klimaschutzausgaben dient.

**Derzeit überwiegen finanzpolitische Maßnahmen, die dem ökologischen Wandel der Wirtschaft abträglich sind, deutlich gegenüber solchen, die ihn begünstigen.** Die umfangreichen, zur Abfederung der hohen Energiepreise beschlossenen Maßnahmen mit ihren direkten Anreizen zur Nutzung fossiler Brennstoffe bilden das Gros dieser schädlichen Instrumente. Sie umfassen u. a. Senkungen der Energiesteuern und staatliche Subventionen zur Deckelung der Energiepreise und wurden als Reaktion auf die Energiekrise von den Regierungen aller Euro-Länder eingeführt. Allerdings dürften sie in den meisten Ländern nach 2023 wieder auslaufen.<sup>5</sup> Maßnahmen zur Kompensation der Energiepreisentwicklung, die sich nicht direkt auf die Anreize zur Nutzung fossiler Brennstoffe auswirken (beispielsweise Transfers an private Haushalte), werden nicht als dem ökologischen Wandel abträglich eingestuft.

---

<sup>5</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2022.

## Abbildung A

Finanzpolitische Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Klimawandel in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB

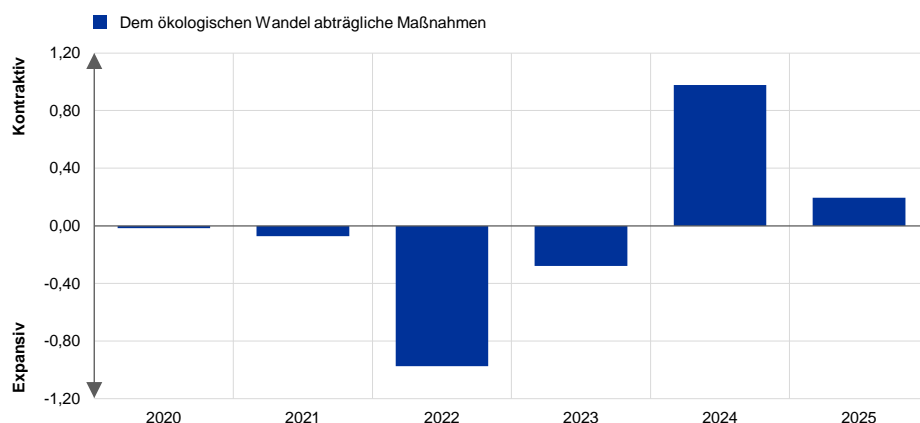
### a) Finanzpolitische Maßnahmen im Zusammenhang mit der Begrenzung des Klimawandels, der Anpassung an den Klimawandel und Extremwetterereignissen

(in % des BIP)



### b) Dem ökologischen Wandel abträgliche finanzpolitische Maßnahmen

(in % des BIP)



Quelle: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022.

Anmerkung: Maßnahmen werden als „grün“ gekennzeichnet, wenn sie den Erwartungen zufolge die Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen, die Energieeffizienz oder die CO<sub>2</sub>-freie Mobilität begünstigen oder wenn mit ihnen die Anpassung an die Folgen des Klimawandels finanziert wird. Maßnahmen werden als „dem ökologischen Wandel abträglich“ gekennzeichnet, wenn sie negative Auswirkungen haben.

**Insgesamt dürften „grüne“ Maßnahmen das Wachstum des realen BIP im Euroraum über den Projektionszeitraum hinweg nur in sehr geringem Maße beeinflussen** (siehe Abbildung B, Grafik a). Aggregiert betrachtet ist der Stützeffekt 2022 am größten, aber der Einfluss kehrt sich ab 2024 um und wird – wenngleich in einem vernachlässigbaren Ausmaß – kontraktiv. Insgesamt wirkt die Mischung klimafreundlicher Maßnahmen im gesamten Projektionszeitraum expansiv. Einnahmenseitige Maßnahmen, deren Einfluss tendenziell länger anhält, wirken in allen Jahren kontraktiv. Im Großen und Ganzen lassen die BIP-relevanten Effekte, die in den Projektionen vom Dezember 2022 enthalten sind, darauf schließen, dass der Multiplikatoreffekt der finanzpolitischen Klimaschutzmaßnahmen bei deutlich unter eins liegt.



**„Grüne“ finanzpolitische Maßnahmen üben einen begrenzten, sich aber leicht verstärkenden Aufwärtseffekt auf das Basisszenario der Inflationsaussichten aus** (siehe Abbildung B, Grafik b). Auf Ebene des Euroraums insgesamt liegt ihr Beitrag zur der HVPI-Inflation im Jahr 2022 bei schätzungsweise 0,05 Prozentpunkten. Für 2023, 2024 und 2025 dürfte er sich auf 0,06 Prozentpunkte, 0,08 Prozentpunkte bzw. 0,11 Prozentpunkte belaufen. Dieser Aufwärtseffekt wird durch den Einfluss, den zahlreiche als „dem ökologischen Wandel abträglich“ gekennzeichnete Maßnahmen (z. B. Preisdeckelungen) auf die Teuerung ausüben, mehr als ausgeglichen. Insgesamt dürften finanzpolitische Maßnahmen, mit denen die hohen Energiepreise und die Inflation kompensiert werden sollen, die HVPI-Gesamtinflation im Jahr 2022 um 1,1 Prozentpunkte und im Jahr 2023 um 0,5 Prozentpunkte dämpfen. Im Zuge der Rücknahme dieser Maßnahmen dürfte sich 2024 und 2025 allerdings ein Aufwärtsdruck auf die Inflation in Höhe von 0,7 Prozentpunkten bzw. 0,4 Prozentpunkten ergeben.<sup>6</sup>

---

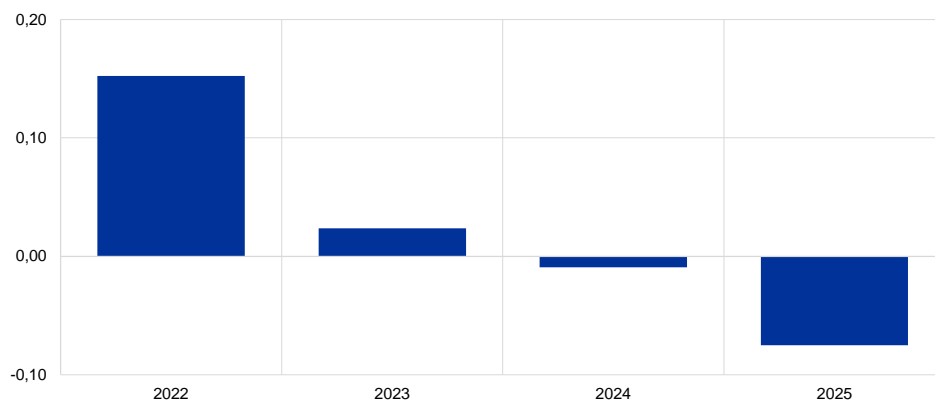
<sup>6</sup> Ebd.

## Abbildung B

Auswirkungen „grüner“ finanzpolitischer Maßnahmen auf BIP und Inflation im Verlauf des Projektionszeitraums

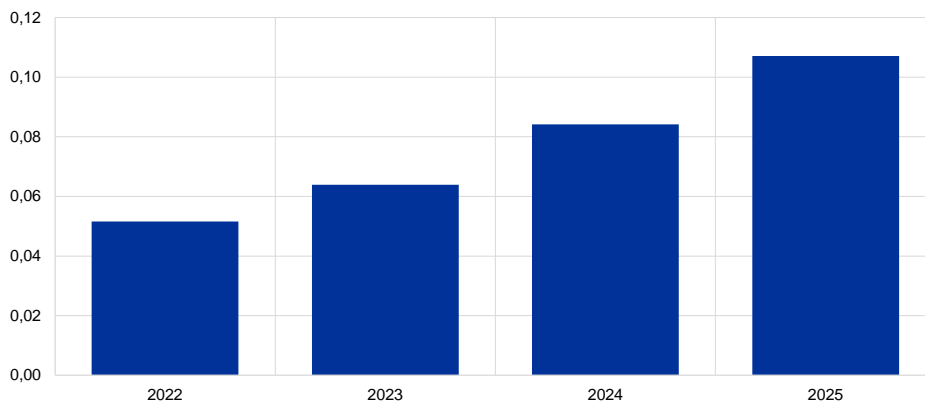
### a) Wachstum des realen BIP

(Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)



### b) HVPI

(Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)



Quellen: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022, Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Neben den Auswirkungen klimabezogener finanzpolitischer Maßnahmen auf nationaler Ebene können auch steigende Preise für Emissionszertifikate im EU-EHS und die im Rahmen des Pakets „Fit für 55“ geplanten Maßnahmen sowohl zu aufwärts- als auch zu abwärtsgerichteten Risiken für die Inflationsaussichten führen.**

Durch steigende Preise für Emissionszertifikate im EU-EHS können sich die Großhandelspreise für Strom erhöhen, wodurch die entsprechenden Endkundenpreise unter Aufwärtsdruck geraten würden. Werden jedoch die Terminpreise im EU-EHS als Annahme zugrunde gelegt, so trügen veränderte Emissionspreise im EU-EHS im Verlauf des Projektionszeitraums nur minimal zu Änderungen der Großhandelspreise für Strom bei. Ihr Einfluss auf die im HVPI erfassten Strompreise und damit auf den HVPI-Gesamtindex wäre also begrenzt. Lässt man das Basisszenario außer Acht, so könnten Preissteigerungen im Rahmen des EU-EHS, die über den von Terminkurven implizierten Anstieg und die im Rahmen des bestehenden EU-EHS geplanten Erhöhungen hinausgehen (einschließlich der erweiterten Einbeziehung von Emissionen), darauf hindeuten, dass der direkte Kostendruck auf die im HVPI enthaltenen Preise für Energie,

Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen zunimmt.<sup>7</sup> So kann beispielsweise die stufenweise Einführung eines separaten EU-Emissionshandelssystems für Emissionen aus Gebäuden und dem Straßenverkehr zu einem direkten Aufwärtseffekt auf die HVPI-Komponente Energie und den HVPI-Gesamtindex führen. Allerdings werden die Emissionen aus Gebäuden und dem Straßenverkehr erst nach Ablauf des Projektionszeitraums, also nach 2025, stufenweise mit einbezogen.<sup>8</sup> Im Gegensatz dazu könnten Regelungen, die auf eine Steigerung des Anteils erneuerbarer Energien abzielen, nach und nach einen Abwärtsdruck auf die Energiekomponente des HVPI ausüben. In Bezug auf die Frage, wie rasch die Kapazitäten zur Erzeugung erneuerbarer Energien ausgebaut werden, sowie hinsichtlich der angekündigten Reform des Strommarktes in der EU herrscht zwar beträchtliche Unsicherheit. Beide Faktoren zusammengenommen dürften aber in der zweiten Hälfte der Dekade ein Abwärtsrisiko für die Energiepreise darstellen.

**Die Klimaschutzmaßnahmen im Paket „Fit für 55“ bieten nicht nur erhebliche Vorteile, die über den Bereich Wirtschaft hinausgehen, sondern dürften auch dazu beitragen, dass wirtschaftliche Verluste infolge zunehmender physischer Risiken auf längere Sicht vermieden werden.** Die kurzfristigen realwirtschaftlichen Effekte der Umsetzung von Transitionsmaßnahmen werden als negativ eingeschätzt, dürften sich aber in Grenzen halten. Zugleich ergeben sich Vorteile, weil die negativen gesamtwirtschaftlichen Effekte von Klimaereignissen, zu deren Abmilderung die Maßnahmen beitragen, vermieden werden. Die langfristigen Auswirkungen auf das aggregierte reale BIP könnten angesichts des erheblichen Bedarfs an klimafreundlichen Investitionen sogar positiv ausfallen. Zudem könnte auch der Einfluss auf das Potenzialwachstum positiv sein, obwohl er mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet und von der gewählten Politikstrategie abhängig ist. Der Grund liegt darin, dass durch das Maßnahmenpaket die wirtschaftlichen Schäden des Klimawandels verringert und der Strukturwandel hin zu einer ökologischeren europäischen Wirtschaft beschleunigt werden. Zugleich sind ergänzende politische Maßnahmen vonnöten, um alle Vorteile des Wandels ausschöpfen zu können. So gilt es, Anreize zur Förderung klimafreundlicher Investitionen und Innovationen zu schaffen und eine rasche Ressourcenreallokation zu unterstützen.

---

<sup>7</sup> Neben diesen Effekten auf das Preisniveau einzelner Komponenten dürften die Auswirkungen der Maßnahmen auch über andere gesamtwirtschaftliche Kanäle spürbar werden, was den Nettoeffekt auf die Inflation beeinflussen könnte.

<sup>8</sup> Siehe Rat der Europäischen Union, „Fit für 55“: [Rat und Parlament erzielen vorläufige Einigung zum Emissionshandelssystem der EU und zum Klima-Sozialfonds](#), Pressemitteilung vom 18. Dezember 2022.

## 6 Aktualisierte Bewertung der kurzfristigen Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB

Mohammed Chahad, Anna Camilla Hofmann-Drahonsky, Adrian Page und Marcel Tirpák

**Die Genauigkeit der von Fachleuten des Eurosystems und der EZB erstellten kurzfristigen Inflationsprojektionen für den Euroraum hat sich im Gefolge des russischen Einmarschs in die Ukraine verschlechtert und erst im Schlussquartal 2022 wieder verbessert.** In den Jahren 2021 und 2022 wurden im Euroraum unerwartet hohe Inflationsraten verzeichnet. Dementsprechend veröffentlichte die EZB im April 2022 eine Analyse zu den Ursachen dieser überraschenden Entwicklungen und verglich die Güte der Projektionen des Eurosystems/der EZB mit jener von Prognosen anderer Institutionen und des privaten Sektors.<sup>1</sup> Nach der Veröffentlichung verschlechterte sich die Prognosegüte der kurzfristigen Projektionen des Eurosystems und der EZB für das Folgequartal zunächst weiter, nachdem der Einmarsch Russlands in die Ukraine im Februar 2022 für dramatische Preisspitzen bei Energie- und Nahrungsmittelrohstoffen gesorgt hatte. Auch in den darauffolgenden Jahresvierteln wurden durchweg unerwartet hohe Teuerungsraten verzeichnet. Allerdings wurde die Höhe der Projektionsfehler reduziert und lag im Schlussquartal 2022 schließlich wieder innerhalb der vor der Pandemie beobachteten Spanne der absoluten Projektionsfehler (siehe Abbildung A).

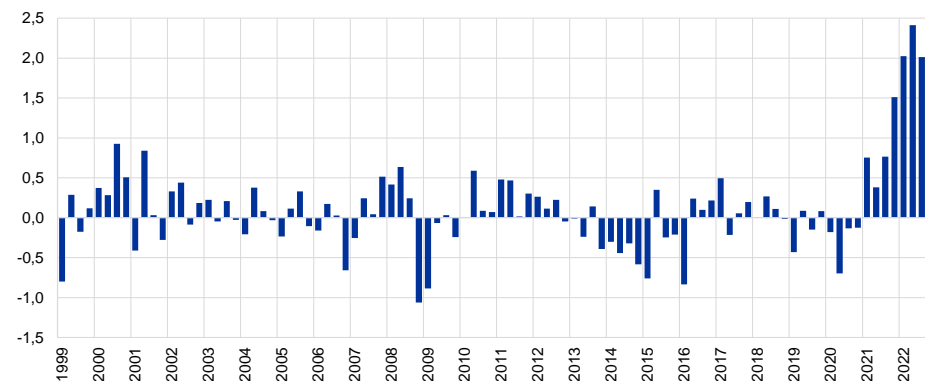
---

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Erklärungen für die jüngsten Fehler in den Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022. Siehe auch EZB, [Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems und der EZB seit der Finanzkrise](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019. Darüber hinaus ist über das Statistical Data Warehouse der EZB eine [Datenbank mit sämtlichen in der Vergangenheit erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems/der EZB](#) öffentlich verfügbar. Auch Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler können somit problemlos die Prognosegüte der Projektionen bewerten. Die Prozesse und Instrumente, die zur Erstellung der Fachprojektionen herangezogen werden, sind in einem ebenfalls auf der Website der EZB abrufbaren [Leitfaden](#) beschrieben.

## Abbildung A

Fehler bei der seit 1999 von Fachleuten des Eurosystems/der EZB projizierten HVPI-Inflation auf Sicht von einem Quartal

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB.  
Anmerkung: Prognosefehler werden definiert als Differenz zwischen tatsächlichem Wert im Quartal nach Projektionsveröffentlichung und projiziertem Wert. So zeigen die jüngsten Beobachtungen die Inflation im vierten Quartal 2022 abzüglich des in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom September 2022 enthaltenen Wertes für dieses Quartal.

### Auch andere internationale Institutionen und Prognostiker des privaten Sektors haben die kurzfristige Inflation in vergleichbarem Ausmaß unterschätzt.

In Abbildung B werden Fehler bei der von Fachleuten des Eurosystems und der EZB projizierten Inflation im Euroraum auf Sicht von einem Quartal mit den Fehlern anderer Prognostiker verglichen.<sup>2</sup> Seit Anfang 2022 haben alle Prognostiker in ihren Inflationsprojektionen auf Sicht von einem Quartal die Entwicklung im Allgemeinen stark unterschätzt. Die Projektionen des Eurosystems/der EZB liegen hierbei etwa im Mittelfeld der betrachteten Prognosen. Im Rahmen eines derartigen Vergleichs muss berücksichtigt werden, welche Informationsmenge bei der Erstellung einer Prognose verfügbar war. Für die Darstellung in Abbildung B wurden die Prognosen ausgewählt, die in der größten zeitlichen Nähe zum Stichtag der Eurosystem- bzw. EZB-Projektionen erstellt wurden. Dennoch verbleiben gewisse Unterschiede bei den Veröffentlichungsterminen. Sie implizieren, dass einigen Prognostikern (z. B. den von Consensus Economics befragten) im Gegensatz zu anderen Prognostikern im betrachteten Quartal häufig HVPI-Daten für einen zusätzlichen Monat (sowie andere wichtige Indikatoren wie etwa zu den Energierohstoffpreisen) vorlagen. Die Datenbestände anderer Prognostiker (z. B. der Europäischen Kommission) deckten gewöhnlich wiederum einen Monat weniger ab. Durch diese Unterschiede (in Abbildung B mit Pfeilen markiert) lassen sich möglicherweise einige Schwankungen der Prognosegüte erklären. Dies gilt vor allem für die Entwicklung innerhalb des

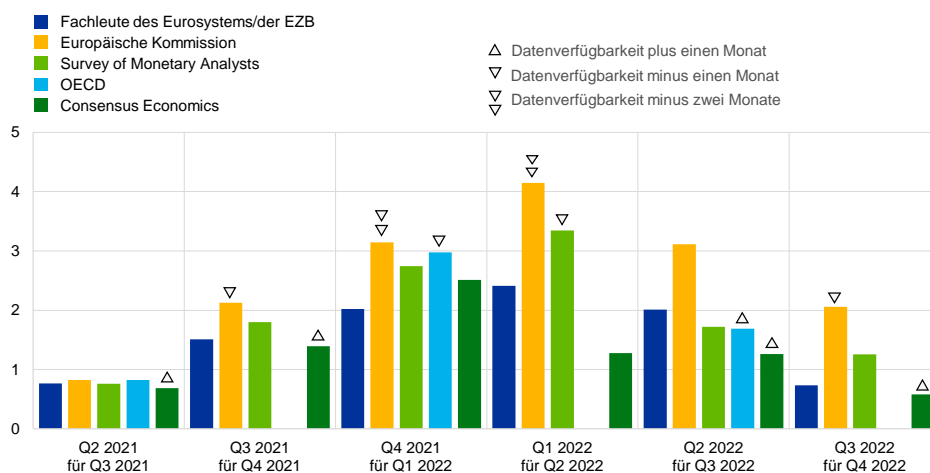
<sup>2</sup> Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) gibt regelmäßig im Rahmen seines World Economic Outlook Projektionen für den Euroraum heraus, allerdings nicht in vierteljährlichem Rhythmus. Diese finden in Abbildung B keine Berücksichtigung. Der IWF hat ebenfalls eine Untersuchung seiner Prognosefehler veröffentlicht, siehe [World Economic Outlook](#) vom Oktober 2022. Demnach waren 2021 und 2022 auch die Inflationsprognosen der Fachleute des IWF deutlich zu niedrig. Solche Unterschätzungen waren auf breiter Front für alle fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachten. 2021 lagen die tatsächlichen Teuerungsraten über den Prognosen, da sich die Nachfrage unerwartet rasch erholte. Die Prognosefehler im Jahr 2022 konzentrierten sich vergleichsweise stark auf die nicht zur Kerninflation zählenden Komponenten und standen im Zusammenhang mit den kriegsbedingten Angebotsschocks bei Energie und Nahrungsmitteln.

Jahres 2022, als die Inflation in den aufeinanderfolgenden Vergleichszeiträumen besonders starke Steigerungen aufwies.

### Abbildung B

#### Projektionsfehler bei der HVPI-Inflation für den Euroraum auf Sicht von einem Quartal nach Prognostikern

(in Prozentpunkten)



Quellen: Projektionen des Eurosystems/der EZB, Consensus Economics, Survey of Monetary Analysts (SMA), Europäische Kommission, OECD und Eurostat.

Anmerkung: Zum Fehlervergleich werden jene Prognostiker herangezogen, deren Prognoseveröffentlichung einen Stichtag in größter zeitlicher Nähe zum Stichtag der Eurosystem-/EZB-Projektionen aufweist. Für den SMA wird der Median der Umfrageteilnehmer ausgewiesen. Die Pfeile zeigen für die einzelnen Veröffentlichungen, wie viele Monate mehr oder weniger die HVPI-Datenbestände am Stichtag gegenüber den Eurosystem-/EZB-Projektionen abdeckten. Ein Pfeil nach oben bedeutet, dass für einen zusätzlichen Monat Daten verfügbar waren, ein Pfeil nach unten, dass der Datenbestand einen Monat weniger umfasst. Zwei nach unten gerichtete Pfeile bezeichnen eine um zwei Monate verringerte Datenverfügbarkeit. Quartalsprojektionen der OECD sind nur zweimal jährlich verfügbar, sodass im ersten und dritten Quartal keine Fehler ausgewiesen werden.

**Nach wie vor gehen die Fehler bei den Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB zu einem erheblichen – wenn auch geringer werdenden – Anteil auf fehlerhafte konditionierende Annahmen zu den Preisen für Energierohstoffe zurück** (siehe Abbildung C). Wie die Projektionen aller anderen großen Institutionen hängen auch die von Fachleuten des Eurosystems/der EZB erstellten Projektionen von einer Reihe technischer Annahmen zur Entwicklung wichtiger finanzieller und nichtfinanzieller Variablen ab. Solche Annahmen, wie etwa zur künftigen Entwicklung der Preise für Energierohstoffe, sind als technisch anzusehen, weil sie als eine exogen auf die Projektionen wirkende Größe behandelt werden und in den meisten Fällen auf marktbasierter Messgrößen wie Terminpreisen beruhen. Eine Einschätzung und gegebenenfalls Anpassung durch die Fachleute des Eurosystems und der EZB erfolgt somit nicht. In ihrer im April 2022 veröffentlichten Analyse der Inflationsprojektionsfehler stellte die EZB als wichtiges Ergebnis fest, dass fehlerhafte Annahmen, insbesondere zu den Preisen für Energierohstoffe, im Durchschnitt etwa drei Viertel aller bis zum ersten Quartal 2022 beobachteten Projektionsfehler ausmachten. Auch im zweiten und dritten Quartal 2022 war die Bedeutung der konditionierenden Annahmen als Fehlerquelle der Inflationsprojektionen weiterhin hoch, wenngleich sie sich verringerte. Für das vierte Quartal 2022 war sie indes zu vernachlässigen (siehe die roten, grünen und blauen Balken in Abbildung C). Die vierteljährlichen Preisannahmen für Energierohstoffe erwiesen sich während der letzten beiden

Jahre – mit Ausnahme des vierten Quartals 2022 – insgesamt als deutlich zu niedrig (siehe Abbildung D). Mit der Abkopplung der Großhandelspreise für Gas und Strom von jenen für Öl zeigte sich im Laufe des Jahres 2021, dass die Ölpreise nicht länger als alleiniger Indikator für Energiepreisprognosen herangezogen werden konnten.<sup>3</sup> Angesichts des sprunghaften Anstiegs der Gas- und Strompreise mussten also granularere Instrumente entwickelt werden. Der Fehlerbeitrag der – ebenfalls auf Terminpreisen beruhenden – neuen technischen Annahmen zur Gas- und Strompreisentwicklung hat sich allerdings als deutlich höher und erratischer erwiesen als der Fehlerbeitrag der Ölpreisannahmen. In der zweiten Jahreshälfte 2021 und im dritten Quartal 2022 wurden die tatsächlichen Ergebnisse deutlich unterschätzt und im Schlussquartal 2022 deutlich überschätzt. Auch im Fall der Verbraucherpreise für Energie war der Fehlerbeitrag (siehe den roten Balken in Abbildung C) anhaltend hoch. Zum Teil zeigt sich hierin, mit welcher Komplexität die Großhandelspreise für Gas und Strom auf die Verbraucherpreise durchwirken. Im Vergleich zur Weitergabe an die Kraftstoffpreise ist freilich zu beachten, dass Preisregulierungen, fiskalische Maßnahmen in den Euro-Ländern zur Abfederung der hohen Energiepreise, Kontraktarten sowie sonstige Preissetzungs- und Preismessungsfaktoren eine höhere Heterogenität und Unsicherheit implizieren. Die Gas- und Strompreise wirken in der Regel mit einer stärkeren Verzögerung durch, doch das Tempo hat im vergangenen Jahr möglicherweise etwas angezogen. Dies könnte einer der Gründe für den deutlich zu niedrig projizierten Anstieg der Verbraucherpreise gewesen sein. Des Weiteren ist es möglich, dass die Prognostiker den inflationssenkenden Einfluss fiskalischer Maßnahmen überschätzt haben.

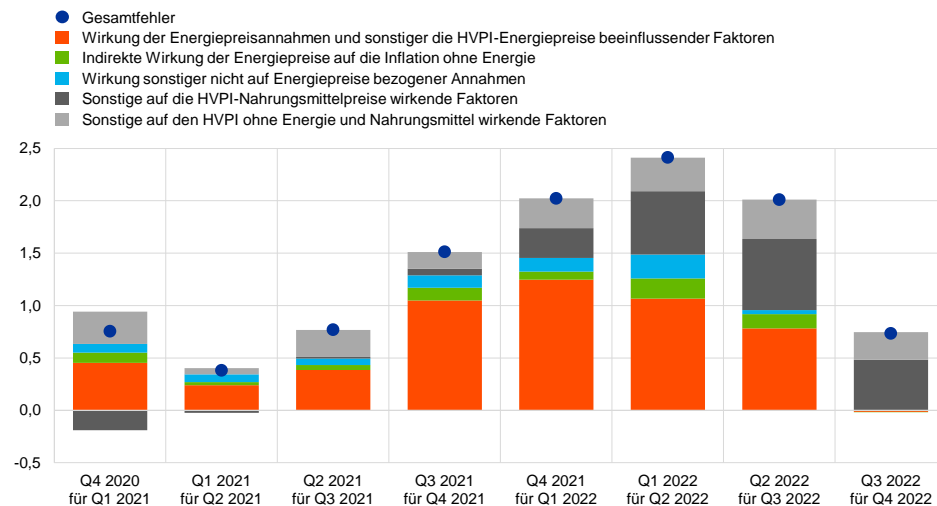
---

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Entwicklungen bei den Rohstoffpreisen für Energie und deren Auswirkungen auf die Projektionen bezüglich der HVPI-Inflation für Energie](#), Kasten 3 in: Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2021.

## Abbildung C

### Aufschlüsselung aktueller Fehler bei den von Fachleuten des Eurosystems/der EZB erstellten Projektionen der HVPI-Inflation auf Sicht von einem Quartal

(in Prozentpunkten)



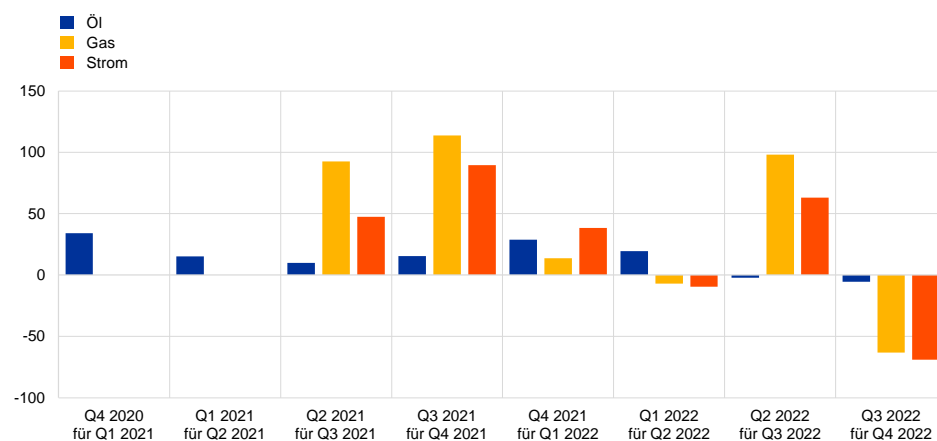
Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Gesamtfehler“ ist die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem projizierten Wert. „Indirekte Wirkung der Energiepreise auf die Inflation ohne Energie“ bezeichnet die Summe der indirekten Effekte der Öl-, Gas- und Strompreise. (Bei den Ölpreisen basieren diese indirekten Effekte auf den aus den makroökonomischen Modellen des Eurosystems abgeleiteten Elastizitäten. Bei den Gas- und Strompreisen werden die indirekten Effekte unter Annahme einer sich proportional zum Ölpreisschock verhaltenden Elastizität berechnet.) „Wirkung sonstiger nicht auf Energiepreise bezogener Annahmen“ beinhaltet die Annahmen für die kurz- und langfristigen Zinssätze, die Aktienkurse, die Auslandsnachfrage, die Exportpreise der Wettbewerber, die Nahrungsmittelpreise und den Wechselkurs.

## Abbildung D

### Fehler in den Preisannahmen für Energierohstoffe auf Sicht von einem Quartal

(in %)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Annahmen zu den Strom- und Gaspreisen liegen ab dem zweiten Quartal 2021 vor.

### Im Jahresverlauf 2022 ist der Anteil der Fehler, die nicht mit den Preisen für Energierohstoffe oder mit anderen Annahmen auf der Grundlage von Standardelastizitäten zusammenhängen, gestiegen.

Die hell- und dunkelgrauen Balken in Abbildung C zeigen den Beitrag von Fehlern in Bezug auf den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel bzw. die HVPI-Nahrungsmittelpreise an, der nicht durch Fehler bei den auf Standardelastizitäten basierenden Annahmen erklärt werden



kann. Der Beitrag dieser fehlerhaften Annahmen zu den Projektionsfehlern insgesamt steigt seit dem ersten Quartal 2022 stetig. Im dritten Quartal 2022 lag er bei 50 % und im vierten Quartal 2022 bei knapp 100 %. Mögliche Erklärungen für diese Fehler sind das überraschend schnelle Durchwirken der Engpässe in den globalen Lieferketten sowie die unerwartet kräftige Konjunkturerholung und die damit verbundenen Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie. All dies wirkte sich vor allem auf die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel aus. Die Fachleute des Eurosystems und der EZB hatten diese Faktoren in ihren Analysen zwar als inflationstreibend identifiziert, doch ließ sich die genaue Wirkung und Beständigkeit dieser in ihrer Art sehr außergewöhnlichen Faktoren nur schwer modellieren und vorhersagen. Hinzu kam, dass sich der Arbeitsmarkt im Euroraum besser als erwartet entwickelte. In den meisten Projektionen, die den Zeitraum der letzten beiden Jahre abdecken, wurden die Arbeitslosigkeit stets zu hoch prognostiziert und die Löhne meistens zu niedrig. Eine weitere Fehlerquelle ergibt sich aus der indirekten Wirkung von Preisspitzen bei Energie auf die Inflation ohne Energie und insbesondere auf die Teuerung von Nahrungsmitteln, denn diese Wirkung kann nicht vollständig anhand historischer Daten modelliert werden. Hier ist auch auf die Entkopplung der Gaspreise von den Ölpreisen zu verweisen, da erstere zu einem großen Teil die Produktionskosten für Nahrungsmittel bestimmen. Die Rohstoffpreisschocks (vor allem bei Gas und Strom) könnten aufgrund ihres extremen Ausmaßes und ihrer außergewöhnlichen Merkmale möglicherweise zu nichtlinearen Effekten geführt haben, die eine deutlich schnellere Weitergabe der Preise bewirkten, als es auf historischen Korrelationen basierende Modelle nahelegen. Darüber hinaus hat das von hoher Inflation geprägte Umfeld möglicherweise Neubepreisungen erleichtert und raschere Preisanpassungen erforderlich gemacht, die in den Annahmen der Standardmodelle nicht berücksichtigt waren.

**Die Fachleute des Eurosystems und der EZB werden ihre Projektionsverfahren auch künftig Überprüfungen unterziehen und zusätzliche Analysen bereitstellen, die in Zeiten hoher Unsicherheit in die Vorausberechnungen einfließen können.** Die Verbesserung dieser Prognosemodelle ist ein fortlaufender Prozess, bei dem verschiedene technische Foren des Eurosystems in einem regelmäßigen Austausch stehen. Wenn die Wirtschaft – so wie in den letzten Jahren – von außergewöhnlichen Schocks betroffen ist, gilt es jedoch die Unsicherheit zu betonen, mit der die Basisprojektionen behaftet sind. Projektionsfehler ergeben sich nicht allein aus der begrenzten Fähigkeit von Modellen, die Übertragung solcher Schocks abzubilden, sondern hängen auch mit den Annahmen zusammen, die über den weiteren Verlauf eines Schocks getroffen werden. Beispielhaft sei hier der Angriff Russlands gegen die Ukraine im Februar 2022 angeführt. Zu diesem Zeitpunkt legten die Fachleute des Eurosystems und der EZB in ihren Basisprojektionen weiterhin die durchschnittlichen vom Markt angesetzten Erwartungen zu den künftigen Großhandelspreisen für Energie zugrunde. Jedoch identifizierten sie darüber hinaus erhebliche Aufwärtsrisiken im Falle einer deutlichen Verringerung der Energielieferungen aus Russland. Solche Risiken und Unsicherheiten wurden durch risikospezifische Analysen, Alternativszenarios und sonstige Sensitivitätsanalysen erfasst. Sie alle fließen

zusammen mit den Basisprojektionen und anderen Fachanalysen als wichtige Informationen in den geldpolitischen Entscheidungsprozess der EZB ein.

## Emission von Schuldverschreibungen und Aufnahme von Bankkrediten: Evidenz für eine Substitution aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE)

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

**Im vorliegenden Kasten wird untersucht, ob die in letzter Zeit ungünstiger gewordenen Finanzierungsbedingungen am Anleihemarkt Unternehmen dazu veranlassen, Bankkredite aufzunehmen anstatt Schuldverschreibungen zu emittieren, und inwiefern eine solche Substitution die Kreditversorgung anderer Unternehmen beeinflusst.** Mit der schrittweisen Normalisierung der Geldpolitik haben sich die Kosten der Unternehmensfinanzierung erhöht. In der jüngsten [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln \(SAFE\)](#) gaben die Firmen im Euroraum an, dass ihr Bedarf an neuen Anleihen stärker als die entsprechende Nachfrage der Anleger hiernach zugenommen hat. Dies hat weithin zu einer Ausdehnung der Finanzierungslücken im Anleihebereich geführt. Von den an der Umfrage teilnehmenden Unternehmen begab von 2009 bis 2022 mit rund 9 % zwar nur ein relativ geringer Prozentsatz Anleihen (diesen Firmen stand ein Anteil von gut 50 % der Befragten gegenüber, die Bankprodukte nutzten). Dennoch können schlechtere Finanzierungsbedingungen am Anleihemarkt weiterreichende Folgen für die Kreditvergabebedingungen der Banken für Unternehmen haben.<sup>1</sup> Bei Anleiheemittenten handelt es sich in der Regel um größere Unternehmen, die in der Lage sind, Schuldverschreibungen durch andere Finanzierungsquellen – insbesondere Bankkredite – zu ersetzen. Eine solche Substitution kann die Kreditaufnahme anderer Unternehmen, die keinen Zugang zum Markt für Unternehmensanleihen haben, beeinträchtigen.<sup>2</sup> Vor diesem Hintergrund sollen im Folgenden die Wesensmerkmale der Emittenten von Anleihen im Unternehmenssektor des Euroraums betrachtet und in Verbindung damit die Frage untersucht werden, ob sich diese Emittenten angesichts ungünstigerer Marktbedingungen lieber über Bankkredite als über die Begebung neuer Anleihen verschulden. Des Weiteren wird beleuchtet, ob sich die Kreditvergabebedingungen für kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) verschlechtern, wenn sich die Bedingungen an den Anleihemärkten der Euro-Länder verschärfen.

**Die Unternehmen im Euroraum meldeten im Zuge der derzeitigen Normalisierung der Geldpolitik größer werdende Lücken bei ihrer Finanzierung über Schuldverschreibungen; in der Vergangenheit ging eine solche**

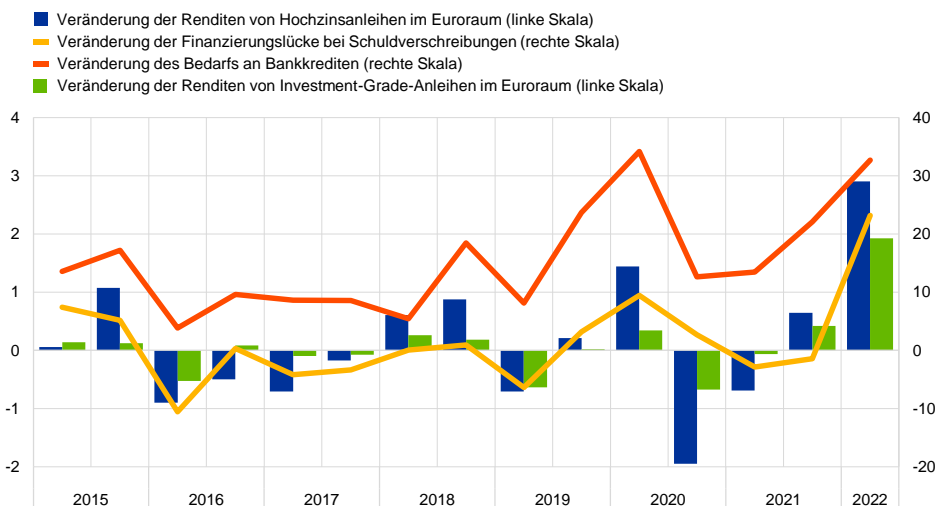
<sup>1</sup> Definiert wird eine Verschlechterung der Bedingungen am Unternehmensanleihemarkt hier als Vergrößerung der Finanzierungslücke bei Schuldverschreibungen, also der auf Basis der Unternehmensangaben aus der SAFE-Umfrage ermittelten Differenz zwischen der Veränderung der Nachfrage und der Veränderung des Angebots bei der Finanzierung über Schuldverschreibungen.

<sup>2</sup> Siehe EZB, Taxonomy of financing patterns of euro area SMEs and real effects, Kasten 1, in: [Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 270, überarbeitete Fassung vom Dezember 2021.

**Ausweitung mit einer wachsenden Nachfrage nach Bankkrediten einher** (siehe Abbildung A). Angesichts der geldpolitischen Normalisierung war in der letzten SAFE-Umfrage, die den Zeitraum von April bis September 2022 abdeckt, ein deutlicher Anstieg der Renditen von Unternehmensanleihen zu verzeichnen – sowohl in absoluter Betrachtung als auch relativ gesehen (verglichen mit den anderen Fremdfinanzierungsquellen des Unternehmenssektors).<sup>3</sup> Tendenziell korrelierten steigende Unternehmensanleiherenditen in vergangenen SAFE-Umfragen mit einer weithin gemeldeten Ausdehnung der Finanzierungslücken im Unternehmensanleihebereich (siehe Abbildung A). Überdies ist in der Regel ein Gleichlauf zwischen dem prozentualen Saldo der Unternehmen, die eine größere Finanzierungslücke im Anleihebereich melden, und dem prozentualen Saldo der Unternehmen, die einen höheren Bedarf an Bankkrediten angeben, zu beobachten. Dies könnte ein Anhaltspunkt dafür sein, dass die Unternehmen die beiden Finanzierungsquellen als Substitute ansehen. Dies stünde auch mit dem Befund im Einklang, dass von den anleiheemittierenden Unternehmen bei der letzten Umfrage per saldo 29 % eine Ausweitung ihrer Finanzierungslücke bei Schuldverschreibungen meldeten und zugleich 32 % einen zunehmenden Bedarf an Bankkrediten angaben. Das Gesamtvolumen der begebenen Unternehmensanleihen ging 2022 zurück, wobei sich aber auch die Bankkreditvergabe an den Unternehmenssektor zu verlangsamen begann.<sup>4</sup>

**Abbildung A**  
Anleihefinanzierungslücke, Bankkreditnachfrage und Unternehmensanleiherenditen

(linke Skala: Veränderung in Prozentpunkten; rechte Skala: Veränderung des prozentualen Saldos der Unternehmen)



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

Anmerkung: Dargestellt ist der prozentuale Saldo der Unternehmen, die in der SAFE-Umfrage eine größere Lücke bei der Finanzierung über Schuldverschreibungen und einen gestiegenen Bedarf an Bankkrediten melden. Dabei sind lediglich Unternehmen berücksichtigt, die sowohl Bankkredite als auch Schuldverschreibungen als wichtige Finanzierungsquellen nannten. Die Veränderung der Unternehmensanleiherenditen im Euroraum basiert auf der durchschnittlichen Rendite aus den Umfragerunden, welche jeweils einen Sechsmonatszeitraum abdecken.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung](#), Abschnitt 5, Wirtschaftsbericht 8/2022, Januar 2023.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet: November 2022](#), Pressemitteilung vom 29. Dezember 2022.

**Unternehmensanleihen werden häufiger von größeren und rentablen Unternehmen begeben, die gewöhnlich über eine stärker diversifizierte Finanzierungsstruktur verfügen.** In Abbildung B wird auf Grundlage eines Probit-Modells dargestellt, wie unterschiedliche unternehmensspezifische Merkmale mit der Wahrscheinlichkeit korrelieren, dass Firmen Anleihen begeben.<sup>5,6</sup> Aus der Abbildung geht hervor, dass die Einstufung als mittleres oder großes Unternehmen ein wichtiges Kriterium dafür ist, ob ein Unternehmen Anleihen emittiert. So liegt die Häufigkeit der Begebung von Anleihen bei einem durchschnittlichen mittleren oder großen Unternehmen (mit über 50 Beschäftigten) um 4 Prozentpunkte höher als bei kleineren Firmen. Unternehmen, die in jüngerer Zeit einen Gewinnzuwachs, ein Investitions- oder ein Beschäftigungswachstum gemeldet haben, begeben Anleihen ebenfalls tendenziell häufiger als andere Unternehmen. Darüber hinaus nehmen Firmen, die über eine weitere Finanzierungsquelle verfügen, im Durchschnitt mit einer um 4 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit Unternehmensanleihen in Anspruch; hieraus folgt, dass Anleihen gewöhnlich nicht die einzige Finanzierungsquelle darstellen.<sup>7</sup> Unternehmen mit einer diversifizierten Finanzierungsstruktur vermeiden eine übermäßige Inanspruchnahme von Bankkrediten, weil sie in der Lage sind, diese durch andere Finanzierungsquellen – insbesondere Unternehmensanleihen – zu ersetzen. Dies erweist sich vor allem dann von Vorteil, wenn Kreditklemmen auftreten oder Banken Phasen erhöhter Risikoaversion durchlaufen, wie etwa während der Weltfinanzkrise.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Neben unternehmensspezifischen Merkmalen ist die Entwicklung des Finanzsystems und das Wirtschaftswachstum eines Landes häufig positiv mit der Nutzung marktbasierter Finanzierungsmittel korreliert; siehe A. De Jong, R. Kabir und T. Nguyen, Capital Structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants, *Journal of Banking & Finance*, Bd. 32, Ausgabe 9, 2008, S. 1954-1969.

<sup>6</sup> Die ökonometrische Spezifikation wird in der Anmerkung zu Abbildung B näher erläutert.

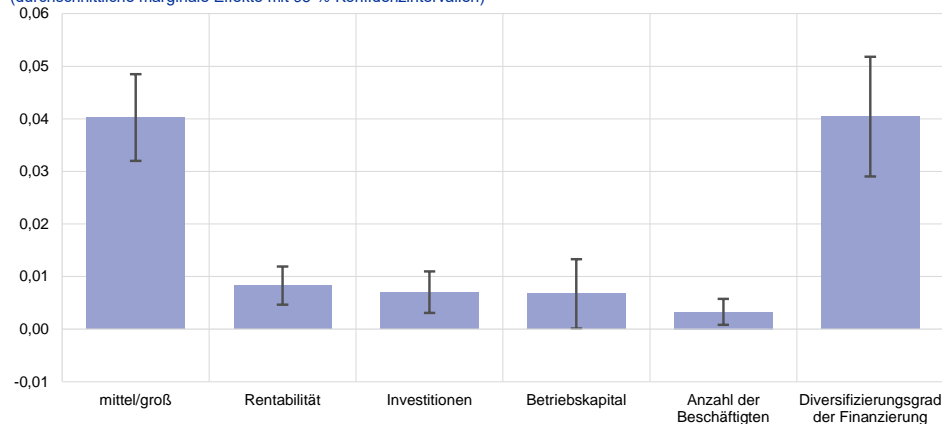
<sup>7</sup> In der SAFE-Umfrage geben die Unternehmen in der Reihenfolge der Bedeutung an, auf welche Finanzierungsmittel sie sich stützen, also einbehaltene Gewinne, Bankkredite, Überziehungskredite, Leasing/Factoring, subventionierte Kredite, Handelskredite, Schuldverschreibungen und Aktien. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie Anleihen begeben, steigt mit ihrem Diversifizierungsgrad. Dabei nimmt diese Wahrscheinlichkeit deutlich zu, wenn ein Unternehmen mehr als vier unterschiedliche Finanzierungsarten verwendet, und erhöht sich sprunghaft auf 8 bzw. 14 Prozentpunkte, wenn die Firmen fünf bzw. sechs verschiedene Finanzierungsquellen nutzen.

<sup>8</sup> Siehe auch EZB, [Fremdfinanzierungsstrukturen der Unternehmen und Übertragung von Schocks im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

## Abbildung B

### Unternehmensspezifische Merkmale: Marginaler Effekt auf die Wahrscheinlichkeit, dass Schuldverschreibungen emittiert werden

(durchschnittliche marginale Effekte mit 95 %-Konfidenzintervallen)



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

Anmerkung: Dargestellt ist der mithilfe von Probit-Regressionen ermittelte durchschnittliche marginale Effekt auf die Begebung von Schuldverschreibungen, der sich aus einer Änderung von 0 auf 1 bei Dummy-Variablen, die nur diese beiden Werte annehmen können, und einer Änderung um eine Einheit in der Variable, die die Anzahl der Finanzinstrumente erfasst, ergibt. Die abhängige Variable ist eine Dummy-Variablen, die den Wert 1 annimmt, wenn die Unternehmen Schuldverschreibungen als eine wichtige Finanzierungsquelle einstufen und diese auch tatsächlich in Anspruch genommen haben. Die Regression umfasst fünf erklärende Dummy-Variablen, von denen jede den Wert 1 annimmt, wenn die Unternehmen angaben, dass sie a) über mehr als 50 Beschäftigte (mittlere/große Unternehmen) verfügten, b) Gewinnsteigerungen verzeichneten, c) höhere Investitionen in Sachanlagen tätigten, d) gestiegenes Betriebskapital verbuchten und e) die Anzahl ihrer Beschäftigten erhöhten. Der Diversifizierungsgrad der Finanzierung wird anhand der Anzahl der vom Unternehmen verwendeten Finanzinstrumente (von eins bis acht) gemessen. In sämtlichen Spezifikationen sind sektor-, länder- und zeitfixe Effekte berücksichtigt. Die Ergebnisse werden gewichtet, um ihre Repräsentativität sicherzustellen. Die 95 %-Konfidenzintervalle basieren auf nach Ländern geclusterten Standardfehlern. Die Stichprobe umfasst alle SAFE-Erhebungen von März 2009 bis September 2022.

### Unternehmen, die Anleihen begeben, tendieren dazu, diese bei ungünstigeren Bedingungen am Unternehmensanleihemarkt (gemessen am Anstieg der entsprechenden Finanzierungslücken in der SAFE-Umfrage) durch Bankkredite zu ersetzen.

Die jüngste Ausweitung der Finanzierungslücke bei Schuldverschreibungen und die gestiegene Nachfrage nach Bankkrediten durch Anleiheemittenten könnten auf eine solche Substitution hindeuten. In diese Richtung äußerten sich auch die Banken im Euroraum: Dass vor allem große Unternehmen von der Begebung von Schuldverschreibungen abrückten, habe die Nachfrage nach Bankkrediten im zweiten und dritten Quartal 2022 ansteigen lassen.<sup>9</sup> Um der Substitution von Anleiheemissionen durch Bankkredite auf den Grund zu gehen, wurden ausschließlich jene Unternehmen berücksichtigt, die in der SAFE-Umfrage angaben, dass für sie beide Finanzierungsquellen wichtig sind. Anhand eines Probit-Modells wurde dabei der Effekt einer größeren Anleihefinanzierungslücke auf die Wahrscheinlichkeit geschätzt, dass Firmen einen höheren Bedarf an Bankkrediten melden.<sup>10</sup> Um sicherzustellen, dass einzelne Perioden die Ergebnisse nicht zu stark beeinflussen, wird die Stichprobe in unterschiedliche Phasen unterteilt. In den fünf Phasen, die auch mit der Entwicklung der allgemeinen geldpolitischen Ausrichtung im Einklang stehen, spiegeln sich das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) wider: 1) die Phase vor Einführung des APP (März 2009 bis September 2015), 2) die Phase vor der

<sup>9</sup> Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2022](#), Oktober 2022, und EZB, [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2022](#), Juli 2022.

<sup>10</sup> Die ökonomische Spezifikation wird in der Anmerkung zu Abbildung C näher erläutert.

Verringerung der Nettoankäufe im Rahmen des APP (Oktober 2015 bis September 2018), 3) die Phase, in der die Nettoankäufe des APP verringert wurden (Oktober 2018 bis September 2019), 4) die Phase, in der das PEPP durchgeführt wurde (Oktober 2019 bis März 2022), und 5) die Phase der Beendigung der Nettoankäufe (April bis September 2022).<sup>11</sup> In allen genannten Zeitabschnitten ist der geschätzte Substitutionseffekt statistisch signifikant und positiv, d. h., Unternehmen melden einen höheren Bedarf an Bankkrediten, wenn sich die Lücken ihrer Finanzierung über Schuldverschreibungen ausweiten. Den Schätzungen zufolge ist der Substitutionseffekt in den Perioden geringer, in denen im Rahmen der Ankaufprogramme der EZB verstärkt Vermögenswerte erworben wurden (Phase 2 und 4). Deutlich höher ist er nur im letzten Zeitabschnitt, also in der Zeit der Beendigung der Nettoankäufe (Phase 5). Die Unterschiede beim Umfang der geschätzten Substitution könnten darauf hindeuten, dass Unternehmen Anleiheemissionen erst dann ersetzen, wenn die Entwicklung an den Anleihemärkten hinreichend advers ist. Umfangreiche Nettoankäufe von Vermögenswerten durch die EZB tragen zu besseren Bedingungen an den Anleihemärkten oder zumindest zu einer geringeren Verschlechterung bei, sodass potenziell weniger Unternehmen ihre Anleiheemissionen durch Bankkredite ersetzen.

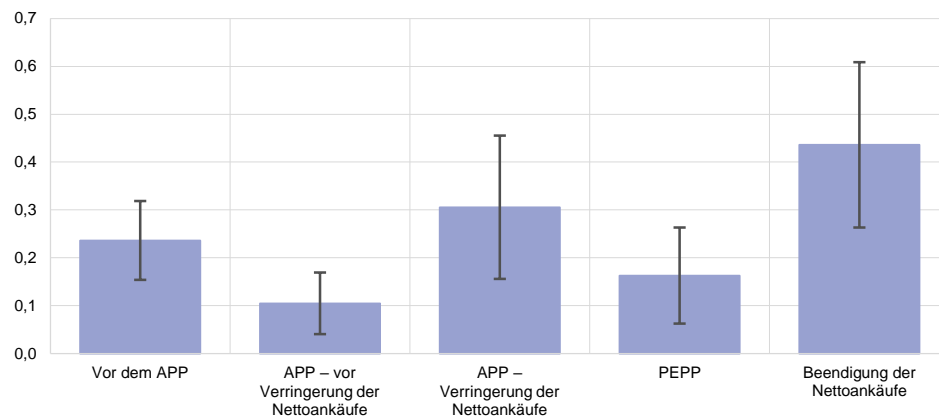
---

<sup>11</sup> Jede SAFE-Umfrage bezieht sich auf einen Sechsmonatszeitraum, der vollständig in einem der genannten Zeiträume erfasst werden muss. Daher erstreckt sich die letzte Periode (Phase der Beendigung der Nettoankäufe) auf die Monate von April bis September 2022, obwohl die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Juli 2022 eingestellt wurden.

## Abbildung C

### Effekt einer größeren Anleihefinanzierungslücke auf den Bedarf der Unternehmen an Bankkrediten nach Teilperioden

(durchschnittliche marginale Effekte mit 95 %-Konfidenzintervallen)



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

Anmerkung: Dargestellt ist der nach Teilperioden aufgeschlüsselte durchschnittliche marginale Effekt, den eine Ausweitung der Anleihefinanzierungslücke auf die Wahrscheinlichkeit hat, dass der Bedarf eines Unternehmens an Bankkrediten steigt. Die Effekte basieren auf einem Probit-Modell, in dem die abhängige Variable den Wert 1 annimmt, wenn ein Unternehmen einen höheren Bedarf an Bankkrediten meldet. Die Regressoren zeigen die Richtung an, in die sich die Finanzierungslücke von Anleihen, die Verfügbarkeit von Bankkrediten und die Rentabilität eines Unternehmens verändern. Hierbei steht der Wert 1 für eine Zunahme, der Wert 0 für eine unveränderte Entwicklung und der Wert -1 für eine Abnahme der jeweiligen Messgröße. Das Modell verwendet überdies fixe Effekte für Unternehmensgröße, Sektor, Land und Zeit. Die Daten sind neu gewichtet, um ihre Repräsentativität sicherzustellen. Die Koeffizienten der Veränderung der Finanzierungslücke sind spezifisch für die jeweiligen Teilperioden (durch Interaktion mit für die Teilperioden spezifischen Dummy-Variablen). Bei den betrachteten Teilperioden handelt es sich um die Phase vor Einführung des APP (März 2009 bis September 2015), die Phase vor der Verringerung der Nettoankäufe im Rahmen des APP (Oktober 2015 bis September 2018), die Phase, in der die Nettoankäufe des APP verringert wurden (Oktober 2018 bis September 2019), die Phase, in der das PEPP durchgeführt wurde (Oktober 2019 bis März 2022), und die Phase der Beendigung der Nettoankäufe (April bis September 2022). Die 95 %-Konfidenzintervalle basieren auf nach Ländern geclusterten Standardfehlern.

### Wenn sich die Finanzierungslücken bei Unternehmensanleihen in den Ländern des Euroraums ausweiten, verschlechtern sich auch die Kreditvergabebedingungen für KMUs; dies könnte auf Verdrängungseffekte zurückzuführen sein (siehe Abbildung D). Ersetzen Unternehmen

Anleiheemissionen durch Bankkredite, dann könnte dies weiterreichende Folgen haben, wenn die entsprechend höhere Nachfrage dieser Firmen die Kreditvergabe der Banken an andere Unternehmen wie beispielsweise KMUs beeinträchtigt. Verdrängungseffekte empirisch zu isolieren ist schwierig. Anhaltspunkte liefert jedoch die anhand eines Probit-Modells geschätzte reduzierte Beziehung zwischen den in einem Land verzeichneten Veränderungen bei den Anleihefinanzierungslücken der Unternehmen und den dortigen Kreditvergabebedingungen für einzelne KMUs.<sup>12</sup> Hierfür werden drei unterschiedliche abhängige Dummy-Variablen verwendet: 1) die Verfügbarkeit von Bankkrediten, 2) die Kreditvergabebereitschaft der Banken und 3) die Zinsen für Bankkredite. Die Dummy-Variablen nehmen den Wert 1 an, wenn das Unternehmen eine Zunahme meldet. Ansonsten beträgt der Wert 0. Das Modell lässt für jede Schätzung auf einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen der Finanzierungslücke bei Unternehmensanleihen in einem Land und den entsprechenden Kreditbedingungen für KMUs schließen. Bei einer breit angelegten Ausweitung der Finanzierungslücke

<sup>12</sup> Die in einem Land verzeichnete Anleihefinanzierungslücke von Unternehmen wird als gewichteter Durchschnitt derjenigen Unternehmen berechnet, für die sowohl Anleihen als auch Bankkredite bei der Finanzierung von Bedeutung sind. Das Probit-Modell wird für jene KMUs geschätzt, die Bankkredite als wichtige Finanzierungsquelle angeben, für die Unternehmensanleihen aber keine Rolle spielen.



bei Unternehmensanleihen in einem Land um 10 Prozentpunkte (gemessen an der SAFE-Umfrage) sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass dort ansässige KMUs eine bessere Verfügbarkeit von Bankkrediten oder eine höhere Kreditvergabebereitschaft der Banken melden, um 0,4 Prozentpunkte bzw. 0,7 Prozentpunkte.<sup>13</sup> Eine vergleichbare Zunahme bei der Anleihefinanzierungslücke in einem Land erhöht entsprechend die Wahrscheinlichkeit, dass KMUs höhere Bankkreditzinsen melden, um 0,8 Prozentpunkte. Wirtschaftlich sind diese Effekte beachtlich. In der letzten SAFE-Umfrage vergrößerte sich die Finanzierungslücke bei den Anleihen von Firmen, die auch Bankkredite in Anspruch nehmen, per saldo um 25 Prozentpunkte. Auf Basis der obigen Schätzungen würde sich damit der Anteil der KMUs, die eine bessere Verfügbarkeit von Bankkrediten und eine gestiegene Kreditvergabebereitschaft der Banken melden, um ungefähr 1 Prozentpunkt bzw. 1,75 Prozentpunkte verringern, und der Anteil der KMUs, die von gestiegenen Zinssätzen für Bankkredite berichten, um 2 Prozentpunkte erhöhen. Das entspricht rund 5 %, 8 % bzw. 7% des jeweiligen Stichprobenmittels. Die Ergebnisse könnten zwar durch die allgemeine Entwicklung der Finanzierungsbedingungen beeinflusst worden sein, welche sich sowohl auf die Anleihemärkte als auch auf die Kreditvergabebedingungen der Banken auswirken. Darüber hinaus lassen sie aber vermuten, dass die schlechteren Bedingungen am Markt für Unternehmensanleihen auch Auswirkungen auf Firmen haben, die keine Anleihen emittieren. Analog hierzu haben mehrere Studien ergeben, dass das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors ebenfalls Unternehmen zugutekam, die keine Anleihen begeben.<sup>14</sup> Grund hierfür ist, dass sich Kreditengpässe bei den Banken verringern, wenn Anleiheemittenten weniger Bankkredite nachfragen. Somit könnte die Eintrübung an den Unternehmensanleihemärkten zur Verschärfung der Bedingungen der Bankkreditvergabe an die Unternehmen beitragen.

---

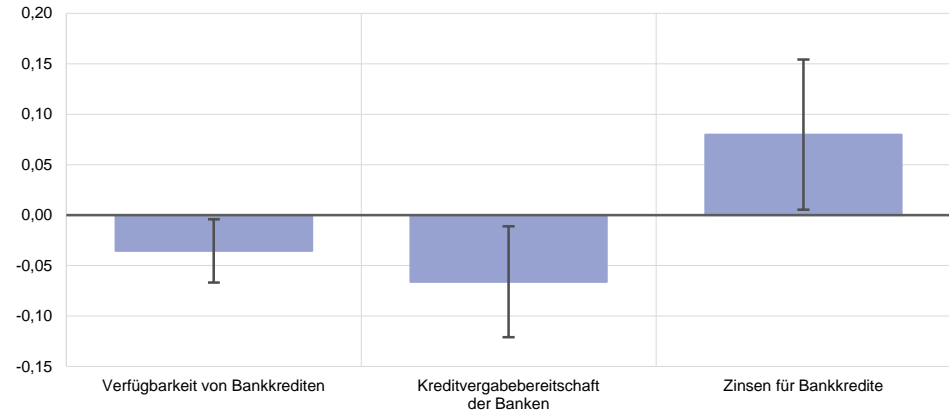
<sup>13</sup> Die Finanzierungslücke eines einzelnen Unternehmens nimmt den Wert 1 (-1) an, wenn der Bedarf an Schuldverschreibungen zunimmt (abnimmt) und gleichzeitig die Verfügbarkeit abnimmt (zunimmt). Firmen können auch angeben, dass keine Veränderung stattgefunden hat (Wert 0). Vergrößert sich also die Finanzierungslücke in einem Land um 10 Prozentpunkte, so bedeutet dies, dass per saldo 10 % mehr Anleiheemittenten angeben, dass ihr Bedarf an Schuldverschreibungen gestiegen und deren Verfügbarkeit gesunken ist.

<sup>14</sup> Siehe beispielsweise F. Betz und R. A. de Santis, [ECB corporate QE and the loan supply to bank dependent firms](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2314, 2019; Ó. Arce, R. Gimeno und S. Mayordomo (2021b), *Making room for the needy: the credit reallocation effects of the ECB's corporate QE*, *Review of Finance*, Bd. 25, Ausgabe 1, 2021, S. 43-84.

## Abbildung D

### Effekt einer größeren Anleihefinanzierungslücke auf die Kreditvergabebedingungen der Banken für KMUs

(durchschnittliche marginale Effekte mit 95 %-Konfidenzintervallen)



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

Anmerkung: Dargestellt ist der mithilfe von Probit-Regressionen ermittelte durchschnittliche marginale Effekt einer Zunahme der Finanzierungslücke bei Schuldverschreibungen in einem Land um eine Einheit (Differenz zwischen Nachfrage- und Angebotsänderung) auf die Kreditvergabebedingungen der Banken gemäß den Angaben der KMUs. Die Finanzierungslücke bei Schuldverschreibungen in einem Land wird als gewichteter Durchschnitt derjenigen Unternehmen berechnet, für die sowohl Schuldverschreibungen als auch Bankkredite eine wichtige Finanzierungsquelle darstellen. Das Modell wird anhand von drei abhängigen Variablen geschätzt: 1) Verfügbarkeit von Bankkrediten, 2) Kreditvergabebereitschaft der Banken und 3) Zinsen für Bankkredite. Die abhängige Dummy-Variablen nimmt in allen Fällen den Wert 1 an, wenn die Unternehmen einen Anstieg melden. Die Modellschätzungen umfassen jene KMUs, die Bankkredite als wichtige Finanzierungsquelle angeben, für die Unternehmensanleihen aber keine Rolle spielen. Das Modell berücksichtigt die Veränderung des Bedarfs an Bankkrediten und die Veränderung der von den (einzelnen) Unternehmen ausgewiesenen Gewinne sowie Dummy-Variablen, die Länder, Sektoren und Erhebungswellen erfassen. Die 95 %-Konfidenzintervalle basieren auf nach Ländern geclusterten Standardfehlern. Die Stichprobe umfasst alle SAFE-Erhebungen von März 2009 bis September 2022.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

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

## Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

# 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

## 1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP <sup>1)</sup> (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)						
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum <sup>2)</sup> (HVPI)
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-3,0	-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	7,6	2,1	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	.	.	.	.	3,0	.	.	.	8,0	9,1	2,5	.	8,4
2022 Q1	0,6	-0,4	0,6	-0,5	1,3	0,6	7,9	5,6	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
Q2	-0,3	-0,1	0,1	1,1	-2,4	0,9	9,7	6,4	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
Q3	1,3	0,8	-0,3	-0,2	3,9	0,3	10,4	7,2	8,3	10,0	2,9	.	9,3
Q4	.	0,7	.	.	0,0	0,1	.	.	7,1	10,8	3,8	.	10,0
2022 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.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,5	7,1	10,7	3,8	.	10,1
Dez.	-	-	-	-	-	-	.	.	6,5	10,5	4,0	.	9,2
2023 Jan. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	8,5

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrieländer	Schwellenländer
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	11,1	9,7	12,6
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	.	.	.
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,6	3,2	-0,2
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,1	-0,2	0,5
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,8	0,0	1,7
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	.	.	.
2022 Juli	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,7	1,0	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	2,8
Sept.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,2	46,5	0,8	0,0	1,7
Okt.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	0,0	-0,6	0,5
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,2	-1,4	-0,9
Dez.	48,0	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,8	46,6	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2019	11 986,3	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	11 046,7	5 924,6	2 565,7	2 515,9	1 222,5	683,7	603,0	40,5	409,8	5 187,5	4 777,7
2021	12 313,6	11 835,1	6 289,0	2 718,0	2 701,7	1 367,6	762,6	564,3	126,4	478,5	6 069,6	5 591,1
2021 Q4	3 176,2	3 093,6	1 642,1	692,7	707,0	355,0	194,2	156,0	51,8	82,6	1 634,6	1 552,0
2022 Q1	3 232,9	3 148,2	1 678,9	701,1	718,2	371,6	200,3	144,4	50,1	84,8	1 713,7	1 628,9
Q2	3 296,4	3 229,1	1 727,5	708,5	741,5	383,1	208,0	148,5	51,5	67,3	1 828,0	1 760,8
Q3	3 343,9	3 330,4	1 771,0	715,7	778,2	387,7	214,6	174,0	65,5	13,6	1 893,8	1 880,3
<i>In % des BIP</i>												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2022 Q1	0,6	-0,4	0,0	0,1	-0,7	2,1	1,5	-9,5	-	-	1,5	-0,7
Q2	0,9	1,0	1,1	-0,1	1,0	-0,3	2,1	2,4	-	-	1,8	2,2
Q3	0,3	1,4	0,8	0,2	3,6	-0,8	1,8	16,8	-	-	1,7	4,2
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,8	23,0	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,7	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,8	4,3	3,6	5,8	9,5	-7,5	-	-	10,5	8,3
2022 Q1	5,5	5,6	7,9	3,1	3,6	4,2	2,1	4,3	-	-	8,7	9,3
Q2	4,3	4,4	5,5	0,8	2,8	1,4	3,0	5,8	-	-	7,9	8,5
Q3	2,3	3,5	1,8	0,6	7,3	1,1	7,3	22,8	-	-	7,8	10,7
Q4	1,9	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2022 Q1	0,6	-0,4	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,3	1,1	-	-
Q2	0,9	1,0	0,6	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	0,1	-1,1	-	-
Q4	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2019	1,6	2,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,7	-	-
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,3	-	-
2022 Q1	5,5	5,4	4,0	0,7	0,8	0,5	0,1	0,2	-0,1	0,1	-	-
Q2	4,3	4,3	2,8	0,2	0,6	0,2	0,2	0,3	0,7	0,1	-	-
Q3	2,3	3,4	0,9	0,1	1,6	0,1	0,4	1,0	0,7	-1,0	-	-
Q4	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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 (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</b>												
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	11 042,1	188,1	2 166,2	594,8	1 996,5	586,1	497,1	1 242,7	1 285,9	2 151,7	333,1	1 271,5
2021 Q4	2 836,8	50,1	555,3	152,0	536,6	149,5	124,8	313,0	330,7	540,3	84,4	339,4
2022 Q1	2 892,4	51,6	576,3	158,1	545,6	150,5	124,9	315,7	335,7	547,5	86,6	340,5
Q2	2 955,7	54,3	591,8	161,5	571,1	154,0	126,8	318,7	341,4	546,3	90,0	340,6
Q3	3 012,5	56,4	597,9	162,7	589,5	154,6	128,9	324,8	346,6	558,6	92,6	331,4
<b>In % der Wertschöpfung</b>												
2021	100,0	1,7	19,6	5,4	18,1	5,3	4,5	11,3	11,6	19,5	3,0	-
<b>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</b>												
<b>Veränderung gegen Vorquartal in %</b>												
2021 Q4	0,2	0,0	0,5	0,3	0,6	2,3	-0,2	0,5	0,9	-0,8	-2,5	3,2
2022 Q1	0,9	-0,8	0,5	2,3	0,9	0,8	0,1	1,0	1,1	0,9	2,1	-1,7
Q2	0,7	-1,1	0,6	-0,7	1,8	2,0	0,2	0,2	1,0	-0,3	4,3	1,9
Q3	0,6	0,4	0,7	-1,7	1,2	0,0	-0,2	-0,1	0,3	1,4	2,8	-2,6
<b>Veränderung gegen Vorjahr in %</b>												
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	0,0	-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	5,4	-0,4	1,8	4,6	14,1	6,6	0,5	3,2	6,4	1,9	17,3	6,7
Q2	4,4	-2,0	2,1	1,6	11,1	7,0	0,6	2,4	5,2	1,1	16,3	3,7
Q3	2,5	-1,5	2,3	0,2	4,5	5,1	0,0	1,5	3,3	1,1	6,7	0,7
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</b>												
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	0,6	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
<b>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</b>												
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	5,4	0,0	0,4	0,3	2,4	0,4	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
Q2	4,4	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	0,4	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 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	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	2,8	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	2,3	1,4	1,2
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<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	4,6	4,0	-0,3	7,3
Q3	2,5	2,8	1,1	-1,4	2,4	2,7	3,2	6,8	-0,3	6,2	3,5	1,1	3,1
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<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	1,5	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	2,0	-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	0,3	0,9	-0,3	1,6	0,8	0,1	1,9	1,2	-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 <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- 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		
2020	160,960	3,5	12,832	8,0	3,0	10,281	7,0	2,552	18,1	6,580	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,322	3,4	12,629	7,7	3,2	10,179	6,8	2,450	16,8	6,430	7,4	6,199	8,1	2,4
2022	.	.	11,150	6,7	.	8,892	5,9	2,258	14,7	5,615	6,4	5,536	7,1	.
2022 Q1	165,398	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,2	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
Q2	166,050	3,1	11,084	6,7	2,7	8,843	5,9	2,241	14,6	5,570	6,3	5,514	7,1	3,2
Q3	166,161	3,0	11,165	6,7	2,5	8,797	5,8	2,369	15,3	5,613	6,3	5,552	7,1	3,1
Q4	.	.	11,013	6,6	.	8,715	5,8	2,298	14,8	5,538	6,2	5,474	7,0	.
2022 Juli	-	-	11,036	6,6	-	8,784	5,8	2,252	14,7	5,544	6,3	5,492	7,1	-
Aug.	-	-	11,075	6,7	-	8,769	5,8	2,306	14,9	5,536	6,3	5,539	7,1	-
Sept.	-	-	11,067	6,7	-	8,737	5,8	2,330	15,1	5,555	6,3	5,512	7,1	-
Okt.	-	-	10,966	6,6	-	8,690	5,8	2,276	14,7	5,490	6,2	5,475	7,0	-
Nov.	-	-	11,025	6,6	-	8,717	5,8	2,308	14,8	5,563	6,3	5,462	7,0	-
Dez.	-	-	11,048	6,6	-	8,737	5,8	2,311	14,8	5,562	6,3	5,486	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 <sup>1)</sup>	Pkw- Neuzulas- sungen	
	Insgesamt	Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter								Energie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
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	5,2	5,1	0,8	7,9	9,5	13,3	-3,1
2022	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-4,1
2022 Q1	-0,2	-0,2	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,3	5,9	-1,6	11,3	12,6	.	-13,0
Q2	0,4	0,6	-0,1	-0,2	2,3	-0,5	2,0	1,0	-2,8	2,9	7,9	.	-16,3
Q3	1,7	2,1	-1,5	5,5	2,1	-1,4	1,3	-0,7	-1,7	-0,8	3,6	.	2,2
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	16,3
2022 Juli	-2,5	-2,7	-1,9	-5,0	-0,9	0,3	2,0	-0,8	-1,7	-0,9	2,1	-	-6,4
Aug.	2,8	3,2	-0,6	7,9	2,0	-0,6	1,5	-1,4	-1,3	-2,3	4,8	-	4,4
Sept.	5,1	6,1	-1,9	14,1	5,2	-4,0	0,9	0,1	-2,0	0,8	3,7	-	10,3
Okt.	3,4	4,6	-3,1	9,4	9,0	-8,1	1,9	-2,6	-3,9	-2,4	2,2	-	14,9
Nov.	2,0	3,5	-3,3	8,8	5,5	-10,7	1,3	-2,8	-4,6	-2,3	4,4	-	17,9
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	16,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2022 Juli	-2,1	-2,1	-1,0	-4,5	2,1	-0,5	0,4	-0,2	0,0	-0,2	1,0	-	1,3
Aug.	1,7	2,7	-0,6	3,4	1,9	-0,1	-1,0	0,0	-0,7	0,3	2,0	-	11,9
Sept.	0,8	1,3	-0,7	2,1	2,5	-2,0	0,4	0,8	0,5	1,3	-0,8	-	7,4
Okt.	-1,9	-1,8	-1,5	0,0	-0,3	-3,5	1,0	-1,5	-1,2	-1,9	-0,1	-	1,7
Nov.	1,0	1,3	0,8	1,0	-1,0	-0,9	-0,8	0,8	-0,9	1,6	1,0	-	2,9
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	0,1

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	98,5	-5,2	80,6	-11,6	-15,3	-8,6	5,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,6	-13,2	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	111,1	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,0	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,6	.	-21,9	5,2	-3,9	9,5	.	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q1	111,5	11,8	82,5	-13,7	9,4	0,9	12,7	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
Q2	104,3	6,9	82,4	-22,4	5,4	-5,1	12,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	97,2	1,5	81,9	-26,8	2,7	-6,0	7,9	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	94,9	-1,5	.	-24,5	3,2	-5,3	4,9	.	47,1	45,9	49,0	48,2
2022 Aug.	98,1	1,2	-	-24,9	4,2	-4,6	8,6	-	49,6	46,5	49,8	49,0
Sept.	94,4	-0,2	-	-28,7	1,5	-7,5	5,5	-	48,4	46,3	48,8	48,1
Okt.	93,6	-1,0	81,4	-27,5	2,8	-6,3	3,8	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
Nov.	94,7	-1,9	-	-23,9	2,7	-6,4	4,1	-	47,1	46,0	48,5	47,8
Dez.	96,3	-1,5	-	-22,2	4,1	-3,4	6,8	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Jan.	.	.	-	-20,9	.	.	.	-	48,8	48,9	.	.

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (brutto)	Schuldenquote <sup>4)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,1	2,0	2,5	3,9	7,0	5,2	47,7	24,2	75,2	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,6	5,0	4,2	46,1	24,6	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,5	3,5	16,9	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	7,9	3,0
2021 Q4	17,7	95,8	0,8	3,5	15,8	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	14,2	3,0
2022 Q1	16,0	95,6	0,0	3,0	16,7	6,3	9,1	48,7	25,8	78,8	4,7	15,0	3,0
Q2	14,7	95,4	-0,4	2,7	16,2	3,5	8,7	48,6	24,4	77,5	4,7	-4,2	3,2
Q3	14,1	94,7	-0,4	2,6	10,6	2,1	7,6	48,6	23,7	77,6	4,7	30,8	3,5

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote ergibt sich aus der Division des Bruttounternehmensgewinns (der im Großen und Ganzen dem Cashflow entspricht) durch die Bruttowertschöpfung.
- 4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 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	1 224,1	1 212,8	11,2	684,3	676,6	294,4	256,0	209,2	208,6	36,1	71,7	28,0	20,2
Q2	1 274,1	1 313,3	-39,2	719,1	745,3	304,7	267,9	210,3	215,4	39,9	84,7	115,8	11,8
Q3	1 330,3	1 436,2	-105,9	753,3	808,8	312,1	318,3	224,5	223,4	40,4	85,8	19,9	16,7
2022 Juni	433,8	443,3	-9,4	245,2	255,8	103,0	90,7	72,5	67,9	13,2	29,0	8,4	3,7
Juli	433,8	466,0	-32,2	243,4	263,6	103,3	100,0	73,9	73,5	13,3	29,0	7,2	5,4
Aug.	445,6	484,2	-38,6	253,3	277,1	103,9	104,1	74,7	73,4	13,7	29,5	5,2	5,2
Sept.	450,9	486,0	-35,1	256,6	268,1	105,0	114,2	75,9	76,5	13,5	27,3	7,4	6,1
Okt.	445,7	446,2	-0,5	255,8	258,3	103,2	90,1	74,7	73,1	12,0	24,7	5,0	3,3
Nov.	447,3	433,7	13,6	258,0	250,5	102,4	84,7	74,8	71,7	12,2	26,8	7,0	3,6
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2022 Nov.	5 122,0	5 232,5	-110,5	2 890,5	2 953,3	1 209,4	1 099,8	868,1	858,9	154,0	320,6	220,6	93,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2022 Nov.	39,3	40,1	-0,8	22,2	22,6	9,3	8,4	6,7	6,6	1,2	2,5	1,7	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q4	12,1	33,0	636,5	323,4	115,9	186,2	524,0	659,2	404,8	98,1	148,4	452,0	72,2
2022 Q1	17,2	40,8	676,6	343,5	124,4	196,5	554,6	720,0	454,6	104,8	151,6	481,0	85,6
Q2	20,2	45,5	715,6	361,5	126,5	216,6	575,2	809,8	525,8	111,6	163,7	516,5	107,9
Q3	20,1	47,1	734,0	369,4	133,3	218,8	591,9	855,9	560,6	116,9	168,8	532,5	102,5
2022 Juni	19,8	44,0	241,9	122,2	43,3	72,7	194,1	274,5	178,7	38,2	55,0	174,4	40,1
Juli	13,0	43,4	237,3	119,7	42,8	71,0	189,7	276,8	182,9	36,9	54,3	172,1	37,0
Aug.	24,0	53,5	246,5	124,1	44,8	73,2	198,7	292,3	191,1	40,1	57,3	182,1	33,6
Sept.	23,5	44,8	250,2	125,5	45,6	74,6	203,5	286,7	186,6	39,9	57,2	178,3	31,9
Okt.	17,9	30,7	249,0	124,8	45,8	73,8	202,4	277,1	175,3	39,5	58,3	178,6	33,7
Nov.	17,2	20,3	251,5	.	.	.	204,2	266,7	.	.	.	173,1	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q4	0,5	7,4	105,2	111,3	98,4	103,1	104,1	114,7	117,0	114,1	113,9	116,4	133,7
2022 Q1	2,5	10,1	107,0	108,0	104,6	110,9	106,9	116,7	117,5	119,7	115,3	119,5	131,0
Q2	2,7	10,8	107,7	107,3	102,3	117,9	106,8	121,3	123,3	124,9	119,8	123,0	143,4
Q3	2,7	13,8	106,2	105,3	105,5	113,0	105,7	123,0	125,2	124,4	119,9	122,5	138,5
2022 Mai	9,5	16,9	111,3	110,7	103,2	122,8	110,8	123,7	125,5	128,2	123,3	125,3	142,0
Juni	1,3	9,1	106,0	105,5	102,6	115,2	105,1	120,4	122,3	124,2	117,2	122,0	149,8
Juli	-3,7	8,4	103,3	103,6	102,8	109,8	101,8	120,0	122,0	118,5	116,9	120,6	141,0
Aug.	6,1	18,9	106,7	105,2	105,9	113,7	106,4	125,4	128,0	129,4	121,5	124,1	136,6
Sept.	6,2	14,3	108,5	107,1	107,8	115,6	108,8	123,6	125,5	125,3	121,2	122,8	137,8
Okt.	2,7	7,5	107,0	106,5	106,3	112,1	106,3	120,3	119,0	124,2	122,7	122,9	144,4

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

## 3 Preise und Kosten

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

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Admini- strierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel												
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	
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	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,8	1,7	3,4	1,5	14,4	0,8	6,0	6,9	
Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,4	4,1	1,3	7,1	1,0	8,2	7,1	
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,7	1,9	4,4	1,0	9,5	7,8	
Q4	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,8	1,4	4,6	1,4	10,0	9,5	
2022 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	1,2	1,3	0,3	2,9	0,8	9,9	10,4	
Okt.	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,9	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1	
Nov.	121,0	10,1	5,0	14,2	4,2	0,2	1,3	-0,4	0,4	-1,9	0,4	10,2	9,1	
Dez.	120,5	9,2	5,2	12,6	4,4	-0,4	1,2	-0,2	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4	
2023 Jan. <sup>3)</sup>	120,1	8,5	5,2	.	4,2	.	.	.	.	-0,9	.	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Wohn- mieten					
	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
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
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
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
Q4	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
2022 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.	13,6	13,6	13,8	14,5	6,1	34,9	3,0	2,2	5,6	-0,7	6,9	2,8
Dez.	13,8	14,3	12,0	12,0	6,4	25,5	3,1	2,3	5,4	-0,6	7,2	3,0
2023 Jan. <sup>3)</sup>	14,1	14,9	11,6	.	6,9	17,2	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien <sup>3)</sup>	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	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	12,3	9,2	0,0
Q3	163,2	41,2	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	.	8,6	107,9	11,9	6,8	.
2022 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	7,8	13,3	.	8,4	98,0	-	-	-
Aug.	165,0	43,5	17,5	14,6	20,0	7,8	14,1	.	8,6	117,3	-	-	-
Sept.	167,6	41,9	16,9	14,5	19,0	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
Okt.	162,5	30,5	16,2	14,0	17,5	7,6	15,3	.	9,3	64,9	-	-	-
Nov.	161,0	27,1	14,4	13,1	15,3	7,6	15,3	.	9,1	55,7	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

### 3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren								Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)					
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>		Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-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
2022	.	.	.	.	.	.	.	.	95,0	18,3	29,5	9,0	19,6	29,1	9,9
2022 Q1	112,2	3,5	5,5	4,8	2,6	7,3	11,8	17,0	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
Q2	113,4	4,3	6,7	6,3	3,5	8,4	14,6	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
Q3	114,7	4,4	7,2	7,4	4,1	7,5	13,5	19,6	98,3	14,8	30,8	1,5	15,5	28,6	2,3
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	86,6	5,6	14,4	-2,3	5,6	13,6	-3,1
2022 Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,1	30,2	4,2	15,9	26,3	5,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,5	31,4	3,7	15,9	28,1	3,2
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,8	25,6	-1,7	12,8	27,4	-1,9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,2	12,3	0,5	5,9	11,0	0,0
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	-0,1	6,1	-5,6	-1,4	3,8	-7,0
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	.	.	.	.	.	.

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

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

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

## 3 Preise und Kosten

### 3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2015	4,3	7,8	-	-5,2	32,3	56,7	56,3	-	49,7
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
2022	48,2	53,0	27,2	42,6	71,5	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 Q1	50,8	49,3	23,8	39,3	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	45,8	54,1	27,3	40,6	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	41,2	52,5	29,4	41,5	78,0	65,8	74,3	63,7	62,0
2022 Aug.	43,7	53,0	26,4	38,4	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
Sept.	48,6	54,4	28,4	41,8	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
Okt.	44,8	56,1	30,1	44,7	77,2	72,0	76,9	66,1	62,7
Nov.	40,4	51,5	29,8	42,9	78,3	64,5	74,3	63,6	62,3
Dez.	38,4	49,8	28,3	37,1	78,5	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Jan.	.	.	.	.	.	56,3	.	61,6	.

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

### 3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	107,1	2,5	2,6	2,3	2,6	2,3	2,2
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,3	0,9	1,2	1,4	1,5
2021 Q4	119,6	2,5	2,1	3,4	2,7	2,0	1,6
2022 Q1	108,5	3,7	2,7	7,3	4,3	2,6	2,9
Q2	119,2	3,8	3,2	6,0	3,9	3,5	2,5
Q3	112,4	2,8	2,1	5,3	2,5	3,6	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 wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2019	105,5	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	-1,1	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	3,9	6,2	16,1
2021	110,4	0,1	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	1,3	-6,9
2022 Q1	112,6	2,0	2,3	4,0	3,1	-0,7	2,6	3,1	4,8	2,5	2,5	-4,8
Q2	112,9	2,9	4,9	3,4	5,6	1,5	1,8	4,2	5,7	3,7	3,2	-6,2
Q3	114,1	3,3	3,1	1,8	6,1	1,9	4,0	4,0	8,1	3,9	3,8	-0,2
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
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	5,1	3,8	1,6	4,5
2022 Q1	114,5	4,5	3,3	4,3	4,2	7,9	3,1	3,8	5,6	4,6	2,8	8,4
Q2	115,4	4,7	3,6	4,2	3,9	8,0	2,8	4,7	5,7	5,6	2,9	6,8
Q3	116,7	3,9	3,4	2,7	3,3	4,8	3,1	4,4	5,3	4,9	3,4	5,3
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
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	2,5	-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	101,6	2,3	0,1	0,7	-2,2	8,2	2,0	1,4	1,3	2,0	0,3	12,3
2022 Q1	101,8	2,4	1,0	0,3	1,1	8,7	0,5	0,6	0,8	2,0	0,3	13,9
Q2	102,3	1,7	-1,3	0,7	-1,6	6,3	0,9	0,5	-0,1	1,8	-0,3	13,8
Q3	102,3	0,6	0,2	0,9	-2,6	2,9	-0,8	0,4	-2,6	1,0	-0,3	5,5
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
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	0,6	0,6	0,2
2021 Q4	116,0	1,6	1,0	2,3	2,2	0,3	3,7	4,9	2,7	2,2	2,6	0,0
2022 Q1	116,5	1,3	3,2	3,5	3,2	-2,4	3,0	4,2	3,1	2,0	3,4	0,0
Q2	116,9	3,6	4,9	4,5	5,3	2,1	3,9	6,3	4,7	4,8	4,7	2,7
Q3	118,6	2,9	3,3	1,6	3,0	2,7	2,7	4,0	4,1	3,4	3,7	3,8
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
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	104,7	2,1	3,3	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	1,7	-0,7	-0,1	-1,7	0,4	1,1	-3,5	-0,2	0,8	3,3
Q2	104,5	0,6	0,0	1,1	-0,9	1,1	1,8	2,1	-2,1	1,1	1,3	8,4
Q3	104,9	-0,2	-0,1	-0,1	-2,4	1,3	-1,6	0,3	-4,4	-0,2	0,0	3,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) <sup>2)</sup>	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontagsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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	-0,01	0,10	0,36	0,69	1,11	2,40	-0,02
2022 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
Dez.	1,57	1,73	2,07	2,57	3,03	4,74	-0,04
2023 Jan.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,81	-

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 <sup>1), 2)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2022 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
Dez.	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Jan.	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41

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	Verbraucher- und 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		
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021	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 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
Dez.	418,3	3 884,7	944,2	257,4	166,8	121,0	168,9	738,0	757,3	355,1	268,3	786,9	3 912,4	27 214,7
2023 Jan.	439,8	4 092,7	963,0	276,9	167,7	123,3	182,3	780,4	807,6	358,7	277,9	808,6	3 960,7	26 606,3

Quelle: Refinitiv.



## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Echte Kreditkartenkredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunternehmen und Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewichteter Indikator der Kreditfinanzierungskosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahreszinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahreszinssatz <sup>3)</sup>	Gewichteter Indikator der Kreditfinanzierungskosten				
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr				Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 5 Jahre		Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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.	0,03	0,73	0,90	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,57	2,66	2,83	3,06	2,41	2,90	2,67
Nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,42	6,55	7,12	3,96	2,93	3,05	3,30	2,55	3,10	2,89
Dez. <sup>(p)</sup>	0,07	0,80	1,39	1,91	5,99	15,99	6,65	6,45	7,03	3,99	3,07	3,16	3,29	2,60	3,18	2,94

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revolvierende Kredite und Überziehungskredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kreditfinanzierungskosten
	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	
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.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,98	3,52	3,62	2,74	3,02	2,76	2,45	2,76	2,82	2,73
Nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,75	4,01	3,12	3,38	3,07	2,88	3,31	3,30	3,11
Dez. <sup>(p)</sup>	0,19	1,80	2,61	3,21	3,74	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,60	3,27	3,41

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 tätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Marktwerte)

	Umlauf							Bruttoabsatz <sup>1)</sup>							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)				Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten			
			FMKGs				FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>Kurzfristig</b>															
2019															
2020	1 485,4	429,9	126,2	52,1	96,3	833,1	719,4								
2021	1 409,9	428,8	132,0	49,6	87,6	761,5	671,7	387,5	138,7	79,8	26,4	31,8	137,3	104,6	
2022															
Juli	1 328,0	422,7	140,2	50,4	104,3	660,8	600,3	510,7	199,6	122,1	57,4	55,4	133,7	87,5	
Aug.	1 323,6	420,1	139,0	49,1	105,6	658,9	597,7	471,3	188,2	114,2	49,5	45,3	123,6	92,0	
Sept.	1 363,1	448,6	143,4	48,9	102,2	668,9	602,4	559,0	219,1	134,4	56,9	65,5	140,0	104,1	
Okt.	1 354,5	460,8	143,2	51,2	100,4	650,1	589,9	557,8	248,1	134,3	57,9	57,7	117,7	91,1	
Nov.	1 393,5	485,0	139,4	48,9	97,0	672,1	623,0	609,3	267,6	142,8	63,2	49,5	149,5	129,2	
Dez.	1 350,9	481,3	135,6	46,5	87,5	646,6	606,0	402,9	166,5	132,0	59,1	37,8	66,6	57,2	
<b>Langfristig</b>															
2019															
2020	19 373,1	4 062,0	3 232,0	1 271,1	1 542,4	10 536,6	9 749,6								
2021	20 060,8	4 173,1	3 570,1	1 359,8	1 593,7	10 723,8	9 902,9	3 16,9	66,6	82,9	32,2	24,0	143,4	129,9	
2022															
Juli	19 234,3	4 134,7	3 558,4	1 375,2	1 451,5	10 089,8	9 309,7	236,7	52,0	61,0	31,8	8,6	115,1	110,4	
Aug.	18 652,0	4 033,4	3 506,9	1 367,8	1 409,7	9 702,1	8 949,5	186,8	53,5	43,4	10,5	8,4	81,5	75,5	
Sept.	18 159,9	3 980,2	3 476,8	1 348,0	1 361,0	9 341,8	8 611,1	320,5	94,9	75,2	27,8	19,3	131,1	121,0	
Okt.	18 276,8	4 017,8	3 502,5	1 343,3	1 361,5	9 395,0	8 669,0	333,4	79,6	73,6	24,1	12,5	167,7	159,6	
Nov.	18 651,5	4 078,4	3 565,7	1 352,7	1 406,5	9 600,9	8 862,8	330,6	77,6	88,1	32,8	30,6	134,3	120,7	
Dez.	18 133,5	3 985,8	3 532,0	1 361,4	1 382,7	9 232,9	8 521,2	199,3	59,7	58,4	29,0	11,4	69,8	67,4	

Quelle: EZB.

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

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

(in Mrd. €; Veränderung in %; Marktwerte)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten					
			FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Umlauf</b>											
2019											
2020	20 858,5	4 491,9	3 358,3	1 323,2	1 638,7	11 369,6	10 469,0	8 560,4	537,8	1 410,5	6 612,1
2021	21 470,6	4 601,9	3 702,1	1 409,3	1 681,3	11 485,3	10 574,6	10 348,6	609,3	1 580,2	8 158,1
2022											
Juli	20 562,3	4 557,4	3 698,6	1 425,7	1 555,7	10 750,6	9 910,0	8 903,5	482,1	1 355,6	7 064,9
Aug.	19 975,6	4 453,5	3 645,8	1 416,9	1 515,3	10 361,0	9 547,2	8 484,5	475,5	1 311,2	6 696,9
Sept.	19 523,0	4 428,8	3 620,2	1 396,8	1 463,3	10 010,7	9 213,4	7 917,4	460,6	1 231,4	6 224,8
Okt.	19 631,3	4 478,7	3 645,7	1 394,5	1 461,9	10 045,0	9 258,9	8 470,8	506,9	1 292,0	6 671,2
Nov.	20 045,0	4 563,4	3 705,1	1 401,6	1 503,6	10 272,9	9 485,9	9 054,7	540,0	1 401,3	7 112,8
Dez.	19 484,4	4 467,1	3 667,6	1 407,9	1 470,2	9 879,5	9 127,2	8 727,9	534,3	1 377,0	6 816,0
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>											
2019											
2020											
2021											
2022											
Juli	3,5	2,6	7,3	5,9	2,6	2,8	3,2	0,9	-0,4	3,3	0,5
Aug.	3,5	2,6	7,4	4,9	3,0	2,8	3,2	0,8	-0,7	2,7	0,5
Sept.	3,3	3,7	5,9	2,7	2,2	2,4	2,8	0,4	-0,9	2,3	0,2
Okt.	3,3	4,7	4,0	1,1	1,3	2,8	3,3	0,4	-1,1	2,3	0,2
Nov.	3,8	5,5	4,9	1,3	0,9	3,1	3,7	0,2	-1,3	1,7	0,1
Dez.	3,7	5,7	4,3	0,2	1,0	3,1	3,7	0,3	-1,6	1,3	0,2

Quelle: EZB.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

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

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

	EWK-18						EWK-41	
	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
2020	99,7	93,6	93,4	89,5	75,9	87,8	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,8	71,4	86,2	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,2	.	.	.	116,8	90,8
2022 Q1	96,5	91,4	92,6	84,9	69,3	82,8	118,8	92,5
Q2	95,6	90,3	93,1	83,4	67,1	81,3	116,5	90,2
Q3	94,0	89,2	92,2	81,9	64,8	80,0	114,5	88,9
Q4	95,9	91,7	94,8	.	.	.	117,3	91,6
2022 Aug.	93,6	88,8	91,8	-	-	-	114,2	88,6
Sept.	94,2	89,8	92,8	-	-	-	114,6	89,3
Okt.	94,8	91,0	93,8	-	-	-	115,5	90,6
Nov.	96,0	91,9	94,6	-	-	-	117,2	91,7
Dez.	97,0	92,2	96,0	-	-	-	119,2	92,5
2023 Jan.	97,3	92,2	96,4	-	-	-	119,9	92,7
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2023 Jan.	0,4	0,0	0,4	-	-	-	0,6	0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2023 Jan.	0,7	1,1	4,4	-	-	-	1,0	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)

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 Q1	7,121	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
Q2	7,043	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
Q3	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2022 Aug.	6,888	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
Sept.	6,951	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
Okt.	7,069	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
Nov.	7,317	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
Dez.	7,386	24,269	7,438	407,681	142,822	4,683	0,870	4,9224	10,986	0,986	1,059
2023 Jan.	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	4,9242	11,205	0,996	1,077
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>										
2023 Jan.	-0,9	-1,3	0,0	-2,9	-1,6	0,3	1,5	0,0	2,0	1,0	1,7
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>										
2023 Jan.	1,7	-2,1	0,0	10,4	8,1	3,2	5,6	-0,4	8,2	-4,2	-4,8

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2021 Q4	32 244,0	32 189,2	54,7	11 944,4	9 753,9	12 864,4	14 684,3	-98,5	6 476,6	7 751,0	1 057,0	15 909,5
2022 Q1	32 253,5	32 035,3	218,1	12 017,8	9 926,0	12 337,4	14 002,7	-57,3	6 852,8	8 106,7	1 102,8	16 357,4
Q2	32 032,2	31 599,1	433,1	12 383,0	10 169,1	11 511,6	13 107,0	-19,6	7 035,1	8 323,0	1 122,1	16 454,9
Q3	32 162,4	31 683,1	479,4	12 698,9	10 477,4	11 188,0	12 790,6	-8,0	7 147,8	8 415,1	1 135,8	16 582,8
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2022 Q3	246,1	242,4	3,7	97,2	80,2	85,6	97,9	-0,1	54,7	64,4	8,7	126,9
<b>Transaktionen</b>												
2021 Q4	222,3	195,8	26,5	-7,5	-66,5	155,9	73,3	40,2	30,7	189,0	2,9	-
2022 Q1	371,0	377,5	-6,5	56,6	42,4	-18,0	30,4	-1,6	334,8	304,8	-0,9	-
Q2	-32,5	-57,2	24,7	64,4	-47,9	-127,4	-86,2	28,9	-0,7	76,8	2,3	-
Q3	2,6	52,8	-50,2	68,7	86,7	-184,4	-6,0	44,1	66,8	-27,9	7,4	-
2022 Juni	-96,7	-125,1	28,3	-44,9	-39,6	-39,1	26,8	-0,1	-14,4	-112,3	1,8	-
Juli	87,8	80,0	7,8	22,3	35,2	-33,9	-70,4	11,6	86,1	115,2	1,6	-
Aug.	125,2	133,2	-8,0	44,9	74,9	-32,3	28,6	14,9	95,6	29,7	2,2	-
Sept.	-210,3	-160,4	-50,0	1,5	-23,4	-118,2	35,8	17,6	-114,9	-172,8	3,6	-
Okt.	125,7	111,5	14,2	4,6	-3,0	-10,4	37,6	7,2	120,6	76,9	3,8	-
Nov.	6,1	19,1	-13,1	15,7	12,9	43,5	52,8	2,9	-56,6	-46,5	0,6	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2022 Nov.	232,6	249,8	-17,2	107,2	-37,3	-240,4	79,4	82,7	270,7	207,7	12,3	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2022 Nov.	1,8	1,9	-0,1	0,8	-0,3	-1,8	0,6	0,6	2,1	1,6	0,1	-

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	8		
1	2	3	4	5								
<b>Bestände</b>												
2020	1 363,7	8 876,3	10 240,0	1 026,7	2 449,4	3 476,1	13 716,1	101,8	627,0	4,4	733,2	14 449,3
2021	1 469,7	9 784,0	11 253,8	916,1	2 506,4	3 422,5	14 676,2	118,0	647,5	21,7	787,2	15 463,4
2022 <sup>(p)</sup>	1 538,3	9 790,1	11 328,4	1 376,1	2 566,6	3 942,7	15 271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16 090,2
2022 Q1	1 520,4	9 918,2	11 438,6	936,6	2 519,3	3 456,0	14 894,6	123,2	591,2	44,7	759,1	15 653,7
Q2	1 528,0	10 048,6	11 576,6	972,9	2 529,6	3 502,5	15 079,1	115,9	609,1	64,6	789,7	15 868,8
Q3	1 538,1	10 177,5	11 715,5	1 175,8	2 551,8	3 727,5	15 443,1	120,4	598,0	49,5	767,9	16 211,0
Q4 <sup>(p)</sup>	1 538,3	9 790,1	11 328,4	1 376,1	2 566,6	3 942,7	15 271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16 090,2
2022 Juli	1 531,7	10 105,3	11 637,0	1 002,3	2 537,7	3 540,0	15 177,0	125,2	593,7	30,7	749,6	15 926,6
Aug.	1 536,4	10 184,2	11 720,6	1 031,8	2 546,8	3 578,6	15 299,2	123,7	595,5	38,4	757,7	16 056,9
Sept.	1 538,1	10 177,5	11 715,5	1 175,8	2 551,8	3 727,5	15 443,1	120,4	598,0	49,5	767,9	16 211,0
Okt.	1 541,2	10 022,3	11 563,4	1 253,3	2 556,2	3 809,6	15 373,0	125,0	619,7	19,5	764,2	16 137,2
Nov.	1 541,1	9 907,6	11 448,8	1 327,0	2 551,5	3 878,5	15 327,3	138,8	640,5	38,5	817,8	16 145,1
Dez. <sup>(p)</sup>	1 538,3	9 790,1	11 328,4	1 376,1	2 566,6	3 942,7	15 271,2	123,3	653,6	42,1	819,0	16 090,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2020	139,2	1 243,9	1 383,2	-33,8	86,3	52,5	1 435,7	19,6	111,0	1,3	131,9	1 567,6
2021	107,4	898,7	1 006,1	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	21,2	14,5	47,8	998,8
2022 <sup>(p)</sup>	68,7	-3,5	65,1	426,2	56,9	483,1	548,2	3,7	6,3	73,7	83,8	632,0
2022 Q1	50,7	126,5	177,2	23,8	10,5	34,3	211,4	4,9	-56,2	23,0	-28,3	183,1
Q2	7,6	111,3	118,8	30,6	10,6	41,2	160,0	-8,6	18,0	17,0	26,4	186,3
Q3	10,1	117,9	128,0	160,5	21,9	182,4	310,4	2,6	-11,0	39,3	30,9	341,3
Q4 <sup>(p)</sup>	0,3	-359,2	-358,9	211,4	13,9	225,3	-133,5	4,8	55,5	-5,5	54,8	-78,7
2022 Juli	3,7	45,7	49,4	25,8	8,0	33,8	83,2	8,3	-15,4	14,5	7,3	90,5
Aug.	4,7	85,4	90,1	27,9	9,0	36,9	127,0	-1,8	1,9	10,9	11,0	138,0
Sept.	1,7	-13,3	-11,6	106,8	4,9	111,7	100,1	-3,8	2,5	13,9	12,7	112,8
Okt.	3,1	-150,8	-147,7	79,9	3,2	83,2	-64,5	5,0	21,6	-28,9	-2,3	-66,8
Nov.	-0,1	-99,5	-99,6	78,7	-4,6	74,1	-25,5	14,6	20,8	16,6	52,0	26,5
Dez. <sup>(p)</sup>	-2,8	-108,8	-111,6	52,8	15,3	68,1	-43,5	-14,8	13,1	6,8	5,1	-38,5
<b>Wachstumsraten</b>												
2020	11,4	16,2	15,5	-3,2	3,7	1,5	11,6	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,8	2,7	-1,6	6,9	12,0	3,4	367,7	6,5	6,9
2022 <sup>(p)</sup>	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1
2022 Q1	9,4	8,7	8,8	-5,7	2,0	-0,2	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	6,0	-2,6	-1,1	95,4	2,6	5,8
Q3	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	367,3	7,8	6,3
Q4 <sup>(p)</sup>	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1
2022 Juli	7,4	6,7	6,8	5,9	2,1	3,2	5,9	3,8	-5,1	101,2	1,6	5,7
Aug.	7,1	6,7	6,8	10,9	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,8	3,4	6,1
Sept.	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	367,3	7,8	6,3
Okt.	6,0	3,4	3,8	30,1	2,3	9,9	5,2	-7,9	-0,7	65,2	3,1	5,1
Nov.	5,4	1,9	2,4	38,5	1,9	11,9	4,6	8,2	-0,7	237,2	8,5	4,8
Dez. <sup>(p)</sup>	4,7	0,0	0,6	45,6	2,3	14,0	3,7	3,0	1,0	465,1	11,3	4,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
<b>Bestände</b>													
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	1 087,6	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	1 225,3	227,8	546,3
2022 <sup>(p)</sup>	3 368,5	2 732,2	495,7	134,7	5,9	8 392,7	5 555,8	441,8	2 394,3	0,9	1 301,1	235,3	558,6
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	1 256,3	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	1 309,6	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	1 476,0	243,9	551,9
Q4 <sup>(p)</sup>	3 368,5	2 732,2	495,7	134,7	5,9	8 392,7	5 555,8	441,8	2 394,3	0,9	1 301,1	235,3	558,6
2022 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	1 335,9	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	1 364,7	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	1 476,0	243,9	551,9
Okt.	3 409,2	2 821,3	446,9	131,7	9,3	8 384,9	5 613,6	384,7	2 385,6	1,1	1 350,8	255,0	557,1
Nov.	3 395,5	2 767,8	487,9	131,8	8,1	8 378,0	5 581,6	412,9	2 382,5	1,0	1 343,3	250,4	557,7
Dez. <sup>(p)</sup>	3 368,5	2 732,2	495,7	134,7	5,9	8 392,7	5 555,8	441,8	2 394,3	0,9	1 301,1	235,3	558,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	137,8	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	142,2	-9,5	46,6
2022 <sup>(p)</sup>	122,1	-87,7	205,6	5,7	-1,4	297,0	167,7	73,1	56,1	0,1	43,8	7,9	12,6
2022 Q1	28,3	24,4	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	30,5	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	42,6	-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	127,8	11,4	-18,5
Q4 <sup>(p)</sup>	2,5	-109,1	112,8	1,3	-2,6	25,7	-60,7	73,4	13,2	-0,1	-157,1	-7,1	7,0
2022 Juli	23,5	8,9	15,9	-0,2	-1,1	38,3	29,9	-0,2	8,6	0,1	19,4	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	36,0	-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	72,4	6,1	-14,7
Okt.	29,7	-29,0	59,7	-1,6	0,6	14,0	-5,5	15,1	4,4	0,1	-122,9	11,3	5,3
Nov.	-5,6	-48,2	43,5	0,1	-1,1	-4,5	-30,4	29,0	-3,0	0,0	2,4	-3,9	0,7
Dez. <sup>(p)</sup>	-21,6	-31,9	9,6	2,8	-2,1	16,2	-24,8	29,4	11,8	-0,2	-36,5	-14,6	1,0
<b>Wachstumsraten</b>													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,8	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	13,0	-4,0	9,4
2022 <sup>(p)</sup>	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3
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	12,2	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
Q4 <sup>(p)</sup>	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3
2022 Juli	6,1	6,1	9,5	-0,9	16,4	4,2	6,1	-10,8	2,5	-4,5	11,6	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	14,7	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.	6,0	1,4	51,1	1,8	2,6	4,1	5,0	1,1	2,5	7,6	6,8	8,4	7,4
Nov.	5,3	-0,9	66,8	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,3	2,2	7,9	6,6	8,7	6,8
Dez. <sup>(p)</sup>	3,8	-3,1	70,0	4,4	-17,2	3,7	3,1	19,8	2,4	20,0	3,8	3,5	2,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum									
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)		
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen <sup>3)</sup>	An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen				
												Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Bestände</b>													
2020	5 906,9	998,1	4 896,9	14 323,0	11 911,0	12 289,7	4 706,6	6 132,9	904,7	166,8	1 547,5	864,5	
2021	6 542,7	996,6	5 544,3	14 802,6	12 332,2	12 716,4	4 861,4	6 373,6	937,4	159,7	1 582,3	888,1	
2022 <sup>(p)</sup>	6 373,3	1 007,1	5 341,1	15 381,6	12 978,8	13 151,2	5 126,6	6 632,3	1 073,5	146,4	1 566,2	836,6	
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	6 503,0	1 000,6	5 478,2	15 180,6	12 788,3	12 926,2	5 020,4	6 552,7	1 051,7	163,6	1 561,3	830,9
	Q3	6 360,0	1 002,3	5 333,3	15 420,7	13 050,1	13 185,0	5 165,7	6 612,6	1 110,6	161,2	1 546,0	824,6
	Q4 <sup>(p)</sup>	6 373,3	1 007,1	5 341,1	15 381,6	12 978,8	13 151,2	5 126,6	6 632,3	1 073,5	146,4	1 566,2	836,6
2022	Juli	6 537,0	998,0	5 514,8	15 252,9	12 857,0	12 991,3	5 068,7	6 576,3	1 052,0	160,0	1 564,5	831,4
	Aug.	6 426,8	998,3	5 404,3	15 320,4	12 941,4	13 073,2	5 132,6	6 595,7	1 060,1	153,0	1 548,9	830,1
	Sept.	6 360,0	1 002,3	5 333,3	15 420,7	13 050,1	13 185,0	5 165,7	6 612,6	1 110,6	161,2	1 546,0	824,6
	Okt.	6 378,6	996,3	5 358,0	15 410,4	13 039,3	13 172,9	5 187,6	6 621,2	1 071,0	159,5	1 537,2	833,8
	Nov.	6 423,0	994,5	5 403,5	15 439,6	13 041,2	13 191,0	5 164,4	6 630,8	1 096,3	149,7	1 561,1	837,4
	Dez. <sup>(p)</sup>	6 373,3	1 007,1	5 341,1	15 381,6	12 978,8	13 151,2	5 126,6	6 632,3	1 073,5	146,4	1 566,2	836,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2020	1 039,9	13,5	1 026,3	733,4	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,6	28,2	
2021	665,7	-0,4	675,7	561,9	473,9	507,3	176,0	261,8	46,2	-10,2	78,8	9,2	
2022 <sup>(p)</sup>	178,4	10,1	167,3	627,6	619,4	667,8	267,7	240,6	124,3	-13,1	14,6	-6,3	
2022	Q1	100,4	4,3	96,1	197,3	192,6	186,5	46,3	71,8	80,3	-5,9	18,6	-13,9
	Q2	68,6	-0,9	69,5	210,2	229,1	237,8	100,9	84,7	33,3	10,3	-14,0	-4,9
	Q3	-36,4	1,9	-38,6	223,9	233,6	238,0	139,2	58,2	39,4	-3,2	-9,2	-0,5
	Q4 <sup>(p)</sup>	45,8	4,8	40,3	-3,9	-36,0	5,5	-18,8	25,9	-28,8	-14,3	19,1	13,0
2022	Juli	-15,4	-2,7	-12,8	53,4	60,2	59,7	45,2	21,1	-1,8	-4,3	-5,0	-1,8
	Aug.	-27,0	0,8	-27,7	85,6	92,9	93,2	63,7	19,4	16,8	-7,0	-8,4	1,1
	Sept.	6,0	3,9	1,9	84,9	80,6	85,1	30,3	17,8	24,5	8,1	4,2	0,1
	Okt.	11,4	-6,0	17,4	-5,2	-3,7	-2,3	25,4	10,0	-37,5	-1,6	-9,7	8,2
	Nov.	7,6	-2,0	9,0	38,3	16,9	32,7	-16,2	12,7	29,9	-9,5	19,6	1,9
	Dez. <sup>(p)</sup>	26,8	12,8	14,0	-37,0	-49,2	-24,9	-28,0	3,2	-21,2	-3,2	9,3	2,9
<b>Wachstumsraten</b>													
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4	
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1	
2022 <sup>(p)</sup>	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6	
2022	Q1	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,7	-1,2	6,6	-1,7
	Q2	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,2	6,0	4,6	13,7	7,8	5,0	-2,8
	Q3	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,0	8,0	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
	Q4 <sup>(p)</sup>	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6
2022	Juli	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,9	4,3	-2,7
	Aug.	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,9	-0,7	3,7	-3,0
	Sept.	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,0	8,0	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
	Okt.	4,6	0,8	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,1	11,4	3,1	0,9	-1,8
	Nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,2	7,3	4,0	12,2	-6,4	2,8	-0,9
	Dez. <sup>(p)</sup>	2,8	1,0	3,1	4,2	5,0	5,3	5,5	3,8	13,3	-7,9	0,9	-0,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum<sup>1)</sup> (in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>					Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
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
2022 <sup>(p)</sup>	5 126,6	5 118,4	965,2	1 078,4	3 083,0	6 632,3	6 827,1	716,7	5 214,8	700,8
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	949,8	1 028,3	3 042,2	6 552,7	6 742,3	709,0	5 138,6	705,1
Q3	5 165,7	5 136,5	1 008,0	1 067,9	3 089,8	6 612,6	6 801,3	713,1	5 194,4	705,2
Q4 <sup>(p)</sup>	5 126,6	5 118,4	965,2	1 078,4	3 083,0	6 632,3	6 827,1	716,7	5 214,8	700,8
2022 Juli	5 068,7	5 041,2	962,2	1 042,0	3 064,6	6 576,3	6 763,4	711,3	5 159,5	705,4
Aug.	5 132,6	5 098,2	987,6	1 063,0	3 082,0	6 595,7	6 784,7	711,5	5 178,7	705,5
Sept.	5 165,7	5 136,5	1 008,0	1 067,9	3 089,8	6 612,6	6 801,3	713,1	5 194,4	705,2
Okt.	5 187,6	5 153,9	1 006,4	1 077,5	3 103,7	6 621,2	6 811,7	715,4	5 202,0	703,8
Nov.	5 164,4	5 144,3	993,1	1 072,8	3 098,5	6 630,8	6 824,7	716,7	5 210,3	703,8
Dez. <sup>(p)</sup>	5 126,6	5 118,4	965,2	1 078,4	3 083,0	6 632,3	6 827,1	716,7	5 214,8	700,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
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
2022 <sup>(p)</sup>	267,7	304,2	80,1	76,5	111,1	240,6	248,6	21,6	217,5	1,5
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	139,2	139,7	55,4	39,6	44,3	58,2	59,0	4,0	55,0	-0,8
Q4 <sup>(p)</sup>	-18,8	4,4	-36,4	17,5	0,1	25,9	34,7	5,0	21,7	-0,9
2022 Juli	45,2	44,3	11,1	13,2	20,9	21,1	19,3	2,1	20,7	-1,7
Aug.	63,7	58,8	26,6	21,7	15,5	19,4	22,0	0,0	19,1	0,3
Sept.	30,3	36,7	17,8	4,7	7,8	17,8	17,6	1,9	15,2	0,6
Okt.	25,4	24,0	-0,4	10,6	15,2	10,0	11,7	2,4	8,3	-0,7
Nov.	-16,2	-4,0	-12,6	-0,9	-2,7	12,7	17,7	2,1	8,9	1,7
Dez. <sup>(p)</sup>	-28,0	-15,5	-23,4	7,8	-12,4	3,2	5,3	0,5	4,5	-1,8
<b>Wachstumsraten</b>										
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
2022 <sup>(p)</sup>	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2
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
Q4 <sup>(p)</sup>	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2
2022 Juli	6,6	7,6	15,5	7,5	3,8	4,5	4,5	3,4	5,3	-0,3
Aug.	7,8	8,7	18,7	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,2	0,0
Sept.	8,0	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,3	5,1	0,2
Okt.	8,1	8,9	16,9	11,0	4,7	4,1	4,2	3,3	4,8	0,0
Nov.	7,3	8,3	14,1	10,0	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
Dez. <sup>(p)</sup>	5,5	6,3	9,0	7,6	3,7	3,8	3,8	3,1	4,4	0,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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



## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2020	723,2	6 955,9	1 913,6	42,2	1 990,8	3 009,2	1 441,4	457,1	136,7	141,1
2021	762,6	6 883,7	1 837,3	37,1	1 997,3	3 011,9	1 372,6	391,9	128,5	136,8
2022 <sup>(p)</sup>	683,6	6 731,8	1 780,9	31,0	2 112,9	2 807,0	1 332,1	418,6	137,8	147,6
2022 Q1	740,2	6 882,8	1 848,2	35,9	1 988,7	3 010,1	1 361,1	346,4	160,7	164,4
Q2	757,5	6 801,3	1 843,8	31,6	2 008,6	2 917,3	1 313,5	430,6	166,5	157,3
Q3	642,5	6 782,7	1 801,9	31,5	2 096,5	2 852,9	1 319,0	536,5	148,0	146,7
Q4 <sup>(p)</sup>	683,6	6 731,8	1 780,9	31,0	2 112,9	2 807,0	1 332,1	418,6	137,8	147,6
2022 Juli	741,2	6 902,2	1 833,1	31,2	2 059,4	2 978,6	1 345,4	434,7	173,4	159,7
Aug.	649,5	6 827,1	1 813,2	31,9	2 080,4	2 901,6	1 362,0	424,3	157,4	145,7
Sept.	642,5	6 782,7	1 801,9	31,5	2 096,5	2 852,9	1 319,0	536,5	148,0	146,7
Okt.	676,4	6 745,2	1 789,3	30,8	2 101,2	2 824,0	1 280,2	489,7	144,4	156,1
Nov.	692,3	6 792,4	1 788,1	30,8	2 109,6	2 863,9	1 307,3	459,9	161,2	170,6
Dez. <sup>(p)</sup>	683,6	6 731,8	1 780,9	31,0	2 112,9	2 807,0	1 332,1	418,6	137,8	147,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	117,6	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-110,0	-8,3	-4,3
2022 <sup>(p)</sup>	-75,8	38,9	-90,1	-5,3	15,5	118,7	-72,5	-138,5	10,5	17,9
2022 Q1	-19,0	-28,3	-19,5	-1,3	-25,0	17,5	-32,6	-129,2	32,0	34,7
Q2	17,2	20,0	-8,1	-4,2	-16,0	48,3	-60,9	5,5	7,2	-7,1
Q3	-115,0	-4,1	-47,0	-0,1	-2,2	45,2	-26,3	60,9	-18,6	-10,6
Q4 <sup>(p)</sup>	41,0	51,3	-15,5	0,4	58,7	7,8	47,3	-75,7	-10,2	1,0
2022 Juli	-16,2	-2,7	-12,6	-0,4	-5,2	15,6	-4,6	38,3	6,8	2,4
Aug.	-91,7	-8,2	-20,6	0,7	4,7	7,0	30,6	-51,2	-16,0	-14,0
Sept.	-7,1	6,8	-13,8	-0,4	-1,6	22,6	-52,2	73,8	-9,5	1,0
Okt.	33,9	-10,0	-11,9	0,1	12,7	-10,9	4,4	-53,4	-3,6	9,4
Nov.	15,4	37,3	1,9	0,1	33,8	1,5	11,7	21,6	16,9	14,5
Dez. <sup>(p)</sup>	-8,4	24,0	-5,4	0,2	12,2	17,1	31,2	-43,9	-23,4	-22,9
<b>Wachstumsraten</b>										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022 <sup>(p)</sup>	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 Q1	5,8	-0,7	-4,0	-13,1	-2,0	2,3	-	-	19,6	30,3
Q2	12,2	0,0	-3,0	-21,2	-1,5	3,2	-	-	26,0	21,7
Q3	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
Q4 <sup>(p)</sup>	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 Juli	7,8	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	30,2	25,1
Aug.	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	25,0	18,0
Sept.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
Okt.	-8,2	-0,4	-5,0	-17,2	-2,2	3,9	-	-	2,4	9,6
Nov.	-2,8	0,2	-4,4	-15,8	-0,7	3,8	-	-	11,3	18,5
Dez. <sup>(p)</sup>	-10,0	0,6	-4,8	-14,1	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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 Q4	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
2022 Q1	47,2	46,5	13,3	13,2	15,2	0,7	51,2	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
Q2	47,4	46,7	13,6	13,2	15,1	0,7	50,3	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6
Q3	47,5	46,8	13,7	13,2	15,0	0,7	50,1	45,6	9,9	5,8	1,6	23,2	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
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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	93,0	2,9	13,4	76,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

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

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

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

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

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

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände				Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,5	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 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.	14,0	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	13,2	3,8	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,2	1,8	1,9	0,7	0,5
Nov.	14,4	13,1	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5
Dez.	14,2	12,9	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	1,9	1,0	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
<b>Finanzierungssaldo</b>									
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 Q4	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7
2022 Q1	-4,8	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,4	-5,1	-6,5	0,0
Q2	-4,0	-1,7	-0,6	0,1	-2,4	-4,6	-3,9	-5,3	1,3
Q3	-3,7	-1,9	-0,2	1,2	-2,1	-3,8	-4,0	-4,9	2,6
<b>Verschuldung</b>									
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 Q4	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,1
2022 Q1	109,0	67,4	17,2	53,1	189,6	117,4	114,6	152,1	102,0
Q2	108,3	67,2	16,7	51,2	183,5	116,1	113,1	150,4	95,3
Q3	106,3	66,6	15,8	49,0	178,2	115,6	113,4	147,3	91,6

	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
<b>Finanzierungssaldo</b>										
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 Q4	-7,0	-1,0	0,8	-7,5	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,8
2022 Q1	-5,2	0,0	0,8	-7,5	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,1
Q2	-3,6	1,0	0,9	-6,7	0,1	-1,5	0,2	-3,1	-3,8	-1,6
Q3	-3,2	0,9	0,7	-5,5	0,5	-1,9	1,1	-2,7	-3,7	-1,3
<b>Verschuldung</b>										
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 Q4	43,6	43,7	24,5	55,2	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,3
2022 Q1	41,7	39,8	22,6	56,2	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,2
Q2	41,6	39,6	25,3	53,9	50,8	82,6	123,4	73,5	60,3	71,7
Q3	39,9	37,3	24,6	53,2	49,0	81,3	120,1	72,3	58,6	70,8

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2023

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 1. Februar 2023.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-23-001-DE-N (Online-Version)