



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2023



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturentwicklung	14
3 Preise und Kosten	22
4 Finanzmarktentwicklungen	28
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	31
Kästen	40
1 Geldpolitik und Wohnungsbauminvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten	40
2 Immaterielle Anlagegüter multinationaler Unternehmen in Irland: Auswirkungen auf das BIP des Euroraums	48
3 Energiepreisschock, preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung des Euroraums	54
4 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	59
5 Teuerung bei Konsumgütern und entsprechende Indikatoren des Preisdrucks auf der Erzeugerstufe	63
6 Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB seit Dezember 2021: eine modellbasierte Auswertung	70
7 Staatsausgaben im Euroraum während der Coronakrise – Erkenntnisse aus den Daten der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates	78
8 Bevölkerungstrends gemäß EUROPOP2023-Prognosen und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen auf den Euroraum	82
Aufsätze	88
1 Folgen des Brexits für den Handel und die Arbeitsmärkte des Vereinigten Königreichs	88
2 Folgen des jüngsten Inflationsschubs für die privaten Haushalte	113
Statistik	137

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

Die Inflationsaussichten sind weiterhin zu hoch, und dies über einen zu langen Zeitraum. In Anbetracht des anhaltend hohen Inflationsdrucks beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 4. Mai 2023, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Insgesamt stützen die aktuellen Daten weitgehend die Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten, zu welcher der EZB-Rat auf seiner vorherigen geldpolitischen Sitzung am 16. März gekommen war. Die Gesamtinflation ist in den vergangenen Monaten gesunken, der zugrunde liegende Preisdruck ist jedoch nach wie vor hoch. Zugleich wirken die bisher erfolgten Zinserhöhungen stark auf die Finanzierungs- und die monetären Bedingungen im Euroraum durch. Es ist jedoch weiterhin unsicher, wie stark die Transmission auf die Realwirtschaft ausfallen und mit welcher Verzögerung sie eintreten wird.

Die künftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden dafür sorgen, dass die Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau gebracht werden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel zu erreichen. Dieses Niveau wird so lange aufrechterhalten wie erforderlich. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. So werden die Leitzinsbeschlüsse weiterhin darauf basieren, wie der EZB-Rat die Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission beurteilt.

Die EZB-Leitzinsen bleiben das wichtigste Instrument des EZB-Rats bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses. Parallel dazu wird der EZB-Rat die Bestände des Eurosystems aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) weiter in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo verringern. Im Einklang mit diesen Grundsätzen geht der EZB-Rat davon aus, dass die Tilgungsbeträge aus dem APP ab Juli 2023 nicht wieder angelegt werden.

Konjunkturentwicklung

Die Weltwirtschaft entwickelte sich Anfang 2023 dynamischer als erwartet. Gestützt wurde sie durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft in China nach dem Ende der Null-Covid-Politik und durch die trotz erheblicher geldpolitischer Straffung verzeichnete Widerstandsfähigkeit des US-Arbeitsmarkts. Der internationale Handel blieb hingegen relativ schwach, da sich die konjunkturelle Erholung auf weniger handelsintensive Nachfragekomponenten wie die Dienstleistungen konzentrierte. Die

globale Gesamtinflation geht weiter zurück, während die Kerninflation auf einem erhöhten Niveau verharrt.

Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist die Wirtschaft im Euroraum im ersten Quartal 2023 um 0,1 % gewachsen. Niedrigere Energiepreise, nachlassende Lieferengpässe und finanzpolitische Stützungsmaßnahmen für Unternehmen und private Haushalte haben zur Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft beigetragen. Gleichwohl dürfte die private Binnennachfrage, insbesondere der Konsum, schwach geblieben sein.

Das Unternehmer- und das Verbrauchervertrauen haben sich in den vergangenen Monaten stetig erholt. Sie liegen aber weiterhin unter den Werten, die sie vor dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung aufwiesen. Dabei offenbaren die Wirtschaftssektoren nach Einschätzung des EZB-Rats ein gemischtes Bild. Im verarbeitenden Gewerbe bauen die Unternehmen hohe Auftragsrückstände ab, doch die Aussichten verschlechtern sich. Der Dienstleistungssektor verzeichnet ein kräftigeres Wachstum, was vor allem auf das Wiederanlaufen der Wirtschaft zurückzuführen ist.

Den Einkommen der privaten Haushalte kommt der starke Arbeitsmarkt zugute. Die Arbeitslosenquote ist im März auf einen neuen historischen Tiefstand von 6,5 % gesunken. Die Beschäftigung hat weiter zugenommen, und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden ist höher als vor der Pandemie. Gleichwohl verharrt die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden leicht unter dem Wert, der vor der Pandemie verzeichnet wurde. Ihre Erholung stagniert seit Mitte 2022.

Da die Energiekrise abklingt, sollten die Regierungen die mit ihr verbundenen Stützungsmaßnahmen rasch und koordiniert zurückzunehmen, um zu verhindern, dass sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöht, was eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern. Eine Politik, die eine Verbesserung der Versorgungskapazitäten des Eurogebiets gerade im Energiesektor verfolgt, kann auch zu einer Verringerung des Preisdrucks auf mittlere Sicht beitragen. In diesem Zusammenhang begrüßt der EZB-Rat die Veröffentlichung der Gesetzgebungsvorschläge der Europäischen Kommission zur Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU, die bald abgeschlossen sein sollte.

Inflation

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge betrug die Inflationsrate im April 7,0 %. Zuvor war sie von 8,5 % im Februar auf 6,9 % im März gesunken. Der Preisauftrieb bei Energie verstärkte sich zwar aufgrund von Basiseffekten von -0,9 % im März auf 2,5 % im April, liegt aber deutlich unter dem Wert, der nach dem Ausbruch des Krieges Russlands gegen die Ukraine verzeichnet worden war. Bei Nahrungsmitteln ist die Teuerung hingegen weiterhin erhöht. Nach 15,5 % im März lag sie im April bei 13,6 %.

Der Preisdruck ist nach wie vor hoch. Die Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel betrug im April 5,6 %. Damit ist sie gegenüber März leicht gesunken und auf ihren Stand vom Februar zurückgekehrt. Bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie verringerte sich der Preisanstieg im April auf 6,2 %. Im März war er erstmals seit mehreren Monaten zurückgegangen und hatte bei 6,6 % gelegen. Bei den Dienstleistungen hingegen erhöhte sich die Teuerungsrate von 5,1 % im März auf 5,2 % im April. Treibende Faktoren der Inflation sind nach wie vor die allmähliche Weitergabe der vorangegangenen Energiekostensteigerungen sowie Lieferengpässe. Insbesondere im Dienstleistungssektor steht der Preisauftrieb weiterhin unter dem Einfluss der aufgestauten Nachfrage im Gefolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie der steigenden Löhne. Die bis März vorliegenden Daten deuten darauf hin, dass die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation auf einem hohen Niveau bleiben.

Der Lohndruck hat sich weiter verstärkt, da Beschäftigte vor dem Hintergrund eines robusten Arbeitsmarkts nun einen gewissen Ausgleich für den durch die hohe Inflation bedingten Kaufkraftverlust fordern. In einigen Sektoren konnten Unternehmen zudem ihre Gewinnmargen ausweiten. Zurückzuführen war dies auf ein Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie auf die Unsicherheit aufgrund der hohen und schwankenden Inflation. Obgleich die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen derzeit bei rund 2 % liegen, haben einige Indikatoren angezogen und sollten weiter beobachtet werden.

Risikobewertung

Erneute Spannungen an den Finanzmärkten würden, wenn sie von Dauer sind, ein Abwärtsrisiko für die Wachstumsaussichten darstellen, denn sie könnten die allgemeinen Kreditbedingungen unerwartet deutlich verschärfen und das Vertrauen dämpfen. Auch vom Krieg Russlands gegen die Ukraine geht nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko für die Wirtschaft aus. Sollte sich jedoch die jüngst zu beobachtende Umkehr früherer negativer Angebotsschocks fortsetzen, so könnte dies das Vertrauen stärken und ein höheres Wachstum als derzeit erwartet unterstützen. Auch die weiterhin robuste Arbeitsmarktlage könnte dazu beitragen, dass das Wachstum höher als antizipiert ausfällt, indem sie das Vertrauen und die Ausgaben der privaten Haushalte stärkt.

Für die Inflationsaussichten bestehen nach wie vor erhebliche Aufwärtsrisiken. Hierzu zählt der Druck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette. Er könnte dazu führen, dass sich die Endkundenpreise auf kurze Sicht stärker erhöhen als erwartet. Darüber hinaus könnte der Krieg Russlands gegen die Ukraine die Kosten für Energie und Nahrungsmittel erneut in die Höhe treiben. Ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert des EZB-Rats oder unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Jüngste Tarifabschlüsse stellen ein weiteres Aufwärtsrisiko für die Inflation dar, insbesondere wenn die Gewinnmargen hoch bleiben. Zu den Abwärtsrisiken zählen erneute Spannungen an den Finanzmärkten. Diese könnten zu einem rascheren Rückgang der Inflation führen als

projiziert. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer ausgeprägteren Verlangsamung bei der Bankkreditvergabe oder einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde ebenfalls dazu führen, dass der Preisdruck vor allem mittelfristig niedriger ausfällt als derzeit erwartet.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Der Bankensektor des Euroraums hat sich in Anbetracht der Finanzmarktspannungen, die vor der Sitzung des EZB-Rats im März aufkamen, als robust erwiesen. Die Leitzinserhöhungen des EZB-Rats wirken stark auf die risikofreien Zinssätze und die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, private Haushalte und Banken durch. Das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte hat sich aufgrund höherer Kreditzinsen, restriktiverer Kreditbedingungen und einer geringeren Nachfrage abgeschwächt. Laut der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum haben sich die Kreditbedingungen insgesamt verschärft. Die Verschärfung fiel stärker aus als von den Banken in der vorangegangenen Umfrage erwartet und deutet darauf hin, dass die Kreditvergabe weiter sinken könnte. Aufgrund der schwachen Kreditgewährung ist das Geldmengenwachstum ebenfalls weiter zurückgegangen.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf seiner Sitzung am 4. Mai 2023 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend wurden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 10. Mai 2023 auf 3,75 %, 4,00 % bzw. 3,25 % erhöht.

Die APP-Bestände verringern sich in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit nicht vollumfänglich wieder anlegt. Bis Ende Juni 2023 werden die Bestände monatlich im Durchschnitt um 15 Mrd. € reduziert. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Tilgungsbeträge aus dem APP ab Juli 2023 nicht wieder angelegt werden.

Was das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) anbelangt, so beabsichtigt der EZB-Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 weiterhin bei Fälligkeit wieder anzulegen. Das zukünftige Auslaufen des PEPP-Portfolios wird in jedem Fall so gesteuert, dass eine Beeinträchtigung des angemessenen geldpolitischen Kurses vermieden wird.

Der EZB-Rat wird bei der Wiederanlage der Tilgungsbeträge fällig werdender Wertpapiere im Portfolio des PEPP weiterhin flexibel agieren, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.

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

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

Fazit

Die Inflationsaussichten sind weiterhin zu hoch, und dies über einen zu langen Zeitraum. In Anbetracht des anhaltend hohen Inflationsdrucks beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 4. Mai 2023, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Insgesamt stützen die aktuellen Daten weitgehend die Einschätzung der mittelfristigen Inflationsaussichten, zu welcher der EZB-Rat auf seiner vorherigen geldpolitischen Sitzung am 16. März gekommen war. Die Gesamtinflation ist in den vergangenen Monaten gesunken, der zugrunde liegende Preisdruck ist jedoch nach wie vor hoch. Zugleich wirken die bisher erfolgten Zinserhöhungen stark auf die Finanzierungs- und die monetären Bedingungen im Euroraum durch. Es ist jedoch weiterhin unsicher, wie stark die Transmission auf die Realwirtschaft ausfallen und mit welcher Verzögerung sie eintreten wird.

Die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden dafür sorgen, dass die Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau gebracht werden, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel zu erreichen. Dieses Niveau wird so lange aufrechterhalten wie erforderlich. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. So werden die Leitzinsbeschlüsse weiterhin darauf basieren, wie der EZB-Rat die Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission beurteilt.

Der EZB-Rat ist in jedem Fall bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation mittelfristig zum Zielwert zurückkehrt, und um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

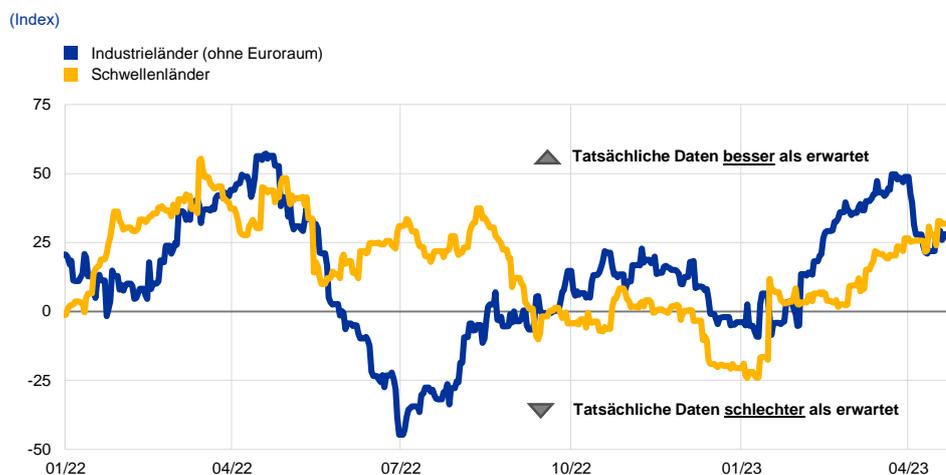
Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Weltwirtschaft entwickelte sich zu Jahresbeginn 2023 dynamischer als erwartet. Gestützt wurde sie durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft in China nach dem Ende der Null-Covid-Politik und durch den Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten, der sich trotz der deutlichen geldpolitischen Straffung als widerstandsfähig erwies. Der internationale Handel blieb dagegen relativ schwach, da sich die konjunkturelle Erholung auf weniger handelsintensive Nachfragekomponenten wie die Dienstleistungen konzentrierte. Die Gesamtinflation in den OECD-Staaten geht weiter zurück, während die Kerninflation auf erhöhtem Niveau verharrt.

Die Weltwirtschaft entwickelte sich zu Jahresbeginn überraschend positiv. Die jüngsten Daten fielen sowohl für die Schwellen- als auch für die Industrieländer besser aus als erwartet; Hauptgrund hierfür war das Wiederhochfahren der Wirtschaft in China (siehe Abbildung 1). Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg im März weiter an. Für das erste Quartal wurde ein Wert von 51,8 Punkten verbucht nach 48,4 Zählern im Vorquartal. Die EMI-Daten signalisieren eine zunehmende Divergenz zwischen dem Dienstleistungssektor, der im März ein Achtmonatshoch erreichte, und dem verarbeitenden Gewerbe, das in einigen großen Industrieländern einen weiteren Rückgang verzeichnete und in den kontraktiven Bereich fiel.

Abbildung 1

Citigroup Economic Surprise Index



Quellen: Citigroup, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

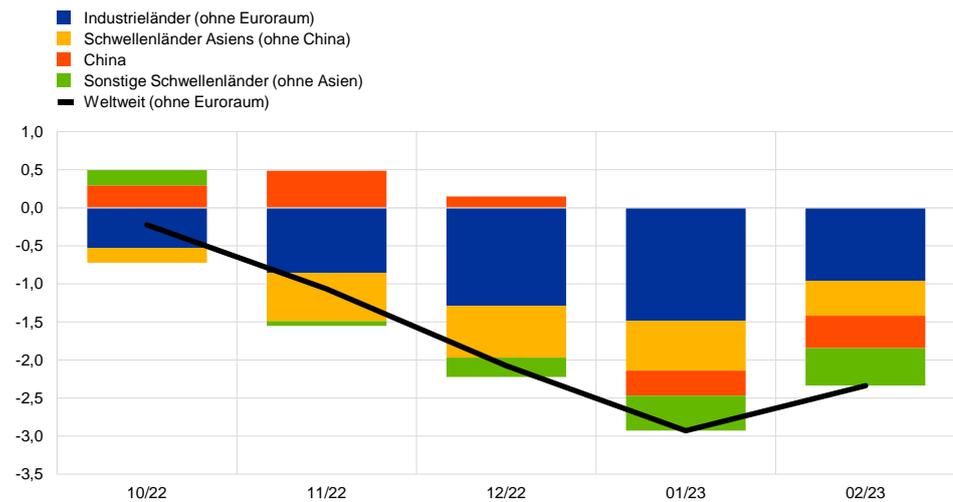
Anmerkung: Der Index ist ein gewichteter Durchschnitt der historischen Standardabweichungen von Datenüberraschungen (Differenz zwischen Erwartungen und tatsächlichen Werten) bei einer Reihe von Wirtschaftsindikatoren. Er stellt den Durchschnitt der Tageswerte in einem rollierenden Zeitfenster von drei Monaten dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Mai 2023.

Der internationale Handel zeigte sich entgegen der positiven Konjunktur-entwicklung nach wie vor verhalten. Das globale Wachstum des Warenhandels blieb im Februar gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum negativ (siehe Abbildung 2). Die im Vergleich zur Wirtschaftstätigkeit schwache Entwicklung des Handels ist zum Teil auf Kompositionseffekte zurückzuführen, denn für die jüngste konjunkturelle Belebung waren in erster Linie die weniger handelsintensiven Dienstleistungen und der Konsum maßgeblich. Die Handelsaktivität dürfte allmählich

wieder zunehmen und auch vom Abbau der globalen Lieferengpässe profitieren. Der EMI-Teilindex für die globalen Lieferengpässe verbesserte sich im März erneut, nachdem er im Februar erstmals seit dem Beginn der Corona-Pandemie die neutrale Schwelle überschritten hatte.

Abbildung 2
Entwicklung des Warenhandels

(reale Einfuhren, Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



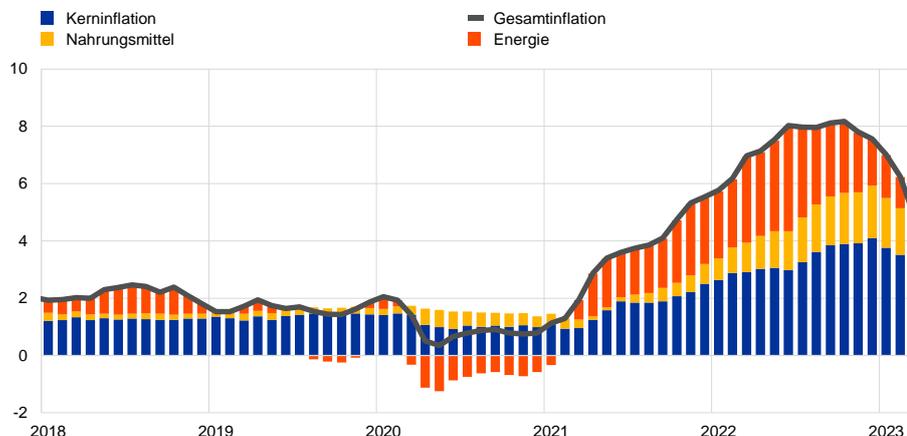
Quellen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023.

Die Inflation schwächte sich in den OECD-Staaten erneut ab, doch der von der Kernrate ausgehende Inflationsdruck bleibt beharrlich hoch. Im März verringerte sich die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflationsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) deutlich auf 5,8 %, nachdem sie im Februar noch 7,3 % betragen hatte. Verantwortlich für diesen Rückgang war vor allem der geringere Anstieg der Energiepreise (siehe Abbildung 3). Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Kerninflation im OECD-Raum (ohne die Türkei) lässt dagegen weiterhin auf eine stärkere Persistenz des zugrunde liegenden Preisdrucks schließen. Sie verlangsamte sich von 4,8 % im Februar auf 4,5 % im März.

Abbildung 3

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: OECD-Aggregate ohne die Türkei. Die Aggregate werden unter Verwendung der jährlichen VPI-Gewichte für den OECD-Raum berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2023.

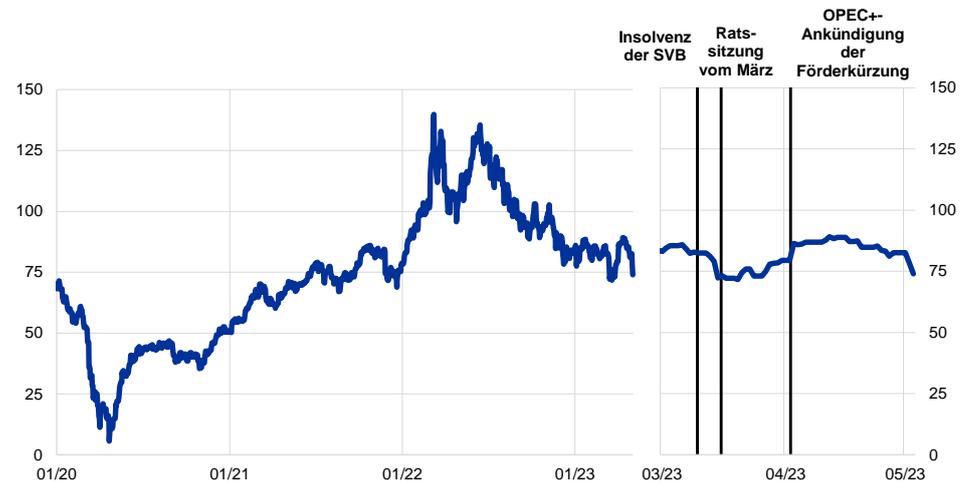
Die Preise für Rohöl haben sich seit der EZB-Ratssitzung vom März um 1 % und damit nur unwesentlich erhöht. Ein Preisanstieg infolge der Produktionsdrosselung der OPEC+-Staaten wurde dabei durch Nachfragebedenken kompensiert, die mit den jüngsten Spannungen im US-Bankensektor zusammenhängen.

Die Notierungen für Öl legten unmittelbar nach der Ankündigung der OPEC+, die Erdölförderung um fast 1,7 Millionen Barrel pro Tag zu kürzen, um 9 % zu (siehe Abbildung 4). Die OPEC+-Staaten wollten in Erwartung einer schwächeren weltweiten Ölnachfrage mit dieser vorbeugenden Maßnahme nach eigener Aussage die Ölmärkte stabilisieren. Allerdings kehrte sich der Anstieg anschließend größtenteils wieder um, da die Notierungen dadurch gedämpft wurden, dass angesichts der jüngsten Turbulenzen im US-Bankensektor weiterhin Abwärtsrisiken in Bezug auf die Ölnachfrage in den Vereinigten Staaten bestanden. Sollten diese Abwärtsrisiken nicht zum Tragen kommen, ist zu beachten, dass die Produktionssenkung in der zweiten Jahreshälfte 2023 greifen wird. Für diese Zeit erwartet die Internationale Energieagentur ein Angebotsdefizit. Die europäischen Gaspreise sanken um 13 % auf einen Wert von unter 40 EUR/MWh. Zugleich weisen die Gasspeicher in der EU gegenwärtig zu Beginn der Auffüllsaison rekordhohe Lagerbestände auf. Mit der Verlängerung der EU-Maßnahmen zur Gaseinsparung, wonach die Mitgliedstaaten den Gasverbrauch in der Zeit vom 1. April 2023 bis zum 31. März 2024 um 15 % senken sollen, ist die EU auf einem guten Weg, ihre Speicher wie geplant bis November 2023 auf 90 % zu füllen. Die Preise für Rohstoffe ohne Energie haben sich seit der EZB-Ratssitzung vom März kaum verändert. Die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe wurden nach wie vor durch die schweren Dürren in Argentinien und die Ankündigungen vorübergehender Einfuhrverbote für ukrainisches Getreide in Polen, Ungarn und der Slowakei beeinflusst. Dadurch wurden die Effekte ausgeglichen, die die Verlängerung der Schwarzmeer-Getreide-Initiative auf die Getreidepreise hatte. Unterdessen erhöhten sich die Metallpreise aufgrund der gestiegenen Nachfrage aus China, die dem Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft geschuldet war;

preisdämpfend schlugen sich angesichts der Spannungen im Bankensektor indes die Bedenken hinsichtlich der weltweiten Nachfrage nieder.

Abbildung 4 Ölpreisentwicklung

(in USD je Barrel)



Quelle: Refinitiv.

Anmerkung: Die vertikalen Linien markieren folgende Ereignisse: 10. März 2023: Insolvenz der Silicon Valley Bank; 16. März 2023: EZB-Ratssitzung vom März; 2. April 2023: Ankündigung der Förderkürzung durch die OPEC+. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Mai 2023.

In den Vereinigten Staaten kühlt sich die Konjunktur aufgrund der schwachen Inlandsnachfrage ab. Das BIP-Wachstum lag im ersten Quartal 2023 bei 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und halbierte sich damit gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel. Zuzuschreiben war dies in erster Linie einem Rückgang der privaten Vorratsveränderungen und einer Verringerung der Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus. Die privaten Konsumausgaben erholten sich zunächst, was einer einmaligen Steuersenkung im Januar zu verdanken war. In den restlichen Monaten des Quartals blieben sie hingegen gedämpft. Die Insolvenz der Silicon Valley Bank (SVB) löste schwere, wenn auch nur kurzzeitige Turbulenzen im Bankensektor aus. Dies führte zu einer Verschärfung der Kreditvergabebedingungen, die die Konsumausgaben belasten könnte. Unterdessen zeigt sich der Arbeitsmarkt trotz der geldpolitischen Straffung anhaltend widerstandsfähig. Das Wachstum der Nominallöhne schwächt sich zwar ab, ist aber nach wie vor hoch, was auf eine immer noch angespannte Arbeitsmarktlage hindeutet. Die jährliche Gesamtteuerungsrate sank von 6,0 % im Februar auf 5,0 % im März. Dies war hauptsächlich auf Basiseffekte bei den Energiepreisen zurückzuführen, die aus dem sprunghaften Anstieg dieser Preise nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine im Jahr 2022 resultierten. Der zugrunde liegende Inflationsdruck ist jedoch noch immer hoch: Die Kerninflation legte im März etwas weiter auf 5,6 % zu. Maßgeblich hierfür war der starke Preisauftrieb bei den Dienstleistungen.

In China erholt sich die Wirtschaft rasch. Das Wirtschaftswachstum fiel im ersten Quartal 2023 überraschend kräftig aus, nachdem sich die Konjunktur zum Jahreswechsel verlangsamt hatte. Dies stand damit im Zusammenhang, dass zu dieser Zeit die Null-Covid-Politik aufgegeben wurde und die Corona-Fallzahlen in der

Folge stiegen. Das BIP nahm im ersten Quartal um 2,2 % zum Vorquartal zu. Die Konsumausgaben erholten sich früher als erwartet. Der Konsum und die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungsbereich waren hier Wachstumstreiber; das verarbeitende Gewerbe und die Investitionen entwickelten sich hingegen weiterhin verhalten. Unterdessen zeichnet sich auch im Immobiliensektor der Beginn einer Erholung ab. Die Fertigstellung und der Verkauf von Wohnimmobilien nahmen zu Jahresbeginn im Vormonatsvergleich zu, blieben aber auf Jahressicht im Großen und Ganzen unverändert. Die durchschnittlichen Wohnimmobilienpreise erhöhten sich erstmals seit 18 Monaten. Dies war der Entwicklung in den größten und fortschrittlichsten Städten Chinas zu verdanken.

In Japan erholte sich die Konjunktur im ersten Quartal des Jahres, während der Inflationsdruck weiter an Breite gewann. Aus den hochfrequenten Daten lässt sich ablesen, dass die Konsumausgaben und das Vertrauen wohl steigen und damit die Binnennachfrage in gewissem Umfang stützen könnten, auch wenn die Reallöhne beharrlich sinken. Aufgrund der Auswirkungen neuer staatlicher Energiesubventionen schwächte sich die jährliche Gesamtinflation im Februar spürbar ab. Der zugrunde liegende Preisdruck weitet sich hingegen aus: Die Kerninflation stieg im März weiter auf 2,3 % an. Dies war der höchste Stand seit 1992 (wenn die Auswirkungen von Mehrwertsteuererhöhungen herausgerechnet werden). Außerdem dürfte auch der Lohndruck steigen, da die ersten Tarifrunden der Frühjahrsverhandlungen (Shunto) im Vergleich zu den Vorjahren auf einen deutlichen Lohnzuwachs hindeuten. Was die Anleihemärkte betrifft, so ließ der merkliche Aufwärtsdruck auf die Renditen japanischer Staatsanleihen, der in den letzten Monaten zu beobachten war, allmählich nach. Dies geschah im Sog eines Rückgangs der Renditen auf globaler Ebene, der mit den Spannungen im Bankensektor zusammenhing. Insgesamt liegen die zehnjährigen Renditen nun geringfügig unter den von der Bank von Japan angestrebten Obergrenzen.

Im Vereinigten Königreich konnte eine Rezession vermieden werden, doch die Konjunkturaussichten bleiben trübe. Das BIP weitete sich in den drei Monaten bis Februar im Dreimonatsvergleich um 0,1 % aus, was vor allem auf Verbesserungen im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe zurückzuführen war. Die Wirtschaft entkam damit einer technischen Rezession, doch belasten sinkende Reallöhne, steigende Zinsen und ein Abschwung am Wohnimmobilienmarkt noch immer die Konjunktur und deuten auf ein träges Wachstum im restlichen Jahresverlauf hin. Indessen scheinen die Kreditbedingungen nach den jüngsten Finanzmarktspannungen stabil geblieben zu sein. Die jährliche am VPI gemessene Gesamtsteuerungsrate ist nach wie vor sehr hoch. Im März lag sie bei 10,1 % und damit über den Erwartungen der Marktteilnehmer. Die Kerninflation betrug unterdessen unverändert 6,2 %. Die Regierung hat die Energiesubventionen von April auf Juni verlängert, was die jährliche Inflationsrate ab dem zweiten Quartal 2023 um 1 Prozentpunkt verringern wird. Der zugrunde liegende Preisdruck dürfte bis Mitte 2024 auf einem erhöhten Niveau bleiben.

In den wichtigsten Schwellenländern wird das Wachstum durch den Anstieg der Verbraucherpreise und die nachlassende Auslandsnachfrage belastet. Der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes lag in

den Schwellenländern auch im März noch im kontraktiven Bereich. In mehreren Ländern verschlechterte sich der Index gegenüber Februar sogar. Zudem stellt die hohe Inflation einen Bremsfaktor für die Wachstumsaussichten der Schwellenländer dar, weil sie die Kaufkraft der Verbraucher schmälert. Während die sinkenden Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie die abklingende Wirkung vorangegangener Währungsabwertungen in mehreren dieser Staaten einen Rückgang der Gesamtinflationen begünstigt, bleibt die Kerninflation hoch und weist nur geringe Anzeichen einer Abschwächung auf. Die Erholung in China verleiht dem Wachstum in Asien kurzfristig etwas Schwung. Allerdings dürfte dieser Effekt vor dem Hintergrund einer rückläufigen globalen Nachfrage kaum Bestand haben.

2 Konjunktorentwicklung

Im ersten Quartal 2023 erhöhte sich das reale BIP im Euroraum um 0,1 %. Niedrigere Energiepreise, nachlassende Lieferengpässe und finanzpolitische Stützungsmaßnahmen für Unternehmen und private Haushalte haben zur Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft beigetragen. Gleichwohl dürfte die private Binnennachfrage, insbesondere der Konsum, schwach geblieben sein. Das Unternehmer- und das Verbrauchervertrauen haben sich in den letzten Monaten kontinuierlich erholt. Das Vertrauen ist aber nach wie vor geringer als vor dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und ihre Bevölkerung. Im verarbeitenden Gewerbe arbeiten die Unternehmen hohe Auftragsrückstände ab, wobei sich die Aussichten jedoch eintrüben. Unterdessen verzeichnet der Dienstleistungssektor ein kräftigeres Wachstum, was vor allem auf das Wiederhochfahren der Wirtschaft zurückzuführen ist. Den Einkommen der privaten Haushalte kommt der starke Arbeitsmarkt zugute. Die Arbeitslosenquote ist auf einen neuen historischen Tiefstand gesunken. Mit dem Abklingen der Energiekrise sollten die Regierungen die damit verbundenen Stützungsmaßnahmen zeitnah und koordiniert zurücknehmen. Denn es gilt zu vermeiden, dass sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöht, was eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern. Eine Politik, die die Versorgungskapazitäten des Euroraums insbesondere im Energiesektor verbessert, könnte ebenfalls dazu beitragen, den Preisdruck auf mittlere Sicht zu dämpfen. Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten ergeben sich aus erneuten und dauerhaften Finanzmarktspannungen sowie aus dem Krieg Russlands gegen die Ukraine. Eine nachhaltige Umkehr früherer negativer Angebotsschocks sowie die weiterhin robuste Arbeitsmarktlage könnten jedoch auch dazu führen, dass das Wachstum höher ausfällt als erwartet.

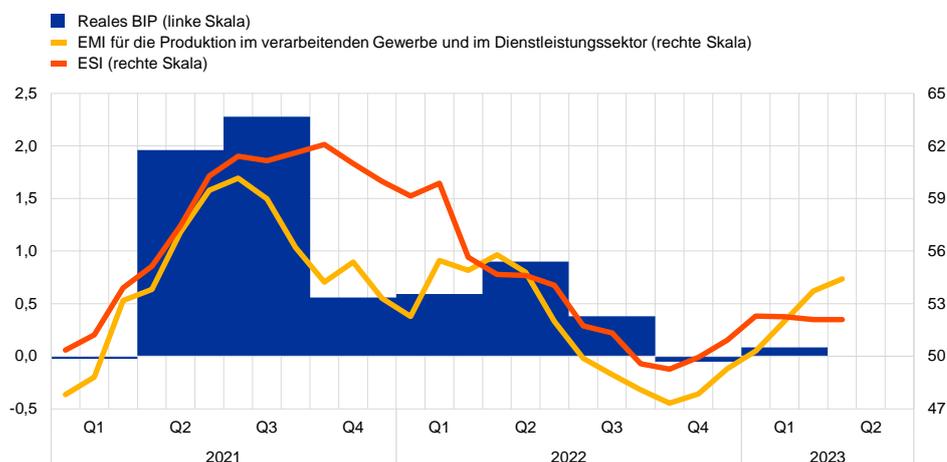
Die Wirtschaftsleistung im Euroraum erhöhte sich im ersten Quartal 2023 geringfügig. Der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat zufolge stieg das Wachstum im ersten Quartal 2023 leicht um 0,1 % an, nachdem es Ende 2022 stagniert hatte (siehe Abbildung 5). Die wirtschaftliche Entwicklung im Eurogebiet wird derzeit durch mehrere Faktoren bestimmt. Einerseits wird die Konjunktur durch finanzpolitische Stützungsmaßnahmen, die den negativen Folgen des starken Preisauftriebs bei Energie entgegenwirken, und durch widerstandsfähige Arbeitsmärkte angekurbelt. Andererseits üben die anhaltend hohe Inflation und eine weitere Verschärfung der Finanzierungsbedingungen nach wie vor eine Bremswirkung aus.¹ Wenngleich keine Aufschlüsselung des Wachstums nach Einflussfaktoren vorliegt, lassen kurzfristige Indikatoren und verfügbare Länderdaten darauf schließen, dass die schwache private Binnennachfrage auf der Verwendungsseite durch ein robusteres Exportgeschäft ausgeglichen wurde.

¹ Siehe hierzu auch Kasten 6 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 5

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 Market Intelligence und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, 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 zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (reales BIP) bzw. April 2023 (ESI und EMI).

Die bislang verfügbaren Daten für das zweite Quartal 2023 deuten auf ein anhaltend positives, aber moderates Wachstum hin.

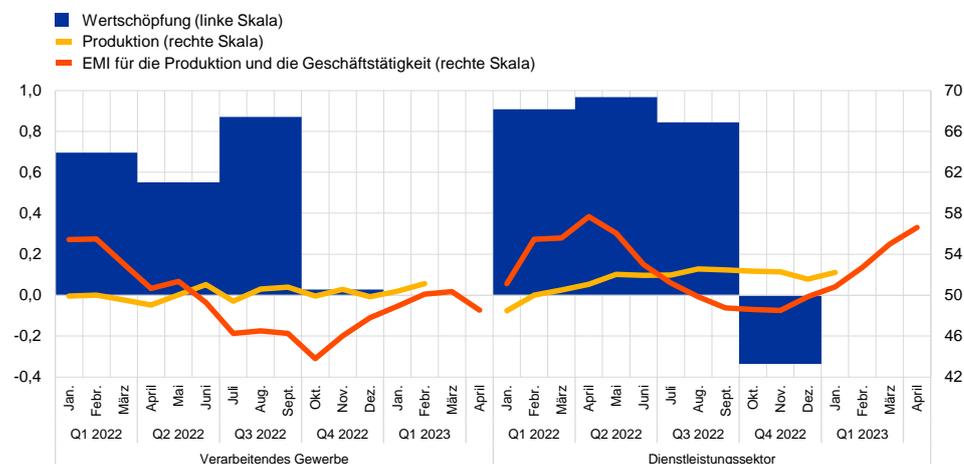
Im April 2023 belief sich der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums auf 54,4 Punkte. Er übertraf damit seinen Durchschnittswert vom ersten Quartal (52,0 Punkte) und signalisiert eine Ausweitung der Produktion. Dieser Anstieg war ausschließlich auf die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor zurückzuführen, der vom anhaltenden Wiederhochfahren der Wirtschaft profitiert. Der entsprechende Teilindex liegt nun deutlich oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten (siehe Abbildung 6). Dagegen sank der EMI-Teilindex für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe trotz der guten Auftragslage unter die Wachstumsschwelle. Geschuldet war dies unter anderem den nachteiligen Folgen der Streiks in Frankreich. Dort verzeichnete der Index den niedrigsten Stand seit Mai 2020. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) zeichnet ein weitgehend ähnliches Bild. Im jüngsten, Anfang April 2023 von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters erwarteten die Befragten für das zweite Quartal ein geringes, aber positives Wachstum, das sich ihrer Einschätzung nach im dritten Jahresviertel leicht beschleunigen wird.² Die negativen Auswirkungen des russischen Einmarschs in die Ukraine – in Form eines kräftigen Preisauflaufs, einer erhöhten Unsicherheit und einer schleppenden Auslandsnachfrage – lassen langsam nach. Daher ist vor dem Hintergrund eines robusten Arbeitsmarkts und einer weiteren Entspannung auf der Angebotsseite mit einer allmählichen Erholung zu rechnen.

² Siehe EZB, [Ergebnisse des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters für das zweite Quartal 2023](#), Pressemitteilung vom 5. Mai 2023.

Abbildung 6

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 Market Intelligence, Eurostat und EZB-Berechnungen.

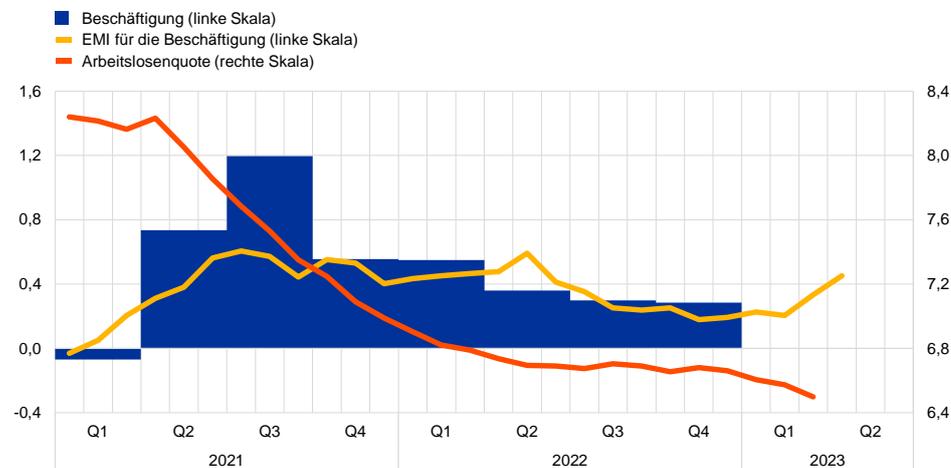
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022 (Wertschöpfung) bzw. April 2023 (EMI-Teilindizes für Produktion und Geschäftstätigkeit). Die jüngsten Angaben zur Produktion beziehen sich auf Februar 2023 (verarbeitendes Gewerbe) bzw. Januar 2023 (Dienstleistungssektor – einschließlich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

Der Arbeitsmarkt im Euroraum bleibt widerstandsfähig. Die Arbeitslosenquote belief sich im März 2023 auf 6,5 % (siehe Abbildung 7). Sie lag damit geringfügig unter der Quote vom Februar (6,6 %) und war 0,9 Prozentpunkte niedriger als unmittelbar vor Beginn der Corona-Pandemie im Februar 2020. Die Gesamtbeschäftigung nahm im vierten Quartal 2022 – wie bereits im dritten Jahresviertel – um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu. Gestützt wurde sie dabei durch eine steigende Zahl von Erwerbspersonen (unter anderem aufgrund einer stärkeren Zuwanderung). 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 sein Vorkrisenniveau von rund 0,3 % der Erwerbspersonen. Die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden lag im Schlussquartal 2022 jedoch immer noch 1,6 % unter dem Vorpandemieniveau, was den kräftigen Beschäftigungszuwachs teilweise wieder kompensierte. Das niedrige Niveau an durchschnittlichen Arbeitsstunden war in allen wichtigen Wirtschaftssektoren zu beobachten. So sank die Zahl der im Durchschnitt geleisteten Arbeitsstunden in der Industrie (ohne Baugewerbe) um 1,2 % und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen um 1,4 % gegenüber ihrem Stand vor der Pandemie. Im Baugewerbe und im öffentlichen Sektor war der Rückgang indes mit rund 1,9 % bzw. 2,4 % noch stärker ausgeprägt. Neben sektorspezifischen Bestimmungsfaktoren scheint die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden auch durch einen höheren Krankenstand in der zweiten Jahreshälfte 2022 beeinflusst worden zu sein.

Abbildung 7

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

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

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen nach wie vor auf einen widerstandsfähigen Arbeitsmarkt im Euroraum hin.

Der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im April 2023 bei 54,7 Punkten. Aus dem Wert von über 50 Punkten lässt sich ableiten, dass die Beschäftigung im ersten und zweiten Quartal 2023 weiter zugenommen hat. Nach Sektoren aufgeschlüsselt ist festzustellen, dass der EMI für den Dienstleistungssektor unverändert ein kräftiges Beschäftigungswachstum anzeigt, wohingegen im verarbeitenden Gewerbe diesbezüglich Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen sind. Der EMI für die Beschäftigung im Baugewerbe befindet sich seit April 2022 im kontraktiven Bereich.

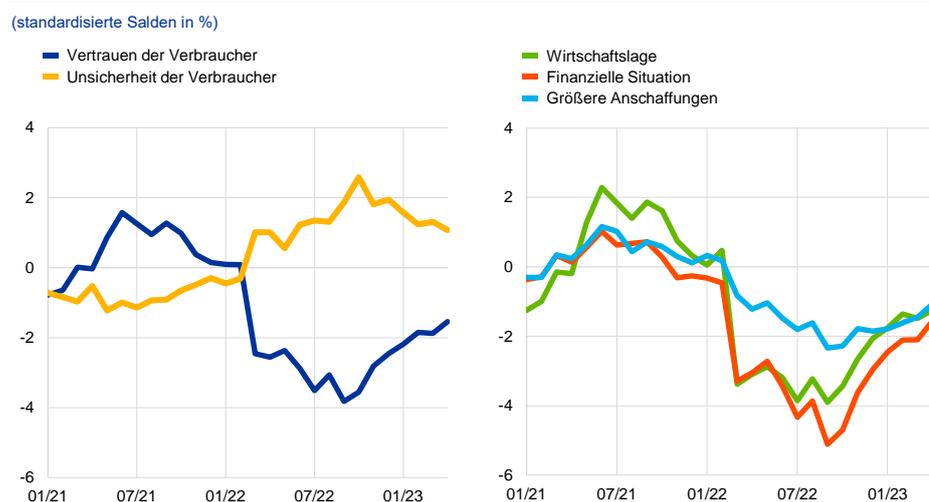
Die privaten Konsumausgaben dürften im ersten Quartal 2023 nur moderat gestiegen sein.

Die negative Entwicklung der Konsumausgaben der privaten Haushalte im Schlussquartal 2022 war vor allem auf den schwachen Warenkonsum zurückzuführen. Der Dienstleistungskonsum blieb indessen im Großen und Ganzen robust, da er durch die anhaltenden Effekte im Zusammenhang mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft gestützt wurde. Diese gegenläufige Entwicklung bei den Konsumausgaben dürfte sich im ersten Quartal 2023 fortgesetzt haben. Die erhöhte Inflation belastet das verfügbare Einkommen noch immer, und die fortbestehende Unsicherheit bremst den privaten Verbrauch. Die für Januar und Februar gemeldeten Einzelhandelsumsätze deuten darauf hin, dass der Warenkonsum im ersten Quartal weiter zurückgegangen ist. Auch die Pkw-Neuzulassungen waren im ersten Jahresviertel rückläufig, was vor allem durch den Wegfall von Kaufanreizen für Elektrofahrzeuge in Deutschland bedingt war. Dagegen dürfte sich der Dienstleistungskonsum im ersten Quartal robuster entwickelt haben. Ablesen lässt sich dies daran, dass der EMI für kontaktintensive Dienstleistungen weiterhin solide im expansiven Bereich lag. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher

erholte sich – wenngleich ausgehend von einem niedrigen Niveau – im ersten Quartal 2023 weiter (siehe Abbildung 8, linke Grafik). Ausschlaggebend hierfür waren optimistischere Erwartungen der privaten Haushalte (siehe Abbildung 8, rechte Grafik). Die aktuellen Konjunkturdaten lassen den Schluss zu, dass sich der private Konsum zwar belebt, aber nach wie vor verhalten ist. Das Verbrauchervertrauen verbesserte sich im April weiter, blieb jedoch auf einem niedrigen Niveau. Während sich die Erwartungen für das Einzelhandelsgeschäft leicht eintrübten, lag die erwartete Nachfrage nach Dienstleistungen im Bereich Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie nach Reisedienstleistungen nach wie vor stabil über ihrem historischen Durchschnitt. Auch die Erwartungen für die Konsumgüterproduktion erholten sich weiter. Die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen bestätigt diese Ergebnisse. Daraus geht hervor, dass die Befragten nur in geringem Umfang größere Anschaffungen planen, jedoch vermehrt Urlaubsreisen buchen.

Obwohl sich die robuste Dynamik am Arbeitsmarkt stützend auf das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte auswirkte, ging es im Schlussquartal 2022 aufgrund der erhöhten Inflation zurück. Die Sparquote der privaten Haushalte erhöhte sich indessen. Einerseits dürfte die weiter nachlassende wirtschaftliche Unsicherheit die Sparreize verringern, andererseits jedoch ist aufgrund der höheren Zinsen und restriktiveren Kreditbedingungen mit einer verstärkten Ersparnisbildung zu rechnen. Diese dürfte sich kurzfristig dämpfend auf das Wachstum der Konsumausgaben auswirken.

Abbildung 8
Vertrauen, Unsicherheit und Erwartungen der privaten Haushalte

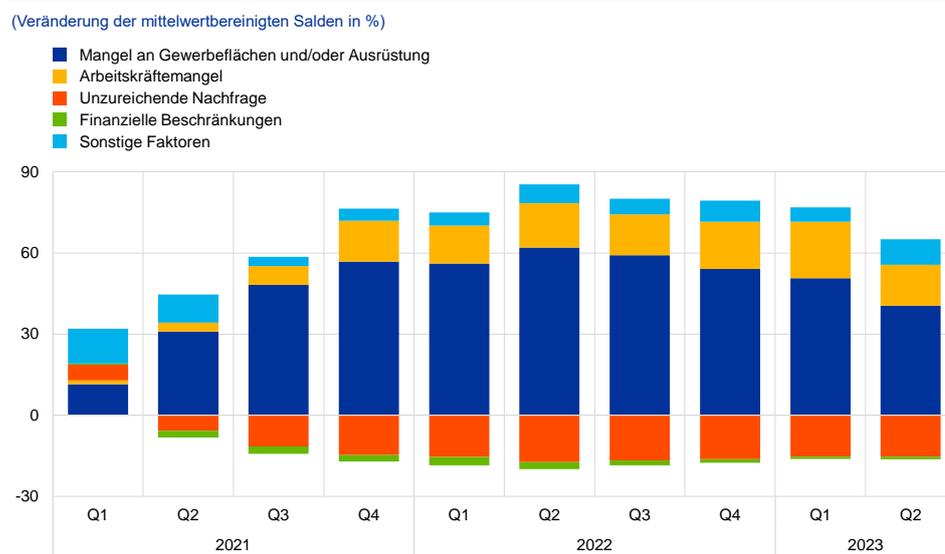


Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Nach einem Rückgang im Schlussquartal 2022 dürften die Unternehmensinvestitionen Anfang 2023 wieder gestiegen sein. Die Investitionen ohne Bauten sanken im vierten Quartal 2022 gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel insgesamt um 5,8 %. Ohne den stark negativen Beitrag der Investitionen in geistiges

Eigentum in Irland wäre eine Verringerung um 0,3 % verzeichnet worden.³ Die Produktion erhöhte sich bis Februar 2023 um 1,2 % im Quartalsvergleich. Angesichts nachlassender Lieferengpässe und geringerer Energiekosten stieg zudem der EMI für die Produktion im Investitionsgütersektor an.⁴ Unterdessen gewinnt die Innenfinanzierung für die Unternehmen relativ an Bedeutung. Ursächlich hierfür sind die steigenden Kreditkosten und die sich verschärfenden Kreditrichtlinien. Einer Umfrage der Europäischen Kommission zufolge haben die Produktionshemmnisse im Investitionsgütersektor im zweiten Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal abgenommen, auch wenn sie noch über dem historischen Durchschnitt liegen. Grund für diese Abnahme war, dass die Befragten weniger häufig den Mangel an Gewerbeflächen und/oder Ausrüstung sowie den Arbeitskräftemangel als produktionshemmende Faktoren nannten (siehe Abbildung 9).

Abbildung 9
Produktionshemmnisse im Investitionsgütersektor



Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion 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 zweite Quartal 2023 (veröffentlichte Daten für April 2023).

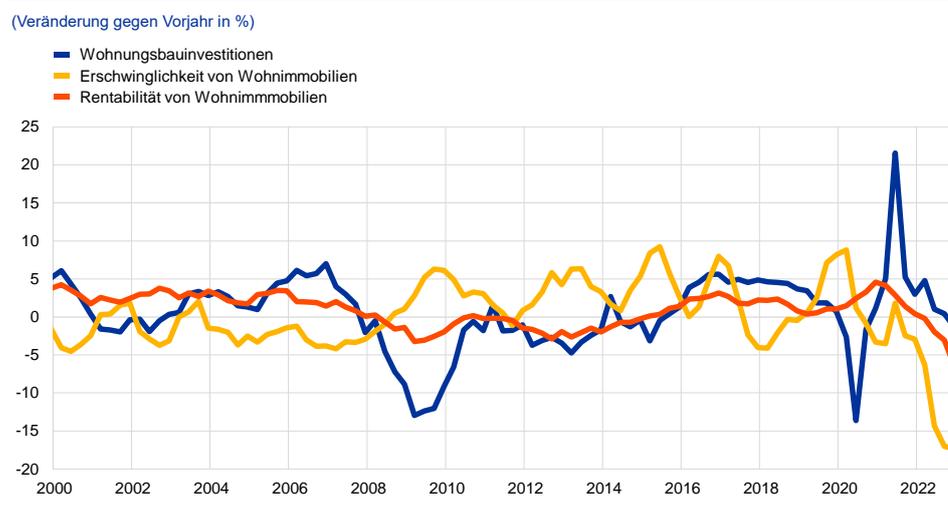
Die Wohnungsbauminvestitionen dürften sich im ersten Halbjahr 2023 bei einer gewissen kurzfristigen Volatilität weiter schwach entwickeln. Die

Wohnungsbauminvestitionen haben im ersten Quartal 2023 möglicherweise wieder zugenommen. Dafür spricht die Produktion im Hochbau, die im Januar und Februar um durchschnittlich 3,7 % gegenüber dem vierten Quartal 2022 gestiegen ist. Hierin spiegelt sich ein starker Basiseffekt aufgrund des unbeständigen Wetters und der anhaltend hohen Auftragsrückstände wider. Die Grunddynamik der Wohnungsbauminvestitionen ist aber immer noch verhalten. Dies liegt daran, dass Immobilien nach wie vor wenig erschwinglich und rentabel sind. Die Erschwinglichkeit wird dabei näherungsweise anhand des durchschnittlichen Einkommens bestimmt, das für die

³ Siehe Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.
⁴ Auch aus dem Dialog mit Unternehmen geht hervor, dass im Investitionsgütersektor infolge nachlassender Lieferengpässe ein Wachstum verzeichnet worden ist. Siehe hierzu Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Zahlungsverpflichtungen aus Hypothekarkrediten für eine normale Wohnimmobilie erforderlich ist. Die Rentabilität wird unterdessen am Verhältnis der Wohnimmobilienpreise zu den Baukosten – dem sogenannten Tobin's Q – gemessen. In der Regel weisen die beiden Faktoren eine gegenläufige Entwicklung auf und werden dabei von Preisschwankungen am Wohnimmobilienmarkt beeinflusst. Im vierten Quartal 2022 verringerten sich jedoch sowohl die Erschwinglichkeit als auch die Rentabilität in einem beispiellosen Ausmaß, wofür steigende Hypothekenzinsen bzw. Baukosten verantwortlich waren (siehe Abbildung 10). Die Dynamik der Wohnungsbauinvestitionen dürfte mehreren Indikatoren nach zu urteilen in der ersten Jahreshälfte 2023 schwach bleiben. So verharnte beispielsweise der EMI für die Produktion im Wohnungsbau bis März 2023 im kontraktiven Bereich. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der aktuellen Entwicklung der Bautätigkeit ging bis April weiter zurück. Dies war in erster Linie einer geringeren Nachfrage, einem zunehmenden Arbeitskräftemangel und restriktiveren Finanzierungsbedingungen geschuldet, wenngleich sich die Engpässe in der Materialversorgung zurückbildeten. Auch aus der aktuellen Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und aus ihrer Telefonumfrage bei Unternehmen geht hervor, dass die privaten Haushalte weiterhin mit hohen Hypothekenzinsen und einem schwierigen Zugang zu Krediten rechnen, wohingegen der Kostendruck für Unternehmen etwas abnimmt.⁵

Abbildung 10
Wohnungsbauinvestitionen sowie Erschwinglichkeit und Rentabilität von Wohnimmobilien im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Rentabilität von Wohnimmobilien bemisst sich an dem – als Tobin's Q bezeichneten – Verhältnis der Wohnimmobilienpreise zu den Baukosten (näherungsweise bestimmt anhand des Deflators der Wohnungsbauinvestitionen). Die Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien wird gemäß der von der US National Association of Realtors verwendeten Methode ermittelt. Sie stellt demnach das Verhältnis des durchschnittlichen Haushaltseinkommens (näherungsweise gemessen am verfügbaren Pro-Kopf-Bruttoeinkommen der privaten Haushalte) zu den durchschnittlichen Hypothekenzahlungen dar. Letztere errechnen sich als Summe der durchschnittlichen Zahlungen für eine Hypothek mit einer Laufzeit von 15 Jahren und einer festen Verzinsung (gemessen am Zinssatz für Hypotheken mit einer Laufzeit von mindestens zehn Jahren) und des Barwerts des ausstehenden Kapitalbetrags (näherungsweise bestimmt anhand der Wohnimmobilienpreise). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

⁵ Eine Analyse der strukturellen Bestimmungsfaktoren der rückläufigen Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum und ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten finden sich in Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Die Exportdynamik des Euroraums blieb in den ersten Monaten des laufenden Jahres verhalten, während die Importe weiter sanken.

Die Warenexporte des Euroraums verloren im Februar an Dynamik. Dies war darauf zurückzuführen, dass die Abschwächung des Welthandels die positiven Effekte der Entspannung bei den Lieferkettenstörungen überwog. Darüber hinaus deuten empirische Belege darauf hin, dass die höheren Energiekosten die Exportleistung beeinträchtigt haben.⁶ Die Einfuhren gingen weiter zurück, was zum Teil durch geringere Gasimporte bedingt war. Grund hierfür war wiederum die schwächere Nachfrage nach Gas. Im Winter 2022/2023 wurde somit weniger davon benötigt. Auch im verarbeitenden Gewerbe verringerten sich die Importe im Einklang mit der nachlassenden Binnennachfrage im Euroraum. Was die Aussichten für den Export betrifft, so deuten Umfrageindikatoren auf eine moderate Verbesserung hin. Ihnen zufolge haben sich zudem die Lieferzeiten der Zulieferer im verarbeitenden Gewerbe weiter verkürzt, und die Rückstaus in den Containerhäfen werden weltweit rasch abgebaut. Allerdings ist der Indikator für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes zwar gestiegen, doch befindet er sich weiter im kontraktiven Bereich. Dies lässt auf eine eher moderate Erholung der Exporte schließen. Der Indikator für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors zeigt indes eine höhere Dynamik an. Insbesondere für den Tourismus wird eine gute Sommersaison signalisiert.

⁶ Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

3 Preise und Kosten

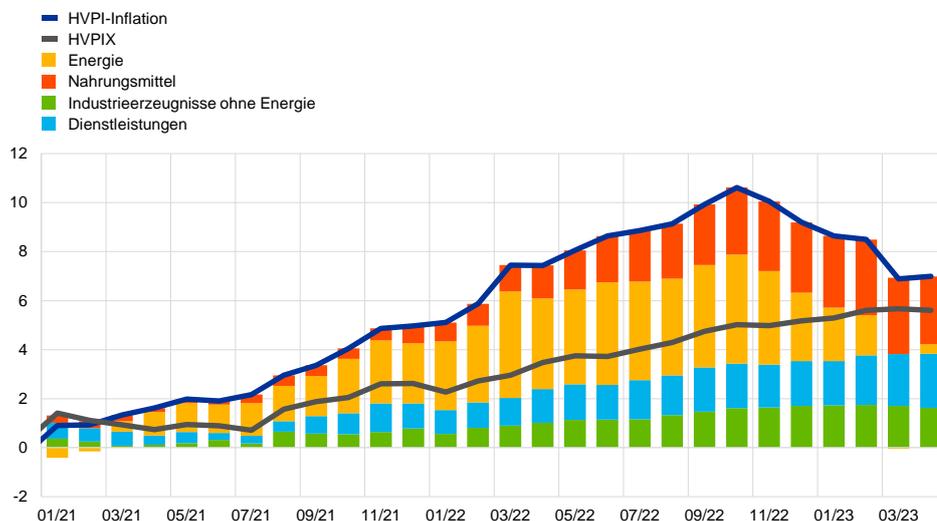
Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge lag die Inflation im Euroraum im April 2023 bei 7,0 %, nachdem sie von 8,5 % im Februar auf 6,9 % im März gesunken war. Die Inflationsraten für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie gingen zurück, während der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen geringfügig weiter zunahm. Der Preisdruck blieb in allen Sektoren stark, da die Effekte der hohen Energiekosten, der Lieferengpässe oder des Wiederhochfahrens der Wirtschaft immer noch zeitverzögert durchwirken. Dies spiegelt sich in den jüngsten verfügbaren Daten für die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation wider, die nach wie vor hoch sind. Die Daten für das vierte Quartal 2022 legen nahe, dass sich der Lohndruck weiter verstärkte, wobei manche Sektoren auch höhere Gewinnmargen verzeichneten. Wenngleich die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen derzeit bei rund 2 % liegen, haben einige Indikatoren angezogen und sollten weiter beobachtet werden.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum betrug im April 7,0 %, nachdem sie sich von 8,5 % im Februar auf 6,9 % im März verringert hatte. Ausschlaggebend für den Anstieg im April war die höhere Teuerungsrate bei Energie, die im entsprechenden Zeitraum von -0,9 % auf 2,5 % kletterte. Unterdessen sank der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln von 15,5 % auf 13,6 %, und die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) verringerte sich geringfügig von 5,7 % auf 5,6 %. Diese nach wie vor hohen Werte deuten darauf hin, dass die vorangegangenen Anstiege der Vorleistungskosten für Energie und die zurückliegenden Lieferengpässe immer noch durchwirken. Während die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im April leicht auf 6,2 % zurückging, erhöhte sie sich bei den Dienstleistungen von 5,1 % im März auf 5,2 % im April. Der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor dürfte weiterhin durch die aufgestaute Nachfrage im Gefolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie die steigenden Löhne bedingt sein (siehe Abbildung 11).

Abbildung 11

Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023 (Schnellschätzungen).

Der im April 2023 im Euroraum zu beobachtende Anstieg der Inflationsrate bei Energie spiegelte einen aufwärtsgerichteten Basiseffekt wider. Im Vormonatsvergleich waren die Energiepreise hingegen weiter rückläufig. In den meisten der fünf größten Euro-Länder erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Energiepreise. Dabei bestand zwischen den einzelnen Ländern weiterhin eine beträchtliche Heterogenität. Zurückzuführen war dies unter anderem auf Unterschiede hinsichtlich des Energiemix, der Vertragsarten, des Konsumverhaltens, der regulatorischen Ansätze und der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen. Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette verringerte sich der Preisdruck bei Energie weiter. So lag die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie im Februar 2023 bei 17,3 %, verglichen mit einem Höchststand von 117,3 % im August 2022 (siehe Abbildung 12).

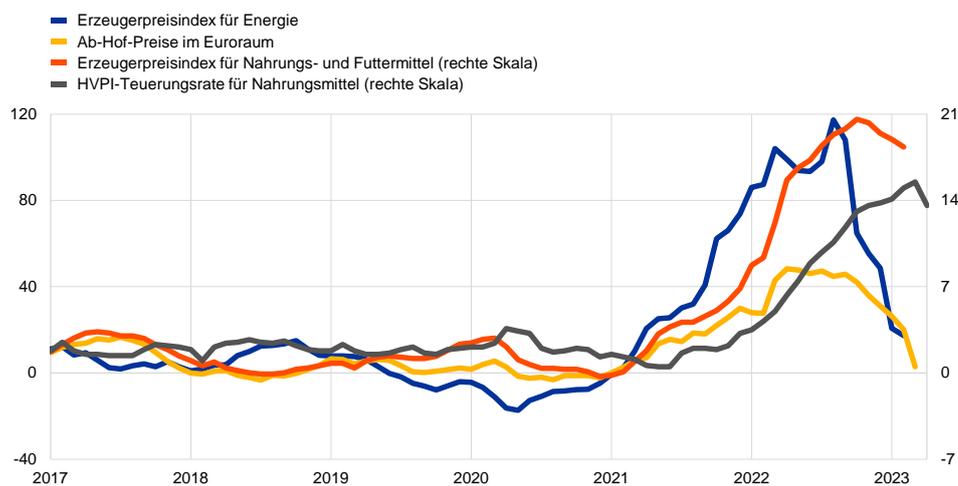
Im April war die Teuerung bei Nahrungsmitteln im Euroraum erstmals seit September 2021 rückläufig, wobei die Jahresänderungsraten sowohl der unverarbeiteten als auch der verarbeiteten Nahrungsmittel sanken. So war bei den Nahrungsmitteln eine Preissteigerungsrate von 13,6 % zu verzeichnen, verglichen mit 15,5 % im März. Die Jahreswachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel beläuft sich – bedingt durch einen deutlichen Preisrückgang gegenüber dem Vormonat – auf 10,0 % nach 14,7 % im März. In diesem Rückgang bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln spiegelte sich vermutlich eine Korrektur der über zwei Monate anhaltenden kräftigen Erhöhungen wider. Auch die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel stiegen auf Jahressicht weniger stark an. Im April lag die entsprechende Teuerungsrate bei 14,7 % gegenüber 15,7 % im März. Dabei war der Rückgang zum Vorjahr vor allem einem abwärtsgerichteten Basiseffekt zu verdanken, denn verglichen mit dem Vormonat lagen die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel abermals höher. Diese rückläufige Entwicklung deutet darauf hin, dass sich der von den Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen

ausgehende kumulierte Druck auf die Nahrungsmittelpreise nun allmählich verringert (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12

Nahrungsmittelpreise im HVPI sowie Kosten für Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023 (Schnellschätzung der HVPI-Teuerungsrate für Nahrungsmittel), März 2023 (Ab-Hof-Preise im Euroraum) bzw. Februar 2023 (übrige Angaben).

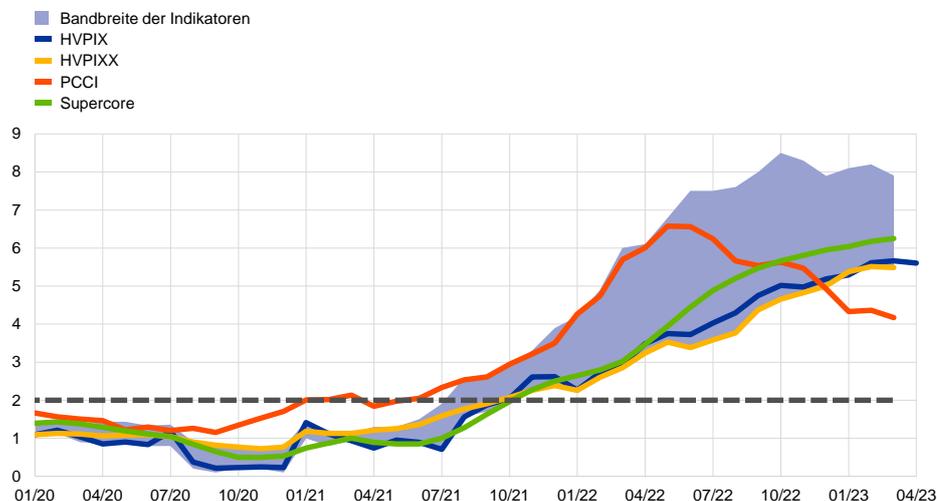
Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum blieben auf einem erhöhten Niveau (siehe Abbildung 13).

Zugleich wiesen die einzelnen Indikatoren weiterhin beträchtliche Unterschiede auf. Dies deutet darauf hin, dass Unsicherheit hinsichtlich der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation besteht. Daten für den HVPIX sind bis April verfügbar, während andere Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nur Angaben bis März enthalten und gemischte Signale aussendeten. Ausschlussbasierte Indikatoren wie der HVPIX (d. h. der HVPIX abzüglich der volatilen Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie Bekleidung und Schuhe) und der Indikator der Binneninflation (ohne Positionen mit hohem Importgehalt) blieben wie der Supercore-Indikator (der konjunktursensible HVPI-Positionen umfasst) im März weitgehend unverändert. Allerdings werden diese ausschussbasierten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in der Regel als jährliche Änderungsraten ausgewiesen, sodass ihre Signale möglicherweise zeitverzögert erfolgen. Die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die als annualisierte Rate ausgedrückt wird, ging im März zurück. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Energiepreise berücksichtigt werden oder nicht. Allgemein ist festzustellen, dass die kurzfristigen Änderungsraten mehrerer Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation, die die monatliche oder vierteljährliche Entwicklung abbilden, inzwischen auf einen etwas moderateren Preisdruck hindeuten. Diese rückläufige Entwicklung der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation würde mit der Auffassung im Einklang stehen, dass in ihnen auch indirekte Effekte des zurückliegenden Energiepreisanstiegs zum Tragen kommen, die sich im Zuge der seit einigen Monaten nachlassenden Preisdynamik bei Energie nun allmählich abschwächen.

Abbildung 13

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 %), PCCI und ein gewichteter Median. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023 (Schnellschätzung des HVPIX) bzw. März 2023 (übrige Angaben).

Angesichts der abnehmenden Bedeutung der Energiekosten wird die Persistenz der zugrunde liegenden Inflation im Euroraum zunehmend von der Entwicklung der Löhne und anderer Arbeitskosten bestimmt.

Die jüngsten verfügbaren Daten deuten auf einen steigenden Lohndruck hin. Das jährliche Wachstum der Tarifverdienste lag im dritten und vierten Quartal 2022 bei 2,9 %, verglichen mit 2,5 % im zweiten Quartal 2022. Das tatsächliche Lohnwachstum, gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. am Arbeitnehmerentgelt je Stunde, beschleunigte sich im vierten Quartal 2022 merklich. Die jährlichen Änderungsraten dieser beiden Indikatoren stiegen auf 5,0 % bzw. 4,3 % nach 3,9 % bzw. 2,9 % im dritten Quartal. Die in den jüngsten Monaten geschlossenen Tarifvereinbarungen deuten darauf hin, dass sich der Lohndruck 2023 weiter verstärkt hat. Inwieweit dieser Druck auf die zugrunde liegende Inflation durchschlägt, hängt von der Entwicklung der Gewinnmargen ab. Die aggregierten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das vierte Quartal 2022 legen nahe, dass sich der hiervon ausgehende Druck verstärkt.

Die Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie verringerte sich von 6,6 % im März auf 6,2 % im April.

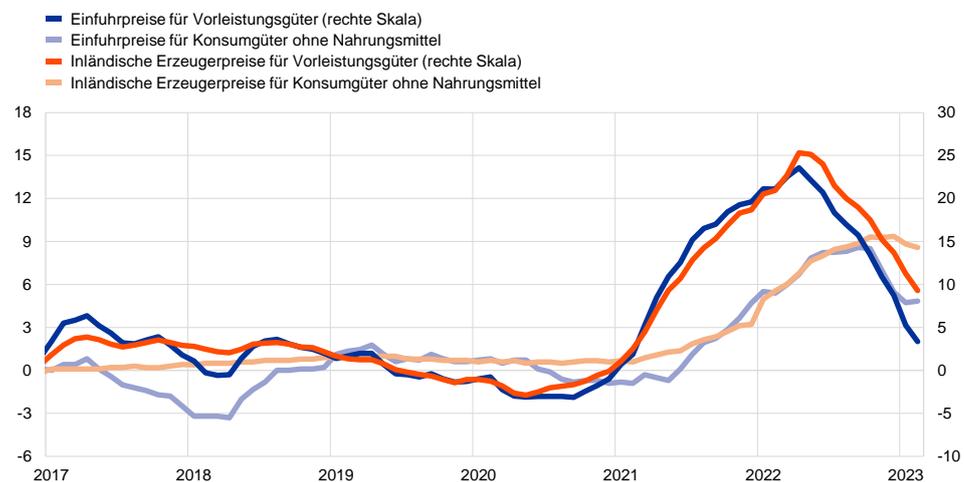
Mit Blick auf die vorgelagerten Stufen der Produktionskette ist festzustellen, dass die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter und jene der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter im Februar erneut kräftig zurückgingen. Was die nachgelagerten Stufen anbelangt, so verringerte sich die Wachstumsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Februar leicht auf 8,6 % nach 8,8 % im Januar. Damit ist diese Rate auf Jahressicht den zweiten Monat in Folge gesunken. Die jährlichen Steigerungsraten der Einfuhr- und der Erzeugerpreise gingen zwar zurück, liegen aber weiterhin auf erhöhtem Niveau. Dies deutet auf einen kumulierten Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen

der Wertschöpfungskette hin, weshalb der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe für Industrierzeugnisse ohne Energie weiterhin hoch sein dürfte (siehe Abbildung 14).

Abbildung 14

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023.

Die meisten umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum lagen weiterhin mehr oder weniger unverändert bei rund 2 % und entwickelten sich damit weitgehend im Einklang mit den marktbasierter Messgrößen des Inflationsausgleichs (siehe Abbildung 15).

Gemäß dem von der EZB für das zweite Quartal 2023 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) blieben die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2027 mit 2,1 % stabil. Die von Consensus Economics aus der Umfrage vom April 2023 abgeleiteten Inflationserwartungen für 2027 erhöhten sich auf 2,1 % (nach 2,0 % im Januar). Der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) vom März 2023 zufolge lag der Median der längerfristigen Inflationserwartungen konstant bei 2,0 %. Zusammen mit den kürzerfristigen Erwartungen lassen diese Daten darauf schließen, dass die Befragten einen raschen Rückgang der Inflation erwarten, und weisen auf die Verankerung der längerfristigen Erwartungen hin. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom März 2023 stieg der Median der Erwartungen für die Teuerung in drei Jahren von 2,4 % im Februar auf 2,9 %.⁷ Die marktbasierter Messgrößen des Inflationsausgleichs (basierend auf dem HVPI ohne Tabakwaren) blieben im Berichtszeitraum am kurzen Ende weitgehend unverändert. Am langen Ende jedoch erhöhten sie sich angesichts nachlassender Bedenken hinsichtlich der jüngsten Turbulenzen im Bankensektor. Was das kurze Ende betrifft, so lag der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr Anfang Mai bei rund 2,2 % und hatte sich damit seit dem Beginn des Berichtszeitraums Mitte März kaum verändert. Bei den langen Fristen notierte der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz

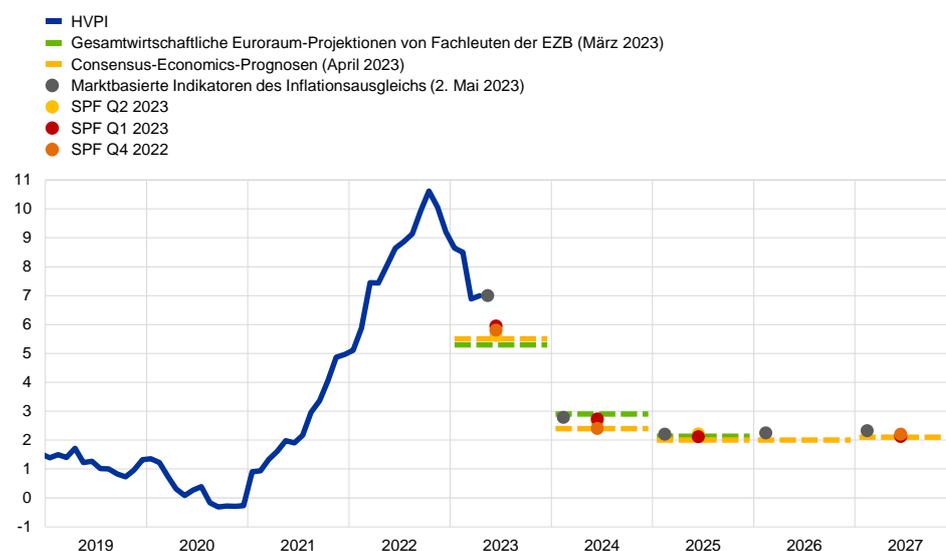
⁷ Siehe EZB, [Ergebnisse der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: März 2023](#), Pressemitteilung vom 11. Mai 2023.

in fünf Jahren am Ende des Berichtszeitraums leicht höher. Anfang Mai betrug er rund 2,4 %, nachdem er mit fast 2,5 % seinen Höchststand in dieser Periode erreicht hatte. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass die marktbasiereten Messgrößen des Inflationsausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie Risikoprämien zur Kompensation des Inflationsrisikos enthalten.

Abbildung 15

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierete Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2023 sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasiereten 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 Angaben zu den marktbasiereten Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 2. Mai 2023. Die SPF-Umfrage der EZB für das zweite Quartal 2023 wurde vom 31. März bis zum 5. April 2023 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war April 2023. Für die in den Projektionen der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 2. März 2023. Die jüngsten Angaben zum HVPI beziehen sich auf April 2023 (Schnellschätzung).

Die Inflationsaussichten sind nach wie vor mit erheblichen Aufwärtsrisiken behaftet.

Auf kurze Sicht könnte der Druck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette dazu führen, dass sich die Einzelhandelspreise stärker erhöhen als erwartet. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine wiederum könnte die Preise für Energie und Nahrungsmittel abermals in die Höhe treiben. Auf mittlere Sicht könnten Inflationserwartungen, die dauerhaft über dem Zielwert der EZB liegen, sowie unerwartet kräftige Zuwächse bei den Löhnen oder Gewinnmargen die Inflation ebenfalls ansteigen lassen. Ein zusätzliches Aufwärtsrisiko für die Teuerung stellen ferner die jüngsten Tarifabschlüsse dar, wobei sich diese Risiken bei anhaltend hohen Gewinnmargen noch verstärken werden. Zu den Abwärtsrisiken zählen mögliche erneute Spannungen an den Finanzmärkten. Diese könnten die Inflation rascher als projiziert zurückgehen lassen. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer deutlicheren Verlangsamung der Bankkreditvergabe oder einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde ebenfalls dazu führen, dass der Preisdruck vor allem mittelfristig schwächer als derzeit erwartet ausfällt.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Entwicklung an den Finanzmärkten war im Berichtszeitraum (16. März bis 3. Mai 2023) größtenteils von schwindenden Bedenken in Bezug auf die Anfang März verzeichneten Turbulenzen im Bankensektor sowie von den im selben Monat gefassten geldpolitischen Beschlüssen des EZB-Rats geprägt. Die Markterwartungen hinsichtlich der Leitzinsen im Euroraum erhöhten sich im Berichtszeitraum zwar, blieben aber niedriger als vor den Bankturbulenzen, d. h. vor der breit angelegten Verkaufswelle risikoreicher Vermögenswerte, die durch die Schwierigkeiten einiger Regionalbanken in den Vereinigten Staaten ausgelöst wurde. Die Staatsanleiherenditen im Eurogebiet blieben bis zum Ende des Berichtszeitraums weitgehend unverändert. Sie lagen weiterhin unter ihrem vor den Turbulenzen beobachteten Niveau, und auch die Renditeabstände der Staatsanleihen waren nach wie vor stabil. Bei den risikoreichen Anlagen im Eurogebiet war insgesamt eine Verbesserung zu beobachten, wenngleich sie sich aufgrund der Spannungen im Bankensektor zunächst volatil entwickelt hatten: Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verringerten sich in den meisten Segmenten, und die Notierungen an den Aktienmärkten legten – mit Ausnahme der Bankaktien – leicht zu. Sowohl am Markt für Unternehmensanleihen als auch am Aktienmarkt war somit zu beobachten, dass sich die während der Turbulenzen verzeichnete Entwicklung generell wieder umkehrte. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf.

Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum stiegen nach der EZB-Ratssitzung vom März 2023 an, da die Marktteilnehmer ihre Leitzinserwartungen nach oben revidierten, waren aber immer noch niedriger als vor den Turbulenzen. Im Berichtszeitraum notierte der Tagesgeld-

Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) im Schnitt bei 284 Basispunkten. Damit stieg er von durchschnittlich 240 Basispunkten im Zeitraum vom 16. bis 21. März auf durchschnittlich 290 Basispunkte in der Zeit nach dem 22. März (dem Beginn der auf die Leitzinsanhebung der EZB vom März folgenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode). Die Überschussliquidität blieb stabil. Sie erhöhte sich um rund 31 Mrd. € auf 4 096 Mrd. €. Die risikofreien Zinssätze reagierten zunächst über das Laufzeitenspektrum hinweg recht verhalten auf die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats vom März. In der Folgezeit stieg die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminkurve für den Overnight Index Swap (OIS) für kurzfristige Laufzeiten an, da die Sorgen der Marktteilnehmer über die Entwicklung im Bankensektor nachließen und sich die Marktakteure wieder stärker auf die Weltwirtschaft und die Inflation konzentrierten. Am Ende des Berichtszeitraums waren in der OIS-Terminkurve ein Zinsanstieg von 34 Basispunkten bzw. 16 Basispunkten für die EZB-Ratssitzungen im Mai und Juni sowie weitere Zinserhöhungen von insgesamt 30 Basispunkten eingepreist. Mit einem zum Jahresende 2023 unterstellten Höchststand von rund 3,7 % sind die Zinserwartungen damit gegenwärtig niedriger als am 6. März, also unmittelbar vor Beginn der Verkaufswelle risikoreicher Vermögenswerte, die durch die Schwierigkeiten bei einigen US-Regionalbanken ausgelöst wurde.

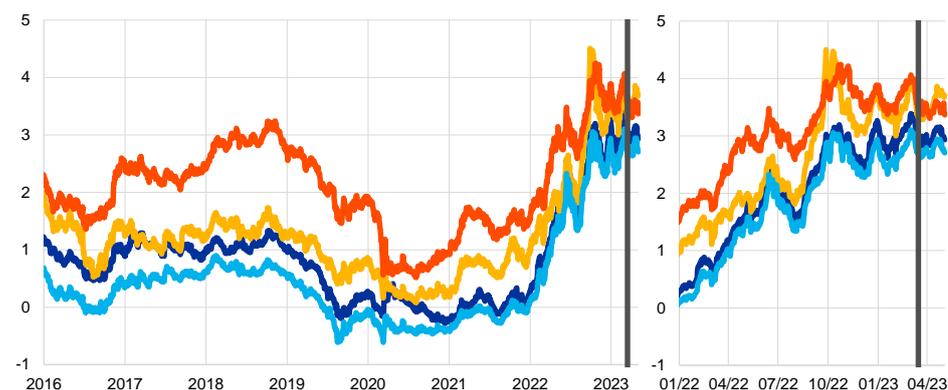
Die Renditen langfristiger Staatsanleihen blieben bis zum Ende des Berichtszeitraums weitgehend unverändert und waren daher niedriger als vor den Turbulenzen im Bankensektor Anfang März (siehe Abbildung 16). Die BIP-gewichtete durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum veränderte sich mit rund 2,9 % im Berichtszeitraum kaum und blieb geringfügig unter ihrem vor den Turbulenzen verzeichneten Niveau. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum entwickelten sich überwiegend parallel zu den langfristigen risikofreien Zinssätzen. Aus diesem Grund blieb der Abstand zum OIS-Satz im Euroraum stabil (rund 0,2 Prozentpunkte). Was die Entwicklung außerhalb des Eurogebiets betrifft, so verringerten sich die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen um 21 Basispunkte auf 3,4 %. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs erhöhten sich indes um 26 Basispunkte auf 3,7 %.

Abbildung 16

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

(in % p. a.)

- BIP-gewichteter Durchschnitt des Euroraums
- OIS-Satz im Euroraum
- Vereinigtes Königreich
- Vereinigte Staaten



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

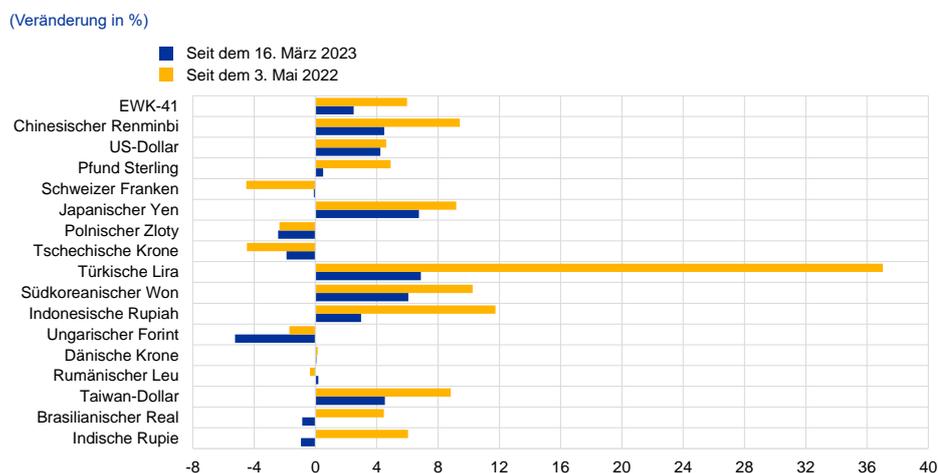
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. März 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Mai 2023.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verengten sich, obwohl sie sich zunächst aufgrund der Turbulenzen im Bankensektor Anfang März ausgeweitet hatten. In den ersten Tagen des Berichtszeitraums wiesen die Renditeabstände von Unternehmensanleihen eine hohe Volatilität auf, vor allem bei Finanzwerten und im Hochzinsbereich. Bis Ende März hatte diese Volatilität nachgelassen. Die Renditeabstände verkleinerten sich danach stetig, sodass es im Berichtszeitraum insgesamt zu einem Rückgang kam. Im Einzelnen verringerten sich die Spreads von Unternehmensanleihen aus dem Hochzins- und dem Investment-Grade-Segment um jeweils rund 20 Basispunkte. Im Investment-Grade-Segment verengten sich die Spreads von Finanzunternehmen am stärksten (um 22 Basispunkte), waren aber am Ende des Berichtszeitraums noch immer etwas größer als vor den Bankturbulenzen. Bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verkleinerten sich die Renditeabstände um 17 Basispunkte und waren damit zuletzt etwas niedriger als vor den Turbulenzen.

Die Aktienmärkte im Euroraum verbuchten Kursgewinne; zugleich gingen die zukunftsgerichteten Volatilitätsmessgrößen zurück. Die Aktienkurse im Eurogebiet legten zu, und die zukunftsgerichteten Messgrößen der Aktienkursvolatilität verringerten sich gegenüber dem Sechsmonatshoch, das während der Bankturbulenzen Anfang März verzeichnet worden war. Insgesamt stiegen die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um rund 3,8 %. Bankwerte wiesen indessen mit etwa 1,2 % ein moderateres Wachstum auf und notierten damit weiterhin deutlich niedriger als vor den Turbulenzen. In den Vereinigten Staaten legten die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften unterdessen um rund 3,5 % zu, während die Notierungen von Bankaktien um etwa 4,3 % nachgaben.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf (siehe Abbildung 17). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 2,5 % an. Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse gegenüber anderen wichtigen Währungen betrifft, so wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar angesichts einer größeren Zinsspanne und nachlassender Finanzmarktspannungen auf (um 4,2 %). Auch in Relation zum japanischen Yen und zum Pfund Sterling gewann er an Wert (6,8 % bzw. 0,5 %). Einen Kursanstieg verbuchte der Euro ferner gegenüber dem chinesischen Renminbi (4,5 %) sowie gegenüber den Währungen anderer wichtiger Schwellenländer. Im Verhältnis zu den Währungen einiger EU-Länder außerhalb des Euroraums büßte er hingegen an Wert ein.

Abbildung 17
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



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 3. Mai 2023.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die Refinanzierungskosten der Banken erhöhten sich im ersten Quartal 2023 erheblich, und die Spreads von Bankanleihen weiteten sich im Zuge der Finanzmarkturbulenzen im März aus. Die Kreditzinsen der Banken stiegen im Februar 2023 infolge der Leitzinsanhebungen der EZB weiter an. Für die Unternehmen verbilligte sich im Zeitraum vom 16. März bis zum 3. Mai 2023 sowohl die Eigenkapitalfinanzierung als auch die marktbasierende Fremdfinanzierung leicht. Angesichts der höheren Zinssätze, einer geringeren Nachfrage und restriktiverer Kreditrichtlinien schwächte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im März erneut ab. In der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft meldeten die Banken im Euroraum eine weitere, unerwartet deutliche Verschärfung ihrer Kreditrichtlinien sowie einen erheblichen Rückgang der Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte. Dies deutet auf eine anhaltende Abschwächung der Kreditdynamik hin. Die Geldmengendynamik blieb im März 2023 verhalten, wofür die Entwicklung der liquidesten Komponenten von M3 sowie das geringere Kreditwachstum verantwortlich waren.

Die Refinanzierung der Banken im Euroraum verteuerte sich im Februar erneut. Ursächlich hierfür waren die Entwicklung der Marktzinsen sowie die gestiegenen Einlagenzinsen. Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Einlagenzinsen ließ sich der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum am Stichtag dieses Berichts (3. Mai 2023) nur bis Februar berechnen. In dieser Zeit kletterte er weiter in die Höhe und erreichte den höchsten Stand seit zehn Jahren (siehe Abbildung 18, Grafik a). Die Bankanleiherenditen legten gegenüber Anfang 2023 um 48 Basispunkte zu (siehe Abbildung 18, Grafik b). Im Zuge der Markturbulenzen Mitte März 2023 weiteten sich zudem die Spreads von Bankanleihen stark aus. Besonders ausgeprägt war diese Entwicklung bei nachrangigeren Anleihen und vor allem bei Instrumenten des zusätzlichen Kernkapitals. Anschließend verringerten sich die Spreads dann zwar wieder etwas, sie sind aber nach wie vor deutlich größer als vor den Turbulenzen. Die Kosten der Finanzierung über Einlagen setzten ihren Aufwärtstrend fort, wobei es jedoch Unterschiede zwischen den verschiedenen Produktarten gibt. Während sich die Zinssätze für Termineinlagen rasch an die Leitzinsänderungen anpassen, geht die Anpassung der Zinsen für täglich fällige Einlagen nach wie vor etwas zögerlicher vonstatten. Als Reaktion auf die sich ausweitende Zinsdifferenz schichten die Einleger täglich fällige Einlagen in Termineinlagen um. Gleichwohl machen Erstere nach wie vor einen großen Teil der Einlagenbasis aus. Infolgedessen vergrößert sich der Abstand zwischen dem gewichteten Einlagensatz und den Leitzinsen weiter. Dies war bereits in früheren Zinsanhebungsphasen der Fall. Auch die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) trug zu höheren Refinanzierungskosten der Banken bei. Seit der am 23. November 2022 in Kraft getretenen Rekalibrierung der Bedingungen der GLRG-III-Geschäfte haben die Banken umfangreiche Rückzahlungen von im Rahmen des Programms aufgenommenen Mitteln vorgenommen. Dabei handelte es sich teils um Pflichtrückzahlungen, überwiegend aber um freiwillige Rückzahlungen. Insgesamt wurden 1,015 Billionen € zurückgezahlt, wodurch sich die ausstehenden

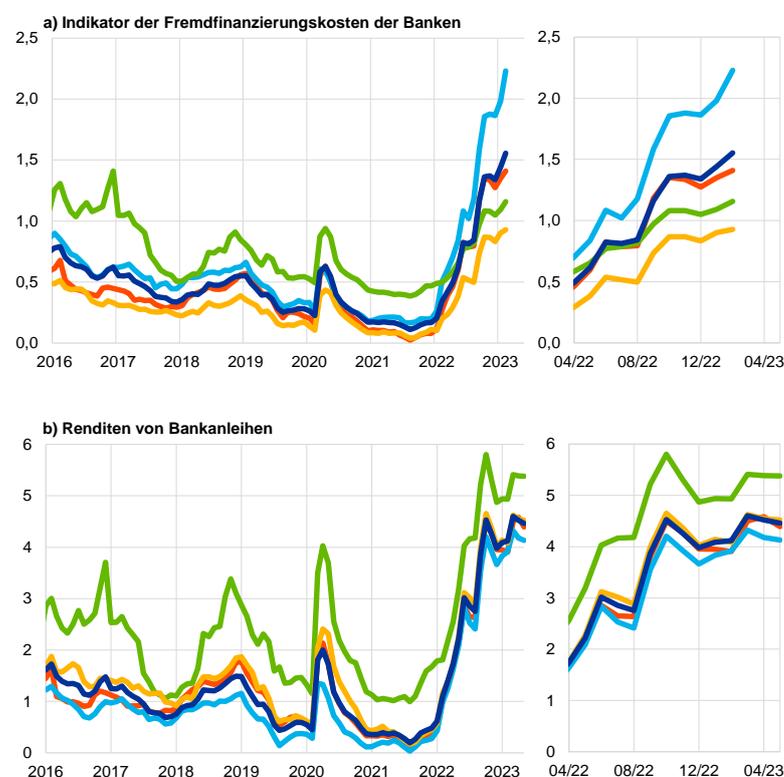
Beträge um rund 48 % verringerten haben.⁸ Angesichts des Auslaufens der GLRGs und der sinkenden Einlagenbestände haben die Banken vermehrt Anleihen emittiert, deren Rendite über den Einlagen- und Leitzinsen liegt. Die Emission von Bankanleihen hat sich seit September 2022 um fast 170 Mrd. € erhöht, während die Einlagenbestände im gleichen Zeitraum um rund 200 Mrd. € zurückgegangen sind.

Abbildung 18

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



Quellen: EZB, Markt-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 Februar 2023 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 3. Mai 2023 (Renditen von Bankanleihen).

Infolge der Leitzinsanhebungen der EZB stiegen die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte im Februar 2023 weiter an. Die

Anpassung der geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirkt inzwischen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken durch: Die Kreditzinsen steigen, und die Kreditrichtlinien werden restriktiver. So erhöhten sich die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Februar 2023 weiter auf 3,85 %, verglichen

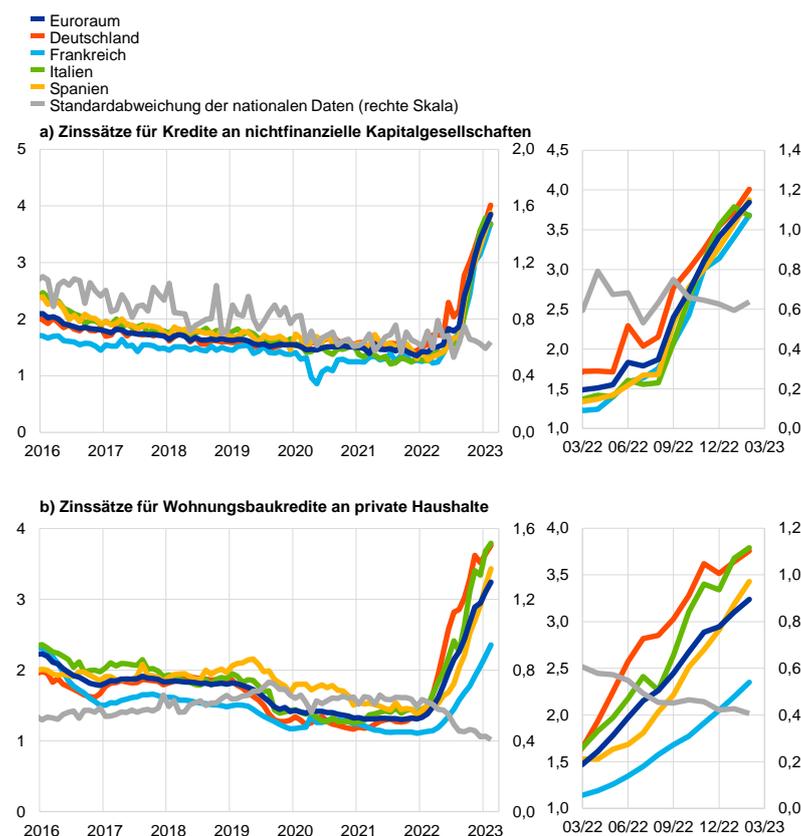
⁸ Siehe EZB, [EZB rekaliert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#), Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

mit 3,63 % im Januar und 1,55 % im Mai 2022. Auch die Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte zogen weiter an, und zwar auf 3,24 % im Berichtsmonat (nach 3,10 % im Januar und 1,78 % im Mai 2022). Damit vollzogen sich die Zinssteigerungen vor allem wegen des rascheren Tempos der Leitzinsanhebungen schneller als in früheren Zinserhöhungsphasen. Laut der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Februar 2023 gehen die Haushalte davon aus, dass die Hypothekenzinsen in den kommenden zwölf Monaten weiter steigen werden und es schwieriger werden wird, Wohnungsbaukredite zu erhalten. Der Abstand zwischen den Bankzinsen für kleine und für große Kredite weitete sich im Februar etwas aus, was der Heterogenität zwischen den einzelnen Euro-Ländern geschuldet war. Insgesamt blieb er aber in der Nähe seines historischen Tiefstands. Betrachtet man die Zinsen für Ausleihungen an Firmen und Privathaushalte, so hielten sich die nationalen Unterschiede indes nach wie vor in Grenzen (siehe Abbildung 19, Grafik a und b).

Abbildung 19

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

(in % p. a.; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

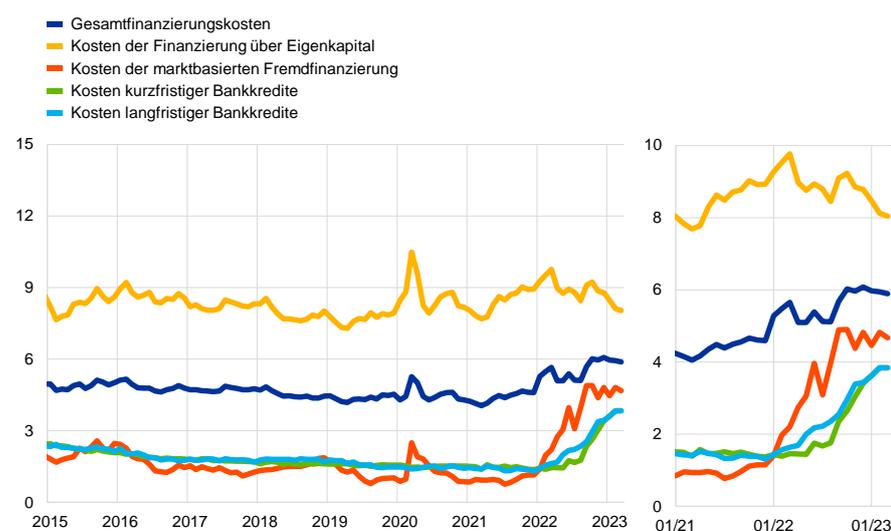
Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugesäftsvolumens. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023.

Für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verbilligte sich im Zeitraum vom 16. März bis zum 3. Mai 2023 sowohl die Eigenkapitalfinanzierung als auch die marktbasierende Fremdfinanzierung etwas. Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme ließen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen (die die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung umfassen) am Stichtag dieses Berichts (3. Mai 2023) nur bis Februar 2023 berechnen. Im diesem Monat lagen sie bei 5,9 % und waren damit gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert (siehe Abbildung 20). Dahinter verbarg sich eine Verteuerung der marktbasierenden Fremdfinanzierung – vor allem aufgrund höherer risikofreier Zinssätze, da sich die Spreads von Unternehmensanleihen kaum veränderten – sowie der Finanzierung über kurz- und langfristige Bankdarlehen, der durch einen Rückgang der Kosten der Eigenkapitalfinanzierung ausgeglichen wurde. Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieben im Februar 2023 in der Nähe des erhöhten Niveaus, das zuletzt Ende 2011 verzeichnet worden war, auch wenn sie gegenüber ihrem Höchststand vom Oktober 2022 leicht zurückgegangen waren. Im Berichtszeitraum insgesamt sanken die Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung etwas. Zurückzuführen war dies auf weitgehend stabile risikofreie Zinssätze in Verbindung mit stark rückläufigen Renditedifferenzen bei Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen aus dem Investment-Grade- und insbesondere aus dem Hochzinzbereich. Da die langfristigen risikofreien Zinssätze nahezu stabil blieben, spiegelten die Eigenkapitalkosten die Entwicklung der Aktienrisikoprämie wider, die im Berichtszeitraum rückläufig war.

Abbildung 20

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 marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital (bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 3. Mai 2023 (Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 28. April 2023 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. den 28. Februar 2023 (Gesamtfinanzierungskosten und Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

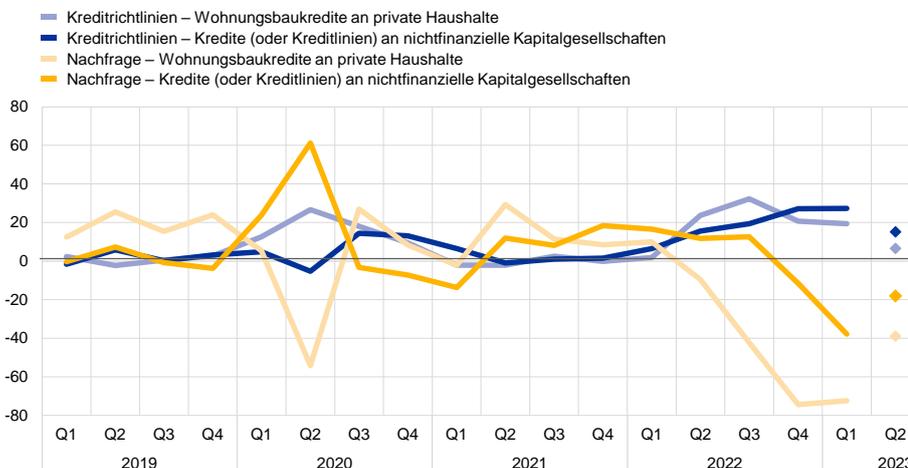
Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom April 2023 wurden die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten wie auch von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im ersten Quartal 2023 abermals deutlich restriktiver gestaltet, was darauf hindeutet, dass sich die Kreditdynamik weiter abschwächt (siehe Abbildung 21). Die Vergaberichtlinien wurden stärker verschärft, als es die Banken in der vorangegangenen Erhebung vorhergesagt hatten. Erneut wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite so stark angepasst wie zuletzt während der Staatsschuldenkrise im Jahr 2011. Als Gründe für die restriktiveren Vergaberichtlinien für Unternehmen und private Haushalte nannten die Banken vor dem Hintergrund einer zunehmenden Unsicherheit in erster Linie die Wahrnehmung höherer Risiken im Hinblick auf die Wirtschaftsaussichten sowie in geringerem Maße eine gesunkene Risikotoleranz. Angesichts der steigenden EZB-Leitzinsen und der sinkenden Zentralbankliquidität wirkten sich auch die Refinanzierungskosten und die Bilanzsituation der Banken verschärfend auf die Richtlinien für Kredite an Unternehmen aus dem Euroraum aus. Für das zweite Quartal 2023 rechnen die Banken im Eurogebiet mit einer weiteren, wenn auch moderateren Verschärfung der Richtlinien für die Kreditgewährung an Unternehmen und private Haushalte.

Den Banken zufolge fragten Unternehmen und private Haushalte im ersten Quartal 2023 erheblich weniger Kredite nach. Die Kreditnachfrage der Unternehmen ging so stark zurück wie zuletzt während der globalen Finanzkrise, und bei den privaten Haushalten war sogar der größte Nachfrageeinbruch seit dem Beginn der Umfrage im Jahr 2003 zu verzeichnen. Einen so deutlichen Rückgang hatten die Banken in der vorangegangenen Umfragerunde nicht vorausgesehen. Als Hauptgrund nannten sie das durch die geldpolitische Straffung veränderte allgemeine Zinsniveau. Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten wurde zudem erheblich durch den abnehmenden Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen gebremst. Bei den Wohnungsbaukrediten sorgten vor allem die steigenden Zinsen, die trüberen Aussichten am Wohnungsmarkt und ein geringes Verbrauchervertrauen dafür, dass sich die Nachfrage abermals beträchtlich verringerte. Für das zweite Quartal 2023 erwarten die Banken unter dem Strich einen weiteren, wenn auch weniger starken Rückgang der Nachfrage nach Unternehmens- und Wohnungsbaukrediten.

Abbildung 21

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 erste Quartal 2023.

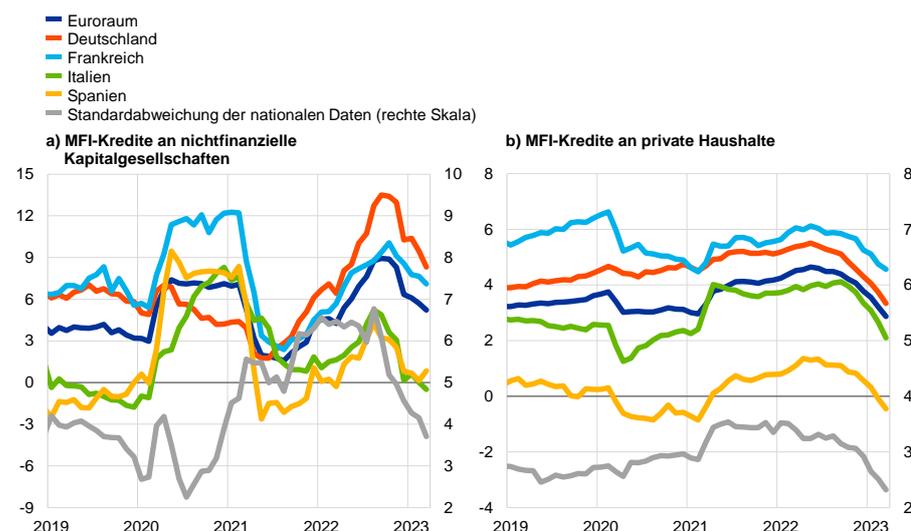
Darüber hinaus erwarten die Banken, dass die geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB aufgrund der Wirkung, die diese auf ihre Refinanzierungs- und Liquiditätsposition haben, zu einer Abschwächung der Kreditdynamik beitragen wird. Der Zugang der Banken zur Finanzierung über Kundeneinlagen und über die Finanzmärkte verschlechterte sich im ersten Quartal 2023 – vermutlich aufgrund der Marktturbulenzen vom März 2023. Hierdurch wurde die zum Ende des letzten Jahres verzeichnete Verbesserung wieder umgekehrt. Auch der Abbau der geldpolitischen Wertpapierportfolios der EZB und das Auslaufen der GLRG III haben nach Aussage der Banken in den letzten sechs Monaten ihre Finanzierungsbedingungen am Markt und ihre Liquiditätsposition beeinträchtigt. Während die Kreditrichtlinien zunehmend restriktiver gestaltet werden, tragen neben den Auswirkungen der höheren Leitzinsen und der gestiegenen Risikoaversion auch die Rückzahlungen von GLRG-III-Mitteln zur Verringerung des Kreditvolumens bei. In Bezug auf ihre Ertragslage gaben die Banken an, dass sich die Zinsschritte der EZB spürbar positiv auf ihre Nettozinssmargen, aber negativ auf ihre zinsunabhängigen Erträge auswirkten. Gedämpft wurde ihre Ertragslage zudem durch gestiegene Rückstellungen und Wertminderungen. Darin spiegelt sich möglicherweise ein höheres Kreditrisiko wider, nun da sich im Zuge der geldpolitischen Straffung die Wirtschaftstätigkeit abschwächt und die Zinsbelastung der Kreditnehmer steigt.

Angesichts der höheren Zinsen, einer geringeren Nachfrage und restriktiverer Kreditrichtlinien schwächte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im März erneut ab. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerte sich

im März auf 5,2 % nach 5,7 % im Februar (siehe Abbildung 22, Grafik a). Diese Verlangsamung war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten. Zurückzuführen war sie auf die gestiegenen Zinsen, den erheblichen Rückgang der Kreditnachfrage sowie eine weitere deutliche Verschärfung der Kreditrichtlinien. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte ging ebenfalls erneut zurück: Sie sank leicht von 3,2 % im Februar auf 2,9 % im März (siehe Abbildung 22, Grafik b). Hintergrund dieser Entwicklung waren die sich eintrübenden Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, eine weitere deutliche Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken und höhere Kreditzinsen. Für die schwächere Dynamik der Kreditvergabe an Privathaushalte waren vor allem die Wohnungsbaukredite verantwortlich. Doch seit Anfang 2023 sind auch bei den sonstigen Ausleihungen an private Haushalte – insbesondere an Einzelunternehmen (d. h. Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit) – beträchtliche Nettoabflüsse zu verbuchen, die gleichfalls zu dieser Abschwächung beitrugen.

Abbildung 22
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

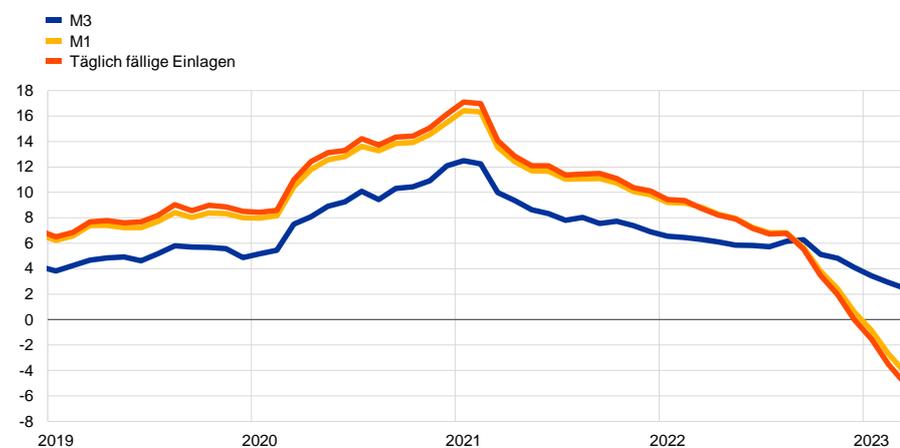
Anmerkung: Die Kredite der MFIs sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2023.

Die Bestände an täglich fälligen Einlagen waren im März stark rückläufig. Ursächlich hierfür waren Umschichtungen in Instrumente mit einer höheren Verzinsung, insbesondere Umschichtungen in Termineinlagen, aber auch in Finanzinstrumente außerhalb des Bankensektors. Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen sank von -3,5 % im Februar auf -5,1 % im März. Dieser Einbruch bei den täglich fälligen Einlagen und somit auch beim eng gefassten Geldmengenaggregat M1 stellt die stärkste Kontraktion seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 dar (siehe Abbildung 23). Nachdem die Geldmenge M1 im Januar mit -0,8 % erstmals eine negative Jahreswachstumsrate verzeichnete, schwächte sich das M1-Wachstum im Februar und März weiter auf -2,7 % bzw. -4,2 % ab. Zurückzuführen war dies vor allem auf die umfangreichen

Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen. Ein weiterer Grund waren aber auch Verschiebungen zugunsten von Bankanleihen und in geringerem Maße auch Geldmarktfondsanteilen. Der Bargeldumlauf ist indessen nicht nennenswert gestiegen. Dies lässt darauf schließen, dass das öffentliche Vertrauen in die Banken im Eurogebiet durch die Turbulenzen im März nicht breitflächig Schaden nahm. Ähnliche Portfolioumschichtungen waren auch in früheren Straffungszyklen zu beobachten, denn die Verzinsung der täglich fälligen Einlagen passt sich nur schleppend an Leitzinsänderungen an. Die Zinsen von Termineinlagen und marktbasierter Instrumenten reagieren hingegen rascher. Dadurch weitet sich das Zinsgefälle aus, was Anreize für Mittelumschichtungen schafft. Die deutliche Abkehr von täglich fälligen Einlagen im aktuellen Straffungszyklus lässt sich vor allem durch die folgenden Faktoren erklären: Erstens geht die geldpolitische Kursanpassung der EZB schneller vonstatten als in früheren Straffungsphasen. Dadurch hat sich der Zinsabstand zwischen täglich fälligen Einlagen und Termineinlagen deutlich ausgeweitet. Zweitens hatte der Anteil täglich fälliger Einlagen im Zuge der Niedrigzinsphase und der Covid-19-Pandemie außergewöhnlich stark zugenommen. Und drittens dämpft die deutlich schwächere Kreditdynamik die Geldschöpfung insgesamt.

Abbildung 23
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2023.

Die Dynamik der Geldmenge blieb im März 2023 verhalten, wofür die Entwicklung der liquidesten Komponenten von M3 sowie das geringere Kreditwachstum verantwortlich waren. Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 ging von 3,4 % im Januar auf 2,9 % im Februar und 2,5 % im März zurück (siehe Abbildung 23) und fiel damit auf den niedrigsten Wert seit Oktober 2014. Darüber hinaus bewegt sich die kurzfristige Dynamik von M3 auf historisch niedrigem Niveau. Nur Anfang 2010 wies sie ähnlich geringe Werte auf. Erklären lässt sich das anhaltend rückläufige Geldmengenwachstum durch die steigenden Opportunitätskosten der Geldhaltung und das nachlassende Kreditwachstum im Umfeld höherer Leitzinsen, einer schwachen Konjunktur und restriktiverer Kreditrichtlinien. Das Auslaufen der Nettoankäufe von

Vermögenswerten durch das Eurosystem sowie der GLRGs trägt ebenfalls zur Abschwächung des Geldmengenwachstums bei. Der Wegfall der GLRGs etwa fördert die Emission von Bankanleihen, was wiederum bei den Geldhaltern zu Umschichtungen von Einlagen in ebenjene Anleihen führt.

Kästen

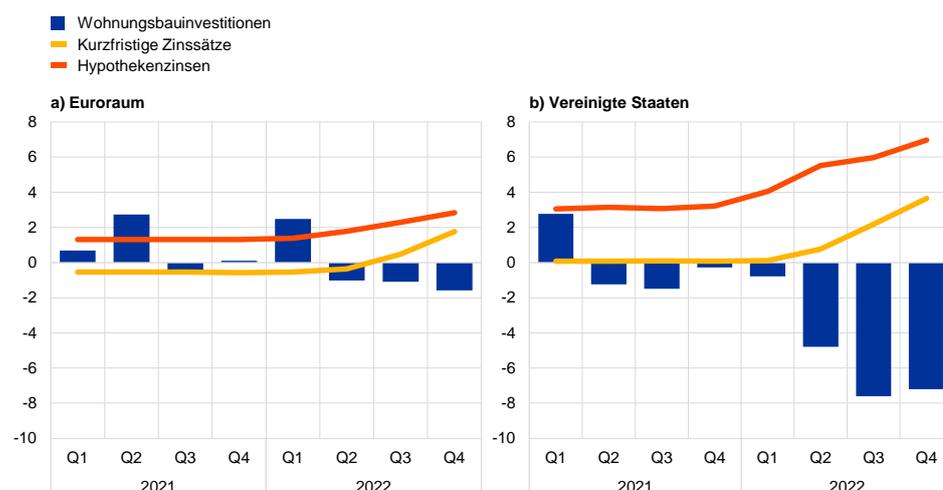
1 Geldpolitik und Wohnungsbauminvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

Niccolò Battistini, Simona Delle Chiaie und Johannes Gareis

Die Wohnungsbauminvestitionen sind im Jahr 2022 sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten deutlich gesunken. In den Vereinigten Staaten war der Rückgang besonders stark ausgeprägt. Im Eurogebiet setzte diese Entwicklung im zweiten Quartal 2022 ein. Bis zum vierten Quartal 2022 wurde ein kumulierter Rückgang von rund 4 % verzeichnet (siehe Abbildung A, Grafik a). In den USA begannen die Investitionen in Wohnimmobilien dagegen bereits im zweiten Quartal 2021 nachzulassen. Seitdem haben sie sich dort kumuliert um etwa 21 % verringert. Zu einem besonders starken Rückgang kam es dabei in der zweiten Jahreshälfte 2022, als sich die Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien infolge steigender Hypothekenzinsen drastisch verschlechterte (siehe Abbildung A, Grafik b). Diese rückläufige Entwicklung ist vor dem Hintergrund der gestrafften Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks zu sehen. In den Vereinigten Staaten wurden die Leitzinsen dabei schon früher angehoben und erreichten ein höheres Niveau als im Euroraum. Im vorliegenden Kasten wird die Dynamik der Wohnungsbauminvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten untersucht. Zudem wird erörtert, wie sich die jüngste geldpolitische Straffung auf die künftigen Wohnungsbauminvestitionen im Eurogebiet auswirken dürfte.

Abbildung A
Wohnungsbauminvestitionen, kurzfristige Zinssätze und Hypothekenzinsen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; in % p. a.)



Quellen: Eurostat, EZB, US Bureau of Economic Analysis, Wall Street Journal und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die kurzfristigen Zinssätze für den Euroraum beziehen sich auf den Dreimonats-EURIBOR und jene für die Vereinigten Staaten auf den effektiven Zielzinssatz für Tagesgeld (Effective Federal Funds Rate) der Fed. Die Hypothekenzinsen im Euroraum beziehen sich auf den gewichteten Indikator der Kreditfinanzierungskosten der privaten Haushalte für Wohnungsbaukredite, während die Hypothekenzinsen in den Vereinigten Staaten auf Hypothekarkredite mit Festverzinsung bei einer Laufzeit von 30 Jahren abstellen. Alle Zinssätze sind vierteljährliche Durchschnittswerte.

Die Wohnungsbauminvestitionen gehören zu den Komponenten der wirtschaftlichen Aktivität, die am stärksten auf Zinsänderungen reagieren. Im Euroraum sind sie im Allgemeinen jedoch deutlich weniger schwankungsanfällig als in den Vereinigten Staaten. Die Volatilität des vierteljährlichen

Wachstums der Wohnungsbauminvestitionen ist im Euroraum etwa halb so hoch wie in den USA (siehe Tabelle A). Zudem weisen die Wohnungsbauminvestitionen im Eurogebiet eine im Vergleich zur gesamtwirtschaftlichen Produktion nur rund dreimal höhere Volatilität auf. In den Vereinigten Staaten ist die entsprechende Volatilität hingegen etwa sechsmal so hoch. Dort leisten die Wohnungsbauminvestitionen zwar einen kleineren Beitrag zum BIP als im Euroraum, doch ist ihr Anteil an den Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Produktion größer (siehe Tabelle A). Sowohl im Eurogebiet als auch in den Vereinigten Staaten sind die Wohnungsbauminvestitionen allerdings stark prozyklisch und in der Regel ein vorlaufender Indikator für den Konjunkturzyklus. Dies unterstreicht die große Bedeutung des Wohnimmobilienmarkts für die Wirtschaft.¹

Tabelle A
Eigenschaften der vierteljährlichen Wohnungsbauminvestitionen

	Euroraum	Vereinigte Staaten
Standardabweichung	1,5	3,3
Anteil am BIP in %	5,8	4,2
Anteil an der Varianz des BIP in %	9,4	10,1

Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Standardabweichungen des vierteljährlichen Wachstums der Wohnungsbauminvestitionen sowie den Anteil am BIP und den Anteil an der BIP-Varianz, die durch die Wohnungsbauminvestitionen im Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2019 erklärt wurde. Anteil am BIP in nominaler Betrachtung, Anteil an der erklärten Varianz des BIP in realer Betrachtung. Die durch Wohnungsbauminvestitionen erklärte Varianz des BIP ist auch maßgeblich für die Kovarianz der Wohnungsbauminvestitionen mit der Summe der anderen Nachfragekomponenten des BIP.

Die Hypothekensmärkte im Euroraum sind weniger tief als jene in den Vereinigten Staaten; allerdings gibt es einige Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern.² Im Vergleich zum Euroraum können Banken in den USA Wohnungsbaukredite einfacher aus ihren Bilanzen herauslösen. Dadurch fällt es ihnen leichter, die damit verbundenen Risiken auf Dritte zu übertragen, wobei die Regierung über mehrere staatlich geförderte Unternehmen letztlich als

¹ Eine Gegenüberstellung der zyklischen Eigenschaften der Wohnungsbauminvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten findet sich in: A. Musso, S. Neri und L. Stracca, Housing, consumption and monetary policy: How different are the US and the euro area?, Journal of Banking and Finance, Bd. 35, Ausgabe 11, 2011, S. 3019-3041. Zur Rolle der Wohnungsbauminvestitionen im Konjunkturzyklus siehe unter anderem E. Leamer, Housing is the business cycle, Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, S. 149-233; E. Leamer, Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?, Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 47, Ausgabe S1, 2015, S. 43-50.

² Ein Vergleich der institutionellen Unterschiede zwischen den Hypothekensmärkten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten findet sich unter anderem in: Musso et al., a. a. O.; A. Calza, T. Monacelli und L. Stracca, Housing finance and monetary policy, Journal of the European Economic Association, Bd. 11, Ausgabe S1, 2013, S. 101-122. Zu einem aktuelleren Überblick über die Besonderheiten der Hypothekensmärkte in den Ländern des Euroraums siehe beispielsweise U. Albertazzi, F. Fringuellotti und S. Ongena, Fixed rate versus adjustable rate mortgages: evidence from the euro area banks, Working Paper Series der EZB, Nr. 2322, 2019; G. Corsetti, J. Duarte und S. Mann, One money, many markets, Journal of the European Economic Association, Bd. 20, Ausgabe 1, 2022, S. 513-548; N. Battistini, M. Falagiarda, A. Hackmann und M. Roma, Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions, Working Paper Series der EZB, Nr. 2752, 2022.

Garantiegeber fungiert.³ Zudem können US-amerikanische Kreditnehmer Immobilien zusätzlich beleihen. Außerdem müssen sie für eine vorzeitige Tilgung oder bei Kreditneuverhandlungen nur in begrenztem Umfang Vorfälligkeits-entschädigungen bzw. Gebühren zahlen und haften bei einer Insolvenz nur beschränkt persönlich.⁴ Was die typische Laufzeit von Hypothekarkrediten betrifft, so überwiegen in den Vereinigten Staaten Kredite mit fester Verzinsung und einer Laufzeit von 30 Jahren. Verglichen damit sind in einigen Ländern des Eurogebiets festverzinsliche Kredite mit kürzeren Laufzeiten von 15 bis 25 Jahren oder eine variable Verzinsung üblich.⁵ Verschiedene Indikatoren für den Entwicklungsgrad der Hypothekenmärkte, in denen die Unterschiede zwischen dem Eurogebiet und den USA zum Ausdruck kommen, deuten darauf hin, dass der Hypothekenmarkt in den Vereinigten Staaten generell eine größere Tiefe aufweist als der Markt im Euroraum. Dies zeigt sich – über die Nettovermögensverteilung der privaten Haushalte hinweg – an der höheren Hypothekenverschuldung der Haushalte in den Vereinigten Staaten (gemessen an den Hypothekenschulden in Relation zum BIP), der größeren Verbriefungsaktivität (gemessen anhand des Verhältnisses von hypothekarisch besicherten Wertpapieren zum BIP) und dem höheren Verschuldungsgrad (gemessen an den Hypothekenschulden in Relation zum Immobilienvermögen) (siehe Abbildung B).

³ Auf dem Hypothekenmarkt in den Vereinigten Staaten sind zwei staatlich geförderte Unternehmen (Government-Sponsored Enterprises – GSEs) aktiv. Dabei handelt es sich um die Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) und die Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Zur Entstehung dieser GSEs und ihrer Rolle am Hypothekenmarkt in den USA aus einer historischen Perspektive siehe unter anderem R. Green und S. Wachter, *The American Mortgage in Historical and International Context*, Journal of Economic Perspectives, Bd. 19, Nr. 4, 2005, S. 93-114.

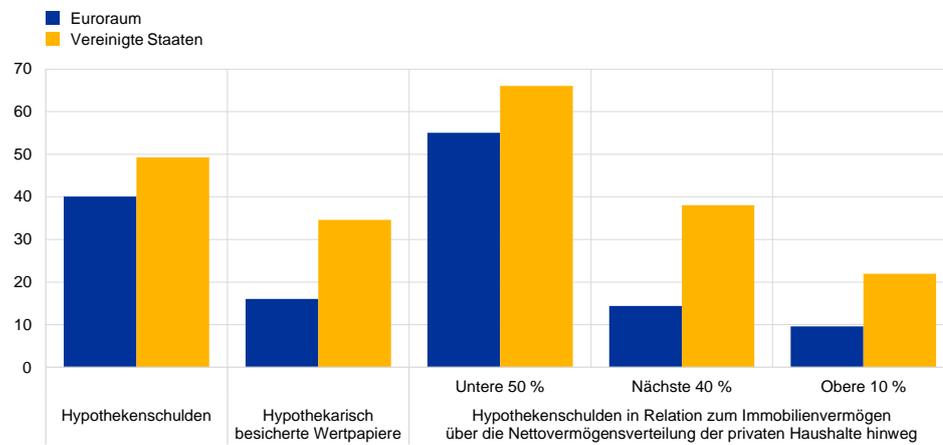
⁴ Siehe EZB, [Institutionelle Unterschiede zwischen den Hypothekenmärkten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Monatsbericht August 2009.

⁵ Von den größten Ländern des Euroraums verzeichnen Italien und Spanien traditionell einen vergleichsweise hohen Anteil an variabel verzinslichen Hypothekarkrediten. Betrachtet man die jüngste Entwicklung, so stieg in Italien der Anteil der variabel verzinslichen Kredite an den gesamten Wohnungsbaukrediten in der zweiten Jahreshälfte 2022 deutlich auf durchschnittlich rund 55 %, während er in Spanien mit 26 % auf einem relativ niedrigen Niveau blieb. Demgegenüber lag der Anteil dieser Kredite im gleichen Zeitraum in Deutschland bei durchschnittlich 15 % und in Frankreich bei 4 %. Daten zum Anteil der variabel verzinslichen Hypothekarkredite an den Wohnungsbaukrediten insgesamt lassen sich für die einzelnen Euro-Länder über folgende Datenbank abrufen: [Risk Assessment Indicators](#) (im Statistical Data Warehouse der EZB). Die Daten sind monatlich verfügbar.

Abbildung B

Indikatoren für den Entwicklungsgrad des Hypothekenmarkts

(in % des nominalen BIP; in % des Immobilienvermögens)



Quellen: EZB, Experimental Distributional Wealth Accounts der EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, US Federal Reserve Board, US Federal Reserve Board Distributional Financial Accounts und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Hypothekenschulden und hypothekarisch besicherte Wertpapiere als prozentualer Anteil am nominalen BIP.

Hypothekenschulden in Relation zum Immobilienvermögen als Verhältnis zwischen Hypothekenschulden und Wohnimmobilienvermögen über die Nettovermögensverteilung der privaten Haushalte hinweg. Abgebildet sind die Durchschnittswerte für den Zeitraum vom ersten Quartal 2017 bis zum vierten Quartal 2022. Hypothekenschulden beziehen sich auf Wohnungsbaukredite an private Haushalte. Hypothekarisch besicherte Wertpapiere sind Wohnungsbaukredite im Bestand von monetären Finanzinstituten (ohne ESZB) im Euroraum sowie verbriefte Hypotheken privater Haushalte für Emittenten von Asset-Backed Securities, staatlich geförderte Unternehmen (Government-Sponsored Enterprises – GSEs) und Hypothekengroups in den USA, die durch öffentlich-rechtliche Stellen und GSEs gedeckt sind.

Durch die geringere Tiefe der Hypothekenmärkte im Euroraum wird die Übertragung geldpolitischer Schocks auf die Wohnungsbauinvestitionen gedämpft.

Es gibt empirische Belege dafür, dass sich geldpolitische Schocks, d. h. unerwartete Leitzinsänderungen, in Ländern mit tieferen Hypothekenmärkten (wie den Vereinigten Staaten) stärker auf die Investitionen in Wohnimmobilien auswirken.⁶ Tatsächlich weist der US-amerikanische Hypothekenmarkt Merkmale auf, die die Wechselwirkung zwischen Zinsänderungen und Kreditzugang noch verstärken. So herrschen günstigere Bedingungen für die Refinanzierung von Hypothekarkrediten und die Freisetzung von in Immobilien gebundenem Eigenkapital (Equity Release). Dadurch haben die privaten Haushalte mehr Anreize, bei sinkenden Zinsen Wohnimmobilien zu kaufen. Der daraus resultierende Anstieg der Verschuldung führt aber dazu, dass die Haushalte stärker auf Zinsänderungen reagieren, wenn die Zinsen wieder steigen.⁷ Die höhere Reagibilität wird jedoch auch durch den jeweiligen Anteil an festverzinslichen und variabel verzinslichen Hypothekarkrediten bestimmt. So deutet die größere Verbreitung von festverzinslichen Hypotheken in den Vereinigten Staaten auf eine schwächere Transmission der Geldpolitik hin.⁸ Dem steht allerdings entgegen, dass der

⁶ Siehe beispielsweise Musso et al., a. a. O.; Calza et al., a. a. O.; Corsetti et al., a. a. O.; Battistini et al., a. a. O.

⁷ Siehe K. Youngju und H. Lim, [Transmission of monetary policy in times of high household debt](#), Journal of Macroeconomics, Bd. 63, 2022. Eine höhere Volatilität der Wohnungsbauinvestitionen als Reaktion auf exogene Produktivitätsveränderungen kann ebenfalls auf tiefere Hypothekenmärkte zurückzuführen sein. Siehe hierzu Q. Nguyen, [Housing investment: What makes it so volatile? Theory and evidence from OECD countries](#), Journal of Housing Economics, Bd. 22, Ausgabe 3, 2013, S. 163-178.

⁸ Corsetti et al., a. a. O., und Battistini et al., a. a. O., zeigen für den Euroraum auf, dass in Ländern mit einem höheren Anteil an variabel verzinslichen Hypothekarkrediten die Transmission der geldpolitischen Maßnahmen auf die Gesamtwirtschaft stärker ausfällt.

US-amerikanische Hypothekenmarkt durch das höhere Niveau an Hypothekenverbriefungen enger mit den Kapitalmärkten verknüpft ist, da die Preise hypothekarisch besicherter Wertpapiere einen direkten Einfluss auf die Hypothekenzinsen ausüben. Dies hat zur Folge, dass sich Leitzinsänderungen unmittelbarer in den Hypothekenzinsen und somit den Wohnungsbauminvestitionen niederschlagen.⁹

Im Euroraum waren die Wohnungsbauminvestitionen weniger stark von den jüngsten geldpolitischen Schocks betroffen als in den Vereinigten Staaten. Für den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 2022 wird ein bayesianisches Vektorautoregressionsmodell (BVAR-Modell) für das Eurogebiet und die Vereinigten Staaten geschätzt.¹⁰ Das Modell berücksichtigt die realen privaten Konsumausgaben, den Deflator der Konsumausgaben, die Wohnungsbauminvestitionen, die realen Wohnimmobilienpreise, die kurzfristigen Zinssätze und die Hypothekenzinsen. Dabei werden drei strukturelle Bestimmungsfaktoren der Wohnungsbauminvestitionen identifiziert: Schocks im Zusammenhang mit der Geldpolitik, den Hypothekenzinsen und der Nachfrage am Wohnimmobilienmarkt.¹¹ Den Schätzungen zufolge führt ein vorübergehender geldpolitischer Schock, der bei seinem Eintreten einen Anstieg des kurzfristigen Zinssatzes um 1 Prozentpunkt bewirkt, unter sonst gleichen Bedingungen nach etwa drei Jahren zu einem Rückgang der Wohnungsbauminvestitionen im Euroraum um rund 5 % (siehe Abbildung C, Grafik a). In den Vereinigten Staaten wirkt sich ein Schock derselben Größenordnung indes stärker auf die Investitionen in Wohnimmobilien aus. Dort kommt es nach etwa drei Jahren zu einer Verringerung um rund 8 %.¹² Entsprechend dürfte die jüngste geldpolitische Straffung in den USA schätzungsgemäß einen größeren Einfluss auf das Wachstum der Wohnungsbauminvestitionen im Jahr 2022 gehabt haben als im Euroraum (siehe Abbildung C,

⁹ Siehe A. Estrella, [Securitisation and the efficacy of monetary policy](#), FRBNY Economic Policy Review, Bd. 8, Nr. 1, 2022.

¹⁰ Um zu verhindern, dass die außergewöhnlichen gesamtwirtschaftlichen Schwankungen während der Corona-Pandemie die geschätzten Modellparameter beeinflussen, wird das Modell nach folgendem Ansatz geschätzt: M. Lenza und G. Primiceri, [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 37, Ausgabe 4, 2022, S. 688-699.

¹¹ Die Auswahl der Modellvariablen erfolgt im Großen und Ganzen gemäß Musso et al., a. a. O. Die Schocks werden mittels Null- und Vorzeichenrestriktionen identifiziert. Ein geldpolitischer Schock hat unmittelbare Auswirkungen auf den kurzfristigen Zinssatz. In Bezug auf Konjunktur (d. h. die privaten Konsumausgaben und die Wohnungsbauminvestitionen) und Preise (d. h. die Verbraucherpreise und die Wohnimmobilienpreise) wird angenommen, dass diese erst mit einer Verzögerung von einem Quartal beeinflusst werden. Zudem wird davon ausgegangen, dass sich ein Hypothekenzinsschock unmittelbar auf die Hypothekenzinsen, aber erst zeitlich verzögert auf die Konjunktur und die Preise auswirkt. Es ergeben sich daraus auch keine zeitgleichen Effekte auf den kurzfristigen Zinssatz. Der Nachfrageschock am Wohnimmobilienmarkt beeinflusst die Wohnungsbauminvestitionen und die Wohnimmobilienpreise zeitgleich und gleichgerichtet, hat jedoch keinen kontemporären Effekt auf die privaten Konsumausgaben und die Verbraucherpreise. Für beide Volkswirtschaften wird der kurzfristige Zinssatz vorübergehend anhand eines kurzfristigen Schattenzinses gemessen. Damit soll bei der Bestimmung der Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen das Problem der bindenden Nullzinsgrenze umgangen werden. Nähere Angaben zum verwendeten Identifikationsschema für Schocks finden sich in: M. Jarociński und F. Smets, [House Prices and the Stance of Monetary Policy](#), Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2008, Bd. 90(4), S. 339-365. Die kurzfristigen Schattenzinsen sind entnommen aus: J. C. Wu und F. D. Xia, [Time-Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe](#), Chicago Booth Research Paper, Nr. 17-06, 2017.

¹² Wie bei den Wohnungsbauminvestitionen deuten die Modellergebnisse auch bei den realen Wohnimmobilienpreisen darauf hin, dass sich ein geldpolitischer Schock im Euroraum weniger stark auswirkt als in den Vereinigten Staaten. In relativer Betrachtung ist der Unterschied allerdings geringer. Der Effekt des Hypothekenzinsschocks auf den Wohnimmobilienmarkt fällt in den USA ebenfalls größer aus als im Euroraum.

Grafik b). Neben den deutlich stärker ausgeprägten Effekten, die insbesondere im ersten Jahr nach Eintreten des Schocks zu beobachten sind, dürfte hierbei zum Teil auch das größere Ausmaß der geldpolitischen Schocks eine Rolle spielen. Darüber hinaus zeigen die Schätzergebnisse, dass sich auch die Hypothekenzinsschocks in den Vereinigten Staaten stärker auf die Wohnungsbauinvestitionen ausgewirkt haben als im Euroraum. In etwa gleich groß waren dagegen die Belastungen, die in beiden Wirtschaftsräumen von den Nachfrageschocks am Wohnimmobilienmarkt ausgingen.¹³

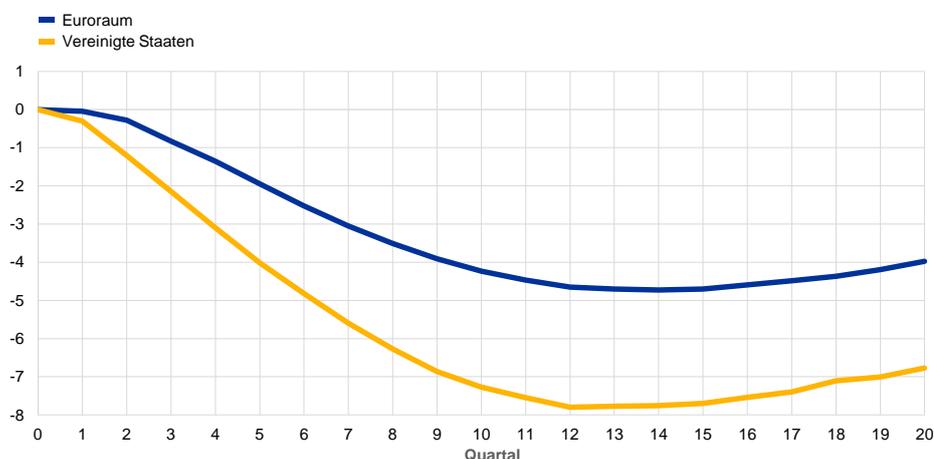
¹³ Den Modellergebnissen zufolge spielen beim jüngsten Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen in den Vereinigten Staaten auch sonstige, nicht identifizierte Faktoren eine nicht zu vernachlässigende Rolle. Dazu zählen möglicherweise angebotsseitige Faktoren, allgemeinere finanzielle Faktoren, die Risikoaversion oder mögliche Präferenzverschiebungen. Ein allgemeiner Nachteil des Modells liegt darin, dass Nichtlinearitäten unberücksichtigt bleiben. Aktuelle Belege zeigen, dass solchen Nichtlinearitäten im derzeitigen Umfeld durchaus eine Bedeutung zukommen könnte, da die Zinsen von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend gestiegen sind. Siehe hierzu EZB, [Auswirkungen der steigenden Hypothekenzinsen auf den Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2022, September 2022. Darin wird anhand linearer und nichtlinearer lokaler Projektionsmodelle untersucht, wie sich ein Anstieg des Hypothekenzinses um 1 Prozentpunkt infolge eines Hypothekenzinsspread-Schocks im Euroraum auswirkt.

Abbildung C

Wohnungsbauinvestitionen und ihre Bestimmungsfaktoren

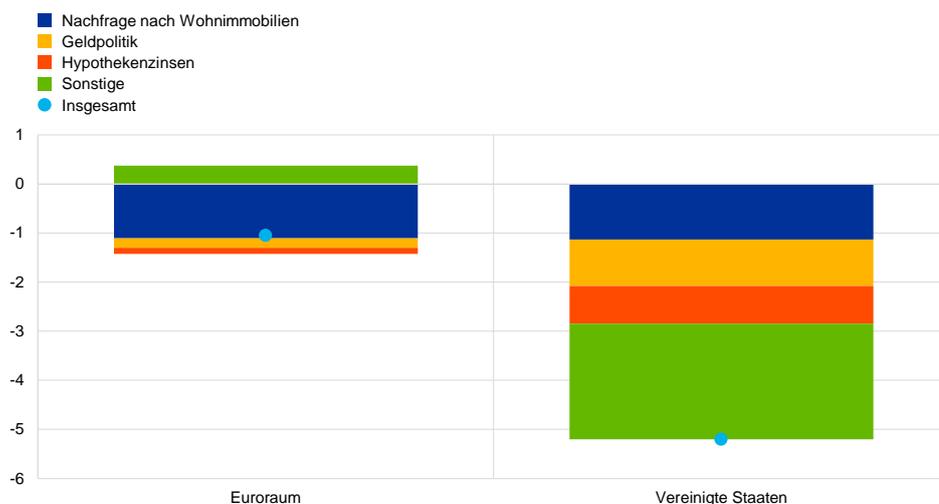
a) Effekt eines durch einen geldpolitischen Schock ausgelösten Anstiegs des kurzfristigen Zinssatzes um 1 Prozentpunkt auf die Wohnungsbauinvestitionen

(in %)



b) Veränderung des durchschnittlichen vierteljährlichen Wachstums der Wohnungsbauinvestitionen von 2021 bis 2022

(in Prozentpunkten; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB, US Bureau of Economic Analysis, Wall Street Journal, Wu und Xia (2017), a. a. O., und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Grafik a zeigt den geschätzten Effekt eines durch einen geldpolitischen Schock ausgelösten Anstiegs des kurzfristigen Zinssatzes um 1 Prozentpunkt auf die Wohnungsbauinvestitionen. In Grafik b sind die Veränderung des durchschnittlichen vierteljährlichen Wachstums der Wohnungsbauinvestitionen von 2021 bis 2022 sowie die geschätzten Beiträge der jeweiligen Bestimmungsfaktoren abgebildet. Die Ergebnisse basieren auf einem für den Euroraum und die Vereinigten Staaten jeweils separat geschätzten BVAR-Modell. Dabei werden die Schocks mittels Null- und Vorzeichenrestriktionen identifiziert. Die in Grafik a dargestellten Effekte sind auf dem Konfidenzniveau von 90 % signifikant von null verschieden.

Die Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum sind trotz der zuletzt beobachteten Widerstandsfähigkeit trüb. Wenngleich die

Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet generell weniger volatil sind und von der jüngsten Straffung der Geldpolitik weniger stark betroffen waren als in den Vereinigten Staaten, dürften sich die negativen Auswirkungen der Leitzinserhöhungen angesichts der geschätzten verzögerten Effekte der Geldpolitik mit der Zeit verstärken. In der Tat wird in den [gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2023](#) für dieses und das kommende

Jahr mit einem anhaltenden und deutlichen Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen im Eurogebiet gerechnet.

Immaterielle Anlagegüter multinationaler Unternehmen in Irland: Auswirkungen auf das BIP des Euroraums

Malin Andersson, Stephen Byrne, Lorenz Emter, Belén González Pardo, Valerie Jarvis und Nico Zorell

Die Aktivitäten multinationaler Unternehmen in Irland haben einen zunehmenden Einfluss auf die Produktion und die BIP-Komponenten im Euroraum. Multinationale Unternehmen in Irland leisten einen Beitrag zur inländischen Produktion, indem sie große Produktionsstätten unterhalten, hochbezahlte Arbeitsplätze bieten und Steueraufkommen generieren. In den zurückliegenden zehn Jahren verlagerten ausländische multinationale Unternehmen außerdem in großem Umfang geistiges Eigentum nach Irland („Onshoring“). In einigen Fällen war dies auch mit der Verlegung der Konzernzentrale nach Irland (einem Wechsel des Unternehmenssitzes) verbunden.¹ Transaktionen mit solchen immateriellen Anlagegütern erfolgen oftmals losgelöst von der Konjunkturdynamik im Euroraum. Vielmehr spiegeln sich hierin die Steueroptimierungsstrategien großer multinationaler Unternehmen in ausländischem Besitz wider. Solche Transaktionen sind zuweilen umfangreich und unregelmäßig. Sie können augenblicklich vollzogen werden, denn der grenzüberschreitende Transfer immaterieller Vermögenswerte (z. B. Software und Patente) setzt keine physische Verlagerung voraus. In dem Quartal, in dem die Transaktion durchgeführt wird, wirkt sich die damit einhergehende Volatilität der realen Investitionen (ohne Bauten) in Irland und im Euroraum insgesamt weitgehend BIP-neutral aus, da die realen Dienstleistungsimporte für Ausgleich sorgen.² Allerdings erhöhen sich durch den Zufluss an geistigem Eigentum sowohl der Kapitalstock als auch die Ausfuhren Irlands und des Euroraums, sodass in den nachfolgenden Quartalen ein positiver Beitrag zum realen BIP-Wachstum zu verzeichnen ist. Dies wird im vorliegenden Kasten näher beleuchtet. Im Fokus steht dabei erstens die – trotz der volatilen Investitions- und Importdynamik – weitgehend neutrale Wirkung solcher Zuflüsse an geistigem Eigentum auf das BIP-Wachstum im Euroraum innerhalb eines Quartals und zweitens deren positiver kumulativer Beitrag zum mittelfristigen BIP-Wachstum im Euroraum.

Transaktionen in Irland ansässiger multinationaler Unternehmen mit immateriellen Anlagegütern haben zu erheblicher Volatilität der vierteljährlichen Investitions- und Importkennzahlen des Euroraums geführt.

¹ Das Onshoring immaterieller Anlagegüter bezieht sich auf Zuflüsse geistigen Eigentums (d. h. die Übertragung von Vermögenswerten einschließlich Patenten, Marken, Urheberrechten, industrieller Herstellungsverfahren und Designs) aus dem Ausland an ein im Berichtsland ansässiges Unternehmen.

² Investitionen ohne Bauten sind definiert als Gesamtinvestitionen abzüglich Bauinvestitionen. Sie werden als Näherungswert für Unternehmensinvestitionen herangezogen, da eine solche Variable in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Euroraums fehlt. Nähere Informationen zu den Auswirkungen der vierteljährlichen Volatilität der Dynamik geistigen Eigentums auf die Investitionen im Euro-Währungsgebiet finden sich beispielsweise in: EZB, [Investitionen ohne Bauten im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, in: Erholung der Unternehmensinvestitionen – Bestimmungsfaktoren, Chancen, Herausforderungen und Risiken, Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

Innerhalb ein- und desselben Quartals war der Effekt auf das BIP-Wachstum im Euroraum jedoch weitgehend neutral. In den vergangenen Jahren sind die Investitionen (ohne Bauten) und Dienstleistungsimporte im Euroraum gemäß den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen besonders schwankungsanfällig gewesen.³ Dies liegt vor allem an den Zuflüssen von geistigem Eigentum nach Irland. Diese hatten in manchen Quartalen einen überproportionalen Anteil an den Gesamtinvestitionen in geistiges Eigentum des Euroraums. Hierdurch kam es zu Signalverzerrungen, was die Bestimmungsfaktoren des Konjunkturzyklus im Euroraum anbelangt (Abbildung A).⁴ Besonders hohe Zuflüsse an geistigem Eigentum wurden mitunter auch in den Niederlanden verzeichnet. Im Fall Irlands ist die Auswirkung der Übertragungen von geistigem Eigentum auf das euroraumweite BIP-Wachstum innerhalb eines Quartals in der Regel weitgehend neutral, was auf den ausgleichenden Effekt höherer Dienstleistungsimporte zurückzuführen ist (siehe Abbildung B).⁵

³ Die Aktivitäten der multinationalen Unternehmen und insbesondere ihre Investitionen und Importe von geistigem Eigentum wirken sich unmittelbar auf die Messgrößen der Ausgabenkomponenten des BIP aus. Dies ist auf statistische Änderungen zurückzuführen, die umgesetzt wurden, um unter anderem Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten in diese Komponenten einzubeziehen. Siehe Europäische Kommission (Eurostat), [Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010](#), 2013, S. 86.

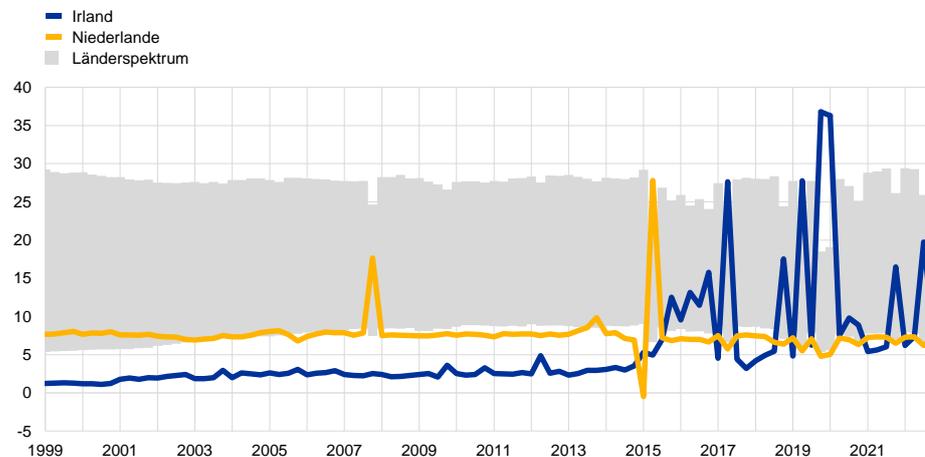
⁴ Informationen zu den Aktivitäten multinationaler Unternehmen finden sich in: United Nations Economic Commission for Europe, [The Impact of Globalisation on National Accounts](#), Vereinte Nationen, 2011. Es besteht durchaus noch Spielraum für die Verbesserung der Datenqualität sowohl bei den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen als auch der Zahlungsbilanz, wobei hinsichtlich der Aktivitäten multinationaler Unternehmen bereits Bemühungen im Gange sind. Verbesserungen wären beispielsweise bei den Daten zu ausländisch kontrollierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und zur grenzüberschreitenden Konsolidierung multinationaler Konzerne angebracht. Nähere Einzelheiten dazu finden sich in: P. R. Lane, [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#), Keynote-Rede auf der gemeinsamen Konferenz der EZB, des Irving Fisher Committee und der portugiesischen Zentralbank zur Lösung von Messproblemen und zu Analyseanforderungen in der Außenwirtschaftsstatistik („Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?“) am 17. Februar 2020 in Lissabon.

⁵ So könnte ein in Irland ansässiges Unternehmen, das Teil eines multinationalen Konzerns ist, geistige Eigentumsrechte (z. B. an Software) von einem in einem anderen Wirtschaftsraum ansässigen Unternehmen desselben Konzerns erwerben. Erfasst würde dies als die Einfuhr von Forschungs- und Entwicklungsdienstleistungen sowie als Investition in geistiges Eigentum im Rahmen der Bruttoanlageinvestitionen.

Abbildung A

Anteil einzelner Länder an den Investitionen in geistiges Eigentum im Euroraum

(in % der euroraumweiten Investitionen in geistiges Eigentum)



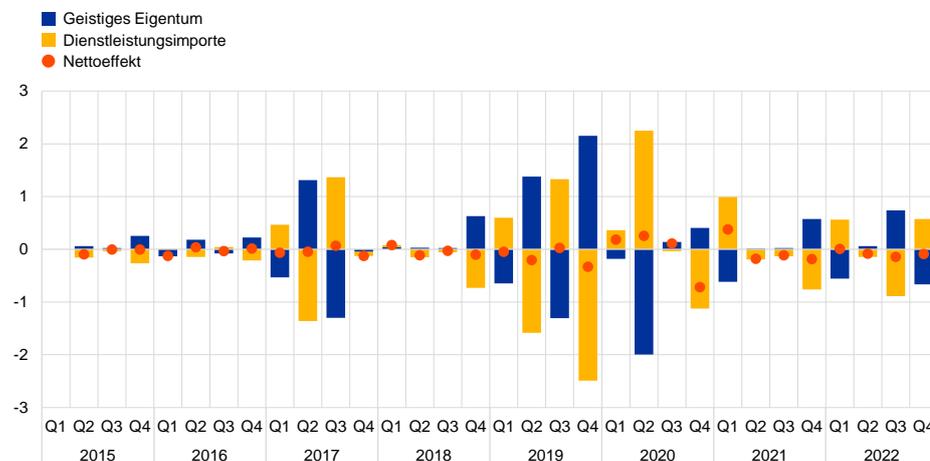
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das Länderspektrum umfasst Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Abbildung B

Beitrag der irischen Importe von geistigem Eigentum und Dienstleistungen zum euroraumweiten BIP-Wachstum

(Beitrag zur prozentualen Veränderung des euroraumweiten BIP gegenüber dem Vorquartal in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Werte für das erste und vierte Quartal 2020 wurden intrapoliert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

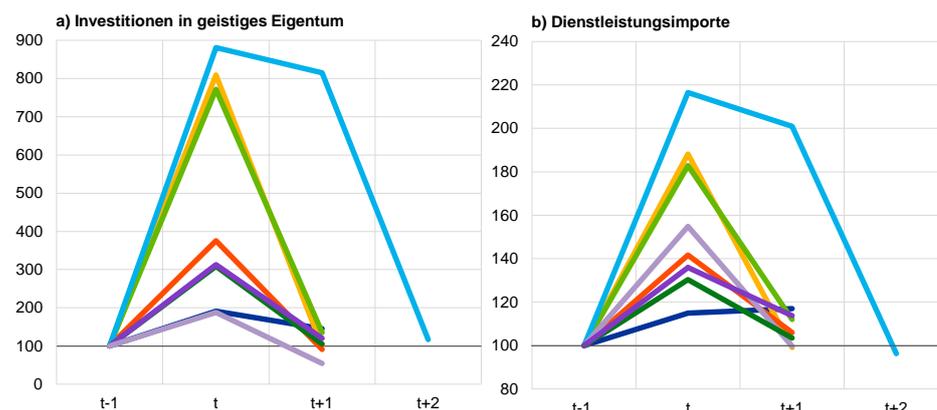
Umfangreiche Transfers von geistigem Eigentum nach Irland sind zwar schwer zu prognostizieren, folgen aber rückblickend betrachtet für gewöhnlich doch einem recht regelmäßigen Muster. Der Zeitpunkt großer Zuflüsse an geistigem Eigentum hat wenig mit der zugrunde liegenden Konjunkturdynamik zu tun. Vielmehr hängt er oft mit Steueroptimierungsentscheidungen individueller multinationaler Unternehmen zusammen, die vorab nicht angekündigt werden. Dies macht es sehr schwer, entsprechende Transaktionen kurzfristig zu prognostizieren. Seit 2015 gab es in Irland acht Episoden, in denen die Quartalswachstumsrate der Investitionen in geistiges Eigentum bei über 80 % zum Vorquartal lag. In fast allen Fällen (mit nur

einer Ausnahme) kehrten die Quartalswachstumsraten der Investitionen in geistiges Eigentum wie auch der Dienstleistungen im nachfolgenden Vierteljahr wieder auf ihre vor Eintritt des Schocks verzeichneten Werte zurück (siehe Abbildung C). Die Entwicklung in Irland im zweiten Halbjahr 2022 entsprach weitgehend diesem historischen Muster. Im dritten Quartal schlug ein hoher Zufluss an geistigem Eigentum zu Buche, der in einem Anstieg der Quartalswachstumsrate derartiger Investitionen um 213 % zum Vorquartal resultierte. Im vierten Quartal folgte ein wesentlich geringerer Zufluss, sodass die Investitionen in geistiges Eigentum gegenüber dem Vorquartal um 61 % sanken. Bei den importierten Dienstleistungen zeichnete sich ein ähnliches Bild ab. Innerhalb der beiden Quartale waren diese Transaktionen wegen des ausgleichenden Effekts der Dienstleistungseinfuhren in ihrer Wirkung auf das euroraumweite BIP-Wachstum deshalb weitgehend neutral.

Abbildung C

Investitionen in geistiges Eigentum in Irland und irische Dienstleistungsimporte vor und nach Quartalen mit hohen Zuflüssen an geistigem Eigentum

(Index: Wert in dem Quartal, das signifikanten Zuflüssen an geistigem Eigentum unmittelbar vorangeht, = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „t“ steht für Quartale, in denen es zu erheblichen Zuflüssen geistigen Eigentums nach Irland kam. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

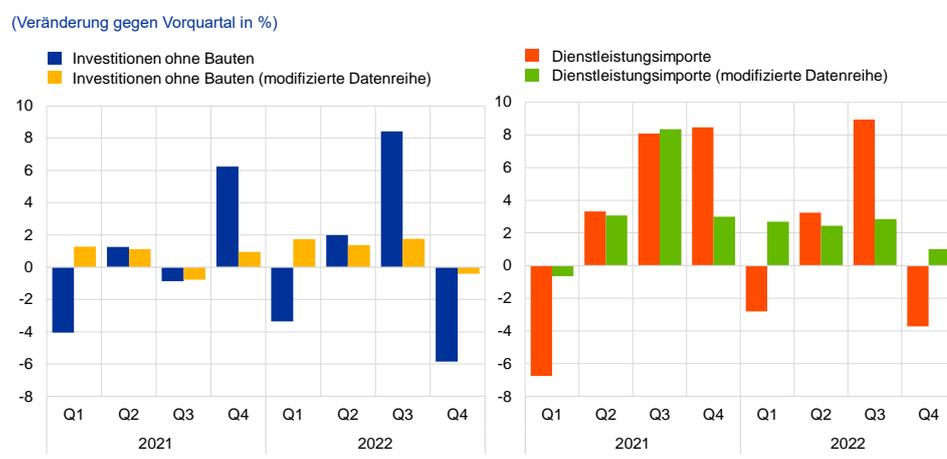
Modifizierte Datenreihen zu den Investitionen und Einfuhren vermitteln ein klareres Bild der zugrunde liegenden realwirtschaftlichen Dynamik als die Gesamtdatenreihen. Das irische Statistikamt erstellt und veröffentlicht eine

modifizierte Datenreihe, die die inländische Investitionstätigkeit widerspiegelt und in der die erratische Datenvolatilität beim geistigen Eigentum herausgerechnet wird. Diese Datenreihe der modifizierten Investitionen ist definiert als Gesamtinvestitionen abzüglich Investitionen in geistiges Eigentum und Investitionen in Flugzeuge, die von Leasinggesellschaften mit Sitz in Irland gekauft wurden.⁶ Ein Vergleich zeigt, dass die euroraumweiten Investitionen ohne Bauten im vierten Quartal 2022 der

⁶ Flugzeugleasinggesellschaften in Irland sind überwiegend in ausländischem Besitz und verwalten rund die Hälfte der weltweit gewerblich geleasten Flugzeuge. Ihre Aktivitäten beeinflussen vor allem die Investitions- und die Handelskomponente des BIP. Im Jahr 2021 machten Investitionen in Flugzeuge für Leasingzwecke rund 10 % der Gesamtinvestitionen aus, bei Investitionen in geistiges Eigentum lag dieser Anteil bei 45 %. Siehe hierzu J. Osborne-Kinch, D. Coates und L. Nolan, [The Aircraft Leasing Industry in Ireland: Cross Border Flows and Statistical Treatment](#), Quarterly Bulletin der Central Bank of Ireland, Nr. 1, Januar 2017.

modifizierten Datenreihe zufolge gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % zurückgingen, während die offiziellen Daten einen Rückgang um 5,8 % ausweisen (siehe Abbildung D). Eine ähnliche Abweichung zeigt sich bei den entsprechenden modifizierten Datenreihen für die Dienstleistungsimporte, bei denen die Transaktionen mit geistigem Eigentum von den Dienstleistungsimporten subtrahiert werden. Diese Reihen weisen glattere Muster auf, die die Beurteilung des Konjunkturzyklus erleichtern. Da die Transaktionen geistigen Eigentums, die die Volatilität verursachen, bislang hauptsächlich mit Unternehmen außerhalb des Euroraums durchgeführt werden, verzerrt die Modifizierung die Zahlen zum Handel innerhalb des Euroraums in der Regel nicht.

Abbildung D
Investitionen ohne Bauten sowie Dienstleistungsimporte im Euroraum: Entwicklung mit und ohne Investitionen in geistiges Eigentum in Irland



Quellen: Eurostat, irisches Statistikamt und Berechnungen der irischen Zentralbank sowie der EZB.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

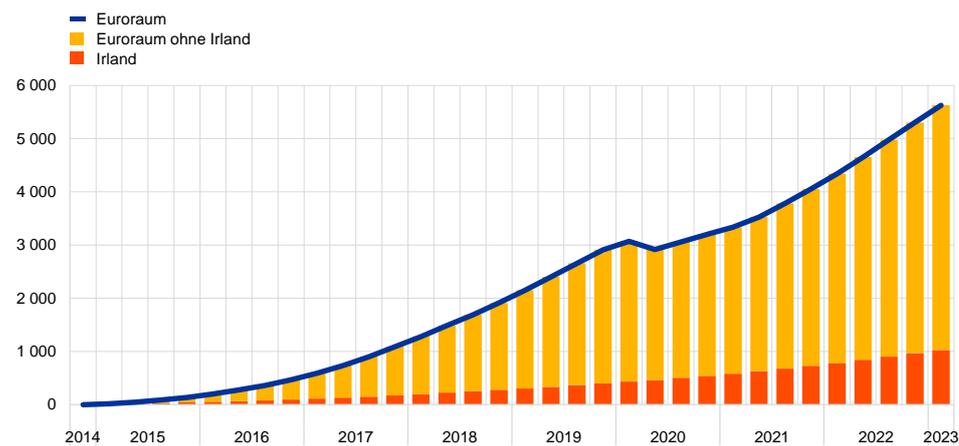
Gleichwohl leisten die Zuflüsse an geistigem Eigentum in den Folgequartalen einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum im Euroraum. Im Jahr 2022 entfielen 4 % des euroraumweiten BIP auf Irland. Vom vierten Quartal 2014 bis zum ersten Quartal 2023 trug Irland jedoch überproportional stark (rund 18 %) zum kumulierten Anstieg des BIP im Euroraum bei (siehe Abbildung E). Darin spiegeln sich im Wesentlichen die langfristigen positiven Auswirkungen des nach Irland verlagerten geistigen Eigentums auf das BIP-Wachstum im Euroraum wider. Denn zum einen führt dieses Onshoring zu einer Vergrößerung des Kapitalstocks, wodurch sich sowohl die Produktivität als auch die Abschreibungen (Kapitalverbrauch) erhöhen. Und zum anderen kurbelt es die Exportströme an.⁷ Die Erträge aus dem in Irland gehaltenen geistigen Eigentum fließen hauptsächlich an Gebietsfremde. Das

⁷ Exportströme im Zusammenhang mit geistigem Eigentum können sich entweder aus einem höheren Export von Dienstleistungen (z. B. Software-Lizenzen) oder aus höheren Warenexporten durch Lohnveredelung ergeben. Bei der Lohnveredelung beauftragt ein Unternehmen eine ausländische Firma mit der Fertigung eines Produkts, behält aber das Eigentum an den Vorleistungen, einschließlich des geistigen Eigentums. Exporte aus Irland, die auf dem Wege der Lohnveredelung produziert wurden, wurden in der Regel durch korrelierende Importe (insbesondere Lizenzgebühren für die Nutzung geistigen Eigentums) ausgeglichen. Durch das Onshoring von geistigem Eigentum hat das Importvolumen solcher Lizenzzahlungen jedoch abgenommen, sodass auch die Dienstleistungsimporte nicht mehr analog zu den mittels Lohnveredelung gefertigten Exporten zunehmen. Siehe beispielsweise Irish Fiscal Advisory Council, [Pre-Budget 2017 Statement](#), Box A, September 2016.

modifizierte Bruttonationaleinkommen (BNE*)⁸ – ein Indikator, der das Bruttonationaleinkommen (BNE) um Einkommensabflüsse im Zusammenhang mit multinationalen Unternehmen und um Abschreibungskosten korrigiert, die Gebietsfremden dabei entstehen – ist derzeit nur etwa halb so groß wie das BIP.

Abbildung E BIP des Euroraums und Beitrag Irlands

(von Q4 2014 bis Q1 2023 kumuliertes euroraumweites BIP in Mio. €; Beiträge aus Irland und dem übrigen Euroraum)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023.

⁸ Berechnet wird der vom irischen Statistikamt veröffentlichte BNE*-Indikator durch Bereinigung des BNE um nicht ausgeschüttete Gewinne von Unternehmen, die ihren Sitz verlagert haben, und um die Abschreibungen geistigen Eigentums und geleaster Flugzeuge.

Energiepreisschock, preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung des Euroraums

Lorenz Emter, Vanessa Gunnella und Tobias Schuler

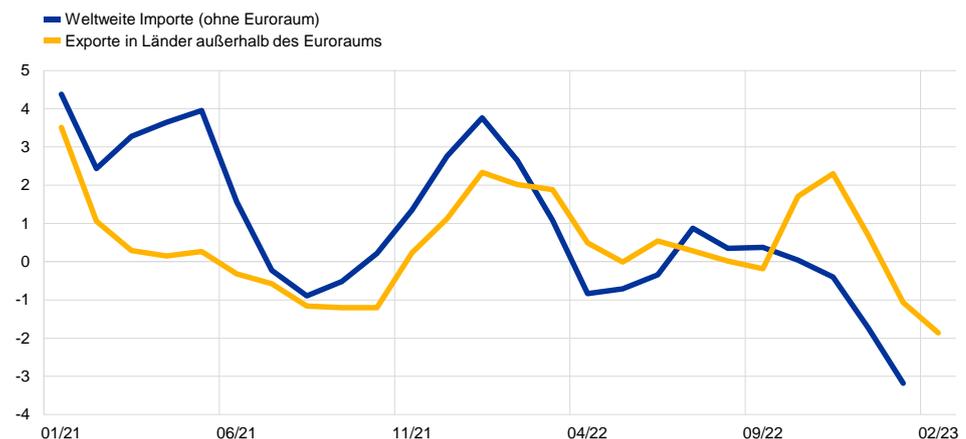
Die Exportbilanz des Euroraums wurde im letzten Jahr durch eine mäßige globale Nachfrage, Lieferengpässe und steigende Energiekosten belastet.

Unmittelbar nach der Corona-Pandemie kam es im Eurogebiet zu einer kräftigen Erholung der Exporte. Dagegen fiel das Wachstum der Ausfuhren in den letzten beiden Jahren relativ schwach aus. Verantwortlich hierfür war unter anderem die verhaltene Dynamik des Welthandels, da die Unternehmen mit Lieferkettenstörungen zu kämpfen hatten. Allerdings hinkten die Ausfuhren des Euroraums ungeachtet ihres Anstiegs im Sommer 2022 tendenziell der weltweiten Erholung des Handels hinterher. So gelang es den Exporteuren des Eurogebiets nicht, die während der Pandemie verloren gegangenen Marktanteile zurückzugewinnen (siehe Abbildung A). Die zuletzt beobachtete Entspannung bei den Lieferengpässen dürfte dazu beitragen, dass sich die Aussichten für den internationalen Handel – und damit auch für den Euroraum – auf kurze Sicht verbessern. Die Exportunternehmen, insbesondere jene im Eurogebiet, sehen sich jedoch auch mit der Herausforderung noch immer erhöhter Energiekosten konfrontiert. Im vorliegenden Kasten wird die empirische Evidenz zu den Auswirkungen des Energiepreisschocks auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und die Exportleistung des Euroraums beleuchtet.

Abbildung A

Warenexporte in Länder außerhalb des Euroraums und weltweite Importe

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



Quellen: Eurostat und CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Engpässe bei der Energieversorgung wirken sich im Wesentlichen über zwei Kanäle auf die Ausfuhren des Euroraums aus.

Zum einen bremsen weltweit höhere Energiepreise tendenziell die globale Nachfrage. Grund hierfür ist, dass Einkommen von Energie verbrauchenden Ländern in Energie erzeugende Länder fließt, wobei Letztere in der Regel eine geringere marginale Ausgabenneigung aufweisen. Zum anderen stellen die Energiekosten eine wesentliche Komponente

der Produktionskosten dar. Daher kann eine Verteuerung von Energie auch die Wettbewerbsfähigkeit an den internationalen Märkten schmälern. Dies war besonders in der jüngsten Zeit der Fall, weil der aktuelle Energiepreisschock den Euroraum überproportional getroffen hat. Als sich die Energiepreise in den Jahren 2021 und 2022 weltweit drastisch erhöhten, fiel der Anstieg im Eurogebiet sogar noch deutlich stärker aus. So waren die Großhandelspreise für Gas im Euroraum 2022 durchschnittlich 13-mal so hoch wie im Jahr 2020. In den Vereinigten Staaten und Asien waren sie hingegen 3,5- bzw. 9-mal so hoch.¹

Empirische Belege deuten darauf hin, dass sich der Energiepreisschock im vergangenen Jahr dämpfend auf die Exporte des Euroraums ausgewirkt hat.

Eine historische Schockerlegung der gesamten Warenexporte in Länder außerhalb des Euroraums mittels struktureller Vektorautoregression (SVAR) zeigt, dass die Exportentwicklung im Jahr 2022 in erster Linie durch Veränderungen der weltweiten Nachfrage und durch die Auswirkungen von Lieferengpässen bestimmt wurde (siehe Abbildung B). Der Energieangebotsschock hat indessen im vergangenen Jahr mit durchschnittlich rund 0,6 Prozentpunkten weniger stark zum Rückgang des Exportwachstums beigetragen. Der Schock wird anhand von Schwankungen der globalen Ölpreise und der Ölförderung identifiziert. Daher erfasst er die Folgen der Energiekrise, die sich am starken Anstieg der Gaspreise nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine festmachen lassen, nicht vollständig.² So verdeutlicht die Querschnittsanalyse, dass die Exporte des Euroraums in Sektoren mit hoher Energieintensität 2022 erheblich gesunken sind (siehe Abbildung C). Am deutlichsten war der Rückgang in der Metallerzeugung und -bearbeitung sowie bei chemischen Erzeugnissen, die jeweils äußerst energieintensiv sind und deren Ausfuhren im vierten Quartal 2022 um 18 % bzw. 14 % geschrumpft sind.³

¹ Als Referenzpreise dienen für den Euroraum die Erdgaspreise am virtuellen Handlungspunkt der niederländischen Title Transfer Facility (TTF), für die Vereinigten Staaten der Kassapreis für Henry-Hub-Erdgas sowie für Asien der Japan-Korea-Marker-Kassapreisindex (JKM-Index) für Flüssigerdgas (LNG).

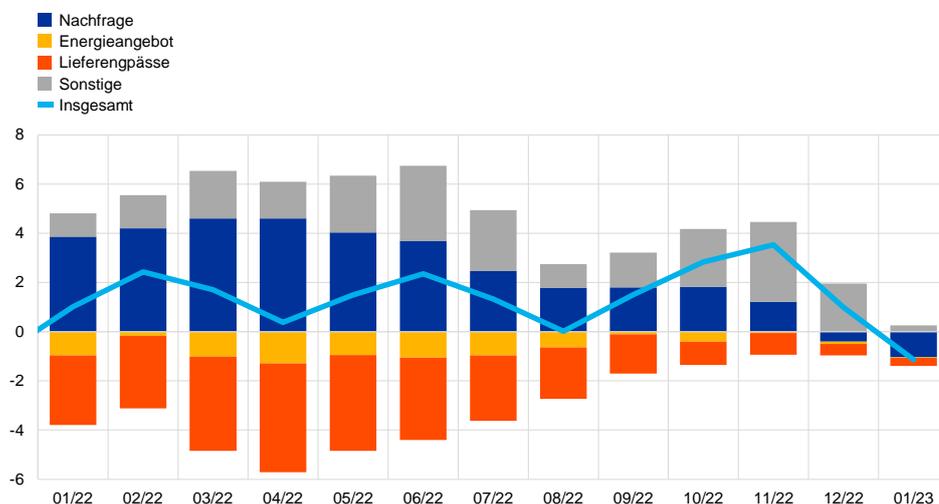
² Ähnliche Ergebnisse lassen sich anhand eines synthetischen Energiepreisindex für die Öl- und Gaspreise im Euroraum erzielen. Mit dieser alternativen Identifikationsmethode werden Schocks im Zusammenhang mit Lieferengpässen von Energieangebotsschocks abgegrenzt. Hierbei wird für Erstere ein positiver Effekt auf das Verhältnis der Industrieproduktion in energieintensiven Sektoren zur Industrieproduktion in nicht energieintensiven Sektoren des Euroraums und für Letztere ein negatives Vorzeichen unterstellt. Gemäß dieser Spezifikation hat der Energieangebotsschock das Exportwachstum im vergangenen Jahr um durchschnittlich rund 0,8 Prozentpunkte verringert.

³ In einigen Branchen dürfte der Energiepreisschock anhaltende längerfristige Trends verschärft haben. Darüber hinaus zeigt die empirische Evidenz, dass die Produktion in energieintensiven Sektoren aufgrund der höheren inländischen Energiepreise durch Importe ersetzt wurde. Siehe hierzu EZB, [Auswirkungen des Energiepreisanstiegs auf Industrieproduktion und Importe](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2023, Februar 2023.

Abbildung B

Historische Schockzerlegung der Warenexporte in Länder außerhalb des Euroraums mittels SVAR-Modell

(gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

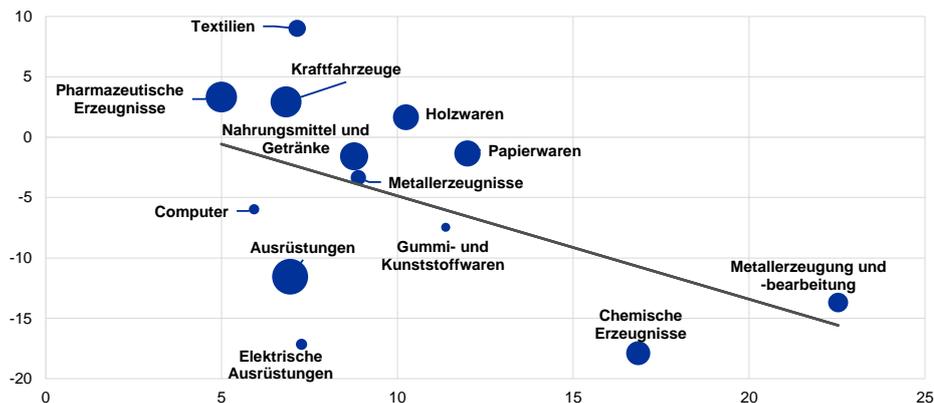


Quellen: Eurostat, OECD, CPB, U.S. Energy Information Administration, Federal Reserve Bank of New York und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Das SVAR-Modell basiert auf weltweiten Daten und Daten für den Euroraum, die sich über den Zeitraum von Januar 2003 bis Januar 2023 erstrecken. Folgende Vorzeichenrestriktionen werden bei der Wirkung der einzelnen Schocks angenommen: Nachfrageschocks: Brent (+), Ölförderung (+), weltweite Importe (+), globaler Verbraucherpreisindex (VPI) (+), Druck auf die Lieferketten (+), Exporte des Euroraums (+); Lieferengpasschocks: weltweite Importe (-), globaler VPI (+), Druck auf die Lieferketten (+), Exporte des Euroraums (-); Energieangebotsschocks: Brent (+), Ölförderung (-), weltweite reale Importe (-), globaler VPI (+), Druck auf die Lieferketten (0), Exporte des Euroraums (-).

Abbildung C

Energieintensität und Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums

(x-Achse: Energieintensität, in %; y-Achse: Veränderung gegen Vorjahr in %, viertes Quartal 2022)



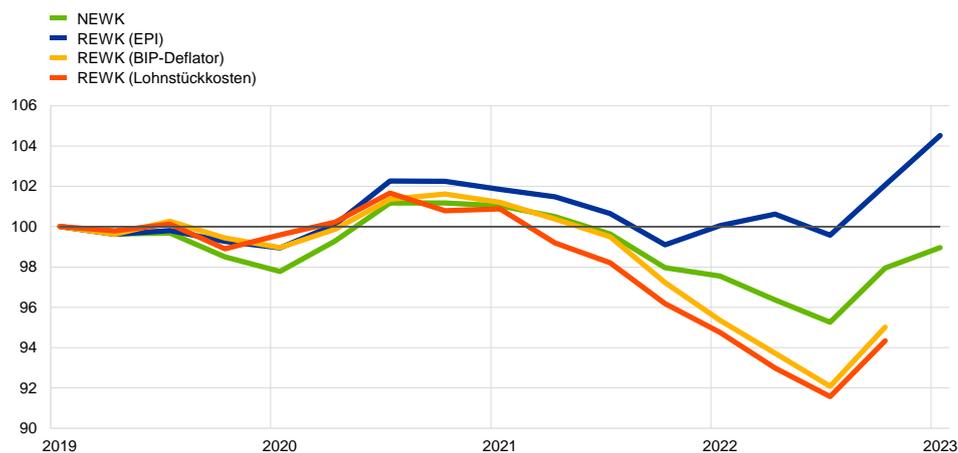
Quellen: Eurostat, TIVA-Datenbank (Trade in Value Added Database) der OECD und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Energieintensität wird berechnet als prozentualer Anteil der Energievorleistungen an der Gesamtproduktion. Die Angaben zu den Energievorleistungen beziehen sich auf 2018. Bei den Angaben zum sektorspezifischen Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums handelt es sich um Mengenangaben. Die Größe der Blase entspricht dem Anteil des jeweiligen Sektors am Wert der Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets.

Indikatoren auf Basis der Erzeugerpreise signalisieren eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Exportgeschäft. Messgrößen des realen effektiven Wechselkurses – die auf dem BIP-Deflator oder den Lohnstückkosten beruhen – lassen darauf schließen, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums 2021 und in der ersten Jahreshälfte 2022 verbesserte. Dieser Effekt wurde allerdings durch die jüngste Aufwertung des Euro

teilweise wieder rückgängig gemacht (siehe Abbildung D). Die Entwicklung lässt sich anhand mehrerer Faktoren erklären: a) ausländische Exporteure als Wettbewerber auf denselben Märkten waren ebenfalls von höheren Vorleistungskosten betroffen, da die Rohstoff- und Energiepreise weltweit sprunghaft anstiegen, b) die sonstigen Produktionskosten (Arbeits- und Kapitalkosten) hielten sich im Vergleich zu den Wettbewerbern weiter in Grenzen, und c) die deutliche Abwertung des Euro zu Beginn der Energiekrise stützte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums (siehe Abbildung D, grüne Kurve).⁴ Die auf dem Erzeugerpreisindex (EPI) basierende Messgröße, die den relativen Preisdruck bei handelbaren Gütern besser wiedergibt, deutet jedoch auf eine stärkere Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums hin. Im Jahresverlauf 2022 wurden die aus der Euro-Abwertung resultierenden Wettbewerbsvorteile durch relative Preisanstiege gemessen am EPI aufgezehrt. Daraus lässt sich ableiten, dass der Energiepreisschock das Euro-Währungsgebiet stärker in Mitleidenschaft gezogen hat als die Wettbewerber.

Abbildung D
Effektiver Wechselkurs des Euro

(Index: März 2019 = 100)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: REWK und NEWK bezeichnen den realen bzw. nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 18 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung.

Mittelfristig stellen sich die Aussichten für die Wettbewerbsfähigkeit unter Umständen weniger günstig dar.

Auf dem Höhepunkt der jüngsten Energiekrise stiegen die Gaspreise im Euroraum stärker an als in den Vereinigten Staaten und in Asien. Trotz des seit Sommer 2022 beobachteten Rückgangs (insbesondere der Gaspreise) sind die Energiepreise gemessen an ihrem Vorpandemieniveau nach wie vor erhöht (die TTF-Gasnotierungen als Referenzwert für das Eurogebiet sind aktuell dreimal so hoch wie vor der Pandemie, wohingegen der Referenzwert in den USA wieder auf dem Niveau von Dezember 2019 liegt). Darüber hinaus steht das Euro-Währungsgebiet immer noch vor großen Herausforderungen, was die Energieversorgung angeht. Zwar sind die kurzfristigen Aussichten nach dem milden

⁴ Zum Vergleich mit den sonstigen Produktionskosten bei Wettbewerbern siehe EZB, [Inflationsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2022, Januar 2023.

Winter relativ günstig, auf mittlere Sicht fehlt es im Euroraum jedoch nach wie vor an einer nachhaltigen Alternative für die Gaslieferungen aus Russland. Alternative Bezugsquellen könnten mit strukturell höheren Preisen verbunden sein. Die Preise für Gasterminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2025 sind im Eurogebiet nämlich dreimal so hoch wie in den Vereinigten Staaten. Zudem sind stärkere Schwankungen bei den Importpreisen denkbar. Zugleich muss der Euroraum mittelfristig auch die potenziellen Kosten des notwendigen Übergangs zu einer grünen Wirtschaft einkalkulieren. Diese könnten sich in Europa von 2021 bis 2050 auf 6,5 % des BIP und damit auf den höchsten Wert unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften belaufen.⁵ Diese Investitionen dürften Effizienzgewinne mit sich bringen und längerfristig positive Auswirkungen haben, unter anderem durch einen spürbaren Rückgang der Energiekosten.⁶ Während der Übergangsphase würde ein struktureller Anstieg der Vorleistungskosten für Energie jedoch höhere Produktionskosten nach sich ziehen. Dies könnte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums auf mittlere Sicht schwächen, wie die jüngste Entwicklung der auf dem EPI basierenden Messgrößen des realen effektiven Wechselkurses nahelegt.

⁵ Die Schätzung basiert auf einem Szenario mit Netto-Null-Emissionen im Jahr 2050 und bezieht sich auf die Ausgaben für Sachanlagen für Energie- und Landnutzungssysteme. Siehe hierzu McKinsey Global Institute, *The net-zero transition: What it would cost, what it could bring*, 2022. Die Schätzungen variieren je nach Szenario (Referenzwert des Pariser Klimaschutzabkommens oder Szenario mit Netto-Null-Emissionen im Jahr 2050), zugrunde liegenden Annahmen und Kostendefinition. Die Europäische Kommission schätzt, dass sich der durchschnittliche jährliche Investitionsbedarf für das Energiesystem und den Verkehrssektor in der EU gemessen an den Preisen von 2022 auf 1,24 Billionen € beläuft (siehe Europäische Kommission, [Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity](#), Commission Staff Working Document, März 2023).

⁶ Eine Folgenabschätzung findet sich in: Europäische Kommission, [Mehr Ehrgeiz für das Klimaziel Europas bis 2030. In eine klimaneutrale Zukunft zum Wohl der Menschen investieren](#), Mitteilung COM(2020) 562 final, 17. September 2020.

Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Gabe de Bondt, Friderike Kuik, Gwenaël Le Breton, Richard Morris und Sara Romaniega Sancho

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 61 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 30. März bis zum 13. April 2023 statt.¹

Insgesamt zeichnete die jüngste Umfrage das Bild einer im ersten Quartal 2023 stagnierenden oder nur leicht zunehmenden Wirtschaftstätigkeit, wobei die Entwicklung in den einzelnen Sektoren unterschiedlich war. Die Entwicklungen entsprachen im Durchschnitt den Erwartungen, die in der vorangegangenen Umfragerunde im Januar geäußert wurden. Die befragten Unternehmen aus dem Konsumgütersektor, dem Einzelhandel und dem Baugewerbe gaben mehrheitlich an, dass sich ihre Geschäftstätigkeit abgeschwächt habe. Dem standen jedoch Berichte über eine wachsende Nachfrage nach verbrauchernahen Dienstleistungen und eine steigende Produktion von Investitionsgütern gegenüber.

Die Geschäftstätigkeit in der Industrie wurde weiterhin von gegenläufigen Faktoren beeinflusst. Einerseits wirkte sich die hohe Inflation – im Verbund mit der Sättigung der Verbrauchernachfrage nach bestimmten Produkten während der Corona-Pandemie – nach wie vor dämpfend auf die Nachfrage nach vielen Konsumgütern aus. Zudem reduzierten zahlreiche Unternehmen eigenen Angaben zufolge seit Mitte 2022 ihre Lagerbestände. In einigen Branchen, so die Einschätzung, würden die Lagerbestände weiter abgebaut, was zu einer divergierenden Entwicklung der Nachfrage nach den damit verbundenen Vorleistungsgütern führte. Die Bautätigkeit wurde durch die rückläufige Nachfrage im Bereich der Wohnimmobilienentwicklung beeinträchtigt, was auf höhere Vorleistungs- und Finanzierungskosten zurückzuführen war. Andererseits konnte die Produktion – vor allem im Investitionsgütersektor – durch die relativ rasch einsetzende Entspannung bei den Lieferengpässen gesteigert werden. Den befragten Unternehmen zufolge haben sich die Lieferketten wieder weitgehend normalisiert. Infolgedessen erholte sich die (gleichwohl immer noch niedrige) Produktion im Automobilsektor, während die Ausrüstungsunternehmen angesichts der nach wie vor erheblichen Auftragsrückstände ein hohes oder steigendes Produktionsniveau meldeten. Dies gilt insbesondere für jene Unternehmen, die den Investitionsbedarf der Kunden im Zusammenhang mit dem Übergang zur Klimaneutralität decken. Die Geschäftstätigkeit im Agrar- und Nahrungsmittelsektor wurde durch die allgemein unelastische Nachfrage, geringere Importe und die hohen Preise, die Anreize zur Steigerung der Produktion bieten, gestützt. Im Energiesektor

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

hat sich die Erzeugung von Wind- und Sonnenenergie in den letzten Monaten erhöht.

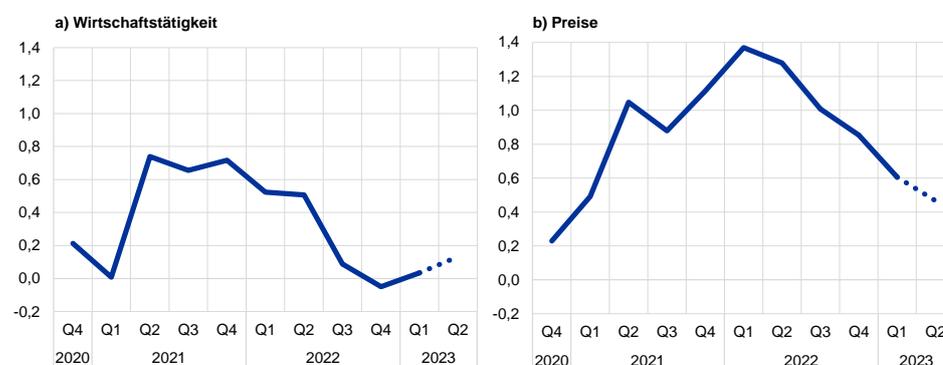
Die Unternehmen im Dienstleistungssektor meldeten eine verhaltene Aktivität im Einzelhandel und im Güterverkehr, aber eine stark wachsende Nachfrage nach Reise-, Tourismus- und IT-Dienstleistungen. Im Einklang mit der pessimistischen Einschätzung der Unternehmen aus dem Konsumgütergewerbe klagte auch die Mehrheit der Einzelhandelsunternehmen – insbesondere jene, die mit nicht lebensnotwendigen Waren handeln – über einen Rückgang der Geschäftstätigkeit. Dies deckt sich mit den Angaben der Unternehmen aus dem Verkehrssektor, denen zufolge der Straßengüter- und Seefrachtverkehr entweder rückläufig ist oder sich auf einem etwas niedrigeren Niveau als noch vor einigen Quartalen stabilisiert hat. Im Gegensatz dazu zeigten sich die befragten Unternehmen aus der Reise- und Tourismusbranche sehr optimistisch und berichteten von einer trotz steigender Preise stark wachsenden Nachfrage nach Reisedienstleistungen. Dies betreffe sowohl die Wintersaison und die Osterfeiertage als auch die Buchungen für die Sommersaison. Auch vom IT-Sektor gingen nach wie vor Wachstumsimpulse für das Dienstleistungsgewerbe aus. Die IT-Dienstleistungen profitierten unter anderem von der Nachfrage, die sich aus Umwelt-, Sozial- und Governance-Anforderungen (ESG-Anforderungen) sowie regulatorischen Anforderungen ergab.

Allgemein wird erwartet, dass sich die aktuelle Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal fortsetzt. Die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf sind indessen immer noch mit erhöhter Unsicherheit behaftet. Die Erwartungen hinsichtlich einer weiteren Konjunkturbelebung in der zweiten Jahreshälfte sind gedämpft. Als Gründe hierfür wurden die uneinheitlichen Signale bezüglich der weltweiten Nachfrage und die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit den Energiepreisen bzw. der Energieversorgung genannt. Hinzu kam eine gewisse Nervosität aufgrund der jüngsten Probleme bei einigen Banken.

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.

Die Beschäftigungsentwicklung wie auch die kurzfristigen Aussichten für die Beschäftigung waren insgesamt recht stabil. Ein kräftiges Beschäftigungswachstum wurde den Angaben zufolge nur in relativ wenigen Sektoren verzeichnet. Insbesondere die Sektoren Energie und Reiseverkehr wiesen infolge von Investitionen in erneuerbare Energien und in die Infrastruktur für umweltfreundliche Energie bzw. angesichts der anhaltend starken Erholung der Tourismusbranche einen hohen Beschäftigungszuwachs auf. Meldungen über (voraussichtliche) Entlassungen waren ebenfalls zahlenmäßig gering und betrafen in erster Linie energieintensive Vorleistungsgüterbranchen. Im Allgemeinen konnten Unternehmen, die Personal abbauen wollten, ihre Beschäftigtenzahl mittels natürlicher Fluktuation anpassen, auch wenn einige Firmen angesichts steigender Löhne und eines nachlassenden Preisauftriebs im Jahresverlauf mit einer genaueren Prüfung der Arbeitskosten rechneten. Arbeitsvermittler berichteten von einer eher uneinheitlichen Entwicklung: Während die Nachfrage nach befristeten Arbeitsverhältnissen schwach ausfiel, verzeichneten die unbefristeten Beschäftigungsverhältnisse nach wie vor deutliche Zuwächse. Unternehmen aus zahlreichen Wirtschaftszweigen gaben an, dass es angesichts des Fachkräftemangels weiterhin schwierig sei, Personal zu gewinnen. Einige Firmen vermeldeten indes, dass hohe Krankenstände ein Problem seien. Sie beeinträchtigten ihre Geschäftstätigkeit und ließen die Arbeitskosten ansteigen.

Nach Auskunft der Unternehmen sind die Verkaufspreise insgesamt weniger stark gestiegen, was weitgehend den zu Jahresbeginn geäußerten Erwartungen entspricht. Zurückzuführen war der schwächere Preisanstieg größtenteils auf eine Stabilisierung der nicht arbeitsbezogenen Vorleistungskosten und eine seit vergangenem Sommer bei vielen Waren zu beobachtende Wiederherstellung des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage. Diese Entwicklung wurde zum Teil jedoch durch den wachsenden Lohnkostendruck aufgezehrt. Die befragten Unternehmen aus der Konsumgüterbranche und dem Einzelhandel (zumindest jene, die nicht lebensnotwendige Waren herstellen und/oder verkaufen) gaben an, dass das preisliche Umfeld angesichts der geringeren Nachfrage und des starken Wettbewerbs schwieriger werde. Es gab jedoch eine Reihe von Sektoren, in denen die Unternehmen zumindest für die erste Jahreshälfte 2023 noch immer mit einem deutlichen Anstieg der Verkaufspreise rechneten. In der Industrie lagen die Preise überwiegend weiterhin auf einem historisch hohen Niveau, obwohl die Preise für Energie und für viele Vorleistungsgüter auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette in den vergangenen Monaten gesunken waren. Die Preise vieler Vorleistungen stiegen somit im Zuge der Weitergabe früherer Kostensteigerungen bei den Vorleistungen und/oder höherer Löhne immer noch an. Angesichts des kräftigen Lohnwachstums rechneten die befragten Unternehmen aus den arbeitsintensiveren Bereichen der unternehmens- und verbraucherbezogenen Dienstleistungsbranchen mit anhaltend hohen Preissteigerungen. Auch die Preisgestaltung im Reiseverkehr und im Tourismus profitierte weiterhin von einer außergewöhnlich starken preisunelastischen Nachfrage.

Die Lohnerwartungen haben sich gegenüber der vorherigen Umfragerunde praktisch nicht verändert, und das Lohnwachstum stellt nach wie vor das größte Kostenproblem dar. Nach Einschätzung der befragten Unternehmen werden die Löhne – nach rund 3 % im vergangenen Jahr – 2023 um etwa 5 % steigen (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der Mittelpunkte der quantitativen Angaben). Überdies leisteten bzw. leisten viele Unternehmen 2022 und/oder 2023 hohe Einmalzahlungen.

Trotz des zuletzt in vielen Sektoren günstigen Preisumfelds meldeten die befragten Unternehmen insgesamt recht stabile Gewinnmargen, vor allem in der Gesamtbetrachtung der Entwicklungen im vergangenen Jahr und der Erwartungen für das laufende Jahr. In den Bereichen Energie und Verkehr sowie im Agrar- und Nahrungsmittelsektor waren die Margen 2022 recht deutlich gestiegen, was auf die außergewöhnliche Marktentwicklung in diesen Wirtschaftssektoren zurückzuführen war. Zumindest bei Energie und beim Güterverkehr kehrt sich die Situation indes bereits um. In unternehmensbezogenen Sektoren (Investitionsgüter, Vorleistungsgüter, unternehmensnahe Dienstleistungen) berichteten die meisten Unternehmen, dass das Umfeld 2022 günstig gewesen sei, um höhere Kosten auf die Preise zu überwälzen. Die Preissteigerungen seien unter anderem möglich gewesen, weil die Verbraucher aufgrund von Lieferengpässen stärker auf die Verfügbarkeit als auf den Preis achteten. Die Auswirkungen dieser Preis- und Kostensteigerungen auf die Margen waren unterschiedlich. Sie hingen davon ab, wie rasch die Preise vor dem Hintergrund vertraglicher Verpflichtungen angepasst werden konnten. Das Gesamtbild für 2022 und 2023 zeichnet sich durch weitgehend stabile Margen aus. Im Gegensatz dazu gaben viele Unternehmen aus verbrauchernahen Sektoren (Konsumgüter und Dienstleistungen einschließlich Einzelhandel) an, dass es schwierig gewesen sei, die gestiegenen Kosten vollständig auf die Preise zu übertragen. Vor allem für 2022 zeichnen sich insgesamt schrumpfende Margen ab. Bis zu einem gewissen Grad dürfte sich diese Entwicklung auch 2023 fortsetzen.

5 Teuerung bei Konsumgütern und entsprechende Indikatoren des Preisdrucks auf der Erzeugerstufe

Ieva Rubene

Im Euroraum hat sich der Preisauftrieb bei Konsumgütern in den vergangenen zwei Jahren verstärkt. Dem war ein kräftiger Anstieg der Erzeugerpreise vorausgegangen. Die gewerblichen Erzeugerpreise eignen sich als Vorlauf-

Indikatoren für die Verbraucherpreise und stellen ein bewährtes und zentrales Element der von der EZB durchgeführten Analyse des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette dar.¹ In einer früheren Untersuchung wurde eine Methode eingeführt, mit der sich ein Zeitprofil des Einflusses der Erzeugerpreisentwicklung auf die Verbraucherpreise erstellen lässt.² Im vorliegenden Kasten wird diese Analyse weitergeführt. Anhand des Zeitprofils der Einflüsse werden Indikatoren des Preisdrucks auf der Erzeugerstufe (indicators for producer price pressures – IPPIs) abgeleitet, die den gesamten von den Erzeugerpreisen ausgehenden Druck auf die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie im Zeitverlauf abbilden. Die IPPIs ergänzen ein breites Spektrum unterschiedlicher Messgrößen, die zur Vorhersage und Beurteilung des zugrunde liegenden Preisdrucks in der Wirtschaft herangezogen werden können.³

Erzeugerpreisindizes (EPIs) erfassen die Preise von Waren zu dem Zeitpunkt, zu dem diese Waren das Werksgelände des Herstellers verlassen. Sie spiegeln die Produktionskosten und die Aufschläge auf diese Kosten wider. In den Verbraucherpreisen hingegen sind auch Steuern und Abgaben sowie die Kosten und Aufschläge des Vertriebs- und des Einzelhandelssektors enthalten. Es gibt unterschiedliche EPIs, die die Preise auf verschiedenen Stufen der Produktionskette erfassen. So bilden die EPIs für Energie und Vorleistungsgüter die Preissetzung auf den vorgelagerten Produktionsstufen ab. Der relevanteste EPI für die Preise der Industrieerzeugnisse ohne Energie ist der Indikator für im Inland verkaufte Produkte der Konsumgüterindustrie ohne Nahrungsmittel; bei den Verbraucherpreisen für Nahrungsmittel ist es der EPI für im Inland verkaufte Produkte der Nahrungsmittelindustrie.⁴ Anhand dieser EPIs lässt sich ablesen, wie sich die Preissetzung sowohl auf den vor- als auch auf den nachgelagerten Stufen der Produktionskette entwickelt. Aufgrund der konzeptionellen Unterschiede, der verschiedenen Gewichte der Teilkomponenten in den Erzeugerpreis- und den Verbraucherpreisindizes und der Tatsache, dass die Verbraucherpreise neben den Preisen inländischer Erzeugnisse auch jene importierter Waren widerspiegeln, entwickeln sich die EPIs

¹ Siehe EZB, [Industrielle Erzeugerpreise im Inlands- und Auslandsabsatz](#), Kasten 3, Monatsbericht April 2013; EZB, [Welche Aussagen über den Preisdruck lassen sich aus der jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreise ableiten?](#) Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2017, Mai 2017.

² Siehe EZB, [Jüngste Entwicklung des Preisdrucks bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

³ Siehe P. R. Lane, [Underlying inflation](#), Vortrag am Trinity College, Dublin, 6. März 2023.

⁴ Der Erzeugerpreisindex für den Euroraum ist eine Aggregation der Länderdaten, die sich nur auf den Inlandsmarkt beziehen (d. h. nicht auf den Gesamtmarkt des Euroraums).

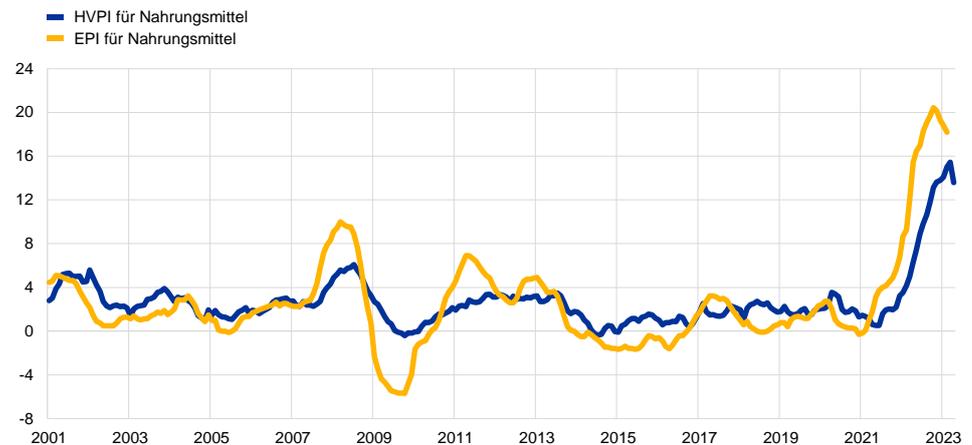
nicht vollständig im Gleichlauf mit ihren jeweiligen Pendanten im HVPI (siehe Abbildung A). Deutlich werden diese Unterschiede beispielsweise daran, dass die Entwicklung der Erzeugerpreise über die Inflationszyklen hinweg etwas stärkere Ausschläge aufweist.

Abbildung A

Entwicklung der Erzeugerpreisindizes (EPIs) im Euroraum und des entsprechenden HVPI

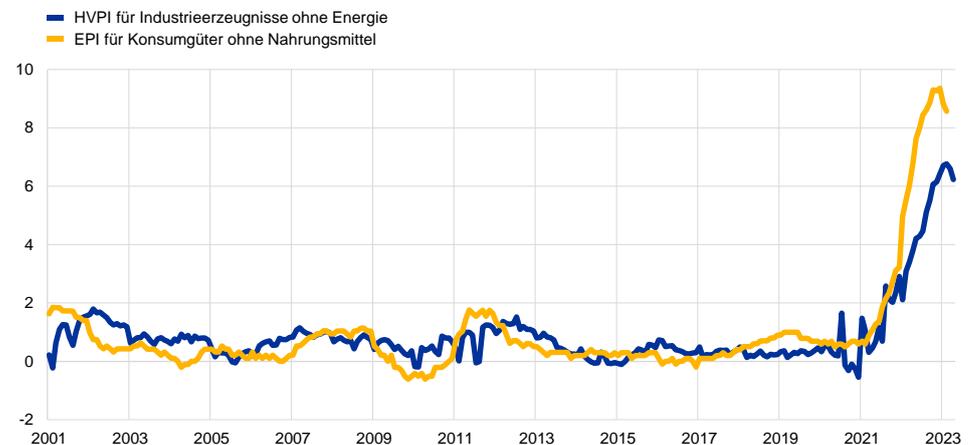
a) Preise für Nahrungsmittelerzeugnisse

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023 (Schnellschätzung des HVPI) bzw. Februar 2023 (Erzeugerpreise).

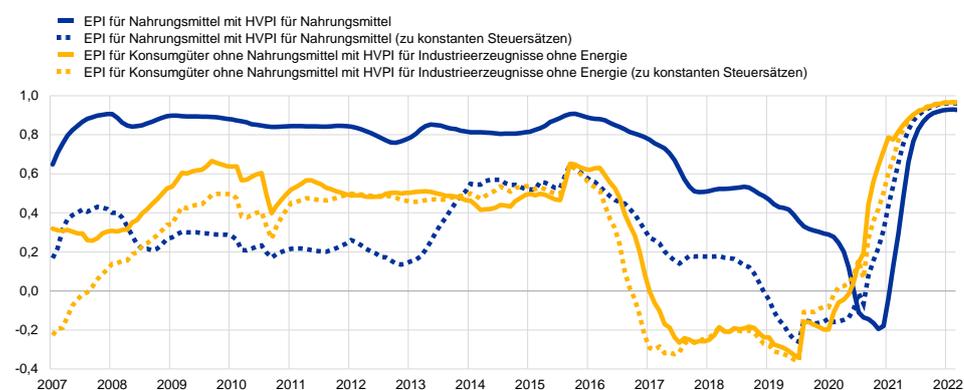
Eine einfache Korrelationsanalyse legt nahe, dass die Stärke der Beziehung zwischen Erzeugerpreis- und Verbraucherpreisindizes im Zeitverlauf variiert

(siehe Abbildung B). Im Jahr 2022 kam es zu einem erheblichen Anstieg der kontemporären Korrelationskoeffizienten zwischen dem EPI und dem HVPI sowohl für Nahrungsmittel als auch für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel. Dies deutet darauf hin, dass der außergewöhnliche zugrunde liegende Schub bei den Energiekosten und den durch Lieferengpässe verursachten Kosten, der seit Anfang 2021 zu beobachten war, die Beziehung zwischen den Erzeuger- und den

Verbraucherpreisen wieder verstärkte, nachdem sich die Preise in den Jahren mit niedriger Inflation offensichtlich entkoppelt hatten.⁵ Der jüngste Anstieg lässt zudem darauf schließen, dass das Ausmaß des zugrunde liegenden Kostendrucks die Möglichkeiten der Unternehmen einschränkt, die wesentlich höheren Kosten durch Gewinnanpassungen abzufedern. Das hohe Ausmaß dürfte auch dazu geführt haben, dass die Verbraucherpreise deutlicher angepasst wurden, als es zu Zeiten niedriger Inflationsraten der Fall gewesen war. Dies trug zu dem sprunghaften Anstieg der Inflation in den letzten beiden Jahren bei.

Abbildung B
Kontemporäre Korrelation im Zeitverlauf

(Korrelationskoeffizient; gleitender Fünfjahresdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023. Der Korrelationskoeffizient wird auf Basis der Jahresänderungsraten berechnet.

Die IPPIs werden anhand dynamischer Impulsreaktionen der Verbraucherpreise auf die Erzeugerpreise (Elastizitäten) konstruiert, die mithilfe lokaler Projektionen (local projections – LPs) ermittelt wurden.⁶ Die Gleichungen setzen die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel und für Industrieerzeugnisse ohne Energie mit ihren eigenen Lags und kontemporären sowie verzögerten Veränderungen der jeweiligen EPIs in Beziehung. Darüber hinaus schließt die Gleichung für die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie die Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel sowie – zur Erfassung der Nachfragebedingungen – auch die Arbeitslosenquote ein. Die Schätzergebnisse

⁵ In konzeptioneller Hinsicht wäre die Beziehung zwischen den EPIs und den Veränderungen der Verbraucherpreise passender, wenn die Veränderungen der indirekten Steuern aus der Messung der HVPI-Zeitreihen ausgeschlossen werden könnten. Der im vorliegenden Kasten verwendete Ansatz zur Ableitung des Preisdrucks auf der Erzeugerstufe basiert jedoch auf dem HVPI, der den Effekt veränderter indirekter Steuern mit berücksichtigt. Bei Verwendung der von Eurostat veröffentlichten HVPI-Zeitreihen zu konstanten Steuersätzen sind die Ergebnisse dennoch weitgehend mit jenen im diesem Kasten vergleichbar.

⁶ Mit der LP-Methode werden für jeden Prognosehorizont H jeweils Schätzungen erstellt. Dies erfolgt mittels Regression der abhängigen Variable zum Zeitpunkt T+H auf die Informationsmenge zum Zeitpunkt T, wobei mit vierteljährlicher Frequenz erhobene Daten verwendet werden. Dieser Ansatz nimmt Bezug auf: R. Colavecchio und I. Rubene in: [Non-linear exchange rate pass-through to euro area inflation: a local projection approach](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2362, 2020. Schätzungen mit Daten bis 2019 legen nahe, dass ein Anstieg der Erzeugerpreise um 1 % in den folgenden zwei Jahren zu einer Erhöhung der Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie um rund 0,8 % führen würde. Werden die Schätzungen mit Daten durchgeführt, die bis zum zweiten Quartal 2022 reichen, so ergibt sich daraus ein wesentlich stärkerer Einfluss der EPIs auf die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie. Genauer gesagt implizieren die Daten eine vollständige Weitergabe innerhalb der ersten beiden Quartale. Dies deutet für die jüngere Zeit auf eine deutlich engere Beziehung zwischen Erzeuger- und Verbraucherpreisen hin.

legen nahe, dass die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie zwar nur allmählich auf die Erzeugerpreise reagieren, sich die Geschwindigkeit dieser Reaktionen aber in den letzten beiden Jahren deutlich erhöht haben dürfte.⁷ Bei den Ergebnissen, die Daten für die jüngere Vergangenheit enthalten, zeigt sich auch ein deutlich breiteres Konfidenzband. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass eine Spezifikation sowohl die früheren niedrigeren als auch die derzeit hohen Inflationsraten beinhaltet, was vom Modell als eine Zunahme der Unsicherheit interpretiert wird. Diese Ausweitung von Konfidenzbändern und der Anstieg des Korrelationskoeffizienten können darauf hindeuten, dass Unternehmen ihre Preissetzungsstrategien angesichts der seit 2021 zu verzeichnenden beträchtlichen Kostenschöcks ändern.

Die durch Anwendung der LP-Methode gewonnenen Ergebnisse zeigen, dass die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel schneller auf Veränderungen der Erzeugerpreise reagieren, als dies bei den Verbraucherpreisen für Industrieerzeugnisse ohne Energie der Fall ist. Darüber hinaus bleiben Ausmaß und Geschwindigkeit der Effekte offenbar unverändert, wenn die der Schätzung zugrunde liegende Stichprobe mit Daten aus den letzten beiden Jahren ergänzt wird.⁸ Bei der Untersuchung, ob die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel auf einen Anstieg der Erzeugerpreise anders reagieren als auf einen entsprechenden Rückgang, zeigt sich, dass ein Anstieg eine schnellere Reaktion nach sich zieht. Eine Zunahme der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel um 1 % führt bereits im ersten Jahr zu einer Erhöhung der entsprechenden Verbraucherpreise um 1 %; bei einem Rückgang der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel um 1 % sind die Auswirkungen gradueller, und die entsprechenden Verbraucherpreise sinken innerhalb von zwei Jahren lediglich um 0,8 %.⁹ Eine solche Asymmetrie der Reaktionen war bei den Preisen für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel nicht erkennbar.

Die konstruierten IPPIs legen nahe, dass sich der zugrunde liegende Kostendruck im Jahresverlauf 2022 beträchtlich erhöhte und sowohl bei den Konsumgütern ohne Nahrungsmittel als auch bei den Nahrungsmitteln zu Jahresbeginn 2023 weiterhin hoch war. Die Elastizitäten des Effekts der Erzeugerpreisentwicklung auf die Verbraucherpreise lassen sich dergestalt umwandeln, dass bestimmte Indikatoren konstruiert werden können, die den kumulativen Einfluss veränderter Erzeugerpreise auf die Jahresteuerrate der Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und der Nahrungsmittelerzeugnisse im

⁷ Zuletzt häufigere Preisänderungen wurden auch von im Euroraum tätigen nichtfinanziellen Großunternehmen gemeldet. Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 1/2023, Februar 2023.

⁸ Dass die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel schneller reagieren, geht aus einer Schätzung anhand der Stichprobe bis zum Jahr 2019 hervor. Die Erweiterung des entsprechenden Stichprobenzeitraums bis zum zweiten Quartal 2022 zeigt dann jedoch mit Blick auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie, dass sich die Geschwindigkeit, mit der diese Preise auf Veränderungen des jeweiligen EPI reagieren, der Geschwindigkeit bei den Nahrungsmittelpreisen annähert.

⁹ Mit der LP-Methode kann auch untersucht werden, ob positive Veränderungen des jeweiligen EPI in gleicher Weise an die Verbraucherpreise weitergegeben werden wie negative Veränderungen. Bei einer solchen Analyse werden Dummy-Variablen verwendet – siehe den Ansatz bei Colavecchio und Rubene, a. a. O.

Zeitverlauf erfassen.¹⁰ Die in Abbildung C dargestellten IPPIs zeigen den Druck auf die Verbraucherpreise, der auf den Veränderungen der Erzeugerpreise in den vorangegangenen acht Quartalen basiert. Diesen Indikatoren zufolge lässt die Entwicklung der Erzeugerpreise im Verlauf der Jahre 2021 und 2022 darauf schließen, dass der Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie und für Nahrungsmittel im ersten bzw. zweiten Quartal 2023 einen Höchststand erreicht haben könnte (siehe Abbildung C). Sollte der Erzeugerpreisindex nicht mehr weiter steigen oder gegenüber dem Vorquartal sogar rückläufig werden, ist davon auszugehen, dass sich der zugrunde liegende Druck anschließend abschwächen wird. Historisch gesehen unterscheiden sich die IPPIs und die Verbraucherpreise merklich. Diese Differenzen erklären sich zum Teil durch die unterschiedliche Volatilitätsentwicklung bei den Erzeuger- und den Verbraucherpreisen.

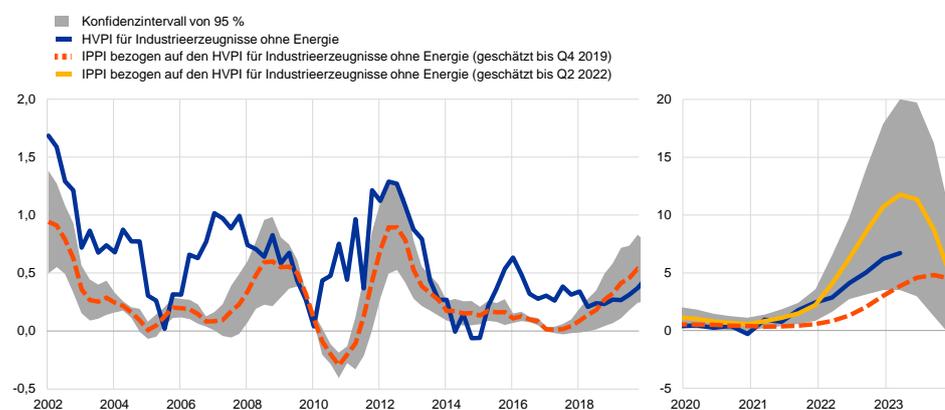
¹⁰ Mithilfe von LP-Regressionen lässt sich der kumulierte Effekt einer Veränderung des EPI um 1 % auf die Verbraucherpreise schätzen. Die geschätzten Reaktionen scheinen sich nach acht Quartalen zu stabilisieren. Daher wird dieser Zeithorizont für die Ableitung des IPPi herangezogen. Um den Effekt auf die Jahresteuersraten schätzen zu können, werden die Ergebnisse, die sich aus den lokalen Projektionen für den Einfluss auf die Höhe der Verbraucherpreise ergeben, in den Einfluss auf die Jahresänderungsrate umgewandelt. Der Einfluss wird dann entsprechend der Größe der Veränderung gegenüber dem Vorquartal neu skaliert und für die acht kommenden Quartale entsprechend zugeordnet. Danach wird der Gesamteffekt auf die Verbraucherpreise für ein bestimmtes Quartal ermittelt, indem die Auswirkungen des EPI (mit angemessener Verzögerung), die in den vorherigen acht Quartalen gemessen wurden, addiert werden.

Abbildung C

Indikatoren des von den Erzeugerpreisen ausgehenden Drucks auf die Konsumgüterpreise (IPPIs)

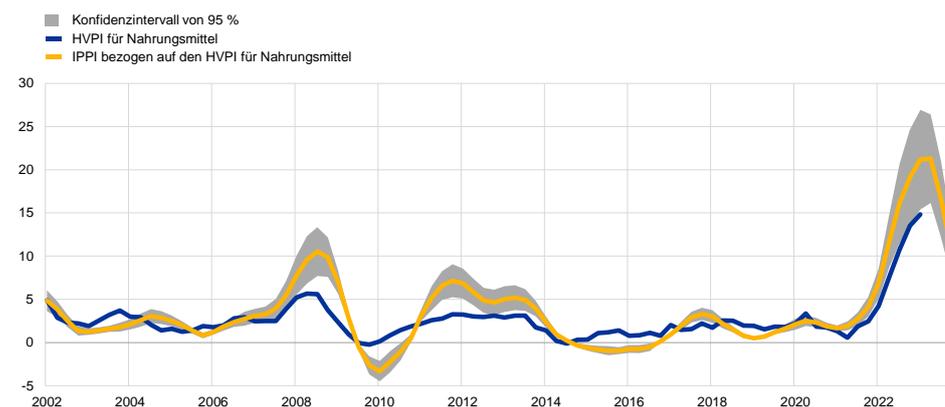
a) IPPI bezogen auf den HVPI für Industrierzeugnisse ohne Energie

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) IPPI bezogen auf den HVPI für Nahrungsmittel

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (HVPI) bzw. das vierte Quartal 2023 (IPPI). Der IPPI wird aus EPI-Daten für das erste Quartal 2023 abgeleitet, die sich auf den Durchschnitt der Monate Januar und Februar beziehen. Die Ableitung des IPPI erfolgt unter Heranziehung von Elastizitäten über einen Zeitraum von acht Quartalen mittels der LP-Schätzmethode. Die LP-Schätzmethode liefert Elastizitäten zur Veränderung der Verbraucherpreise bezogen auf die Veränderung der Erzeugerpreise. Um den IPPI zu erhalten, werden diese Elastizitäten so umgewandelt, dass sie den Effekt auf die Jahresänderungsraten eines Index abbilden. Anschließend wird für eine bestimmte Veränderung des EPI der Einfluss auf die Verbraucherpreise für die kommenden sieben Quartale berechnet (wobei die quartalsmäßige Veränderung des EPI verwendet und mit dem Zeitprofil der Effekte multipliziert wird). Danach werden die Verläufe der EPI-Veränderungen aus den acht aufeinanderfolgenden Vorquartalen addiert, um den gemeinsamen Einfluss auf die Verbraucherpreise in einem bestimmten Quartal zu ermitteln. In Grafik a wird der auf einer Schätzstichprobe bis Ende 2019 basierende IPPI (rote Linie) auch für den Folgezeitraum abgeleitet. Dadurch sollen die Differenzen dargestellt werden, die durch Veränderungen der Elastizitäten hervorgerufen werden, wenn der Indikator anhand einer erweiterten Stichprobe ermittelt wird (gelbe Linie). Das Konfidenzintervall von 95 % bezieht sich auf den IPPI, der auf LP-Schätzungen bis zum vierten Quartal 2019 basiert (linke Grafik), sowie auf den IPPI, der bis zum zweiten Quartal 2022 geschätzt wurde (rechte Grafik). Der IPPI in Grafik b wird ermittelt, indem auf die stärkeren Reaktionen der Verbraucherpreise für Nahrungsmittel auf Veränderungen der Erzeugerpreise nach einem Anstieg des EPI abgestellt wird (im Gegensatz zur Entwicklung bei einem Rückgang des EPI). Der Verlauf der Effekte auf die Verbraucherpreise über acht Quartale hinweg ausgehend von einer EPI-Veränderung in einem Quartal wird dadurch ermittelt, dass bei der Multiplikation die höheren Elastizitäten verwendet werden, wenn die EPI-Veränderung positiv ist, und die niedrigeren Elastizitäten, wenn diese Veränderung negativ ist.

Insgesamt können IPPIs also zur Beantwortung der Frage herangezogen werden, wie stark und in welche Richtung der zugrunde liegende Druck auf die Preise für Industrierzeugnisse ohne Energie und für Nahrungsmittel wirkt.

Allerdings sind im Rahmen einer entsprechenden Analyse einige Einschränkungen zu beachten. Zwar sind die genannten Indikatoren so gestaltet, dass sie in Phasen wie der aktuell vorherrschenden zusätzliche Informationen liefern sollen. Aber infolge der außergewöhnlich starken Schwankungen der Erzeuger- und Verbraucherpreise

sind die Schätzungen mit Unsicherheit behaftet. Unter Berücksichtigung der vergangenen zwei Jahre deutet der beträchtliche Anstieg der Verbraucherpreise als Reaktion auf die EPIs vor allem mit Blick auf die Industrieerzeugnisse ohne Energie darauf hin, dass die Unternehmen ihre Preissetzungsstrategien verändert haben. Als Reaktion auf die außergewöhnlich hohen und lang andauernden derzeitigen Kostenschocks sind sie offenbar dazu übergegangen, Preissteigerungen rascher zu überwälzen und in geringerem Maße durch Gewinnanpassungen abzufedern. Hierauf deutet der Unterschied zwischen der roten und der gelben Linie in Abbildung C, Grafik a hin. Das Verhältnis zwischen EPIs und den Verbraucherpreisen gilt es daher kontinuierlich zu beobachten. IPPIs sind von ihrer Konstruktion her rückwärtsgewandte Indikatoren, denn sie basieren auf der Entwicklung der EPIs, die nur bis zu dem jeweils aktuellen Datenpunkt vorliegt. Sollten die EPIs in den kommenden Quartalen sinken, dürften sich auch die IPPIs entsprechend nach unten anpassen. Allgemeiner gesagt sollten die IPPIs nicht isoliert betrachtet werden, sondern stets im Verbund mit allen anderen Wirtschaftsdaten, die in Bezug auf den zugrunde liegenden Preisdruck verfügbar sind.

6 Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB seit Dezember 2021: eine modellbasierte Auswertung

Matthieu Darracq-Paries, Roberto Motto, Carlos Montes-Galdón, Annukka Ristiniemi, Arthur Saint Guilhem und Srečko Zimic

Seit dem Beginn der geldpolitischen Normalisierung im Dezember 2021 hat sich die äußerst akkommodierende geldpolitische Ausrichtung der EZB in einen restriktiven Kurs gewandelt. Eingeleitet wurde der Normalisierungsprozess mit der im Dezember 2021 angekündigten Drosselung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten. Die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) und des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wurden dann im März bzw. Juni 2022 eingestellt.¹ Im Juni 2022 wurde auch die Forward Guidance zu den Leitzinsen angepasst, und von Juli 2022 bis März 2023 wurden die Leitzinsen um insgesamt 350 Basispunkte angehoben. Durch diese rasche Verschärfung gelangten die Zinssätze schließlich in restriktives Terrain. Im historischen Vergleich wurden die geldpolitischen Zügel somit rasch und kräftig gestrafft. Da die Geldpolitik jedoch erst mit Verzögerung auf die Wirtschaft durchwirkt, wird sich der volle Effekt erst im Laufe der nächsten Jahre entfalten. In diesem Kasten wird erörtert, wie sich die geldpolitische Straffung auf die Konjunktur und die Inflation im Euroraum auswirkt. Dazu wird eine Reihe empirischer makroökonomischer Modellierungsansätze herangezogen.

Der Unsicherheit über die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Wirtschaft kann mittels einer Reihe von Modellen begegnet werden. Im Folgenden werden die Ergebnisse einer stilisierten Analyse der bisherigen Auswirkungen der geldpolitischen Straffung vorgestellt. Zudem wird erörtert, welche analytischen Herausforderungen eine solche Auswertung mit sich bringt. Dabei sind im Wesentlichen zwei Aspekte zu nennen, die die Analyse der Auswirkungen der geldpolitischen Straffung erschweren. Erstens werden finanzielle und makroökonomische Größen von einer Vielzahl nachfrage- und angebotsseitiger Faktoren beeinflusst. Um diesen Einfluss von der Wirkung der Geldpolitik abzugrenzen, bedarf es eines modellbasierten Identifikationsansatzes. Zweitens besteht Unsicherheit über die Transmissionskanäle und die Verzögerungen bei der Übertragung der Geldpolitik. Deshalb müssen verschiedene Methoden mit unterschiedlichen Transmissionsmechanismen in die Analyse einbezogen werden, um möglichst robuste Ergebnisse zu erhalten. Aus diesen Gründen basiert die vorliegende Untersuchung auf einer Reihe von Modellen: zwei strukturellen DSGE-Modellen (NAWM II und MMR) und einem umfassenden semi-strukturellen Modell

¹ Darüber hinaus gab die EZB im Dezember 2022 ihre Absicht bekannt, das APP-Portfolio zu reduzieren, indem ein Teil der Tilgungszahlungen aus fällig werdenden Wertpapieren nicht mehr reinvestiert wird. Bis Ende Juni 2023 wird sich das APP-Portfolio im Durchschnitt um 15 Mrd. € pro Monat verringern. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Wiederanlagen anschließend komplett eingestellt werden.

(ECB-BASE).² Dieser Ansatz entspricht auch den Schlussfolgerungen der jüngsten Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB. Darin wurde hervorgehoben, wie wichtig Robustheit bei der Durchführung von Modellrechnungen für das Eurosystem ist.³

Die Auswertung erfolgt in zwei Schritten: Zunächst wird geschätzt, welche Auswirkungen die Geldpolitik auf die Zinsstrukturkurve hat, und anschließend wird der Einfluss auf die Zinsstrukturkurve mithilfe von Makromodellen in gesamtwirtschaftliche Effekte überführt. Im ersten Schritt werden die geldpolitisch bedingten Veränderungen der kurz- und langfristigen Zinssätze ermittelt. Der Einfluss der Geldpolitik auf die kurzfristigen Zinsen wird anhand der Terminzinskurve des €STR bestimmt, gemessen an ihrer Aufwärtsverschiebung im Bereich der kurzen bis mittleren Laufzeiten seit Dezember 2021. Darin spiegeln sich sowohl die tatsächlichen als auch die erwarteten Leitzinserhöhungen wider. Die Auswirkungen auf die langfristigen Zinssätze werden anhand des Aufwärtsdrucks ermittelt, der sich aus Anpassungen der erwarteten APP- und PEPP-Bestände auf die Renditen ergibt. Im zweiten Schritt werden die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Zinssätze und die Bilanz des Eurosystems mithilfe der Makromodelle in gesamtwirtschaftliche Effekte überführt. Dies geschieht entweder direkt oder indirekt über den Einfluss der Bilanzerwartungen auf die langfristigen Zinssätze.⁴ In den DSGE-Modellen erfolgt die Konditionierung auf den kurzfristigen Zinssatz über geldpolitische Schocks. Im MMR-Modell werden diese teilweise antizipiert, im NAWM-II-Modell erfolgen sie unerwartet. Im ECB-BASE-Modell wird angenommen, dass die kurz- und langfristigen Zinssätze exogen bestimmt werden. Als kontrafaktisches Szenario wird hier ein Alternativpfad betrachtet, der relativ zum Basisszenario (d. h. dem im Dezember 2021 erwarteten Zinspfad) aufgesetzt wird. In

² Einzelheiten zum NAWM-II-Modell finden sich in: G. Coenen, P. Karadi, S. Schmidt und A. Warne, [The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2200, 2018 (überarbeitet im Dezember 2019). Informationen zum MMR-Modell finden sich in: F. Mazelis, R. Motto und A. Ristinieni, [Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2797, 2023. Einzelheiten zum ECB-BASE-Modell finden sich in: E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli und S. Zimic, [Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2315, 2019. Das NAWM-II-Modell ist ein vollständig mikrofundiertes Modell einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit folgenden Merkmalen: a) einem expliziten intertemporalen Substitutionskanal, b) einem Bankensektor mit finanziellem Akzelerator, c) Wertpapierankäufen durch die Zentralbank, d) zinssensitiven Investitionsentscheidungen und e) einem Block ausländischer Volkswirtschaften zur Berücksichtigung internationaler Ansteckungseffekte. Beim MMR-Modell handelt es sich um ein DSGE-Modell einer geschlossenen Volkswirtschaft, bei dem a) die privaten Haushalte und Unternehmen ein Optimierungskalkül verfolgen, b) die Zentralbank Wertpapierankäufe tätigt und c) der neutrale Zins im Zeitverlauf variiert. Weiterhin umfasst das MMR-Modell eine Schätzung des Aufmerksamkeitsgrads gegenüber der Zentralbankkommunikation. Dies hilft dabei, dem „Forward Guidance Puzzle“ zu begegnen, von dem Standard-DSGE-Modelle typischerweise betroffen sind. Das ECB-BASE-Modell ist ein breit angelegtes semi-strukturelles Modell, das theoretische Überlegungen mit einem gutem empirischen Modellfit und einer umfassenden Struktur kombiniert. Es ist das bevorzugte Referenzmodell der EZB, wenn es um Projektionen und geldpolitische Simulationen geht. Der geldpolitische Transmissionsmechanismus ist im ECB-BASE-Modell stärker ausgeprägt als in herkömmlichen semi-strukturellen Modellen. Dies hängt damit zusammen, dass das Modell Erwartungen explizit anhand eines VAR-Modells berücksichtigt und zudem eine Vielzahl von Finanzkanälen einbezieht.

³ Siehe EZB, [Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement](#), Occasional Paper Series, Nr. 267, 2021.

⁴ In den beiden strukturellen Modellen wird der Ankauf von Vermögenswerten direkt durch die Berücksichtigung der Zentralbankbilanz abgebildet. Im ECB-BASE-Modell werden Ankäufe von Vermögenswerten hingegen indirekt erfasst, und zwar über ihren Einfluss auf die langfristigen Zinssätze. Die Auswirkungen der geldpolitischen Normalisierung werden hier also anhand der kurzfristigen wie auch der langfristigen Zinssätze berechnet.

der Praxis verändern sich die marktbasieren finanziellen Annahmen auch endogen als Reaktion auf andere Bestimmungsfaktoren (z. B. die Energiepreise). Um die Wirkung der Geldpolitik zu berechnen, werden die gesamtwirtschaftlichen Effekte quantifiziert, die sich ergeben hätten, wäre die Geldpolitik nicht den historischen Regelmäßigkeiten gefolgt, die in den finanziellen Annahmen der Marktteilnehmer zum Ausdruck kommen. Dieses kontrafaktische Szenario wird mithilfe geldpolitischer Schocks berechnet. Auf die Sensitivität der Ergebnisse in Bezug auf diese Annahmen wird später näher eingegangen, vor allem mit Blick auf die Bedeutung des Erwartungsbildungsprozesses.

Die Ergebnisse zeigen, dass die geldpolitische Straffung im Zeitraum von 2023 bis 2025 einen starken Abwärtsdruck auf die realwirtschaftliche Aktivität und die Inflation ausüben dürfte. Seit Dezember 2021 sind die kurzfristigen Zinsen

über den Projektionszeitraum von 2022 bis 2025 im Durchschnitt um rund 270 Basispunkte gestiegen. Die Erwartungen zu den langfristigen Zinsen, die der Antizipation zukünftiger Zinsschritte Rechnung tragen, legten unterdessen um rund 230 Basispunkte zu, was allerdings zu einem erheblichen Teil mit den veränderten Erwartungen hinsichtlich der APP- und PEPP-Bestände zusammenhängt (siehe Tabelle A).⁵ Die kurzfristigen Zinserwartungen begannen bereits vor der ersten Leitzinsanhebung im Juli 2022 zu steigen (siehe Abbildung A). Dies verdeutlicht, wie wichtig es ist, den geldpolitischen Erwartungen bei der Analyse Rechnung zu tragen. Die daraus resultierende Verlagerung der Zinsstrukturkurve nach oben hat wiederum Folgen für die allgemeinen Finanzierungsbedingungen und wirkt sich spürbar auf die Wirtschaft aus. Bildet man den Durchschnitt aus den Ergebnissen der drei Modelle, so zeigt sich, dass die geldpolitische Normalisierung über den gesamten Projektionszeitraum hinweg einen erheblichen Abwärtsdruck auf die Inflation und das Wachstum des realen BIP ausübt (siehe Abbildung B). Der Effekt auf die Inflation dürfte sich überwiegend ab 2023 manifestieren und 2024 seinen Höhepunkt erreichen. Im vergangenen Jahr dämpfte der restriktivere geldpolitische Kurs die Inflation schätzungsweise um rund 50 Basispunkte. In den Jahren 2023 bis 2025 dürfte der Abwärtsdruck auf die Inflation im Schnitt 2 Prozentpunkte betragen, wobei die Ergebnisse der drei Modelle deutlich voneinander abweichen. Auf die Wirtschaftstätigkeit wirken die geldpolitischen Straffungsmaßnahmen schneller durch. So wird der dämpfende Effekt auf das BIP-Wachstum wohl 2023 am stärksten

⁵ Die Auswirkungen der Geldpolitik auf die kurzfristigen Zinssätze werden anhand der Aufwärtsschiebung der Terminzinskurve des €STR im Zeitraum von 2022 bis 2025 berechnet. Da Leitzinserhöhungen in der Regel eins zu eins auf den Tagesgeldsatz übertragen werden, wird angenommen, dass alle Veränderungen der €STR-Terminkurve auf die Straffung der Geldpolitik zurückzuführen sind. Bei den langfristigen Zinssätzen ist der verschärfende Effekt den veränderten Erwartungen zur Bilanzverringering zuzuschreiben. Um die Auswirkungen von Bilanzverkleinerungen zu berechnen, werden Veränderungen der Bilanzerwartungen, die aus der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) abgeleitet werden, in Renditeänderungen überführt. Dabei werden die Durchschnittswerte aus zwei Modellen verwendet: einem Zinsstrukturmodell mit einer Mengengröße und Durationsrisiko (siehe F. Eser, W. Lemke, K. Nyholm, S. Radde und A. Vladu, [Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2293, 2019) und einem umfassenden BVAR-Modell, bei dem die Auswirkungen der Geldpolitik anhand einer Studie mit hoher Ereignisdichte identifiziert werden (siehe M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto und A. Saint Guilhem, [Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: identification and impacts of the ECB's unconventional policies](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2564, 2021). Der Wechselkurs kann sich endogen entwickeln.

ausfallen und sich im Zeitraum von 2022 bis 2025 im Durchschnitt auf 2 Prozentpunkte belaufen.⁶⁷

Tabelle A

Auswirkungen auf die Annahmen zu den kurz- und langfristigen Zinssätzen im Zeitraum 2022-2025

(in Basispunkten)

	Auswirkungen der geldpolitischen Normalisierung bis März/Mai 2023
Kurzfristige Zinssätze	91 im Jahr 2022 373 im Jahr 2023 336 im Jahr 2024 277 im Jahr 2025
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum – tatsächliche Veränderung	228
darunter: Veränderungen der Erwartungen in Bezug auf APP und PEPP	55

Quellen: Bloomberg, Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Auswirkungen auf die kurzfristigen Zinssätze werden als durchschnittliche Differenz zwischen den in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2021 und vom März 2023 erwarteten Kurzfristzinsen berechnet. Die Strukturkurve der kurzfristigen Zinssätze basiert auf €STR-Terminkontrakten im Anschluss an bestimmte geldpolitische Sitzungen der EZB. Die Auswirkungen auf die zehnjährigen Renditen werden anhand der im Rahmen der Umfrage unter geldpolitischen Analysten ermittelten Veränderungen der Bilanzerwartungen berechnet. Der geschätzte Einfluss auf die zehnjährigen Renditen im Zeitraum von Oktober 2021 (um der Antizipation Rechnung zu tragen) bis Mai 2023 liegt bei rund 65 Basispunkten, der durchschnittliche Einfluss auf die erwarteten zehnjährigen Renditen im Zeitraum von 2022 bis 2025 bei 55 Basispunkten. Zur Ermittlung der Auswirkungen wird der Durchschnitt aus zwei Modellen gebildet: einem Zinsstrukturkurvenmodell (siehe Eser et al., a. a. O.) und einem BVAR-Modell (siehe Rostagno et al., a. a. O.).

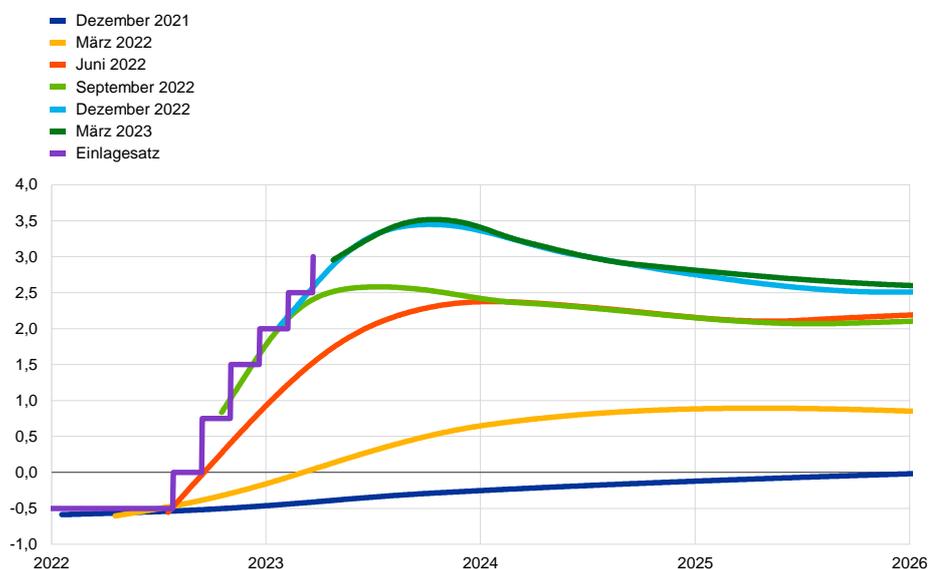
⁶ In allen Modellen ist die Geldpolitik langfristig neutral, sodass sich das BIP-Wachstum nach dem anfänglichen negativen Effekt schließlich wieder ins Positive kehrt. Im MMR-Modell geschieht dies früher, da in diesem Modell erwartete Schocks zugrunde gelegt werden, wodurch sich die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen früher manifestieren. Dies wird in Abbildung C veranschaulicht. Dort zeigt sich, dass das BIP-Wachstum im Falle unerwarteter Schocks eher den Ergebnissen der anderen beiden Modelle entspricht.

⁷ Der Medianwert der für Mai 2023 erwarteten Kürzung der EZB-Bilanz steht weitgehend im Einklang mit der geplanten Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen des APP-Programms im Juli 2023. Die niedrigeren Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Bilanzsumme dürften für sich genommen die jährliche Inflation im Zeitraum von 2023 bis 2025 um etwas mehr als 10 Basispunkte pro Jahr senken und das BIP-Wachstum von 2022 bis 2025 im selben Maße dämpfen.

Abbildung A

Auswirkungen auf die €STR-Terminkurve im Anschluss an bestimmte geldpolitische Sitzungen

(in % p. a.)



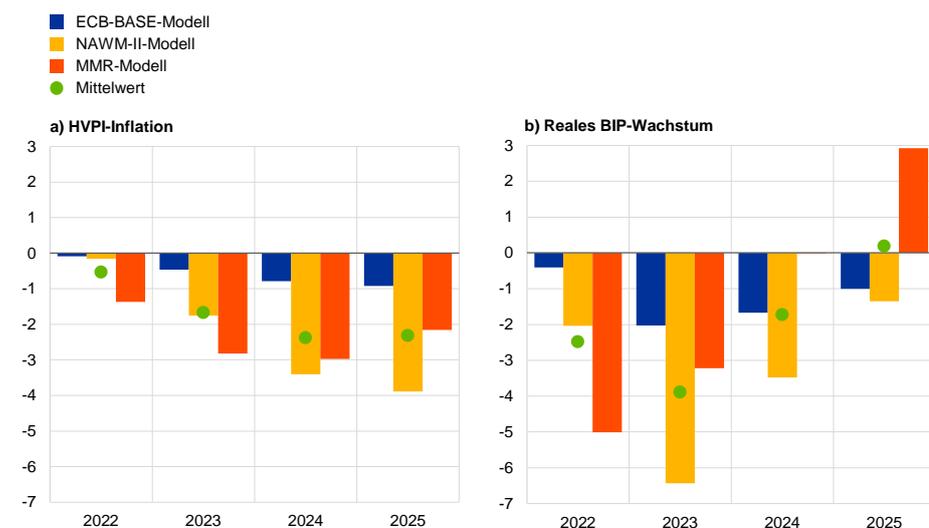
Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die €STR-Terminkurve im Anschluss an bestimmte geldpolitische Sitzungen des EZB-Rats, bei denen aktualisierte gesamtwirtschaftliche Projektionen vorlagen. Zugrunde gelegt wird dabei jeweils der erste Handelstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die der entsprechenden EZB-Ratssitzung folgte. Die violette Linie zeigt die tatsächlichen Werte des Einlagesatzes, wobei die Daten um 8 Basispunkte angepasst wurden, um dem Abstand des Einlagesatzes zum €STR Rechnung zu tragen. Die Stichtage für die Daten der dargestellten Kurven ergeben sich aus den endgültigen Stichtagen für die zugrunde gelegten Projektionen. Diese waren: 23. November 2021 (Projektionen vom Dezember 2021), 28. Februar 2022 (Projektionen vom März 2022), 17. Mai 2022 (Projektionen vom Juni 2022), 22. August 2022 (Projektionen vom September 2022), 25. November 2022 (Projektionen vom Dezember 2022) und 15. Februar 2023 (Projektionen vom März 2023).

Abbildung B

Auswirkungen der geldpolitischen Straffung auf Basis verschiedener Modelle

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis des NAWM-II-Modells (siehe Coenen et al., a. a. O.), des MMR-Modells (siehe Mazelis et al., a. a. O.) und des ECB-BASE-Modells (siehe Angelini et al., a. a. O.).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Ergebnisse einer Simulation unter Einbeziehung der Änderungen der kurzfristigen Zins-erwartungen von Dezember 2021 bis März 2023 und der Veränderungen der Erwartungen in Bezug auf die EZB-Bilanz von Oktober 2021 bis Mai 2023. Bei den ausgewiesenen Werten handelt es sich um Jahresänderungsraten. Der Mittelwert gibt den Durchschnitt der drei Modelle an.

Die Schätzungen der Auswirkungen sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Dies hängt damit zusammen, dass die Modelle unterschiedliche Transmissionskanäle berücksichtigen, wobei die Effekte bei den strukturellen Modellen stärker ausfallen. Die strukturellen Modelle sind speziell dafür konzipiert, bedingte Korrelationen zwischen identifizierten geldpolitischen Impulsen und makroökonomischen Aggregaten abzuleiten. Dagegen streben semi-strukturelle Modelle eine angemessene Balance zwischen akkurater Identifikation und empirischem Fit an. Dies kann dazu führen, dass der Effekt der geldpolitischen Straffung in semi-strukturellen Modellen schwächer ausfällt, weil der „reine“ Effekt des geldpolitischen Impulses wahrscheinlich mit den Auswirkungen anderer nicht geldpolitisch bedingter Einflussfaktoren vermischt wird. In der Praxis besteht ein Zielkonflikt zwischen der Größe eines Modells und der Anzahl identifizierbarer Einflussfaktoren: Je mehr man von den gleichungsübergreifenden Restriktionen abstrahiert, die für eine vollständige strukturelle Identifizierung erforderlich sind, desto differenzierter lässt sich die Modellstruktur gestalten (z. B. in Bezug auf den Konsum). In den für die Simulationen verwendeten DSGE-Modellen ist der Konsum über die Euler-Gleichung eng mit den in Zukunft erwarteten kurzfristigen Zinssätzen verknüpft. Im ECB-BASE-Modell ist der Konsum differenzierter modelliert. Hier wird auch dem individuellen Einkommensrisiko und der je nach Einkommensquelle unterschiedlichen Konsumneigung Rechnung getragen.⁸ Dadurch hängt die Entwicklung der Konsumausgaben weniger stark von den erwarteten Kurzfristzinsen ab, aber dafür erfasst das Modell die beobachtete Persistenz des Konsums besser.

Der größere Effekt der Geldpolitik in den strukturellen Modellen ist auch durch die stärkeren Erwartungskonzepte bedingt. Während strukturelle Modelle zukunftsgerichtet sind, basieren semi-strukturelle Modelle in der Regel eher auf vergangenheitsbezogenen Erwartungen, sodass sich Schocks bei diesen Modellen langsamer ausbreiten.⁹ Zudem führt in DSGE-Modellen ein endogener Rückgang der Inflationserwartungen als Reaktion auf eine Leitzinsanhebung zu einem weiteren Anstieg der Realzinsen und dadurch letztlich zu einer Rückkopplungsschleife. Dieser Kanal ist in semi-strukturellen Modellen hingegen nicht vorhanden, da die Erwartungen zur künftigen Inflation nur indirekt einfließen. Welche Rolle die Erwartungen spielen, lässt sich anhand einer Sensitivitätsanalyse veranschaulichen. Legt man die Annahme zugrunde, dass die Wirtschaftsakteure keine geldpolitischen Beschlüsse antizipieren, so verringert sich der Effekt einer geldpolitischen Normalisierung auf die Inflation im MMR-Modell um die Hälfte (siehe die hellroten Balken in Abbildung C), und die Schätzungen nähern sich denen des ECB-BASE-Modells an. Und wird im NAWM-II-Modell der Mechanismus für vorausschauende Erwartungen so modifiziert, dass er ein adaptives Lernschema enthält, wodurch die Erwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen vergangenheitsbezogener werden, dann wirkt sich die Geldpolitik ebenfalls weniger stark auf die Inflation aus (siehe die hellgelben Balken in Abbildung C). Werden umgekehrt im ECB-BASE-Modell reaktivere Erwartungen zugrunde gelegt und die Effekte verstärkt, die Vermögenspreise auf die Bewertung des Vermögens haben (siehe die hellblauen

⁸ In Bezug auf die Modellierung von Investitionen unterscheiden sich das ECB-BASE-Modell und die beiden DSGE-Modelle nicht so sehr, wobei das ECB-BASE allerdings einen finanziellen Akzelerator aufweist.

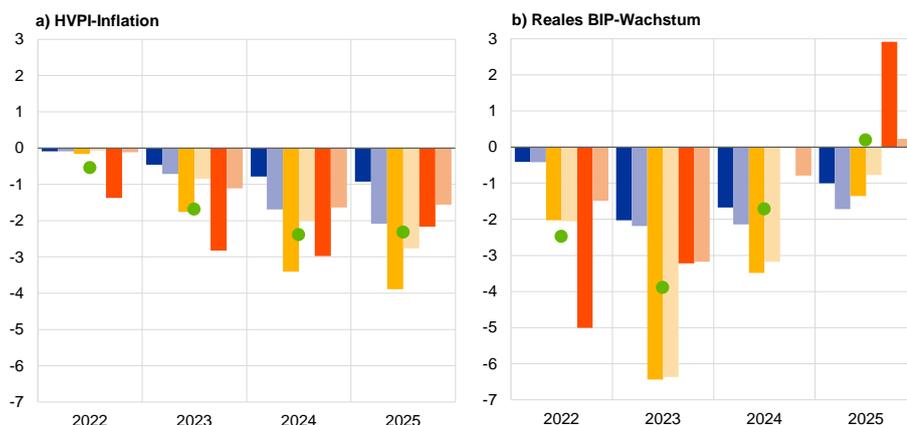
⁹ Im ECB-BASE-Modell werden die Erwartungen anhand von VARs modelliert.

Balken in Abbildung C), so nähern sich die Ergebnisse des ECB-BASE-Modells jenen der beiden DSGE-Modelle mit einem gedämpften Erwartungskanal an.¹⁰

Abbildung C Sensitivität gegenüber dem Erwartungsbildungsprozess

(in Prozentpunkten)

- ECB-BASE-Modell
- ECB-BASE-Modell – reaktiv
- NAWM-II-Modell
- NAWM-II-Modell – adaptiv
- MMR-Modell
- MMR-Modell – keine Antizipation
- Mittelwert



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis des NAWM-II-Modells, des MMR-Modells und des ECB-BASE-Modells.

Anmerkung: Bei den ausgewiesenen Werten handelt es sich um Jahresänderungsraten. Der Mittelwert gibt den Durchschnitt der drei Modelle unter Zugrundelegung des gängigen Erwartungskanals an. Er entspricht somit dem Mittelwert in Abbildung B.

Diese modellbasierte Auswertung kann als Grundlage für eine hilfreiche Gegenprüfung dienen, sie ist aber kein Ersatz für einen datenbasierten Ansatz bei der Festlegung der Geldpolitik und der Überwachung der geldpolitischen Transmission im Zeitverlauf. Zum einen ist die derzeitige Lage durch eine außergewöhnlich hohe Unsicherheit gekennzeichnet, was die wirtschaftlichen Zusammenhänge angeht. Die Pandemie, der massive Energieschock, die finanzpolitischen Reaktionen auf diese beiden Ereignisse und das beispiellose Tempo der geldpolitischen Straffung: All diese Faktoren dürften die wirtschaftlichen Entscheidungen und Strukturen in einer Weise beeinflussen, die über die historischen Gesetzmäßigkeiten, wie sie von den verfügbaren Modellen erfasst werden, hinausgeht. Erschwerend kommt hinzu, dass sich in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nicht nur geldpolitische Schocks, sondern auch viele anders geartete Schocks widerspiegeln, die sich in den einzelnen Modellen unterschiedlich ausbreiten. Zum anderen wird in den modellbasierten Schätzungen nicht berücksichtigt, dass die Straffung der Geldpolitik eine mögliche nachteilige nichtlineare Dynamik verhindern haben könnte, etwa das Risiko einer

¹⁰ Um die Reaktivität der Erwartungen zu steigern, wird die Elastizität der kurzfristigen Inflationserwartungen gegenüber der Zinsentwicklung erhöht. Dazu wird das für die Erwartungsbildung verwendete VAR-Modell anhand einer anderen Stichprobe und eines OLS-Schätzers neu berechnet und das Modell zudem so kalibriert, dass die tatsächliche Inflationsentwicklung das wahrgenommene langfristige Inflationsziel stärker beeinflusst. Der Effekt, den die Vermögenspreise auf die Bewertung des Vermögens haben, wird verstärkt, indem die Wohnimmobilienpreise endogenisiert werden und die Elastizität der Bewertungsanpassungen des Finanzvermögens gegenüber der Renditeentwicklung der Finanzvermögenswerte erhöht wird.

Destabilisierung der Inflationserwartungen. Und zum dritten deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Geldpolitik mit erheblichen Verzögerungen auf die Wirtschaft durchwirkt. Aus den genannten Gründen kann die hier dargestellte modellbasierte Auswertung zwar für eine ergänzende Gegenprüfung herangezogen werden. Um die mittelfristigen Inflationssichten zeitnah und umfassend zu ermitteln, ist es aber unerlässlich, Indikatoren wie Finanz- und Kreditvariablen sowie Frühindikatoren der Konjunktur- und Preisentwicklung einzubeziehen.

Staatsausgaben im Euroraum während der Coronakrise – Erkenntnisse aus den Daten der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates

Marta Rodríguez-Vives und Hans Olsson

Am 22. Februar 2023 veröffentlichte Eurostat Daten zu den Staatsausgaben im Jahr 2021 gemäß der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates (COFOG). Der Datensatz umfasst alle EU-Mitgliedstaaten im Zeitraum von 1995 bis 2021. Er wird jährlich mit einer zeitlichen Verzögerung von rund 14 Monaten veröffentlicht und gibt Aufschluss über die Zusammensetzung der Staatsausgaben in der EU und im Euroraum. Die Angaben aus den nationalen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen werden in der COFOG-Klassifikation nach wirtschaftspolitischen Zielen des Staates unterteilt, was den länderübergreifenden Vergleich erleichtert.¹ Das Verhältnis der öffentlichen Ausgaben zum BIP (d. h. die Staatsausgabenquote) stieg in den letzten Jahren im Euroraum deutlich an, und zwar von 46,9 % im Jahr 2019 – der Ausgangsbasis vor Pandemiebeginn – auf 52,6 % im Jahr 2021. Im vergangenen Jahr betrug die Staatsausgabenquote 50,7 %. Im Eurogebiet nehmen die Staatsausgaben ein beträchtliches Ausmaß an, und die öffentliche Verwaltung zeichnet sich durch sehr unterschiedliche organisatorische und institutionelle Rahmenbedingungen aus. Daher liefern die COFOG-Daten wertvolle Informationen über gemeinsame sowie divergierende Trends bei den Maßnahmen der einzelnen Regierungen. Dieser Kasten gibt einen Überblick über die Staatsausgaben nach Aufgabenbereichen im Jahr 2021. Betrachtet werden sowohl das Eurogebiet insgesamt als auch die einzelnen Mitgliedsländer. Ferner werden die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Staatsausgaben erörtert.²

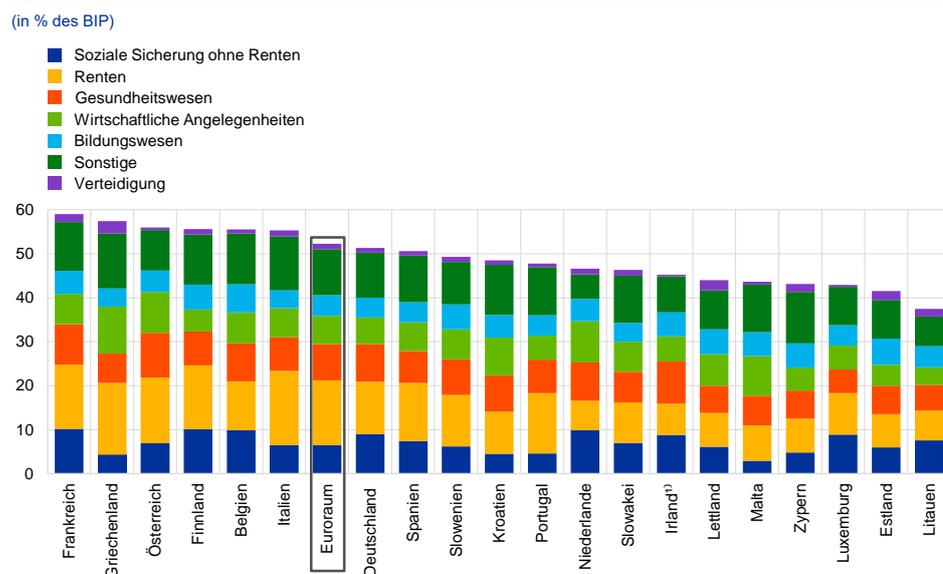
Obwohl die Verteilung der Ausgaben auf die einzelnen Aufgabenbereiche in den Euro-Ländern unterschiedlich ist, lassen sich einige gemeinsame Trends erkennen. Abbildung A zeigt auf der Grundlage von COFOG-Daten, in welche Aufgabenbereiche die Haushaltsmittel der Euro-Staaten im Jahr 2021 flossen. Die meisten Mittel werden in den Euro-Ländern für Umverteilungszwecke eingesetzt: Durchschnittlich 21,2 % des BIP entfallen auf die soziale Sicherung; davon werden rund 60 % für Renten aufgewendet. An zweiter Stelle folgt das Gesundheitswesen, für das 8,3 % des BIP aufgewandt werden. Weitere wichtige Aufgabenbereiche sind: a) wirtschaftliche Angelegenheiten, zu denen u. a. Energie, Verkehrswesen und

¹ So kann eine Regierung direkte Ausgaben (z. B. im Bereich des Wohnungswesens) zugunsten bestimmter Bevölkerungsgruppen tätigen, bestimmten Zielgruppen zweckgebundene Subventionen zuteilwerden lassen oder die privaten Ausgaben dieser Gruppen steuerlich absetzbar machen. In der Standardklassifikation der nationalen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen können die Daten zu den Staatsausgaben daher erheblich variieren. In der COFOG-Klassifikation hingegen würden derartige Maßnahmen einheitlich dem Aufgabenbereich „Wohnraum“ zugeordnet. Siehe hierzu im Einzelnen EZB, [Sozialausgaben im Vergleich der Länder des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 5/2019, August 2019.

² Zwar wurden erhebliche Anstrengungen unternommen, um die Erfassung staatlicher Maßnahmen zur Abfederung der wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie zu harmonisieren. Eine vollständige Harmonisierung der Daten für die Referenzjahre 2020 und 2021 wurde jedoch noch nicht erreicht. Die Wahrscheinlichkeit künftiger Revisionen ist höher als üblich. Zudem sind die Daten vorläufig. Nähere Angaben hierzu siehe Eurostat, [General government expenditure by function in 2021](#), 2023.

Nachrichtenübermittlung zählen, b) Bildungswesen und c) allgemeine öffentliche Verwaltung, die u. a. Hilfen für das Ausland, Auslandsvertretungen, Schulden- transaktionen und Steuerwesen umfasst (in Abbildung A unter der Kategorie „Sonstige“ ausgewiesen). Auf Verteidigung entfielen 2021 rund 1,3 % des euroraumweiten BIP.

Abbildung A
Zusammensetzung der Staatsausgaben in den Euro-Ländern 2021



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: „Renten“ umfasst die COFOG-Positionen „Alter“ und „Hinterbliebene“. „Sonstige“ umfasst allgemeine öffentliche Verwaltung, öffentliche Ordnung und Sicherheit, Umweltschutz, Wohnungswesen und kommunale Einrichtungen sowie Freizeitgestaltung, Sport, Kultur und Religion. Das Aggregat für den Euroraum beinhaltet Kroatien. In Irland werden die Staatsausgaben in Prozent des BNE* – eines modifizierten Maßes des Bruttonationaleinkommens – gemessen.
1) In % des BNE*.

Während der Covid-19-Pandemie kam es in den Kategorien wirtschaftliche Angelegenheiten, soziale Sicherung und Gesundheitswesen zu den größten Ausgabenverschiebungen. Abbildung B verdeutlicht, wie sich die Zusammensetzung der öffentlichen Finanzen im Jahr 2021 gegenüber 2019 verändert hat. Betrachtet werden hier der gesamte Euroraum sowie seine vier größten Volkswirtschaften. Diese Veränderungen sind auf Maßnahmen zurückzuführen, die die Euro-Länder zur Stabilisierung ihrer Volkswirtschaft nach dem Covid-19-Schock ergriffen hatten. So wurden in den Jahren 2020 und 2021 umfangreiche Haushaltspakete zur Unterstützung von privaten Haushalten und Unternehmen beschlossen, was sich in den COFOG-Daten widerspiegelt.³ Verglichen mit 2019 erhöhten sich die staatlichen Ausgaben für wirtschaftliche Angelegenheiten 2021 um 2,3 Prozentpunkte des BIP. Ausschlaggebend hierfür waren die Programme zur befristeten Freistellung von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern sowie sonstige Unterstützungsmaßnahmen für Unternehmen. Diese

³ Die im Eurogebiet geleistete fiskalische Unterstützung betraf überwiegend die Ausgabenseite der Staatshaushalte. In den Jahren 2020 und 2021 belief sie sich auf rund 4 % des BIP, wovon etwa zwei Drittel aus der direkten Unterstützung von Unternehmen sowie Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern bestanden. Siehe hierzu im Einzelnen EZB, [Die Bedeutung des Staates für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften während der Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Ausgaben werden in einer Unterkategorie der wirtschaftlichen Angelegenheiten als allgemeine Angelegenheiten der Wirtschaft und des Arbeitsmarkts erfasst, die um 1,4 Prozentpunkte des BIP zunahm.⁴ Abbildung B zeigt zudem, dass in den Euro-Ländern deutlich mehr Ausgaben für die soziale Sicherung und das Gesundheitswesen getätigt wurden. Diese standen vornehmlich im direkten Zusammenhang mit der Covid-19-Krise. So war der Anteil der Gesundheitsausgaben 2021 der höchste seit Beginn der Datenerhebung.⁵ In der Kategorie der sozialen Sicherung ergibt sich das jüngste Ausgabenwachstum teilweise aus der Arbeitslosenunterstützung. Allerdings schwankt deren Anteil aus buchungstechnischen Gründen von Land zu Land.⁶ Zudem erhöhten sich – ohne direkten Zusammenhang mit der Covid-19-Krise – die Ausgaben für Renten, die ebenfalls zur sozialen Sicherung zählen, um durchschnittlich rund 0,8 Prozentpunkte des BIP. Dabei bestanden erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Bemerkenswerterweise blieben die Ausgabenanteile für das Bildungswesen und den Umweltschutz im Zeitraum von 2019 bis 2021 im Allgemeinen stabil. Dies ist von besonderer Bedeutung, da es sich hier um vergleichsweise wachstumsfreundliche Ausgabenbereiche handelt.⁷ Die Entwicklung von 2019 bis 2021 unterscheidet sich von jener während der globalen Finanzkrise. Damals, insbesondere von 2011 bis 2013, hatten die Regierungen ihre Ausgaben im Bildungs- und Gesundheitswesen durch Kürzung der Arbeitnehmerentgelte gesenkt.

⁴ Die Ausgaben für wirtschaftliche Angelegenheiten werden durch außerordentliche Vorgänge beeinflusst. Hierzu zählen beispielsweise als Vermögenstransfers verbuchte Kapitalzuführungen, von denen während der Covid-19-Pandemie vor allem nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften profitierten. Hinzu kommen Subventionen für Produzenten, einschließlich der als Arbeitgebersubventionen erfassten befristeten Freistellungen. Ebenfalls hierunter fallen sonstige Subventionen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie.

⁵ Zur COFOG-Kategorie „Gesundheitswesen“ zählen medizinische Erzeugnisse, Geräte und Ausrüstungen, ambulante Behandlung, stationäre Behandlung und öffentlicher Gesundheitsdienst sowie angewandte Forschung und experimentelle Entwicklung im Bereich Gesundheitswesen. Ausschlaggebend für die hohen Gesundheitsausgaben 2021 waren unter anderem die Covid-19-Pandemie (Zunahme der Ausgaben für entsprechende Behandlungen, persönliche Schutzausrüstung, Impfstoffe) sowie die im Vergleich zu 2020 gestiegene Anzahl an regulären Behandlungen ohne Pandemiebezug.

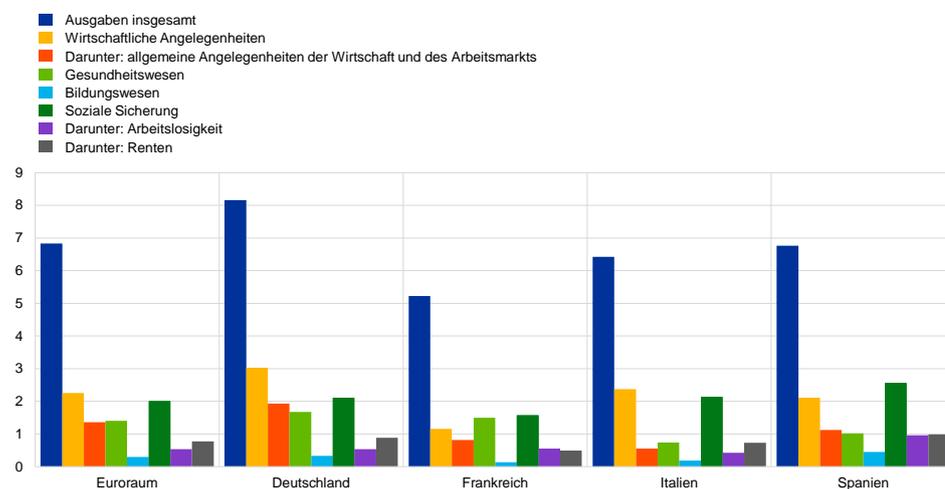
⁶ Die während der Covid-19-Krise bereitgestellten Mittel für befristete Freistellungen wurden gemäß der COFOG-Klassifikation in der Regel als Arbeitslosenunterstützung erfasst, je nach Programmgestaltung aber auch als allgemeine Angelegenheiten der Wirtschaft und des Arbeitsmarkts.

⁷ Die Qualität der Staatsausgaben ergibt sich aus der Zusammensetzung der Haushalte. Diese ist idealerweise so gestaltet, dass das langfristige Produktionswachstum gefördert wird und zudem eine gewisse Gleichmäßigkeit der Einkommensverteilung gewahrt bleibt. Dazu gehört auch die Befürwortung von Fiskalinstrumenten, etwa im Gesundheits- oder Bildungswesen, die Wachstum und Einkommensgleichheit unterstützen. Siehe auch M. Rodríguez-Vives, [The quality of public finances: where do we stand?](#), Economics and Business Letters, Bd. 8, Nr. 2, 2019, S. 97-105.

Abbildung B

Veränderung der aufgabenbezogenen Zusammensetzung der Staatsausgaben von 2019 bis 2021 im Euroraum und den vier größten Mitgliedsländern (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien)

(kumulierte Veränderung in Prozentpunkten des BIP 2019)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Kategorie „Wirtschaftliche Angelegenheiten“ wurde aufgeschlüsselt, um die Unterstützungsleistungen für Unternehmen und für Arbeitsmarktmaßnahmen (z. B. Programme zur Arbeitsplatzsicherung) abzugrenzen. Ebenso wurde die Kategorie „Soziale Sicherung“ aufgegliedert, um Renten (COFOG-Positionen „Alter“ und „Hinterbliebene“) und die Arbeitslosenunterstützung gesondert auszuweisen. Die während der Covid-19-Krise bereitgestellten Mittel für befristete Freistellungen wurden gemäß der COFOG-Klassifikation in der Regel als Arbeitslosenunterstützung erfasst, bisweilen aber auch als allgemeine Angelegenheiten der Wirtschaft und des Arbeitsmarkts. Das Aggregat für den Euroraum beinhaltet Kroatien.

Angesichts der angespannten Lage der öffentlichen Finanzen werden finanzpolitische Entscheidungen im Sinne einer besseren Verwendung der öffentlichen Ressourcen immer wichtiger. Die Datenverfügbarkeit spielt dabei nach wie vor eine wesentliche Rolle. Einige Regierungen sind derzeit mit größeren Einschränkungen konfrontiert (z. B. höherer Schuldenstand, zunehmende Haushaltswirkung der Bevölkerungsalterung). Überdies stellen sich die neuen wirtschaftlichen Herausforderungen (z. B. Digitalisierung, Klimawandel, Deglobalisierung, Anstieg der Verteidigungsausgaben) auch für die öffentlichen Finanzen. Vor diesem Hintergrund wird die wachstumsfreundlichere Ausgestaltung der öffentlichen Haushalte an Bedeutung gewinnen.⁸

⁸ Beispielsweise wird im Rahmen der neuen „Data Gaps Initiative“ der G 20 eine Verbesserung der Verfügbarkeit und Bereitstellung von Daten zum Klimawandel gefordert.

Bevölkerungstrends gemäß EUROPOP2023-Prognosen und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen auf den Euroraum

Maximilian Freier, Benoit Lichtenauer und Joachim Schroth

Die gerade überwundene Corona-Pandemie und die Zuwanderungsströme nach Europa wirken sich erkennbar auf den Bevölkerungsausblick für den Euroraum aus. Dies bringt Implikationen für die langfristigen wirtschaftlichen Aussichten mit sich. Der vorliegende Kasten befasst sich mit den demografischen Trends in den EUROPOP2023-Bevölkerungsprognosen, die am 30. März 2023 von Eurostat veröffentlicht wurden. Die Prognosen enthalten Aussagen zu Bevölkerungsgröße und -struktur aller EU-Mitgliedstaaten für den Zeitraum von 2022 bis 2100. Sie werden in Abhängigkeit von aktuellen Veränderungen der Geburten- und Sterberaten sowie der Migration angepasst. Aufgrund des langfristigen Zeithorizonts sind die Prognosen mit einer hohen Unsicherheit behaftet. Im Folgenden wird erläutert, welche Änderungen gegenüber den 2019 veröffentlichten Bevölkerungsprognosen vorgenommen wurden und welche Implikationen diese Revisionen für die Wachstumsaussichten und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen im Euroraum haben.¹

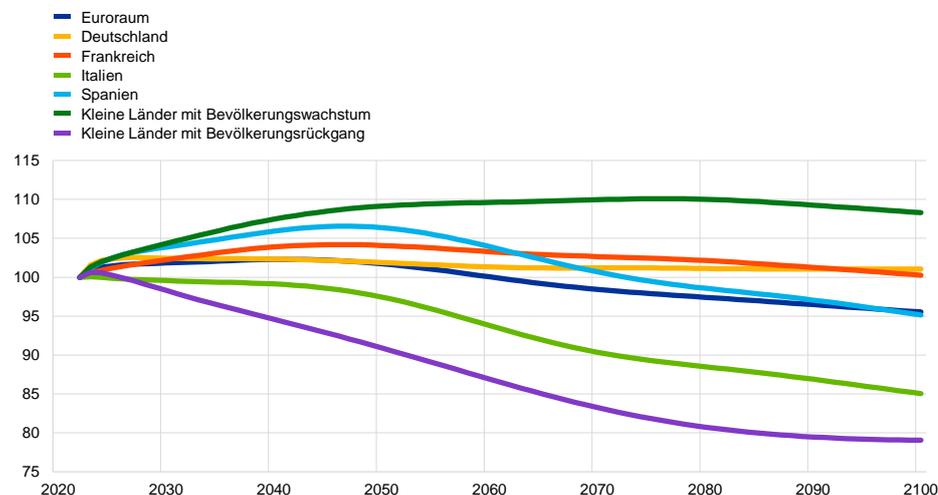
Im Einklang mit den bisher erwarteten langfristigen Trends dürfte in den kommenden Generationen mit einer weiter alternden und schrumpfenden Bevölkerung im Euroraum zu rechnen sein. Laut der aktuellen Prognose von Eurostat dürfte die Bevölkerung zwischen 2022 und 2100 um 4,5 % bzw. 16 Millionen Menschen sinken. In einigen Ländern des Euroraums wird dies besonders stark zu spüren sein (siehe Abbildung A). Aufgrund der Bevölkerungsalterung wird der Rückgang bei den 15- bis 64-Jährigen (Personen im erwerbsfähigen Alter) sehr viel stärker ausfallen als in der Gesamtbevölkerung. Die Zahl erwerbsfähiger Personen dürfte sich um 19 % verringern und im Jahr 2100 bei 180 Millionen liegen, verglichen mit noch 221 Millionen im Jahr 2022. Folglich wird der Altenquotient rasch ansteigen – von 34 % im Jahr 2022 auf rund 51 % im Jahr 2050 und 60 % im Jahr 2100. Während also auf drei Personen im erwerbsfähigen Alter 2022 noch eine ältere Person kam, werden es 2100 schon etwa zwei sein.

¹ Die EUROPOP2023-Prognosen sind deterministisch: Sie werden unter der Annahme berechnet, dass sich die bestehenden Trends fortsetzen und eine teilweise Annäherung an den EU-Durchschnitt erfolgt. Prognosekorrekturen ergeben sich hauptsächlich durch drei Arten von demografischen Ereignissen, die sich im Zeitverlauf auf die Bevölkerungsstruktur auswirken: Geburten, Sterbefälle und Migration. Siehe Eurostat, [Population projections in the EU - methodology](#), 2023. Einige Revisionen können auch auf eine veränderte Prognosemethodik zurückzuführen sein.

Abbildung A

Bevölkerungsprognosen für den Euroraum

(Index: 100 = Bevölkerung im Jahr 2022)



Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Bevölkerungsaussichten auf Basis der EUROPOP2023-Prognosen. Die Gesamtbevölkerung entspricht der Bevölkerung am 1. Januar eines Jahres gemäß der jährlichen Erhebung der Bevölkerungsstatistik von Eurostat. „Kleine Länder mit Bevölkerungswachstum“ bezeichnet einen bevölkerungsgewichteten Durchschnittswert für Belgien, Irland, Zypern, Luxemburg, Malta, die Niederlande und Österreich (deren Bevölkerung von 2022 bis 2100 voraussichtlich wachsen wird). „Kleine Länder mit Bevölkerungsrückgang“ bezeichnet einen bevölkerungsgewichteten Durchschnittswert für Estland, Griechenland, Kroatien, Lettland, Litauen, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Finnland (deren Bevölkerung von 2022 bis 2100 voraussichtlich schrumpfen wird).

Durch die Corona-Pandemie und die Zuwanderung haben sich die Bevölkerungsaussichten im Euroraum gegenüber den Prognosen von 2019 auf unterschiedliche Weise verändert. Unter dem Strich ergibt sich dabei ein positiver Effekt.

Die Bevölkerung des Eurogebiets (einschließlich Kroatiens), die sich im Jahr 2022 auf 347 Millionen belief, dürfte nun 2041 und somit vier Jahre später als zuletzt prognostiziert ihren Höchststand von 355 Millionen erreichen. Sie dürfte bis 2025 0,7 % und bis 2050 1,4 % höher ausfallen als in der vorherigen Prognose berechnet. Der Revisionsbedarf bei den Bevölkerungstrends ergab sich hauptsächlich aufgrund der deutlich stärkeren Nettozuwanderung – insbesondere aus der Ukraine, aber auch aus anderen Ländern (siehe Abbildung B). Die Nettozuwanderung dürfte sich bis 2025 normalisieren, jedoch während des gesamten Prognosezeitraums leicht über den Schätzungen der EUROPOP2019-Prognose liegen.² Da größtenteils Menschen im erwerbsfähigen Alter zuwandern, verringert sich tendenziell der demografische Druck auf das Arbeitskräfteangebot und die öffentlichen Finanzen. Zugleich ist die Sterberate in den Ländern des Euroraums, vor allem bei älteren Menschen, aufgrund der Pandemie deutlich gestiegen.³ In den meisten Ländern sind die daraus resultierenden Effekte auf die

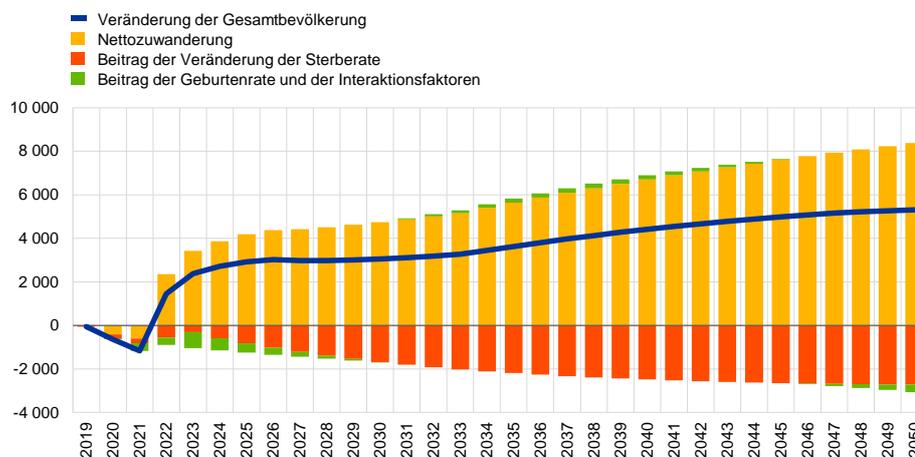
² Die Aufwärtsrevision der Nettozuwanderung ergibt sich aus veränderten automatischen Annahmen, die auf historischen Migrationsdaten basieren. Sie erklärt sich aber auch aus Faktoren wie dem Klimawandel, der Migrationsbewegungen auslösen dürfte. Es wird angenommen, dass zwei Drittel der Ukrainerinnen und Ukrainer, die in Europa vorübergehend Schutz gefunden haben, ab 2025 innerhalb von zehn Jahren nach und nach in ihre Heimat zurückkehren werden.

³ Die Sterberaten in der EU haben sich angesichts der stetig steigenden Lebenserwartung rückläufig entwickelt. Durch die Pandemie ist die Lebenserwartung abrupt und vorübergehend gesunken. 2019 lag sie noch bei 81,3 Jahren, 2021 bei 80,1 Jahren. Siehe Europäische Kommission, [The impact of demographic change in a changing environment](#), 2023. Es wird davon ausgegangen, dass die Sterberaten allmählich wieder auf den in den EUROPOP2019-Prognosen beschriebenen Abwärtspfad zurückkehren.

Altersstruktur gewichtiger als der negative Einfluss der Pandemie auf die Geburtenraten.⁴ So dürften die unterschiedlichen aktuellen Veränderungen in ihrer Gesamtheit zu einer Verbesserung des Altenquotienten führen. Gegenüber den Prognosen von 2019 wird sich der Quotient bis 2025 um 0,6 Prozentpunkte und bis 2050 um 1,4 Prozentpunkte (auf 51 %) verringern. Einige Euro-Länder haben dabei stärker von den jüngsten demografischen Veränderungen profitiert als andere (siehe Abbildung C).⁵

Abbildung B Veränderung der Bevölkerungsaussichten für den Euroraum

(in Millionen)



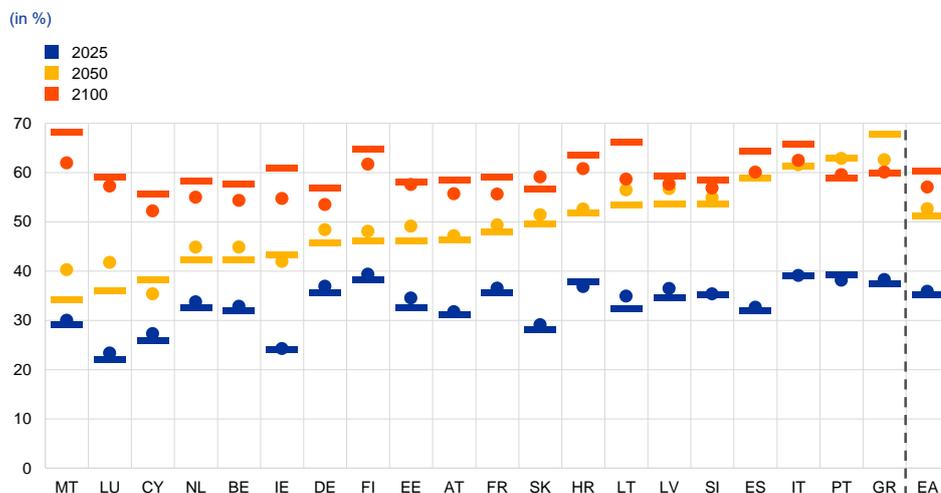
Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.
Anmerkung: Die revidierten Bevölkerungsaussichten errechnen sich aus der Differenz zwischen den EUROPOP2019- und den EUROPOP2023-Bevölkerungsprognosen. Die Veränderung der Gesamtbevölkerung berücksichtigt sowohl die Nettozuwanderung als auch die natürliche Bevölkerungsentwicklung. Die natürliche Bevölkerungsentwicklung ist die Differenz zwischen der Zahl der Lebendgeburten und der Zahl der Sterbefälle in einem bestimmten Zeitraum.

⁴ Für die Geburtenraten wird in den EUROPOP2023-Prognosen ein geringerer Anstieg bis zum Jahr 2100 vorhergesagt als in den Prognosen von 2019, obwohl sich die Raten in den meisten Ländern bis Ende 2021 wieder weitgehend erholt hatten. Diese Entwicklung dürfte im Zeitverlauf durch das zuwanderungsbedingt stärkere Bevölkerungswachstum teilweise kompensiert werden.

⁵ Für Litauen haben sich die Korrekturen der Bevölkerungsprognosen am günstigsten ausgewirkt. Dort dürfte die Bevölkerung bis 2025 wachsen statt schrumpfen. Für den Zeitraum bis 2050 enthalten die aktuellen Prognosen eine Aufwärtskorrektur des Bevölkerungswachstums in Luxemburg (um 20 Prozentpunkte auf 39 %) und in Malta (um 15,0 Prozentpunkte auf 43 %). In anderen Ländern dürfte sich die Bevölkerungsdynamik dagegen abschwächen. So wurde das kumulierte Bevölkerungswachstum in den nächsten 30 Jahren für Zypern (um 7,0 Prozentpunkte auf 9 %) und für Griechenland (um 5,0 Prozentpunkte auf -14 %) nach unten revidiert. Durch die Veränderung der Bevölkerungsaussichten hat sich auch die Prognose für den Altenquotienten in vielen Ländern mittlerweile etwas aufgehellt. Der revidierten Prognose zufolge wird der Altenquotient bis 2050 in Malta (um 6,0 Prozentpunkte auf 34 %) und in Luxemburg (um 5,6 Prozentpunkte auf 36 %) sinken. Unterdessen wurden die Altenquotienten für Zypern (um 3,0 Prozentpunkte auf 38 %) und Griechenland (um 5,3 Prozentpunkte auf 68 %) nach oben korrigiert.

Abbildung C

Prognose für den Altenquotienten in den Euro-Ländern



Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Eurostat-Daten.
Anmerkung: Die Balken zeigen die Altenquotienten gemäß EUROPOP2023-Prognose. Die Punkte stehen für die Altenquotienten gemäß EUROPOP2019-Prognose. Die Länder sind aufsteigend nach ihren Altenquotienten im Jahr 2050 gemäß EUROPOP2023-Prognose angeordnet. Der Altenquotient ist definiert als die Zahl der über 64-Jährigen je 100 Personen im erwerbsfähigen Alter (15-64 Jahre).

Die gegenüber den EUROPOP2019-Prognosen verbesserten Bevölkerungsaussichten dürften sich in den nächsten 30 Jahren positiv auf den Wachstumsausblick des Eurogebiets auswirken.

Eine alternde und schrumpfende Bevölkerung beeinträchtigt die wirtschaftlichen Aussichten über unterschiedliche Kanäle.⁶ Insbesondere dürfte sie das Wachstum des Produktionspotenzials bremsen. Dies ist vor allem der Wirkung eines geringeren Arbeitskräfteangebots zuzuschreiben, aber möglicherweise auch anderen Komponenten des Potenzialwachstums wie beispielsweise dem Wachstum der Arbeitsproduktivität. Ein Anstieg des Anteils älterer Menschen an der Erwerbsbevölkerung würde sich – in Verbindung mit einem buckelförmigen Profil der altersspezifischen Produktivität – dämpfend auf das Produktionspotenzial auswirken. Zugleich verschiebt sich aber aufgrund von strukturellen Veränderungen auch das Profil der altersspezifischen Produktivität: Beispielsweise dürfte der Anteil von beruflichen Tätigkeiten steigen, denen in einem höheren Alter nachgegangen werden kann. Zudem beeinflusst die Bevölkerungsalterung die Arbeitsproduktivität auch über andere Kanäle (z. B. durch die Akkumulation von Sach- und Humankapital sowie durch das Konsumverhalten). Daher ist der Gesamteffekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktivität nicht eindeutig.⁷ Die Bevölkerungsaussichten können auch weitreichende Folgen für die Durchführung der Geldpolitik haben, da sie den natürlichen Zins und den Inflationsdruck beeinflussen.⁸ Die etwas

⁶ Siehe EZB, *Die Auswirkungen des Zustroms von Geflüchteten aus der Ukraine auf die Erwerbsbevölkerung im Euro-Währungsgebiet*, Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

⁷ Siehe K. Bodnár und C. Nerlich, *The macroeconomic and fiscal impact of population ageing*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 296, 2022.

⁸ Siehe C. Goodhart und M. Pradhan, *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan, 2020.

positiveren Aussichten für die demografische Entwicklung im Euroraum dürften diesen Druck bis zu einem gewissen Grad abmildern.

Gleichzeitig dürfte der positivere Bevölkerungsausblick auch die alterungsbedingten Kosten und somit den Druck auf die öffentlichen Haushalte verringern. Aus dem Bericht über die Bevölkerungsalterung 2021 geht hervor, dass die alterungsbedingten Ausgaben – also die Staatsausgaben für Rentenzahlungen, Gesundheit, Pflege und Bildung – im Referenzszenario um 2,4 Prozentpunkte steigen werden, und zwar von rund 24,6 % des euroraumweiten BIP 2019 auf über 27 % im Jahr 2050.⁹ Dies ist vor allem auf höhere Ausgaben für Gesundheit und Pflege zurückzuführen. Der Anstieg der Rentenzahlungen hingegen wurde durch die Reformen im Bereich der Alterssicherungssysteme (darunter Maßnahmen zur Senkung der Leistungsquote und zur Erhöhung des Renteneintrittsalters) eingedämmt.¹⁰ Laut EUROPOP2023-Prognosen dürften die günstigeren demografischen Aussichten den Druck auf die alterungsbedingten Ausgaben etwas verringern. Die höhere Sterberate infolge der Pandemie hatte auf kurze Sicht zwar negative Folgen. Sie wird jedoch den künftigen Bedarf im Gesundheitswesen und in der Pflege verringern, da in erster Linie ältere Menschen betroffen waren. Zugleich verbessert sich durch die Zuwanderung von Personen im erwerbsfähigen Alter in die EU-Mitgliedstaaten der Altenquotient, und die Alterssicherungssysteme werden finanziell entlastet.

Modellbasierte Schätzungen lassen einen leicht positiven Einfluss auf das Potenzialwachstum des BIP und die öffentlichen Finanzen in den nächsten Jahrzehnten vermuten. Die Ergebnisse stammen aus dem Modell überlappender Generationen von de la Croix und Docquier (2007). Dieses wurde mit historischen Daten und den EUROPOP2019- und EUROPOP2023-Prognosen für den Euroraum kalibriert (siehe Tabelle A).¹¹ Ausgehend von der in den revidierten Prognosen beschriebenen Entwicklung der Bevölkerungsstruktur legen die Simulationen nahe, dass das Potenzialwachstum bis 2050 jährlich um rund 0,1 Prozentpunkte höher sein wird als in den EUROPOP2019-Prognosen angenommen. Ausschlaggebend hierfür ist der positive Effekt der Nettozuwanderung auf die Zahl der Erwerbspersonen. Werden die zugewanderten Personen sukzessive in den Arbeitsmarkt integriert, würde von diesem höheren Arbeitskräfteangebot zudem ein leichter Abwärtsdruck auf das Lohnwachstum ausgehen. Die veränderte Bevölkerungsstruktur hat nicht zuletzt auch einen kleinen positiven Effekt auf die Renten-

⁹ Siehe Europäische Kommission, [The 2021 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2019-2070\)](#), Institutional Paper, Nr. 148, 2021.

¹⁰ Einige der im Bericht über die Bevölkerungsalterung 2021 berücksichtigten Rentenreformen wurden zwischenzeitlich rückgängig gemacht. Daher dürften die Projektionen für die alterungsbedingten Ausgaben im Euroraum, die im kommenden Bericht 2024 veröffentlicht werden, pessimistischer ausfallen.

¹¹ Hierbei handelt es sich um ein berechenbares allgemeines Gleichgewichtsmodell überlappender Generationen von Individuen; siehe D. de la Croix und F. Docquier, *School Attendance and Skill Premiums in France and the US: A General Equilibrium Approach*, *Fiscal Studies*, Bd. 28, Nr. 4, 2007, S. 383-416.

ausgaben. Diese werden bei einem gegebenen Rentenniveau bis 2050 um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte des Euroraum-BIP sinken.¹²

Tabelle A

Auswirkungen der aktualisierten Prognosen auf das jährliche Wachstum des realen BIP, die Löhne und die Rentenausgaben

(in Prozentpunkten)

	2020	2030	2040	2050
Wachstum des realen BIP	-0,04	0,13	0,13	0,08
Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02
Einsparungen bei den Rentenausgaben	-0,04	0,20	0,32	0,32

Quellen: Eigene Berechnungen auf Basis von de la Croix und Docquier (2007).

Insgesamt jedoch stellt die schrumpfende und alternde Bevölkerung Europas die Euro-Länder weiterhin vor erhebliche wirtschaftliche Herausforderungen.

Arbeitsmarkt- und Rentenreformen sollten auf eine Erhöhung der Erwerbsbeteiligung ausgerichtet sein. Gleichzeitig sollten die Regierungen Maßnahmen ergreifen, um den technologischen Fortschritt und die Digitalisierung zu beschleunigen, so wie dies in den nationalen Aufbau- und Resilienzplänen vorgesehen ist. Durch höhere altersbedingte Ausgaben und eine geringere Steuerbasis in der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter dürften die öffentlichen Finanzen zunehmend unter Druck geraten. So sollten Länder, deren Haushaltslage bereits angespannt ist, davon absehen, frühere Rentenreformen zurückzunehmen, die wesentlich zur Verbesserung der Tragfähigkeit ihrer Rentensysteme beigetragen haben. Um sich für steigende Gesundheits- und Pflegekosten zu wappnen, wäre es förderlich, wenn die Staaten ihre durch die Pandemie und die Energiekrise dezimierten Finanzpolster wieder aufbauten.

¹² Ab 2060, wenn die zugewanderten Menschen älter werden und die Wirkung der niedrigeren Geburtenraten zunimmt, kehrt sich der positive Einfluss der veränderten Bevölkerungsaussichten um. Alle Effekte wechseln dann das Vorzeichen, wenngleich nur nach und nach.

Aufsätze

1 Folgen des Brexits für den Handel und die Arbeitsmärkte des Vereinigten Königreichs

Katrin Forster-van Aerssen und Tajda Spital

1 Einleitung

Fast zweieinhalb Jahre sind verstrichen, seit das Handels- und Kooperationsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union (Trade and Cooperation Agreement – TCA) nach dem Brexit unterzeichnet wurde. Damals war mit vielfältigen Auswirkungen auf die britische Wirtschaft gerechnet worden. Die Unterzeichnung des Abkommens erfolgte am 30. Dezember 2020, und am 1. Januar 2021 trat es vorläufig in Kraft. Der Austritt Großbritanniens aus dem EU-Binnenmarkt und der EU-Zollunion stellte einen tiefgreifenden Wandel in den gegenseitigen Wirtschaftsbeziehungen dar. Dieser Wandel würde sich – so war erwartet worden – nicht nur auf die Handelsströme zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich auswirken, sondern auch auf die Migrationsströme, die Direktinvestitionen, die Regulierung, den Finanzsektor, Wissenschaft und Bildung und auf andere Wirtschaftsbereiche im Vereinigten Königreich.

Es wird noch eine geraume Zeit vergehen, bis sämtliche Brexit-Folgen in Erscheinung treten. Mithin liegt der Fokus dieses Aufsatzes auf den neueren Entwicklungen im Handelsverkehr und an den Arbeitsmärkten Großbritanniens, wo die Konsequenzen des EU-Austritts bereits eingehend erörtert worden sind. Obwohl es durch die Corona-Pandemie zu Verzerrungen kam, erlauben die bislang verfügbaren Daten eine erste Bestandsaufnahme zu den Brexit-Folgen. Trotz fortbestehender erheblicher Unsicherheit über das exakte Ausmaß der Auswirkungen lässt die vorhandene Evidenz den Schluss zu, dass sich der EU-Austritt als Hemmschuh für den britischen Handel erwiesen und zu einem Rückgang des Arbeitskräfteangebots beigetragen hat. Die beiden Faktoren dürften das langfristige Potenzialwachstum des Vereinigten Königreichs belasten.¹

2 Handelsströme des Vereinigten Königreichs seit Umsetzung des Handels- und Kooperationsabkommens

Beeinträchtigten die Pandemie und Lieferkettenstörungen in den vergangenen Jahren den globalen Handel, so kam im Vereinigten Königreich der Brexit als zusätzliches Handelshemmnis hinzu. Die Rezession und die anschließende weltwirtschaftliche Erholung nach der Pandemie sowie die Störungen in den

¹ Nähere Erläuterungen der Auswirkungen auf das Potenzialwachstum finden sich in: Bank of England, [Monetary Policy Report](#), Februar 2023.

internationalen Lieferketten waren Faktoren, die die Handelsvolatilität in den letzten Jahren weltweit generell erhöhten. In Großbritannien wurde die Unsicherheit zusätzlich durch die intensiven, langwierigen Verhandlungen über die Austrittsregeln und die Gestaltung der künftigen Handelsbeziehungen verschärft. Abzulesen war dies unter anderem am starken Rückgang des Wechselkurses, der sich bereits vor dem formellen EU-Austritt negativ auf Investitionen sowie Ein- und Ausfuhren des Vereinigten Königreichs ausgewirkt hatte.² So waren die Investitionen schon lange vor dem Brexit nur mehr langsam gestiegen, was eine Mitursache des stagnierenden Produktivitätswachstums in Großbritannien darstellt. Weiter gedämpft wurde die Investitionstätigkeit nach dem Brexit-Referendum durch die lang anhaltende Unsicherheit über die Beziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich. Die britischen Exporte waren ebenfalls beeinträchtigt: Sie litten unter der gesunkenen Attraktivität des Landes als Ziel für ausländische Unternehmensinvestitionen.³

Der Handel mit der EU unterliegt seit Januar 2021 den Regeln des Handels- und Kooperationsabkommens, mit dem ein formeller Rahmen für die Beziehungen bei Handel und Regulierung geschaffen wurde.

Für den Warenverkehr zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich stellt das TCA Nullzölle und Nullquoten sicher. Voraussetzung für den zollfreien Zugang ist allerdings, dass die Waren aus dem Vereinigten Königreich die Anforderungen der Ursprungsregeln in den ausführlichen TCA-Anhängen erfüllen. An der Außengrenze sehen sich die Unternehmen anders als im EU-Binnenmarkt daher mit zusätzlichen bürokratischen Hürden und Verzögerungen durch Zollformalitäten und -kontrollen konfrontiert. Die Umsetzung des Abkommens erfolgte unterschiedlich schnell. Während die EU-Länder die neuen Zollbestimmungen und Einfuhrkontrollen für britische Waren unverzüglich und in ihrer Gesamtheit anwendeten, zögerte das Vereinigte Königreich die vollständige Umsetzung hinaus: Die Regeln für Importe aus der EU kamen erst im Januar 2022 zur Anwendung, und bei den zusätzlichen Gesundheits-, Schutz- und Sicherheitskontrollen wird dies erst Ende 2023 der Fall sein.

Der Warenhandel zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU schrumpfte volumenmäßig nach Umsetzung des TCA deutlich und blieb bis Anfang 2022 unter dem vor der Pandemie verzeichneten Stand.

Was den Importbereich betrifft, so kam es trotz der verzögerten Anwendung der TCA-Regeln durch Großbritannien in den ersten Monaten des Jahres 2021 zu einem erheblichen Rückgang der Einfuhren aus der EU. Dem stand eine zunehmende Wareneinfuhr aus Nicht-EU-Ländern gegenüber (siehe Abbildung 1, Grafik a und c). Darin könnte sich eine gewisse Substitution von Importen aus der EU durch Importe aus anderen

² Siehe beispielsweise A. G. Graziano, K. Handley und N. Limão, Brexit uncertainty and trade disintegration, *The Economic Journal*, Bd. 131, Nr. 635, 2021, S. 1150-1185. Eine Untersuchung der Importnachfrage und der Zahlungsbilanz des Vereinigten Königreichs seit dem Referendum findet sich in: EZB, [Nach dem Brexit-Referendum: Untersuchung der schwachen Importnachfrage des Vereinigten Königreichs und der Zahlungsbilanzrisiken für das Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021. Die Ausfuhren konnten von der drastischen Abwertung des Pfund Sterling nicht profitieren und gerieten stattdessen ebenfalls unter Druck, da die Unsicherheit hoch war und die Unternehmen die Notwendigkeit einer Abkopplung bereits vorwegnahmen.

³ Siehe N. Driffield und M. Karoglou, Brexit and Foreign Investment in the UK, *Journal of the Royal Statistical Society Series A: Statistics in Society*, Bd. 182, Nr. 2, 2018, S. 559-582.

Ländern widerspiegeln, wobei EU-Staaten als Durchgangsstationen im Warenverkehr vermieden werden. Aber auch unterschiedliche zyklische Bedingungen im Zusammenhang mit dem Pandemieverlauf (aufgrund differierender Fallzahlen und Einschränkungen) sowie unterschiedliche Grade der Abhängigkeit von den globalen Lieferketten könnten eine wichtige Rolle gespielt haben. All diese Faktoren waren in ihrer Auswirkung aber offenbar recht kurzlebig, denn die Lücke zwischen den Einfuhren aus der EU und aus Nicht-EU-Staaten hat sich in den letzten Monaten wieder geschlossen.⁴ Was die Exportseite anbelangt, so gingen die Ausfuhren des Vereinigten Königreichs in die EU unmittelbar nach Inkrafttreten des Handelsabkommens drastisch zurück. Denn viele Exporteure taten sich schwer mit den neuen bürokratischen Anforderungen zur Erfüllung der EU-Standards (siehe Abbildung 1, Grafik b). In der Folge erholten sich die britischen Warenexporte in die EU wieder etwas und bewegen sich seitdem weitgehend analog zu den Ausfuhren in Nicht-EU-Staaten. Dabei ist die Dynamik im Vergleich zur Entwicklung vor dem Brexit allerdings nach wie vor recht verhalten (siehe Abbildung 1, Grafik d). Somit bleibt der Brexit ein bedeutsamer Faktor. Anlässlich des zweiten Jahrestags der Unterzeichnung des TCA führte die britische Handelskammer unlängst eine Umfrage unter mehr als 1 100 Firmen durch. Davon meldeten 77 % jener Unternehmen, die über Handelsbeziehungen mit EU-Partnern verfügen, dass das Abkommen ihrem Umsatz und Geschäftswachstum nicht zuträglich sei. Und mehr als die Hälfte der Unternehmen meldeten Anpassungsschwierigkeiten mit Blick auf die neuen Warenausführregeln; bei den Dienstleistungen waren es 45 %.⁵

⁴ Diese Entwicklung ist jedoch mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren, denn die Angaben zu den Wareneinfuhren aus der EU im ersten Halbjahr 2022 waren durch verzögerte Zollanmeldungen aus der zweiten Jahreshälfte 2021 überzeichnet. Ganz allgemein gilt es bei der Bewertung der jüngsten Außenhandelsentwicklung des Vereinigten Königreichs zu beachten, dass die britische Steuer- und Zollbehörde im Januar 2022 die Datenerfassung anpasste, was sich auf die Statistik der nationalen Einfuhren aus der EU auswirkte. Dieser Anpassung war im Januar 2021 eine ähnliche Veränderung der Erhebung von Daten zu Warenexporten des Vereinigten Königreichs in die EU vorausgegangen. Das nationale Statistikamt (Office for National Statistics – ONS) passte die 2021 erfassten Einfuhren aus der EU so an, dass die Import- und die Exportstatistik auf einer Like-for-like-Basis vergleichbar wurden. Die vollständige Zeitreihe der Einfuhren aus der EU weist einen Bruch ab Januar 2021 auf.

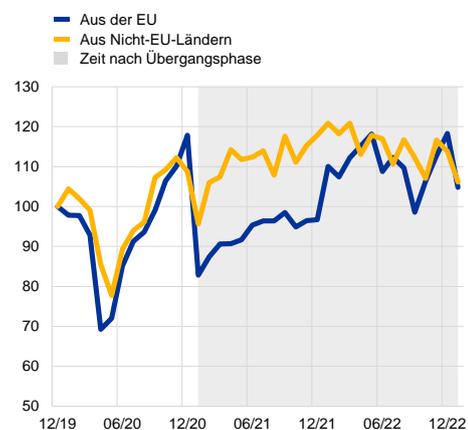
⁵ Siehe British Chambers of Commerce, [The Trade and Cooperation Agreement: Two Years On – Proposals for Reform by UK Business](#), 2022.

Abbildung 1

Warenhandel des Vereinigten Königreichs mit der EU und mit Nicht-EU-Ländern

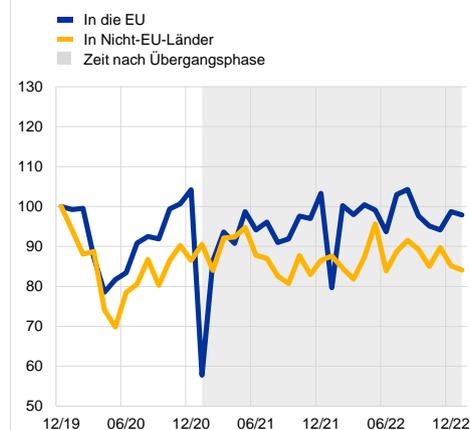
a) Volumen der Importe

(Index: 2019 = 100; Monatswerte)



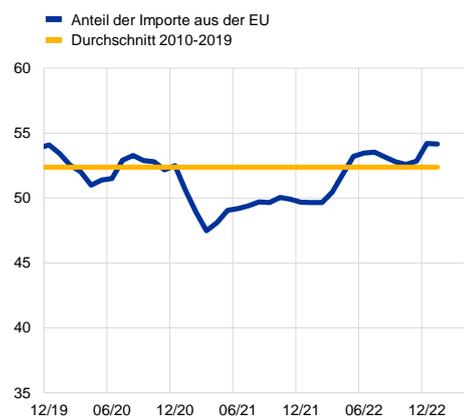
b) Volumen der Exporte

(Index: 2019 = 100; Monatswerte)



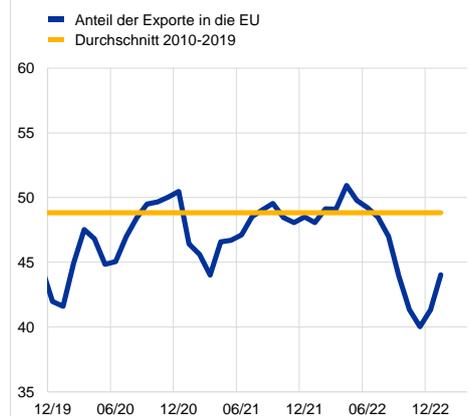
c) Anteil der Importe aus der EU an den Gesamteinfuhren des Vereinigten Königreichs

(in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



d) Anteil der Exporte in die EU an den Gesamtausfuhren des Vereinigten Königreichs

(in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Die Zeit nach der Übergangsphase begann mit dem vorläufigen Inkrafttreten des Handels- und Kooperationsabkommens im Januar 2021. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023.

Der Dienstleistungsverkehr des Vereinigten Königreichs mit der EU ist etwas hinter dem Handel mit Nicht-EU-Partnern zurückgeblieben. Allem Anschein nach war der zunächst stärkere Rückgang des Dienstleistungshandels mit der EU vornehmlich durch die Pandemie und die entsprechenden Reisebeschränkungen bedingt, denn Reise- und Verkehrsdienstleistungen nehmen hier ein größeres Gewicht als im britischen Handel mit Nicht-EU-Ländern ein (siehe Abbildung 2). Mit der Erholung des Tourismus ist der Dienstleistungsverkehr des Vereinigten Königreichs wieder sprunghaft angestiegen und hat ein Niveau erreicht, das sogar deutlich über jenem liegt, das vor der Pandemie zu verzeichnen war. Darin spiegelt sich auch der Preisanstieg bei Reisedienstleistungen nach der Pandemie wider. Sonstige wichtige Exportkategorien im Dienstleistungsverkehr mit der EU wie Finanzdienstleistungen sind bis Ende 2021 stärker gesunken bzw. weniger stark

gestiegen als die Exporte in die übrige Welt und liegen weiterhin unter ihrem Vorpandemieniveau. Der Brexit scheint dabei durchaus eine gewisse Rolle gespielt zu haben, möglicherweise auch wegen der fehlenden Vereinbarungen zum Dienstleistungsverkehr. Bei den Finanzdienstleistungen, die rund 20 % der gesamten Dienstleistungsexporte des Vereinigten Königreichs ausmachen, hielten sich die Bestimmungen des TCA in Grenzen. Das Vereinigte Königreich und die EU hatten vereinbart, neben dem Handelsabkommen ein Memorandum of Understanding zur Kooperation bei der Regulierung abzuschließen, das jedoch noch nicht unterzeichnet ist. Die Bedeutung der EU als Handelspartner des Vereinigten Königreichs in diesem Bereich hat seit dem Brexit abgenommen: Im Jahr 2022 entfielen auf die Europäische Union 29 % der britischen Finanzdienstleistungsexporte, während es 2019 noch 37 % gewesen waren.

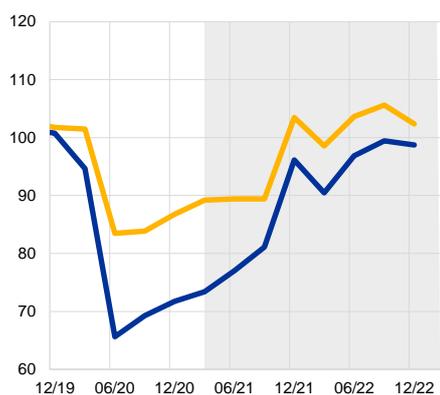
Abbildung 2

Dienstleistungsverkehr des Vereinigten Königreichs und Dienstleistungsexporte in ausgewählten Sektoren

a) Import und Export von Dienstleistungen (Gesamtvolumen)

(Index: 2019 = 100; Monatswerte)

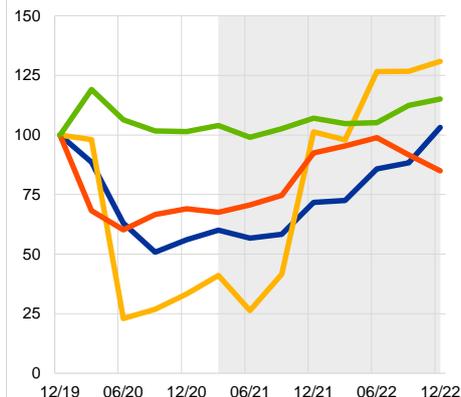
- Importe
- Exporte
- Zeit nach Übergangsphase



b) Export von Dienstleistungen in ausgewählten Sektoren (Wert)

(Index: Q4 2019 = 100, Quartalswerte)

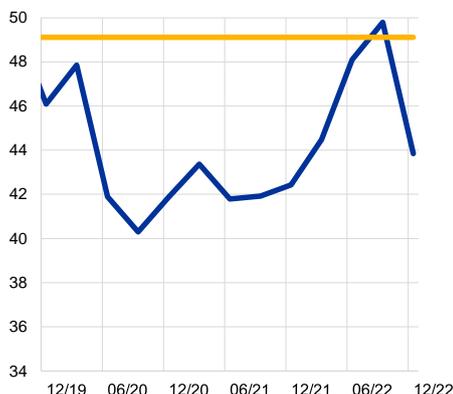
- Verkehrsdienstleistungen
- Reisedienstleistungen
- Dienstleistungen für pers. Zwecke, Kultur und Freizeit
- Finanzdienstleistungen
- Zeit nach Übergangsphase



c) Import von Dienstleistungen aus der EU gemessen an den gesamten Dienstleistungseinfuhren des Vereinigten Königreichs

(in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

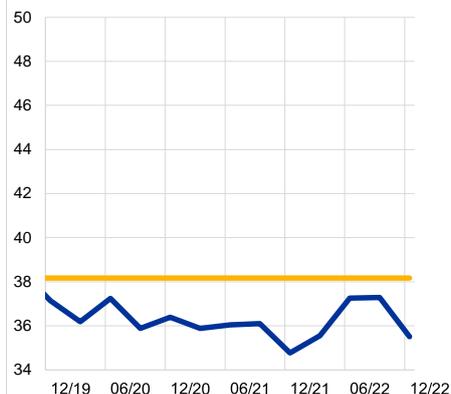
- Anteil der Importe aus der EU
- Durchschnitt 2010-2019



d) Export von Dienstleistungen in die EU gemessen an den gesamten Dienstleistungsausfuhren des Vereinigten Königreichs

(in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

- Anteil der Exporte in die EU
- Durchschnitt 2010-2019



Quelle: Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Die Zerlegung des Dienstleistungsverkehrs in Ausfuhren in die EU und in Nicht-EU-Länder sowie in Einfuhren aus der EU und aus Nicht-EU-Ländern liegt nur wertmäßig vor. Die jüngsten Angaben zu den Dienstleistungen beziehen sich auf Januar 2023 (Volumen) bzw. das vierte Quartal 2022 (Ausfuhrwert).

Das Leistungsbilanzdefizit des Vereinigten Königreichs hat sich seit der Umsetzung des Handelsabkommens vergrößert, was vor allem dem Warenhandel geschuldet ist.

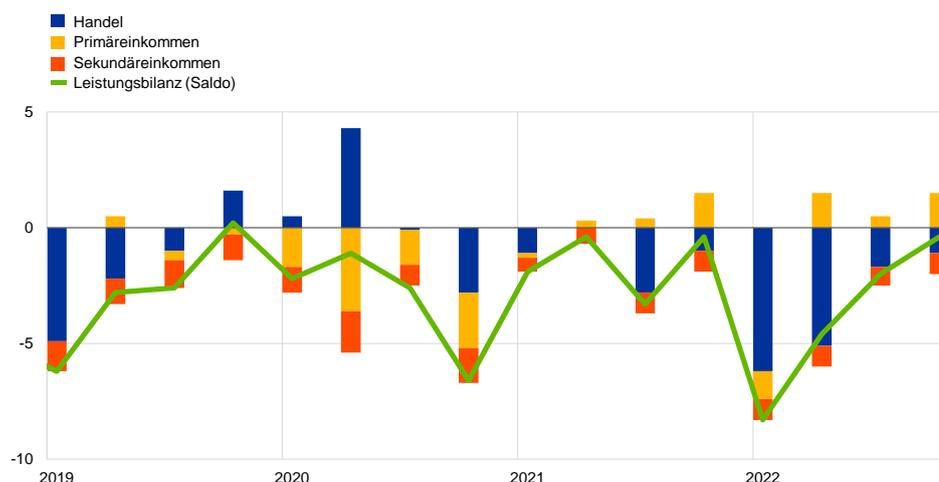
Im ersten Quartal 2022 erreichte der Passivsaldo der britischen Leistungsbilanz einen Rekordwert von 7,7 % des BIP. Dahinter verbarg sich eine Verschlechterung der Handels- wie auch der Einkommensbilanz (siehe Abbildung 3). Für die jüngste Defizitauseitung in der Handelsbilanz sind vor allem

die hohen Energiepreise verantwortlich. Doch maßgeblich für die Leistungsbilanzentwicklung seit der TCA-Umsetzung war der schlechtere Saldo der Warenbilanz ganz allgemein. Im Dienstleistungsverkehr des Vereinigten Königreichs ist der Bilanzsaldo mit rund 6 % des BIP seit Anfang 2021 recht stabil geblieben, womit der vorherige Trend steigender Dienstleistungsüberschüsse zum Erliegen kam.

Abbildung 3
Leistungsbilanz des Vereinigten Königreichs

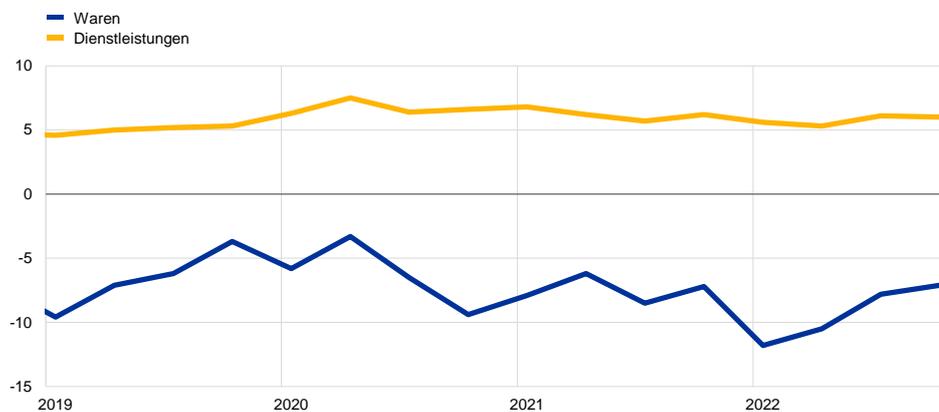
a) Zerlegung der Leistungsbilanz des Vereinigten Königreichs

(in % des BIP)



b) Waren- und Dienstleistungsbilanz

(Saldo in % des BIP)

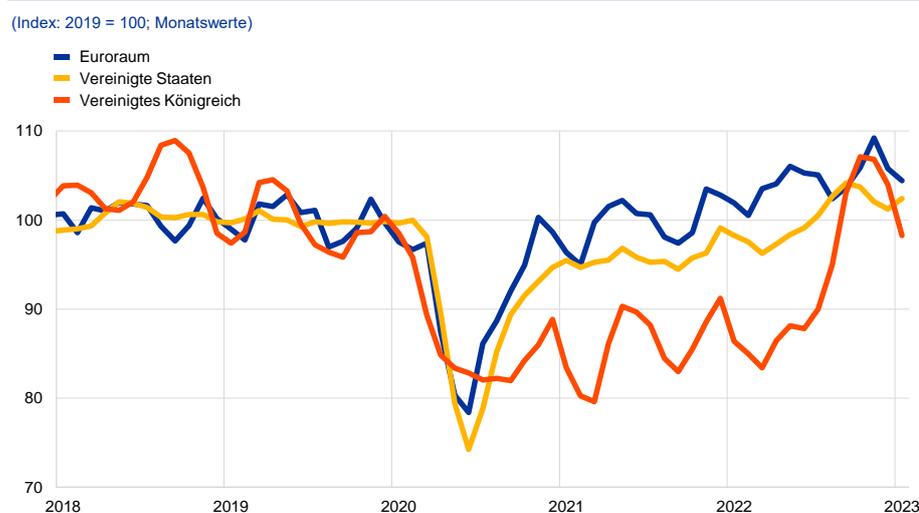


Quelle: Office for National Statistics (ONS).
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Die Erholung des Außenhandels nach der Pandemie vollzog sich im Vereinigten Königreich langsamer als in anderen Industrieländern. Zu Beginn der Pandemie verzeichnete das Vereinigte Königreich zwar einen ähnlich starken Exporteinbruch wie andere Länder, doch es partizipierte an der anschließenden Erholung des Welthandels in deutlich geringerem Maße (siehe Abbildung 4). Ende 2021 hatten die Ausfuhren anderer Industrieländer ihr Vorpandemieniveau nahezu wiedererreicht. Dagegen lagen die Exporte des Vereinigten Königreichs noch rund 10 % darunter. Der Anteil des Handelsverkehrs am britischen BIP

schrumpfte daher von 2019 bis Ende 2021 um 11 %. Dieser Rückgang war erheblich stärker als im Euroraum oder in den Vereinigten Staaten. Unterdessen scheint sich die Lücke zwischen den britischen Ausfuhren und jenen anderer Industrieländer Ende 2022 geschlossen zu haben – ein mögliches Zeichen für ein Abklingen der Störungen aus der Übergangsphase des Brexits. Bei der Interpretation dieser Entwicklung ist jedoch Vorsicht geboten, da hierfür auch temporäre Nachholeffekte aus der Pandemie und jüngste handelsstatistische Anpassungen in Großbritannien verantwortlich gewesen sein könnten.

Abbildung 4
Warenexportvolumen von Industrieländern



Quelle: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023.

3 Schwache Außenhandelsdynamik des Vereinigten Königreichs im Vergleich zu anderen Industrieländern: Welche Rolle spielt der Brexit dabei?

In der Literatur finden sich im Wesentlichen zwei Ansätze, um den Einfluss des Brexits von den Auswirkungen der Pandemie zu isolieren. Diverse Studien dazu basieren auf dem Differenz-von-Differenzen-Ansatz, bei dem unterschiedliche Datensätze und Spezifikationen zugrunde gelegt werden. So vergleichen Freeman et al., Du und Shepotylo sowie Du et al. die Entwicklung des Handels zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU mit dem Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der übrigen Welt. Kren und Lawless ziehen dagegen den Handelsaustausch der EU mit der übrigen Welt als Vergleichsgruppe heran.⁶ Mittels Hochfrequenzdaten zum Warenhandel nach Produkten werden Veränderungen der

⁶ Siehe R. Freeman, K. Manova, T. Prayer und T. Sampson, [UK trade in the wake of Brexit](#), Discussion Paper, Nr. 1847, Centre for Economic Performance, 2022; J. Du und O. Shepotylo, [TCA, Non-tariff Measures and UK Trade](#), ERC Research Paper, Nr. 98, Enterprise Research Centre, 2022; J. Du, E. B. Satoglu und O. Shepotylo, [Post-Brexit UK Trade: An Update](#), Insight Paper, Centre for Business Prosperity, Aston University, November 2022; J. Kren und M. Lawless, [How has Brexit changed EU-UK trade flows?](#), ESRI Working Paper, Nr. 735, Economic and Social Research Institute, 2022.

Handelsstrukturen untersucht, wobei unter Zugrundelegung eines breiten Spektrums an Produkt-Zeit- und Produkt-Partner-fixen Effekten Veränderungen der Handelsströme, die nicht auf den Brexit zurückzuführen sind (insbesondere Veränderungen infolge der Covid-19-Pandemie), kontrolliert werden. Springford verfolgt einen alternativen Ansatz und liefert mehrere Aktualisierungen der Schätzungen zu den Auswirkungen des Brexits, indem er eine Doppelgänger-Methode verwendet.⁷ Hierfür werden Länder, deren Wirtschaftsleistung weitgehend jener des Vereinigten Königreichs vor dem Brexit entspricht, mittels eines Algorithmus ausgewählt.

Die verfügbare empirische Evidenz lässt – unter Berücksichtigung der Unterschiede zwischen den einzelnen Methoden – darauf schließen, dass der Brexit den Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU in beide Richtungen verringert hat. Tabelle 1 liefert einen Überblick über die aktuellen Analyseergebnisse der verschiedenen Ansätze. Die Bandbreite der Schätzungen, wie stark der Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU zurückgegangen ist, reicht von rund 10 % bis 25 %.⁸ Wie die aktualisierten Angaben von Springford und Du et al. zeigen, hängen die Ergebnisse auch vom betrachteten Zeithorizont ab. So dürfte sich der Abstand zwischen den Schätzungen mit der Zeit wieder verkleinern, da sich die Unternehmen sowohl im Vereinigten Königreich als auch in der EU derzeit noch an das neue Umfeld anpassen. Die verfügbaren Studien bieten zwar Schätzungen zu den Brexit-Auswirkungen seit 2021, enthalten jedoch grundsätzlich keine Hinweise auf Antizipationseffekte. Das heißt, sie liefern generell keine Belege dafür, dass der Handel zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU gemessen am gesamten britischen Außenhandel bereits im Vorfeld der vorläufigen Umsetzung des Handels- und Kooperationsabkommens Anfang 2021 gesunken ist. In nahezu allen EU-Mitgliedstaaten ist der Handel mit dem Vereinigten Königreich wegen des Brexits – wenn auch in unterschiedlichem Umfang – spürbar zurückgegangen. Am deutlichsten war Rückgang in den Ländern, die in der Vergangenheit einen größeren Anteil am Handel mit dem Vereinigten Königreich hatten, d. h. beim Handelsaustausch mit Irland (in beide Richtungen), den Ausfuhren nach Zypern und Malta und den Einfuhren aus Belgien und den Niederlanden.⁹ Was die Produktebene anbelangt, so scheinen sich die aus dem Vereinigten Königreich in die EU exportierten Produkte zahlenmäßig merklich verringert zu haben. Für die Ausfuhr von Produkten aus der EU in das Vereinigte Königreich lässt sich dies nicht feststellen. Insgesamt stehen diese Beobachtungen in weitgehendem Einklang mit den strengeren Zollbestimmungen seitens der EU. Denn diese wirken sich stärker auf geringwertige Handelsströme aus, sodass der Handel hier oftmals vollständig zum Erliegen gekommen ist. Zugleich konzentriert sich der Auslandsabsatz zunehmend auf einige wenige große Exporteure.

⁷ Siehe J. Springford, [The cost of Brexit to June 2022](#), Insight, Centre for European Reform, Dezember 2022. Nähere Einzelheiten zur Methodik finden sich in: J. Springford, [What can we know about the cost of Brexit so far?](#), Centre for European Reform, Juni 2022.

⁸ Innerhalb dieser Bandbreite bewegen sich auch die Ergebnisse einer ersten internen Analyse, die im Rahmen des Netzwerks zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich anhand von aggregierten Daten durchgeführt worden ist.

⁹ Siehe Kren und Lawless, a. a. O., Tabelle 4.

Tabelle 1

Auswahl aktueller Schätzungen (Post-Brexit-Schätzungen) zu den Auswirkungen des Brexits auf den Warenhandel zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich

Studie von	Methode	Brexit-Auswirkungen
Kren und Lawless	Differenz-von-Differenzen-Ansatz; Daten auf Produktebene; Kontrollgruppe: Handel der EU mit der übrigen Welt	Exporte des Vereinigten Königreichs in die EU um 16 % gesunken; Importe des Vereinigten Königreichs aus der EU um 20 % gesunken
Freeman et al.	Differenz-von-Differenzen-Ansatz; Daten auf Produktebene; Kontrollgruppe: Handel des Vereinigten Königreichs mit der übrigen Welt	Importe des Vereinigten Königreichs aus der EU im Vergleich dauerhaft um 25 % gesunken; Exporte des Vereinigten Königreichs in die EU im Vergleich nur temporär gesunken
Du und Shepotylo	Differenz-von-Differenzen-Ansatz; Daten auf Produktebene; Kontrollgruppe: Handel des Vereinigten Königreichs mit der übrigen Welt; Daten bis Q3 2021	Exporte des Vereinigten Königreichs in die EU im Vergleich zur übrigen Welt um 22 % gesunken; Importe des Vereinigten Königreichs im Vergleich um 26 % gesunken
Du et al.	Differenz-von-Differenzen-Ansatz; Daten auf Produktebene; Kontrollgruppe: Handel des Vereinigten Königreichs mit der übrigen Welt; Daten bis Q1 2022 (Aktualisierung der Analyse von Du und Shepotylo)	Exporte in die EU im Vergleich zur übrigen Welt um 22,9 % gesunken; Beeinträchtigung der Importe des Vereinigten Königreichs zurückgegangen
Springford	Doppelgänger-Methode	bis Juni 2022: Handel insgesamt (Exporte und Importe) 7 % geringer als bei einer Schätzung unter der Annahme, dass der Brexit nicht stattgefunden hätte bis Q4 2021: Handel insgesamt 13,6 % geringer als bei einer Schätzung unter der Annahme, dass der Brexit nicht stattgefunden hätte

Quelle: Eigene Darstellung.

Vergleicht man die Studien mit Analysen, die vor dem Brexit durchgeführt wurden, so lassen die Ergebnisse darauf schließen, dass die anfänglichen Auswirkungen nach dem Handels- und Kooperationsabkommen schwerwiegender waren als ursprünglich erwartet. Vor dem Brexit wurden

zahlreiche Szenarioverläufe mit unterschiedlichen Modelltypen simuliert, bei denen verschiedene tarifäre und nichttarifäre Handelshemmnisse unterstellt wurden.¹⁰ So wurde beispielsweise auf Grundlage eines neuklassischen DSGE-Modells das Szenario eines Freihandelsabkommens für den Warenhandel mit dem Euroraum als Annahme zugrunde gelegt, das den Bestimmungen des tatsächlichen Handels- und Kooperationsabkommens ähnelt. Darin wurde gemeinhin erwartet, dass die Exporte und Importe des Vereinigten Königreichs zusammengenommen infolge des Brexits (langfristig) um rund 3 % sinken würden, wobei die Warenausfuhren in den Euroraum weniger und die Dienstleistungsexporte stärker betroffen wären.¹¹ Die bislang verfügbare Evidenz deutet darauf hin, dass die Folgen für die Warenausfuhren des Vereinigten Königreichs zunächst beträchtlicher ausfielen. So dürften die Exporteure des Vereinigten Königreichs zumindest zu Beginn Schwierigkeiten gehabt haben, die strengeren Abfertigungsformalitäten nach Einführung der Zollkontrollen an der EU-Außengrenze zu erfüllen. Die Entwicklung bei den Dienstleistungen dürfte vor allem Faktoren geschuldet sein, die eng mit der

¹⁰ Eine Zusammenfassung der Ergebnisse früherer Analysen findet sich in: EZB, [A review of economic analyses on the potential impact of Brexit](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 249, 2020. Vor dem Brexit angestellte Studien befassten sich gemeinhin mit längerfristigen Gleichgewichtseffekten. Die meisten rechneten dabei mit etwas stärkeren Störungen bereits im Vorfeld des Referendums.

¹¹ Siehe M. Pisani und F. Vergara Caffarelli, [What will Brexit mean for the British and euro-area economies? A model-based assessment of trade regimes](#), Temi di Discussione (Working Papers), Nr. 1163, Banca d'Italia, 2018.

Pandemie im Zusammenhang stehen. Daher bedarf es hier weiterer Analysen, um die Brexit-Effekte von den pandemiebedingten Effekten zu trennen.¹²

4 Jüngste Entwicklung des Arbeitsmarkts im Vereinigten Königreich

Mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie hat die Anspannung am britischen Arbeitsmarkt zugenommen, was zeitlich mit einem zahlenmäßigen Rückgang der Erwerbstätigen aus der EU zusammenfiel. Als sich die Nachfragedynamik mit Abklingen der Pandemie im zweiten Quartal 2021 erholte, sahen sich die Arbeitgeber im Vereinigten Königreich einem ungewöhnlich angespannten Arbeitsmarkt gegenüber. So wurden ein historisch hohes Ausmaß an offenen Stellen und eine niedrige Arbeitslosenquote verzeichnet. Gemessen an der Zahl der offenen Stellen je Arbeitslosen scheinen die Spannungen am Arbeitsmarkt zwar leicht nachzulassen, doch die Unternehmen haben nach wie vor Schwierigkeiten bei der Personalbeschaffung (siehe Abbildung 5, Grafik a).

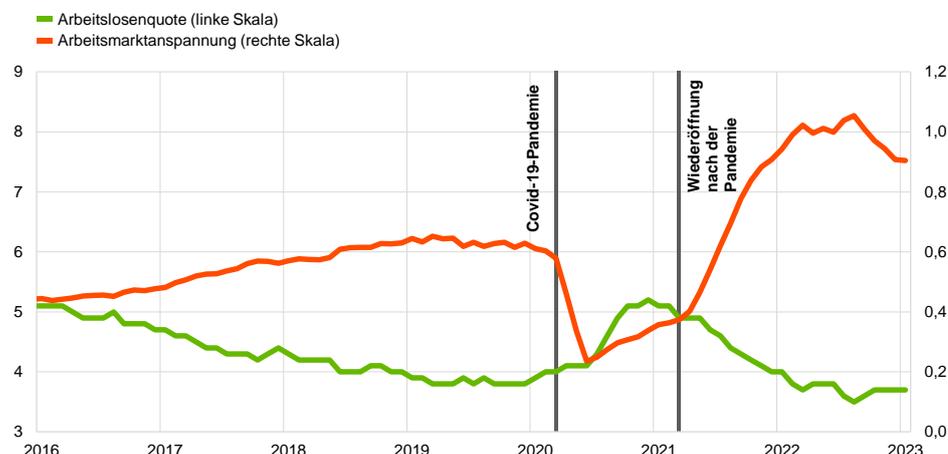
¹² Neuere Studien zu den Auswirkungen des Brexits auf den Dienstleistungshandel liegen nicht vor. Du und Shepotylo untersuchten die Auswirkungen des Brexit-Referendums von 2016 auf den Dienstleistungsverkehr im Vereinigten Königreich und Irland für den Zeitraum bis zum zweiten Quartal 2020. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass sich der Brexit bereits vor Ende der Übergangszeit negativ auf den Dienstleistungshandel des Vereinigten Königreichs auswirkte. Siehe J. Du und O. Shepotylo, [Feeding the Celtic Tiger – Brexit, Ireland and Services Trade](#), Research Paper, Aston Business School, Mai 2021.

Abbildung 5

Jüngste Entwicklung des Arbeitsmarkts im Vereinigten Königreich

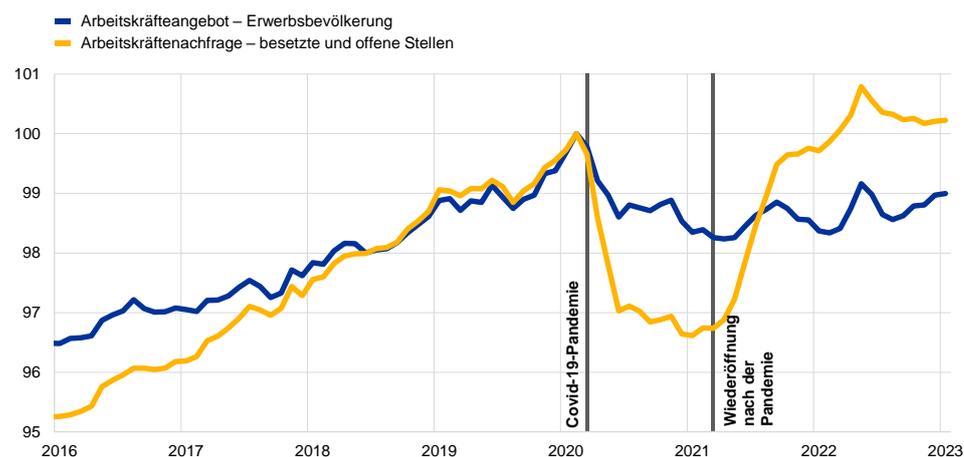
a) Anspannung am Arbeitsmarkt und Arbeitslosigkeit

(linke Skala: in %; rechte Skala: Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenzahl, Monatswerte)



b) Arbeitskräftenachfrage und -angebot

(Index: Februar 2020 = 100, Monatswerte)



Quelle: Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Alle Datenreihen sind als gleitende Dreimonatsdurchschnitte dargestellt. Die Arbeitsmarktanspannung wird als Zahl der offenen Stellen je Arbeitslosen gemessen. Die Angaben beziehen sich auf die Bevölkerung im Vereinigten Königreich über 16 Jahre. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023.

Zurückzuführen war die Anspannung am britischen Arbeitsmarkt vor allem auf ein mangelndes Arbeitskräfteangebot. Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage spielte hingegen nur eine untergeordnete Rolle. Auch in vielen anderen Industrieländern war die Lage an den Arbeitsmärkten nach der Pandemie angespannt. So wie sich durch den Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu Pandemiebeginn die Einstellung neuer Arbeitskräfte verringert hatte, belebte nun das Wiederhochfahren der Wirtschaft die Nachfrage und veranlasste die Unternehmen, wieder Personal einzustellen. Allerdings ist die Anspannung am Arbeitsmarkt des Vereinigten Königreichs wegen ihrer Persistenz und ihres Ausmaßes sehr spezifisch und nur mit der Entwicklung in den Vereinigten Staaten

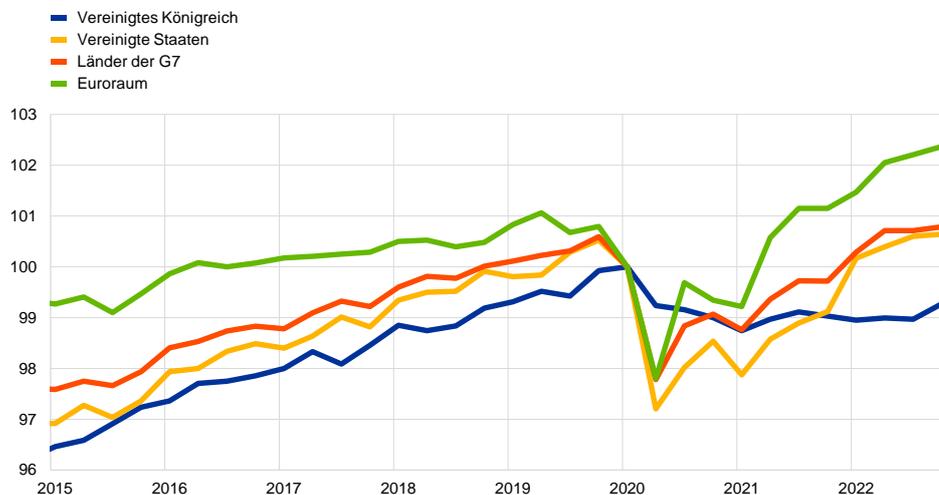
vergleichbar.¹³ Ein Grund hierfür könnte die nur schleppende Erholung des Arbeitskräfteangebots sein, die im Vereinigten Königreich langsamer als in anderen Industrieländern vonstattengeht (siehe Abbildung 6). Während der Pandemie waren viele Menschen aus dem Erwerbsleben ausgeschieden, und die Erwerbsbeteiligung hat anders als die Beschäftigungsquote ihr Vorpandemieniveau mit der Konjunkturerholung noch nicht wiedererreicht (siehe Abbildung 5, Grafik b). Eine historische Schockzerlegung mittels eines bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modells) verdeutlicht, dass die angespanntere Lage am britischen Arbeitsmarkt nach der Pandemie vor allem einer geringeren Zahl an verfügbaren Arbeitskräften geschuldet war. Dank der unerwartet raschen Erholung im Gefolge des wirtschaftlichen Wiederhochfahrens stieg zwar anfänglich auch die Nachfrage. Eine besonders wichtige Rolle spielte der Analyse zufolge aber das Arbeitskräfteangebot. Gesamtwirtschaftliche Angebotsengpässe und Inkongruenzen am Arbeitsmarkt scheinen hingegen von geringerer Bedeutung gewesen zu sein (siehe Abbildung 7).¹⁴ Die Spannungen am Arbeitsmarkt des Vereinigten Königreichs werfen daher die Frage auf, inwieweit der Brexit zum Arbeitskräftemangel beigetragen haben könnte. Im Folgenden wird daher darauf eingegangen, welche Rolle der Brexit und Änderungen in der Zuwanderungspolitik als mögliche Erklärungsfaktoren für die Entwicklung des Arbeitskräfteangebots spielen.

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

¹⁴ Mittels eines BVAR-Modells lassen sich über Vorzeichenrestriktionen die Strukturmerkmale des Arbeitsmarkts im Vereinigten Königreich bestimmen. Anhand von vier Variablen – Produktion, Inflation, Anspannung am Arbeitsmarkt und Löhnen – sollen vier Schocks ermittelt werden: ein gesamtwirtschaftlicher Nachfrageschock, ein gesamtwirtschaftlicher Angebotsschock, ein Arbeitskräfteangebotsschock und ein Inkongruenzschock. Bei einem positiven Nachfrageschock verlagert sich die Nachfragekurve nach oben, wodurch sich Produktion und Inflation erhöhen. Ein positiver gesamtwirtschaftlicher Angebotsschock spiegelt Veränderungen der Produktivität oder der Kapazitätsmöglichkeiten der Wirtschaft wider. Durch geringere Grenzkosten für Unternehmen nimmt die Produktion zu und die Inflation ab. Ein positiver Arbeitskräfteangebotsschock bezieht sich auf einen exogenen Anstieg des Arbeitskräfteangebots, wodurch sich die Zahl der Erwerbspersonen und somit der arbeitssuchenden Personen erhöht. Dies erleichtert es den Unternehmen, offene Stellen zu besetzen. In der Folge verringern sich die Arbeitsmarktanspannung und die Löhne, während die Produktion zunimmt. Ein positiver Inkongruenzschock bezieht sich auf exogene Veränderungen in dem Prozess, Stellen und Arbeitskräfte in Einklang zu bringen, sodass sich die Kurve für den Stellenaufbau nach oben verlagert. Dadurch nimmt die Anspannung am Arbeitsmarkt zu, und die Löhne in der Wirtschaft steigen.

Abbildung 6 Arbeitskräfteangebot in Industrieländern

(Index: Q1 2020 = 100, Quartalswerte)

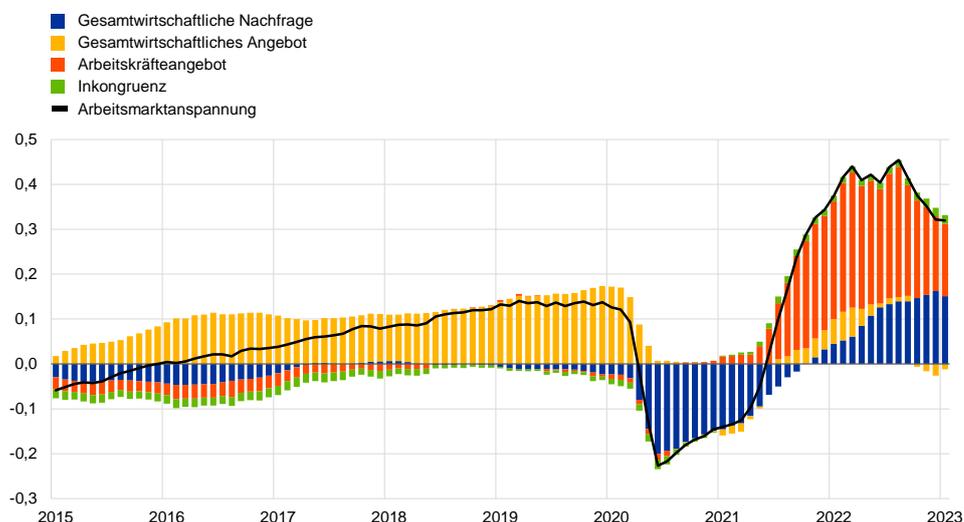


Quelle: OECD.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich jeweils auf den Anteil der Erwerbsbevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren, der erwerbstätig oder arbeitssuchend ist. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Abbildung 7 Anspannung am Arbeitsmarkt auf Basis eines BVAR-Modells mit historischer Schockerlegung

(Abweichung vom Mittelwert in % und Beiträge in Prozentpunkten, Monatswerte)



Quellen: Office for National Statistics (ONS) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt ist der Median der A-posteriori-Verteilung der historischen Zerlegung der Arbeitsmarktanspannung in Abweichung von ihrer Ausgangsbedingung. Die BVAR-Schätzung mit Vorzeichenrestriktionen wurde auf Basis einer monatlichen Stichprobe von Januar 2002 bis Januar 2023 erstellt. Die strukturellen Schocks werden mittels Vorzeichenrestriktionen ermittelt: Bei einem gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschock wird angenommen, dass sich das BIP und der VPI in die gleiche Richtung entwickeln. Bei einem gesamtwirtschaftlichen Angebotschock wird angenommen, dass sich das BIP und der VPI in die entgegengesetzte Richtung entwickeln. Bei einem Arbeitskräfteangebotschock wird angenommen, dass sich die gesamtwirtschaftlichen Variablen (BIP und VPI) beim Eintreten des Schocks nicht verändern, während sich die Arbeitsmarktanspannung und die Löhne in die gleiche Richtung entwickeln. Ein Inkongruenzschock wirkt sich auf die Löhne und die Arbeitsmarktanspannung aus. Die Arbeitsmarktanspannung wird anhand des Niveaus ermittelt, während die übrigen Variablen als Veränderung gegenüber dem Vormonat gemessen werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023.

5 Mangelndes Arbeitskräfteangebot im Vereinigten Königreich und die Rolle des Brexits

Das Brexit-Referendum und die Pandemie führten dazu, dass sich die Zahl der Beschäftigten aus der EU langsamer erhöhte, da es nun vielfach weniger attraktiv war, einer Arbeit im Vereinigten Königreich nachzugehen. Vor dem Referendum im Jahr 2016 hatten die aufeinanderfolgenden EU-Erweiterungen zu vermehrten Migrationsbewegungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der übrigen EU geführt.¹⁵ Die Aussicht auf das Brexit-Referendum im Juni 2016 sorgte indessen für einen Rückgang der Nettozuwanderung aus der EU, weil es für EU-Bürgerinnen und -Bürger weniger attraktiv wurde, in Großbritannien zu arbeiten.¹⁶ Der Rückgang der Neuzugänge aus der EU wurde durch den Beginn der Pandemie Anfang 2020 und das Inkrafttreten des Handels- und Kooperationsabkommens im Januar 2021 noch verstärkt.¹⁷ Mit dem Abkommen veränderte sich auch die Zuwanderungspolitik des Vereinigten Königreichs. So endete die automatisch gewährte Freizügigkeit von Bürgerinnen und Bürgern der EU, sofern sie nicht bereits in Großbritannien ansässig waren. Dementsprechend stieg die Beschäftigung von EU-Staatsangehörigen im Vereinigten Königreich seit dem Brexit-Referendum deutlich langsamer an. Nachdem das Beschäftigungsniveau von Arbeitskräften aus der EU zu Beginn der Pandemie kräftig gesunken war, setzte eine allmähliche Erholung ein (siehe Abbildung 8).

¹⁵ Die rasch gestiegene Zuwanderung aus der EU lässt sich auf verschiedene Faktoren zurückführen: die Entscheidung des Vereinigten Königreichs zur sofortigen Aufnahme von Staatsangehörigen aus den neuen Mitgliedsstaaten im Jahr 2004, den flexiblen britischen Arbeitsmarkt, die Anziehungskraft Londons, die Vorteile der englischen Sprache und die Attraktivität der britischen Universitäten. Siehe M. Sumption, C. Forde, G. Alberti und P. W. Walsh, [How is the End of Free Movement Affecting the Low-wage Labour Force in the UK?](#), Report, The Migration Observatory at the University of Oxford und ReWAGE, August 2022.

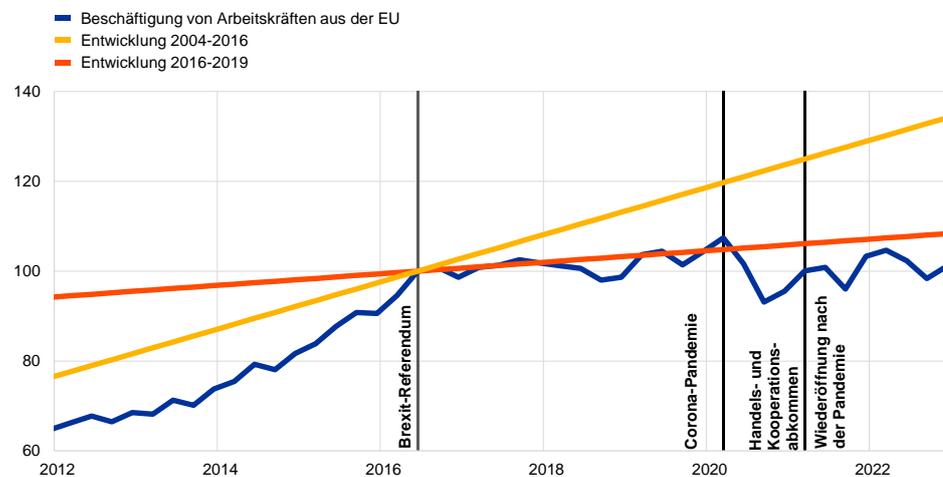
¹⁶ Die Zurückhaltung von Arbeitskräften aus der EU lässt sich im Wesentlichen mit der politischen und rechtlichen Unsicherheit über den Brexit erklären. Daneben spielten aber auch der Wertverlust des Pfund Sterling und die vergleichsweise bessere Wirtschaftslage in anderen Ländern der EU eine Rolle.

¹⁷ Der pandemiebedingte Weggang von Bürgerinnen und Bürgern der EU hing unter anderem mit deren hohem Beschäftigungsanteil in kontaktintensiven Dienstleistungssektoren zusammen; diese waren häufig von Freistellungen und Entlassungen betroffen. Hinzu kommt, dass Großbritannien hinsichtlich der Kapazitäten im Gesundheitswesen in der ersten Pandemiewelle vergleichsweise schlecht aufgestellt war.

Abbildung 8

Beschäftigung von Arbeitskräften aus der EU vor und nach dem Brexit-Referendum

(Index: Q2 2016 = 100, Quartalswerte)



Quelle: Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Beschäftigung von EU-Arbeitskräften im Vereinigten Königreich vor und nach dem Brexit-Referendum. Die Zeitreihe ist nicht saisonbereinigt. Die ausgewiesenen Daten sind Quartalswerte. Sie sind mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren, da sie auf den Ergebnissen von Arbeitskräfteerhebungen basieren, die anhand der demografischen Entwicklung ab 2018 (d. h. vor der Pandemie) gewichtet wurden. „Entwicklung 2004-2016“ betrifft den Zeitraum vom ersten Quartal 2004 bis zum zweiten Quartal 2016. „Entwicklung 2016-2019“ betrifft den Zeitraum vom dritten Quartal 2016 bis zum ersten Quartal 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Der Anstieg der offenen Stellen und die angespannte Arbeitsmarktlage im Vereinigten Königreich zeigten sich vor allem in jenen Sektoren, die am stärksten von Arbeitskräften aus der EU abhängig waren; zu dieser Entwicklung beigetragen hat womöglich aber auch die deutliche Nachfrageerholung in den Bereichen, die am meisten unter der Pandemie zu leiden hatten. Im zweiten Halbjahr 2021 gab es zahlreiche Meldungen über fehlende Arbeitskräfte im Vereinigten Königreich. Der Mangel erstreckte sich von Lkw-Fahrern bis hin zu Fachkräften im Gesundheitswesen und Gastgewerbe.¹⁸ Auf den ersten Blick schien sich der erhebliche Anstieg der offenen Stellen hauptsächlich auf jene Berufsgruppen und Sektoren zu konzentrieren, die vor der Pandemie den höchsten Anteil an Beschäftigten aus der EU verzeichnet hatten. Dementsprechend schien der erhöhte Personalbedarf den schwächeren Zustrom von Arbeitskräften aus der EU widerzuspiegeln. In diesen Sektoren war auch die Anspannung am Arbeitsmarkt stärker ausgeprägt (siehe Abbildung 9, Grafik a und b). Dies könnte auf eine geringere Matching-Effizienz in den genannten Wirtschaftszweigen hindeuten, die wiederum durch vermehrte qualifikatorische und sektorale Inkongruenzen zwischen Arbeitssuchenden und verfügbaren Stellen bedingt sein könnte.¹⁹ Die Auswirkungen des Brexits wurden auch durch Umfragedaten untermauert. Durchschnittlich 15 % der Unternehmen in Großbritannien gaben nämlich an, dass die mangelnde Verfügbarkeit von Arbeitskräften aus der EU einer der Gründe für ihre Probleme bei

¹⁸ Beispielsweise beeinträchtigte ein eklatanter Mangel an Lkw-Fahrern das Angebot an Einzelhandelswaren, Nahrungsmittelerzeugnissen sowie Kraftstoffen an Tankstellen und schränkte die Kapazitäten der Häfen im Vereinigten Königreich ein. Aufgrund fehlender Fachkräfte in Schlachthöfen und der Fleischverarbeitung mussten die Landwirte Tausende Tiere keulen. Darüber hinaus kam es im Gastgewerbe, im Baugewerbe, in der Landwirtschaft sowie bei unternehmensbezogenen und freiberuflichen Dienstleistungen mitunter zu großen Problemen, Personal zu gewinnen.

¹⁹ Siehe auch Bank of England, [Monetary Policy Report](#), Februar 2023.

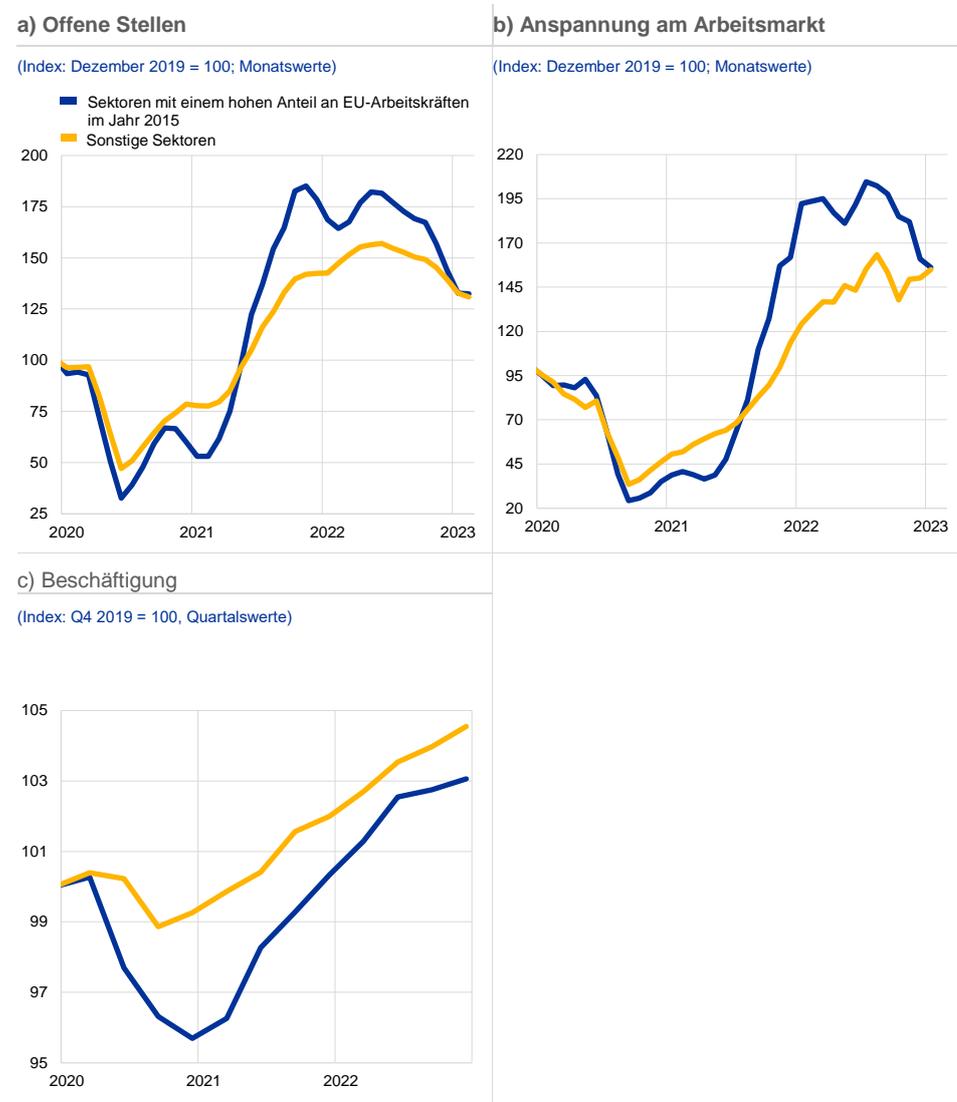
der Besetzung freier Stellen sei. In Sektoren, die vor der Pandemie einen hohen Anteil an Arbeitskräften aus der EU beschäftigt hatten (z. B. im Bereich Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie) war dies besonders augenfällig (siehe Abbildung 10).²⁰ Allerdings waren diese Wirtschaftszweige auch am stärksten von der Pandemie betroffen. Dies lag daran, dass EU-Staatsangehörige in den kontaktintensiven Branchen – die während der Lockdowns den größten Beschäftigungsrückgang verzeichneten – überrepräsentiert waren (siehe Abbildung 9, Grafik c). Neben dem Brexit ist daher auch die schnelle Erholung der Konsumnachfrage nach der Pandemie ein Grund für die rasch zunehmenden offenen Stellen und die angespannte Arbeitsmarktlage, denn die Unternehmen in diesen Sektoren hatten Mühe, das zuvor entlassene Personal zu ersetzen.²¹

²⁰ Überdurchschnittliche Werte zeigten sich auch in folgenden Sektoren: verarbeitendes Gewerbe; Verkehr und Lagerei; Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen; Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Erziehung und Unterricht. Zu den Ergebnissen der Unternehmensbefragung „Business Insights and Conditions Survey“ siehe Office for National Statistics, [Business insights and impact on the UK economy: 9 February 2023](#), Statistical Bulletin, Februar 2023.

²¹ Die Beschäftigungsveränderungen enthalten nicht die 11,7 Millionen Freistellungen im Rahmen des coronabedingten Programms zur Arbeitsplatzsicherung, das vom 1. März 2020 bis zum 30. September 2021 in Kraft war.

Abbildung 9

Arbeitsmarktentwicklung in Sektoren mit traditionell hohem Anteil an Arbeitskräften aus der EU



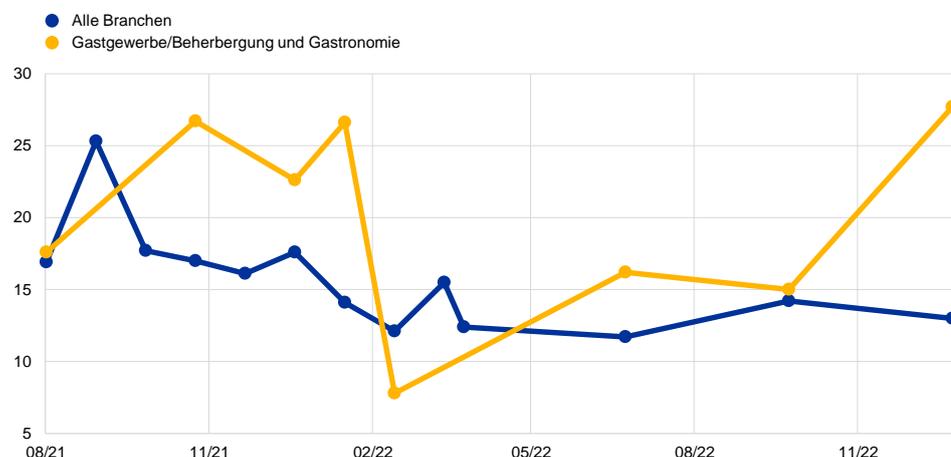
Quelle: Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Die Sektoren mit dem höchsten Anteil an Arbeitskräften aus der EU waren 2015: Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (12,8 %), verarbeitendes Gewerbe (10 %), Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen (9,8 %) sowie Verkehr und Lagerei (8,5 %). Zu den „sonstigen Sektoren“ gehören Wasserversorgung, Abwasser- und Abfallentsorgung und Beseitigung von Umweltverschmutzungen; Baugewerbe; Handel, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen; Information und Kommunikation; Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen; Grundstücks- und Wohnungswesen; Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen; öffentliche Verwaltung und Verteidigung; Erziehung und Unterricht; Gesundheits- und Sozialwesen sowie Kunst, Unterhaltung und Erholung. Einige Sektoren waren in der Stichprobe nicht hinreichend vertreten und blieben daher unberücksichtigt. Die Daten zu den offenen Stellen und zur Anspannung am Arbeitsmarkt sind als gleitende Dreimonatsdurchschnitte dargestellt. Die Daten zur Beschäftigung sind vierteljährlich ausgewiesen. Die monatlichen Zeitreihen sind nicht saisonbereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023 (offene Stellen), Januar 2023 (Anspannung am Arbeitsmarkt) bzw. das vierte Quartal 2022 (Beschäftigung).

Abbildung 10

Schwierigkeiten bei der Personalgewinnung aufgrund eines Rückgangs von Bewerberinnen und Bewerbern aus der EU

(in % der Unternehmen)



Quelle: Business Insights and Conditions Survey des Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Die Abbildung veranschaulicht die im Rahmen der Umfrage (insbesondere auf sektoraler Ebene) genannten Antworten. Die Befragung wurde in unregelmäßigen Abständen durchgeführt. Die Zeitreihen zeigen den Anteil der Unternehmen, die Schwierigkeiten bei der Personalgewinnung angaben und als einen der Hauptgründe hierfür die geringere Zahl von Bewerberinnen und Bewerbern aus der EU nannten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. Dezember 2022.

Die gesunkene Zuwanderung aus der EU wurde bis zu einem gewissen Grad durch einen höheren Zustrom aus Ländern außerhalb der EU kompensiert. Vor 2019 stützte sich das Beschäftigungswachstum in den meisten Wirtschaftssektoren des Vereinigten Königreichs zu großen Teilen auf den Einsatz internationaler Arbeitskräfte.²² Sektoren mit einem Bedarf an höher qualifizierten Arbeitskräften bezogen ihr Personal gleichermaßen aus Ländern der EU wie auch außerhalb der EU. Geringer qualifiziertes Personal stammte vielfach aus EU-Staaten, da vergleichbare Arbeitskräfte aus Ländern außerhalb der EU in der Regel keine Arbeitserlaubnis im Vereinigten Königreich erhielten.²³ Nach dem Brexit-Referendum begann die Zahl der Erwerbspersonen aus der EU zu sinken, während sich der Anteil der Beschäftigten aus anderen Ländern allmählich erhöhte. Die Entwicklung der gesamten Nettozuwanderung zeigt, dass die Migrationsströme Ende 2021 das Vorpandemieniveau wieder erreicht oder sogar überschritten hatten. Werden allerdings nur Personen einbezogen, die auch Arbeit suchten, so fallen die Zuwanderungsströme deutlich geringer aus, wenngleich sie für die Arbeitsmarktdynamik immer noch relevant sind (siehe Abbildung 11).²⁴ Dies führt zu der Frage,

²² Im Zeitraum von 2004 bis 2019 entfiel ein Anteil von 70 % des Beschäftigungswachstums auf Arbeitskräfte aus Ländern außerhalb des Vereinigten Königreichs. Dabei machten Beschäftigte aus der EU einen Anteil von gut 35 % aus.

²³ In einigen Fällen wurden Ausnahmen für arbeitgebergeförderte langfristige Visa gewährt. Dies galt etwa für Berufsfelder, in denen ein Personalmangel herrschte, und für junge Menschen unter 26 Jahren. Unterdessen wurden Visa für langfristige Aufenthalte, die nicht gefördert wurden, beispielsweise an globale Talente, Unternehmerinnen und Unternehmer sowie Angehörige des Commonwealth vergeben. Einige Arbeitskräfte von außerhalb der EU waren ebenfalls berechtigt, befristete Arbeitsvisa zu beantragen. Siehe M. Sumption und Z. Strain-Fajth, [Work visas and migrant workers in the UK](#), Briefing, The Migration Observatory at the University of Oxford, September 2022.

²⁴ Die Migration fiel 2022 zwar per saldo positiv aus, doch hing der kräftige Anstieg der Zuwanderung aus Ländern außerhalb der EU auch mit anderen Faktoren zusammen. Dies betraf beispielsweise den Zustrom von Menschen, die humanitären Schutz suchten (z. B. aus der Ukraine oder Hongkong), und eine deutliche Zunahme internationaler Studentinnen und Studenten nach dem Ende der Pandemie.

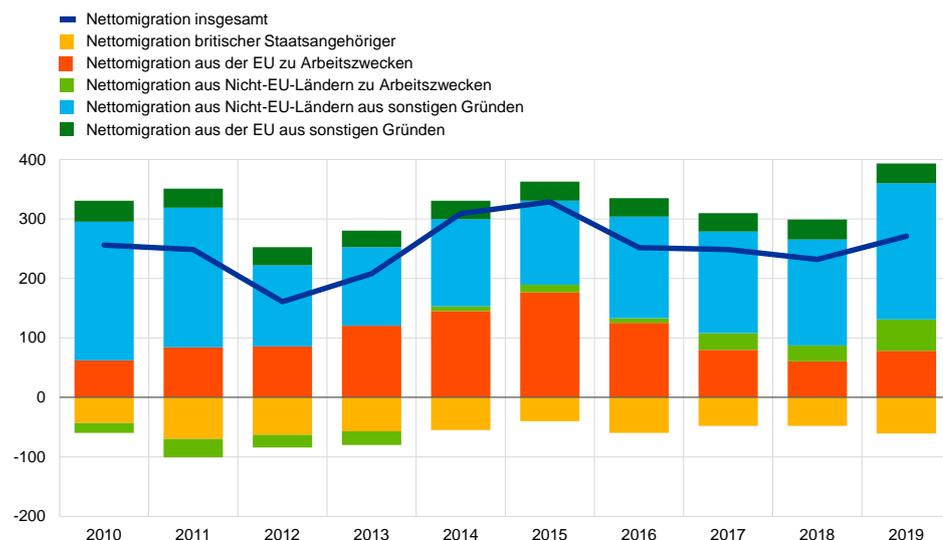
ob sich die Unternehmen allmählich von Arbeitskräften aus der EU auf Arbeitskräfte aus Ländern außerhalb der EU umgestellt haben oder ob sich hinter der Gesamtentwicklung Asymmetrien auf sektoraler Ebene verbergen.

Abbildung 11

Nettozuwanderung in das Vereinigte Königreich nach Herkunft

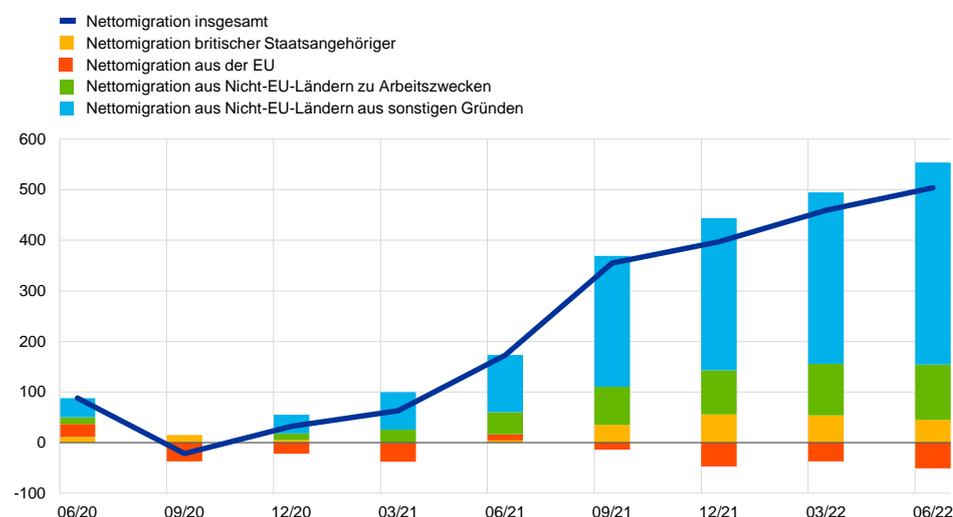
a) Alte Datenerhebungsmethode

(in Tsd.; Jahreswerte)



b) Neue Datenerhebungsmethode

(in Tsd., Quartalswerte)



Quelle: Centre for International Migration des Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Grafik a zeigt Jahreswerte. In Grafik b sind Quartalswerte ab dem zweiten Quartal 2020 dargestellt. Jeder Datenpunkt bezieht sich auf Jahresendwerte in einem bestimmten Quartal. Die in Grafik b ausgewiesenen Daten zur Migration aus Nicht-EU-Ländern zu Arbeitszwecken wurden von Fachleuten der EZB anhand der Internationalen Passagierumfrage (International Passenger Survey) und des dabei erhobenen Anteils der Arbeitsmigration approximiert. Für die Zuwanderung aus EU-Ländern sind solche Angaben zur Arbeitsmigration im Rahmen der neuen Datenerhebungsmethode nicht verfügbar. In den Jahren 2020 und 2021 fand Migration aus Ländern außerhalb der EU vor allem zu Studienzwecken statt (45 %). Auf Arbeitszwecke und sonstige Gründe entfiel jeweils ein ähnlich hoher Anteil (26 % bzw. 29 %). Aus den aktuell verfügbaren Daten geht ein höherer Anteil von Zuwanderungen aus sonstigen Gründen (39 %) hervor. Dies dürfte auf einen größeren Zustrom von Menschen zurückzuführen sein, die humanitären Schutz suchen. Den alten Schätzungen liegen andere Methoden zugrunde als den neuen. Daher sollte von Vergleichen zwischen den beiden Grafiken abgesehen werden. Dabei gilt es auch zu beachten, dass die neuen Schätzungen experimenteller und vorläufiger Natur sind. Sie basieren auf Verwaltungs- und Umfragedaten aus verschiedenen Quellen, die im Fall von Datenlücken mittels statistischer Modelle ergänzt wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Durch den Anstieg der Zuwanderung aus Nicht-EU-Ländern wurden die rückläufigen Zuströme aus der EU im Schnitt zwar mehr als wettgemacht, doch in einigen Sektoren hat die neue Migrationspolitik das Arbeitskräfteangebot sinken lassen. Besonders negativ wirkten sich die neuen Einwanderungsregeln auf das Arbeitskräfteangebot in Wirtschaftszweigen aus, die eine geringere Qualifikation voraussetzen. Die Umkehr der Migrationsströme lässt sich mit dem neuen Einwanderungssystem erklären. Dadurch wurde der Zugang zum britischen Arbeitsmarkt für qualifizierte Arbeitskräfte aus Ländern außerhalb der EU liberalisiert. Zugleich wurde für EU-Staatsangehörige, die zuvor keinen Beschränkungen unterlegen hatten, eine Visumpflicht eingeführt. Arbeitsgenehmigungen sind nur noch ab einem bestimmten Qualifikations- und Gehaltsniveau erhältlich.²⁵ Dies hatte zum einen zur Folge, dass in den meisten Branchen mit niedrigeren Qualifikationserfordernissen, die zuvor überwiegend auf Beschäftigte aus der EU zurückgegriffen hatten, keine Arbeitsvisa mehr ausgestellt werden durften. Zum anderen stieg die Zuwanderung aus Ländern außerhalb der EU, wodurch der Arbeitskräftemangel in bestimmten Sektoren und Tätigkeitsbereichen zurückging (siehe Abbildung 12, Grafik a). Die Sektoren, in denen vermehrt Nicht-EU-Bürgerinnen und -Bürger eingestellt wurden, waren zumeist nicht dieselben, die für den Rückgang der Beschäftigung von EU-Staatsangehörigen maßgeblich waren. Da die neuen Visa-Bedingungen die Einstellung von geringer qualifizierten Arbeitskräften aus der EU erschwerten, fehlten diese besonders in Sektoren wie Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (siehe Abbildung 10). Die Unternehmen in den genannten Bereichen waren daher zunächst nicht in der Lage, die Arbeitskräfte aus der EU zu ersetzen, wenngleich sie im vergangenen Jahr mehr Personal aus Ländern außerhalb der EU gewinnen konnten (siehe Abbildung 12, Grafik b).²⁶ Andere Branchen wie das Gesundheits- und Sozialwesen wurden hingegen nicht durch die neuen Migrationsregeln beeinträchtigt oder profitierten sogar von der Zuwanderung qualifizierter Arbeitskräfte aus Nicht-EU-Ländern (siehe Abbildung 12, Grafik c).²⁷ Durch den Anstieg der Beschäftigung von Nicht-EU-

²⁵ Das im Januar 2021 eingeführte neue Einwanderungssystem ermöglicht es potenziellen Wirtschaftsmigrantinnen und -migranten, entweder ein Facharbeitervisum (Skilled Worker visa) zu beantragen, wenn ihnen bereits ein Stellenangebot oberhalb einer bestimmten Gehalts- und Qualifikationsschwelle vorliegt, oder ein Saisonarbeitervisum (Seasonal Worker visa), das für kurze Arbeitseinsätze in der Landwirtschaft und in der Nahrungsmittelherstellung vorgesehen ist. Der Verlust der Freizügigkeit wurde somit durch eine liberalere Visa-Regelung für Fachkräfte ausgeglichen, die vor allem Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern außerhalb der EU zugutekommt.

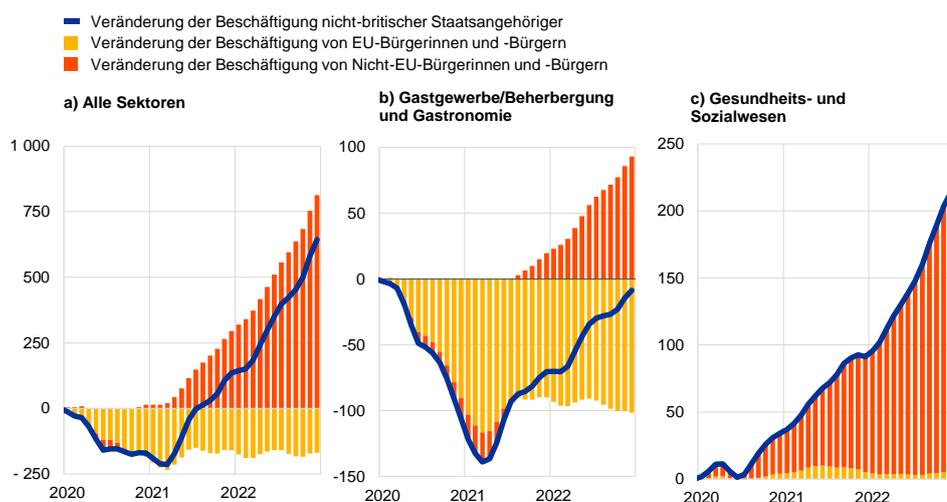
²⁶ Der größte Beschäftigungsrückgang in Bezug auf EU-Staatsangehörige war anfänglich im Sektor Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie bei den sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen zu beobachten. In beiden Wirtschaftszweigen hatten die Arbeitgeber vor dem Brexit stark auf Arbeitskräfte aus der EU gesetzt. Das System der Arbeitsvisa haben sie seit der Pandemie praktisch nicht in Anspruch genommen, da relativ wenige Stellen in diesen Sektoren die Qualifikations- und Gehaltskriterien für ein Arbeitsvisum erfüllen. Hinzu kommt, dass die Arbeitgeber auch schon in der Vergangenheit kaum Erfahrung mit dem Visa-System hatten. Siehe M. Sumption, C. Forde, G. Alberti und P. W. Walsh, [How is the End of Free Movement Affecting the Low-wage Labour Force in the UK?](#), a. a. O. Im Jahr 2022 verzeichneten die beiden Sektoren dann einen Anstieg der Beschäftigung von Nicht-EU-Bürgerinnen und -Bürgern. Dieser könnte auf entsprechende Zuströme im Rahmen des Programms zur Förderung der Mobilität von Jugendlichen (Youth Mobility Scheme), auf humanitäre Visa oder den Zuzug von Familienangehörigen zurückzuführen sein. Aufgrund ihrer flexiblen Arbeitserlaubnis dürften diese Personen Arbeit in einem Bereich gesucht haben, der eine geringe Qualifikation erfordert. Siehe Migration Advisory Committee, [Migration Advisory Committee \(MAC\) annual report, 2022](#), Corporate Report, Januar 2023.

²⁷ Die steigende Zahl von Beschäftigten aus Nicht-EU-Ländern war in erster Linie dem Gesundheitswesen zuzuordnen. In diesem Sektor kommt ein großer Teil der Tätigkeiten für ein Facharbeitervisum infrage. Dadurch konnten vermehrt Arbeitskräfte aus Nicht-EU-Ländern angeworben werden, als die Zuwanderung aus der EU zurückging. Außerdem sind die Arbeitgeber im Gesundheitswesen in der Regel größere Unternehmen, die mehr Erfahrung mit Visa-Programmen haben.

Bürgerinnen und -Bürgern wurde der Rückgang bei den EU-Staatsangehörigen im Schnitt kompensiert. Ungeachtet dessen hatte die neue Einwanderungspolitik zur Folge, dass das Arbeitskräfteangebot in einigen Sektoren abnahm.²⁸ Die bislang vorliegenden Erkenntnisse deuten allerdings darauf hin, dass die Veränderungen der Migrationsströme nur ein Faktor unter vielen sind, die zu einer zunehmenden Anspannung am Arbeitsmarkt beitragen.

Abbildung 12
Beschäftigung im Vereinigten Königreich nach Herkunft

(Veränderung seit Dezember 2019; in Tsd.; Monatswerte)



Quelle: britische Steuer- und Zollbehörde (HM Revenue and Customs).

Anmerkung: Die Daten sind nicht saisonbereinigt und stellen den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt dar. Sie umfassen nur die Zahl der Beschäftigten, die dem Quellenabzugsverfahren unterliegen. Nicht berücksichtigt sind sonstige Einkommensquellen, z. B. aus einer selbstständigen Tätigkeit. In den Daten sind allerdings Personen erfasst, die im Rahmen des coronabedingten Programms zur Arbeitsplatzsicherung freigestellt wurden. Zu beachten ist auch, dass diese Schätzungen experimenteller und vorläufiger Natur sind. Um die Veränderung der Beschäftigung nicht-britischer Staatsangehöriger klar herauszustellen, bleiben Veränderungen der Nettobeschäftigung britischer Staatsangehöriger außer Acht. Auf den Sektor Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie entfallen 8 % der Gesamtbeschäftigung im Vereinigten Königreich, während das Gesundheits- und Sozialwesen 14 % ausmachen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2022.

Die schwache Erholung des Arbeitskräfteangebots im Vereinigten Königreich lässt sich nur zum Teil mit dem Brexit erklären. Für den Rückgang der Erwerbsbeteiligung spielen offenbar auch die alternde Bevölkerung und die Auswirkungen der Pandemie eine wichtige Rolle.

Die jüngsten Veränderungen des Arbeitskräfteangebots im Vereinigten Königreich sind nicht nur auf eine geringere Zuwanderung aus der EU zurückzuführen. Schon vor Ausbruch der Pandemie hatte der Zuwachs an Arbeitskräften nachzulassen begonnen, da die geburtenstarken Jahrgänge im Vereinigten Königreich (wie auch in vielen anderen Industrieländern) nach und nach in den Ruhestand gingen. Infolgedessen schrumpfte die britische Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter deutlich. Der Bevölkerungsalterung wurde bis zu einem gewissen Grad durch eine Anhebung des Rentenalters bei Männern und Frauen sowie durch ein höheres Bildungsniveau entgegengewirkt. Die Pandemie ließ die Wirkung dieser Maßnahmen jedoch

²⁸ Der Vergleich eines kontrafaktischen Szenarios aus der Zeit vor der Pandemie mit den tatsächlichen Ergebnissen deutet auf einen Nettoverlust an Arbeitskräften im Umfang von 1 % der Erwerbspersonen hin. Siehe J. Portes und J. Springford, [The Impact of the Post-Brexit Migration System on the UK Labour Market](#), Discussion Paper Series des IZA Institute of Labour Economics, Nr. 15883, 2023.

weitgehend verpuffen.²⁹ Die höhere Nichterwerbsquote bei den über 50-Jährigen trug wesentlich zum Anstieg der Nichterwerbsbevölkerung bei (siehe Abbildung 13, Grafik a). Auch andere pandemiebedingte Faktoren waren für den Rückgang der Erwerbsbeteiligung verantwortlich. Die Pandemie und die langen Wartezeiten bei Gesundheitsdienstleistungen scheinen bei der Nichterwerbsbevölkerung zu einem Anstieg von Langzeiterkrankungen geführt zu haben. Dies dürfte jedoch vornehmlich Personen betreffen, die auch schon vor der Pandemie keiner Erwerbstätigkeit mehr nachgegangen waren. Was die Abgänge aus dem Kreis der Erwerbspersonen betrifft, so resultiert ein deutlich größerer Anteil aus Vorruhestandseintritten (siehe Abbildung 13, Grafik b).³⁰

²⁹ Siehe M. Saunders, [Some reflections on Monetary Policy past, present and future](#), Rede bei der Resolution Foundation, 18. Juli 2022.

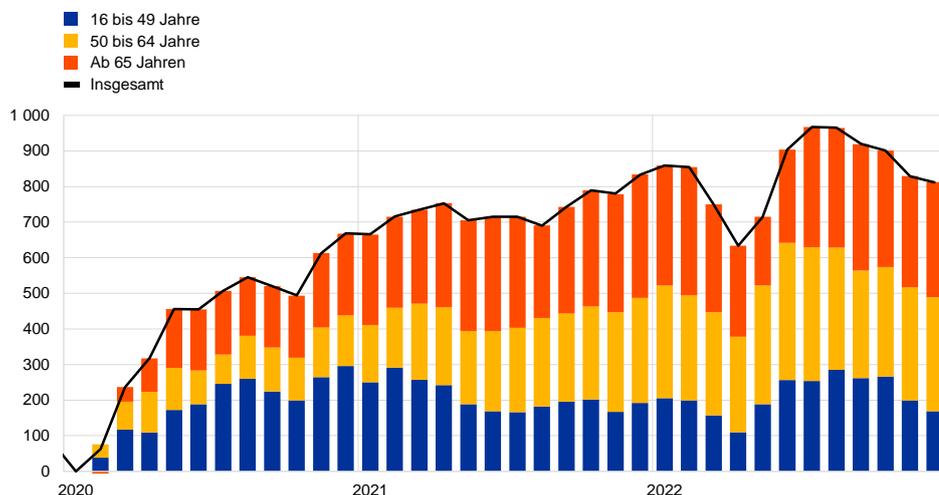
³⁰ Siehe B. Boileau und J. Cribb, [The rise in economic inactivity among people in their 50s and 60s](#), Briefing Note des IFS, Nr. BN345, 2022.

Abbildung 13

Sonstige Bestimmungsfaktoren der erhöhten Nichterwerbsbeteiligung

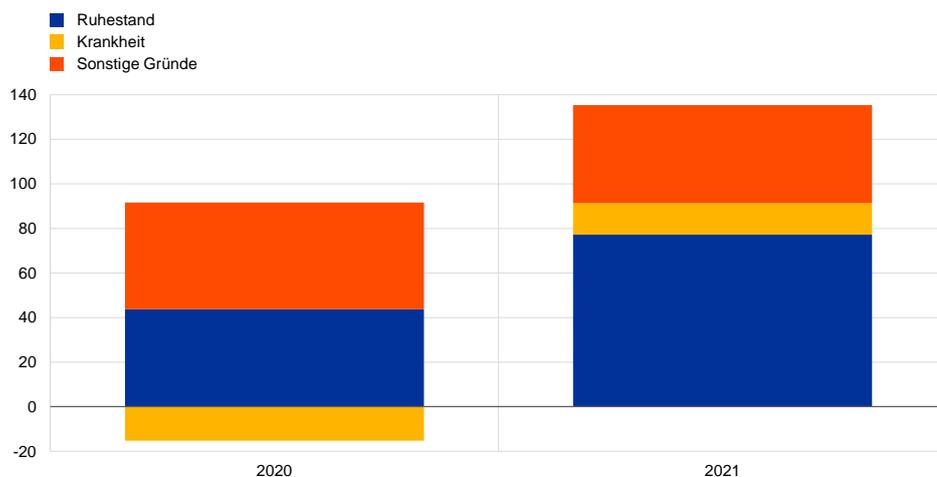
a) Nichterwerbsbevölkerung nach Altersgruppe

(Veränderung seit Februar 2020; in Tsd.; Monatswerte)



b) Gründe für den Übergang in die Nichterwerbstätigkeit bei Personen im Alter von 50 bis 70 Jahren

(Veränderung gegenüber Durchschnitt 2016-2019; in Tsd.; Jahreswerte)



Quelle: Longitudinal Labour Force Survey des Office for National Statistics (ONS).

Anmerkung: Die Daten in Grafik a stellen den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt dar. Obwohl das Renteneintrittsalter im Vereinigten Königreich derzeit 66 Jahre beträgt, liegen nur Daten für Personen ab 65 Jahren vor. Die in Grafik b enthaltenen Daten beziehen sich auf die zahlenmäßige Veränderung der Nichterwerbspersonen im Alter von 50 bis 70 Jahren im Vergleich zum Durchschnittswert im Zeitraum von 2016 bis 2019. Die Angaben sind nach dem jeweiligen Grund der Nichterwerbsbeteiligung aufgeschlüsselt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2023 (Grafik a) bzw. Dezember 2021 (Grafik b).

6 Schlussbemerkungen

Fast zweieinhalb Jahre nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus dem Binnenmarkt und der Zollunion der EU verdichten sich die Hinweise darauf, dass der Brexit negative Folgen für den Handel und den Arbeitsmarkt des Landes hatte. Bereinigt um pandemiebedingte Effekte scheint der Brexit zu einem deutlichen Rückgang der Handelsaktivitäten zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich in beide Richtungen geführt zu haben. Sobald sich die

Unternehmen der beiden Handelspartner vollständig an das neue Umfeld angepasst haben, könnte sich der Waren- und Dienstleistungsverkehr mit der Zeit jedoch wieder etwas erholen. Der Anteil des Handels ist auch gemessen am BIP gesunken. Zudem hat sich eine Reihe kleiner und mittlerer britischer Unternehmen aus dem Handel mit der EU zurückgezogen. Am Arbeitsmarkt zeigt sich, dass das Ende der Freizügigkeit für EU-Staatsbürgerinnen und -bürger zuletzt auch zu einer Verschärfung des Arbeitskräftemangels beigetragen hat. Hiervon betroffen sind vor allem Sektoren mit einem Bedarf an geringer qualifizierten Beschäftigten. Allerdings spielen für die Abnahme der Erwerbsbeteiligung im Vereinigten Königreich auch andere, womöglich bedeutsamere Faktoren eine Rolle. Die langfristigen Auswirkungen des Brexits sind unterdessen nach wie vor mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Dies gilt beispielsweise für die Frage, inwieweit der Rückgang des Handels mit der EU sowie der Zuwanderung aus der EU das potenzielle Arbeitsangebot und die künftige Produktivität im Vereinigten Königreich belasten könnte.

2 Folgen des jüngsten Inflationsschubs für die privaten Haushalte

Alina Bobasu, Virginia di Nino und Chiara Osbat

1 Einleitung

Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie sich der seit Mitte 2021 verzeichnete Inflationsschub im Euroraum auf die privaten Haushalte ausgewirkt hat. Die hohe Teuerung ist auf das Zusammenwirken verschiedener Faktoren zurückzuführen. Im Jahr 2021 wurde die Wirtschaft im Euroraum und weltweit nach der Lockdown-Phase wieder hochgefahren, wobei die Lieferengpässe weiter anhielten. Die bereits steigenden Importpreise für Energie schnellten Anfang 2022 nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine in die Höhe. Dies führte zu einem erheblichen negativen Terms-of-Trade-Schock für das Eurogebiet.¹ Der sprunghafte Inflationsanstieg wurde also ursprünglich vor allem durch globale Faktoren ausgelöst, doch mit der Zeit gewann die Binnennachfrage als Bestimmungsfaktor an Bedeutung, als sich die Wirtschaft nach der Aufhebung der coronabedingten Einschränkungen wieder erholte.²

Die Wohlfahrtseffekte anhaltend hoher Teuerungsraten und ihre Verteilungswirkungen lassen sich unter anderem anhand der Inflationsursachen und der spezifischen Merkmale der Privathaushalte bestimmen. Inwieweit ein privater Haushalt einem Inflationsschock ausgesetzt ist, hängt von der Höhe und Zusammensetzung dreier wichtiger spezifischer Merkmale ab: Verbrauch, Einkommen und Vermögen. In der aktuellen Inflationsphase fallen die Verteilungswirkungen über den Konsumkanal besonders stark aus, da der Terms-of-Trade-Schock vornehmlich Bedarfsgüter wie Energie und Nahrungsmittel betraf. Private Haushalte mit niedrigem Einkommen geben im Verhältnis mehr Geld für solche Bedarfsgüter aus und haben für diese Ausgaben auch nur einen geringen Substitutionsspielraum.³

Privathaushalte haben je nach Einkommen und Bilanzmerkmalen unterschiedlich großen Spielraum, um sich an Inflationsschocks anzupassen.⁴ Zum einen können sie ihre Konsumausgaben senken. Daneben können sie Kredite

¹ Bei der Beurteilung, inwieweit veränderte Energiepreise die Kaufkraft der privaten Haushalte beeinflussen, erweist sich das Verhältnis des BIP-Deflators zum Deflator der privaten Konsumausgaben (bzw. des Einkommens- zum Ausgabendeflator) als ein nützlicher Indikator.

² Siehe EZB, [Zur Bedeutung von Angebot und Nachfrage für die zugrunde liegende Inflation – Zerlegung der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel nach Komponenten](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 7/2022, Dezember 2022.

³ Zu den Konsumausgaben nach Einkommensquintilen siehe EZB, [Folgen des jüngsten Inflationsanstiegs für private Haushalte mit niedrigem Einkommen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 7/2022, Dezember 2022. Siehe auch G. Strasser, T. Messner, F. Rumler und M. Ampudia, [Inflation heterogeneity at the household level](#), Occasional Paper Series der EZB, 2023 (im Erscheinen).

⁴ Eine aktuelle Analyse der Auswirkungen des Energiepreisschocks auf Basis von Modellen mit heterogenen Akteuren findet sich in: A. Auclert, H. Monnery, M. Rognlie und L. Straub, [Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy](#), Mimeo, 2023.

aufnehmen, ihre Ersparnisse angreifen, ihre Arbeitszeit erhöhen oder um eine Lohn- oder Gehaltserhöhung bitten. Allerdings haben Haushalte mit niedrigem Einkommen tendenziell über keinen oder nur einen geringen Spielraum, um ihre Konsumausgaben zu verringern, auf Ersparnisse zurückzugreifen, Kredite aufzunehmen oder höhere Löhne bzw. Gehälter auszuhandeln. Darüber hinaus sind sie einem höheren Arbeitslosigkeitsrisiko ausgesetzt, falls der Inflationsanstieg zu einem Wirtschaftsabschwung führt; dies tritt mit einer höheren Wahrscheinlichkeit ein, wenn die Inflation größtenteils auf ausländische Angebotschocks zurückzuführen ist.⁵ Schließlich können sich private Haushalte über den Vermögenskanal gegen hohe Inflationsraten schützen. Sachwerte wie Wohnimmobilien oder Aktien bieten dabei einen besseren Schutz vor Inflation als Bargeld. Die Möglichkeit, das Vermögen gegen die Teuerung abzusichern, bietet sich in der Regel eher Haushalten mit hohem Einkommen. Einkommensschwache Haushalte tendieren stattdessen eher dazu, Bargeld oder liquide Aktiva zu halten.

Im vorliegenden Aufsatz wird beurteilt, wie sich der aktuelle Inflationsschub über die genannten Kanäle auf die privaten Haushalte im Euroraum ausgewirkt hat. In Abschnitt 2 wird die zum Ausgabenkanal vorliegende empirische Evidenz erörtert. Der Schwerpunkt liegt dabei auf der Heterogenität der Inflation und deren Wohlfahrtsimplikationen für die einzelnen Haushalte. In Abschnitt 3 wird Evidenz zum Einkommenskanal vorgestellt. Abschnitt 4 beleuchtet die Verteilungswirkungen der Inflation auf das Vermögen der privaten Haushalte über die Portfoliozusammensetzung. Ferner werden die Folgen des Inflationsschubs für die Kreditnehmer analysiert. Abschnitt 5 enthält zusammenfassende Schlussbemerkungen.

2 Der Ausgabenkanal

Ist die Teuerung auf starke Veränderungen der relativen Preise zurückzuführen, nimmt die Heterogenität der Inflationsraten der einzelnen Privathaushalte zu, da sich deren Warenkörbe unterscheiden. Laut der Fachliteratur zur Inflationsheterogenität besteht im Zeitverlauf in durchschnittlicher Betrachtung keine systematische Lücke zwischen den Teuerungsraten der Haushalte mit niedrigerem und jenen mit höherem Einkommen.⁶ Allerdings sind die Auswirkungen eines höheren Preisauftriebs auf die Wohlfahrt der einkommensschwächeren Haushalte tendenziell größer, wenn die Energie- und Nahrungsmittelpreise stärker steigen als die durchschnittlichen Inflationsraten (siehe Abbildung 1,

⁵ Siehe B. S. Bernanke, M. Gertler und M. Watson, [Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks](#), Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 1, 1997, S. 91-142; J. D. Hamilton und A. M. Herrera, [Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy](#), Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 36, Nr. 2, 2004, S. 265-286; J. D. Hamilton, [Historical Oil Shocks](#), Working Paper des NBER, Nr. 16790, 2011; L. Kilian, [The Economic Effects of Energy Price Shocks](#), Journal of Economic Literature, Bd. 46, Nr. 4, 2008, S. 871-909; P. Edelstein und L. Kilian, [How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 56, Nr. 6, 2009, S. 766-779.

⁶ Siehe B. Hobbijn und D. Lagakos, [Inflation inequality in the United States](#), The review of income and wealth, Bd. 51, Ausgabe 4, 2005.

Grafik a) und die Inflation insgesamt volatiler ist.⁷ Darin zeigt sich, dass bei Privathaushalten mit niedrigem Einkommen ein höherer Anteil der Ausgaben auf Bedarfsgüter entfällt. Laut der Erhebung über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte aus dem Jahr 2015 wenden die Haushalte im untersten Einkommensquintil rund 50 % ihrer Gesamtausgaben für Miete, Nahrungsmittel und Versorgungsleistungen auf, während dieser Anteil bei Privathaushalten im obersten Einkommensquintil bei etwa 25 % liegt (siehe Abbildung 1, Grafik b).

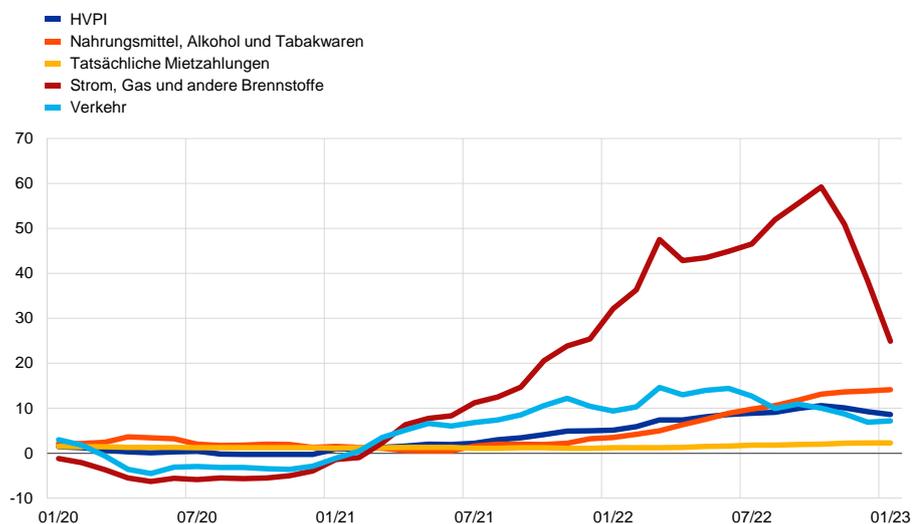
⁷ Siehe E. Gürer und A. Weichenrieder, [Pro-rich inflation in Europe: Implications for the measurement of inequality](#), German Economic Review, Bd. 21, Ausgabe 1, 2020; Strasser et al., a. a. O.; C. Osbat, Measuring inflation with heterogeneous preferences, taste shifts and product innovation: methodological challenges and evidence from micro data, Occasional Paper Series der EZB, 2023 (im Erscheinen); X. Jaravel, [Inflation Inequality: Measurement, Causes, and Policy Implications](#), Annual Review of Economics, Bd. 13, Nr. 1, 2021, S. 599-629.

Abbildung 1

Inflation und Warenkorb nach ausgewählten Komponenten

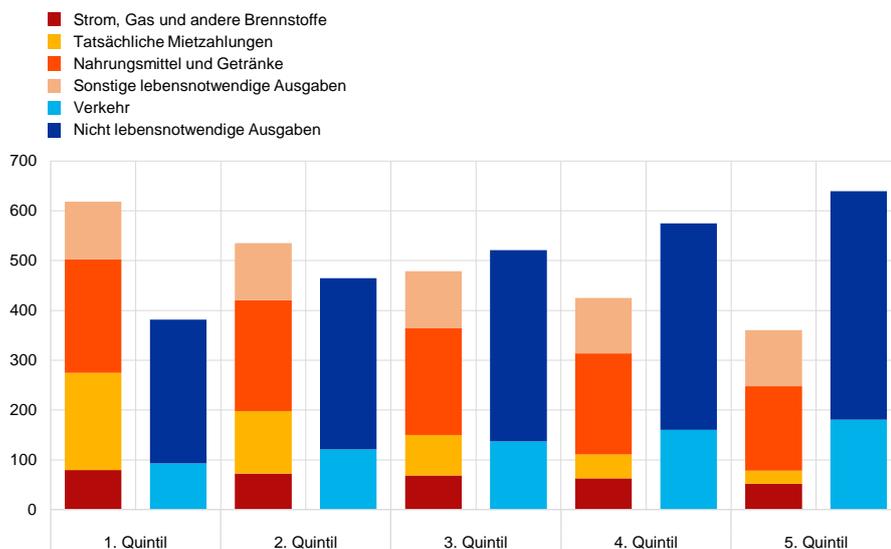
a) Jährliche Teuerung: HVPI, Energie, Nahrungsmittel und Mieten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Warenkörbe im Euroraum nach Einkommensquintilen

(Anteil an den Gesamtausgaben, skaliert auf 1 000)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Positionen basieren auf der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (COICOP). In der Summe ergeben die Gewichte den Wert 1 000. Die Position „Sonstige lebensnotwendige Ausgaben“ umfasst Ausgaben für Gesundheitswesen, Postdienste und Telekommunikation, Bildungswesen sowie Wasserversorgung und sonstige Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Wohnung. Die Position „Nicht lebensnotwendige Ausgaben“ umfasst alle verbleibenden COICOP-Kategorien. Grafik b bezieht sich auf 2015. In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf Februar 2023.

Der Abstand zwischen den Inflationsraten der privaten Haushalte, die unter die obersten und untersten 20 % der Einkommensverteilung fallen, lag Ende 2022 auf dem höchsten Wert seit Mitte der 2000er-Jahre (siehe Abbildung 2, Grafik a).⁸

Ferner geht aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) hervor, dass die Differenz zwischen dem Ausgabenwachstum im obersten und im untersten Quintil der Einkommensverteilung etwas geringer ist als die Differenz bei der wahrgenommenen Inflation.⁹ Bei der Befragung stellte sich nicht nur heraus, dass die Ausgabenkörbe der Gruppen unterschiedlich zusammengesetzt sind, sondern auch, dass einkommensstärkere Verbraucherinnen und Verbraucher bei einem Anstieg der Inflation nach günstigeren Angeboten suchen, um ihre Gesamtausgaben zu senken (siehe Kasten 1).

⁸ Für die vergangenen Jahre lässt sich die Differenz zwischen den Inflationsraten nur näherungsweise messen, da die nach Einkommensklassen aufgeschlüsselten Gewichte der Konsumausgaben für den Euroraum nur mit erheblicher zeitlicher Verzögerung veröffentlicht werden. Die Gewichte für 2015 wurden für jede Konsumkategorie anhand der entsprechenden Veränderungen der relativen Preise fortgeschrieben. Dabei wurde angenommen, dass die Preissteigerungsraten in den einzelnen Kategorien bei allen Privathaushalten gleich sind (beispielsweise wird für alle Haushalte dieselbe Inflationsrate für Nahrungsmittel unterstellt; Unterschiede bestehen lediglich in Bezug auf den jeweiligen Anteil der Ausgaben für Nahrungsmittel).

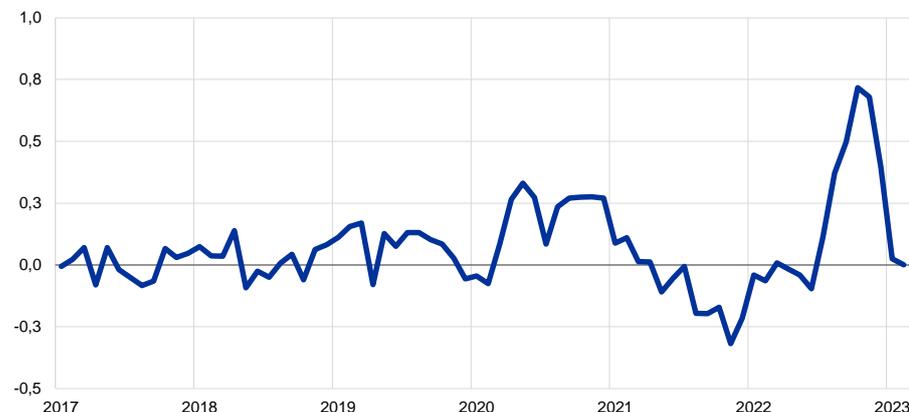
⁹ Siehe die [EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#).

Abbildung 2

Differenz zwischen den jährlichen Inflationsraten der Haushalte im untersten und obersten Einkommensquintil und deren Zerlegung

a) Inflationsdifferenz zwischen Haushalten im untersten und obersten Einkommensquintil im Euroraum

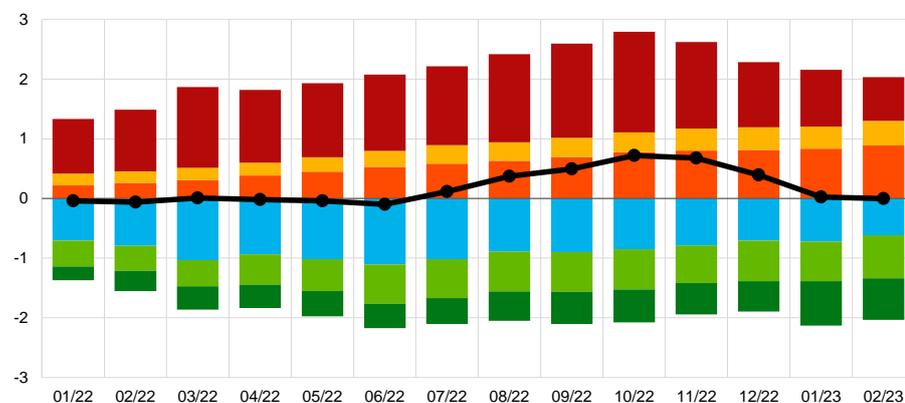
(in %)



b) Zerlegung der Inflationsdifferenz zwischen Haushalten im untersten und obersten Einkommensquintil

(in %)

- Verkehr
- Nahrungsmittel und Getränke
- Tatsächliche Mietzahlungen
- Strom, Gas und andere Brennstoffe
- Freizeit, Unterhaltung und Kultur sowie Gaststätten- und Beherbergungsdienstleistungen
- Sonstige
- HVPI 1. Quintil – HVPI 5. Quintil



Quellen: Erhebung von Eurostat über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte (Household Budget Survey – HBS), ISTAT und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Beiträge der einzelnen Komponenten errechnen sich aus dem Produkt der Inflationsraten auf Komponentenebene und der Differenz der Gewichte der betreffenden Komponenten in den quintilsspezifischen Warenkörben. Die quintilsspezifischen Inflationsraten werden einschließlich Mieten, aber ohne Ausgaben für unterstellte Mietzahlungen und Kosten für selbst genutztes Wohneigentum ermittelt. Die Gewichte basieren auf der HBS für das Jahr 2015 und wurden mechanisch anhand der relativen Preisentwicklung bei jeder COICOP-Teilkomponente fortgeschrieben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023.

Haushalte mit höherem Einkommen verfügen über mehr Spielraum, um Preisanstiege abzufedern. Sie können zwischen verschiedenen Verbrauchskategorien substituieren und ihren Konsum reduzieren, indem sie nicht lebensnotwendige Ausgaben – beispielsweise für Flugreisen oder Freizeitdienstleistungen – verringern. Ferner können sie innerhalb jeder Ausgabenkategorie auf Produkte und Dienstleistungen kostengünstigerer Varianten ausweichen. So geben Haushalte im obersten Einkommensquintil in der zu den Verbraucher-

erwartungen in Bezug auf Gebrauchsgüter ein dreimal so hohes Einsparpotenzial an wie Haushalte, die zu den untersten 20 % der Einkommensverteilung zählen. Zudem zahlen einkommensstärkere Haushalte einen höheren Preis für vergleichbare Lebensmittel und können von teuren Produktvarianten wie Bio-Nahrungsmitteln auf günstigere Alternativen ausweichen, auf Discounter umsteigen oder mehr Zeit aufwenden, um nach Angeboten zu suchen.¹⁰ Das Phänomen des Umstiegs auf günstigere Varianten („Trading-down“) zur Abfederung negativer Einkommensschocks war auch während der globalen Finanzkrise zu beobachten.¹¹ So hebt Kouvavas (2020) es als Grund für Verzerrungen bei der Inflationsmessung hervor, da sich die Zusammensetzung des Verbrauchs in Richtung Waren und Dienstleistungen mit geringerer Qualität verändert.¹²

Der Wohlfahrtsverlust, der durch eine höhere Inflation entsteht, lässt sich mithilfe der hypothetischen einmaligen Transferzahlung quantifizieren, die erforderlich wäre, um das vor dem Inflationsanstieg bestehende Wohlfahrtsniveau wiederherzustellen. Diese hypothetische Transferzahlung kann anhand von Daten aus der CES errechnet werden. Dabei zeigt sich, dass die Haushalte im untersten Quintil – gemessen am Einkommen – eine dreimal so hohe Transferzahlung benötigen würden wie die Haushalte im obersten Quintil, um die im Jahr 2022 erlebte Inflation auszugleichen (siehe Abbildung 3).¹³ Die Differenz weitet sich sogar auf das Zehnfache aus, wenn man nur die unteren und oberen 5 % der Einkommensverteilung vergleicht.

¹⁰ Das Marktforschungsunternehmen GfK liefert Informationen zu den Ausgaben von Privathaushalten in Deutschland aus unterschiedlichen Einkommensklassen für Konsumgüter mit hoher Umschlagshäufigkeit. Im Jahr 2018 lag der Anteil der bei Discountern getätigten Ausgaben in den unteren beiden Einkommenskategorien bei rund 47 % und in den beiden höheren Einkommensklassen bei rund 33 %. Dies deutet darauf hin, dass Haushalte in höheren Einkommenskategorien mehr Spielraum haben, die Kosten ihrer Warenkörbe durch eine Änderung ihres Einkaufsverhaltens zu senken.

¹¹ Siehe EZB, [Lebensmittelpreise im Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse der Untersuchung disaggregierter Preisdaten](#), Wirtschaftsbericht 1/2015, Januar 2015.

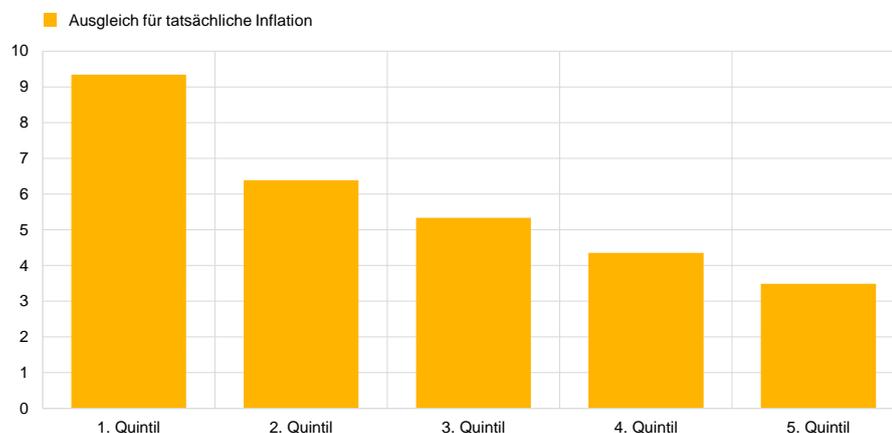
¹² Siehe O. Kouvavas, [Trading Down and Inflation](#), University of Warwick, Mimeo, 2020.

¹³ Die hypothetischen Transferzahlungen wurden unter der Annahme einer Cobb-Douglas-Nutzenfunktion ermittelt, indem die gewichtete Summe der nach Ausgabenkategorien aufgeschlüsselten Inflationsraten mit dem Anteil der für jede Kategorie aufgewendeten Ausgaben am Gesamteinkommen multipliziert wurde. Dies wurde separat für die tatsächlich erlebte und die wahrgenommene Inflation durchgeführt. Die nach Hauptkategorien aufgliederten Ausgaben werden vierteljährlich in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen gemeldet. Die in den vorangegangenen zwölf Monaten erlebte Inflation wurde für Dezember 2021 und Dezember 2022 nach Ausgabenarten aufgeschlüsselt untersucht. Die Analyse erfolgte anhand offizieller Statistiken zur Inflation nach Ausgabenkategorien. Siehe hierzu O. Causa, E. Soldani, N. Luu und C. Sorio, [A cost-of-living squeeze? Distributional implications of rising inflation](#), Working Papers des OECD Economics Department, Nr. 1744, 2022.

Abbildung 3

Hypothetische einmalige Transferzahlung zum Ausgleich der Inflation im Jahr 2022 nach Einkommensquintilen

(in % des nominalen Nettoeinkommens)



Quellen: Eurostat und Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die einmaligen Transferzahlungen beziehen sich auf die gesamte Bevölkerung. Sie werden unter Annahme einer Cobb-Douglas-Nutzenfunktion berechnet. Demnach entspricht die Einkommenskompensation der gewichteten Summe der zwischen den Zeitpunkten t1 und t0 tatsächlich erlebten und wahrgenommenen nach Ausgabenkategorien aufgeschlüsselten Inflationsraten, multipliziert mit dem Anteil am Nettoeinkommen, der zum Zeitpunkt t0 auf jede Kategorie der Gesamtausgaben entfällt.

Allerdings könnten diese einmaligen Transferzahlungen die tatsächlichen Wohlfahrtsverluste der Haushalte mit hohem Einkommen überzeichnen, denn Letztere haben im Jahr 2022 entsprechend ihrer aufgestauten Nachfrage – insbesondere nach Reisen und Freizeitdienstleistungen – mehr Ausgaben getätigt. Der CES zufolge erhöhte sich das Verhältnis von Ausgaben zu Einkommen 2022 stärker, als dies normalerweise bei einem entsprechenden Anstieg des prozentualen Anteils der für Versorgungsleistungen aufgewendeten Ausgaben der Fall wäre. Darüber hinaus gibt es Hinweise, dass die Sparquoten der Haushalte, die mehr Geld für Möbel, Restaurantbesuche und Reisen ausgaben, ungewöhnlich niedrig waren. Beide Ausgabenarten trugen zur kräftigen Zunahme der Teuerung bei. Im ersten Fall dienten die höheren Ausgaben der Deckung des Grundbedarfs, nachdem es zu einem exogenen Anstieg der Preise für Bedarfsgüter gekommen war. Im zweiten Fall spiegelten sie hingegen eine Nutzenoptimierung der Verbraucherinnen und Verbraucher wider, die nach der Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen mehr Zeit und finanzielle Ressourcen für Freizeitaktivitäten aufwendeten. Dementsprechend sind auch die Implikationen sehr unterschiedlich, denn die Wohlfahrtsverluste sind bei einem exogenen Anstieg der Preise von Bedarfsgütern deutlich höher als bei Luxusgütern.¹⁴ Daher sollte die einmalige Transferzahlung angepasst werden, um diskretionäre Verbraucherentscheidungen zu berücksichtigen.

¹⁴ Siehe O. P. Attanasio und L. Pistaferri, [Consumption Inequality](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 30, Nr. 2, 2016, S. 3-28; L. Fang, A. Hannusch und P. Sil, [Luxuries, Necessities, and the Allocation of Time](#), Working Paper 2021-28 der Federal Reserve Bank of Atlanta, 2021.

Kasten 1

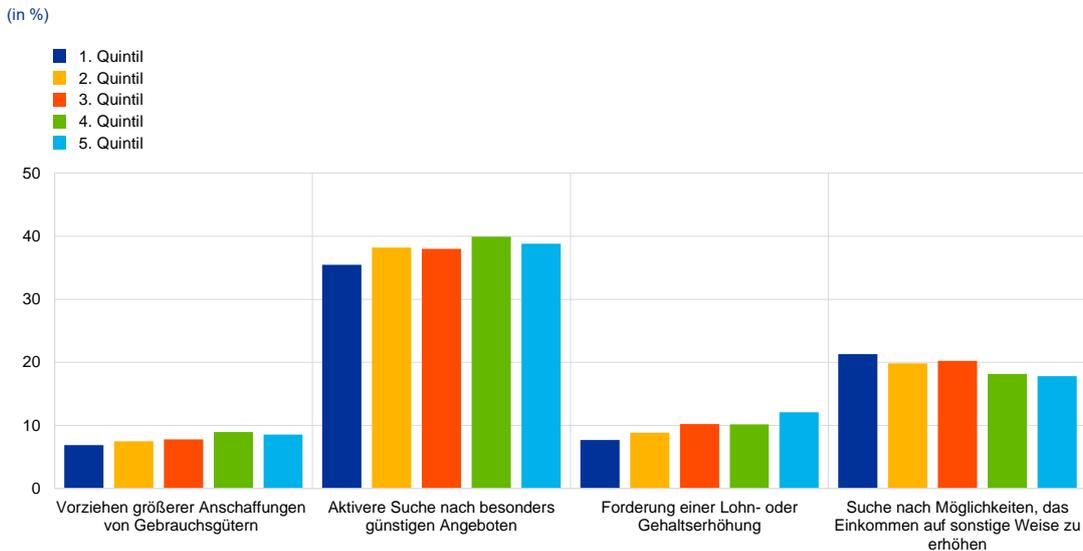
Wie beeinflusst die Inflation das Verhalten der Verbraucherinnen und Verbraucher?

Virginia Di Nino

Im Dezember 2022 wurden die Teilnehmerinnen und Teilnehmer der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES) gebeten, eine Einschätzung zu ihren Erwartungen hinsichtlich der Inflation in zwölf Monaten abzugeben. Ferner sollten sie aus einer Reihe möglicher Antworten die Maßnahmen auswählen, die sie gegebenenfalls ergreifen würden, um die Auswirkungen der erwarteten Teuerung auf ihre Gesamtausgaben einzudämmen. Die verschiedenen Antwortmöglichkeiten wurden in den einzelnen Einkommensgruppen unterschiedlich oft ausgewählt (siehe Abbildung A). Am häufigsten wurde die Suche nach besonders günstigen Angeboten genannt, und zwar vor allem von Haushalten aus den obersten 20 % der Einkommensverteilung: 40 % von ihnen wählten diese Antwortmöglichkeit aus, während es in der untersten Einkommensgruppe nur 35 % waren. Darin zeigt sich, dass Besserverdienende mehr Spielraum haben, einzelne Produkte in ihrem Warenkorb durch preisgünstigere Alternativen zu ersetzen. Verbraucherinnen und Verbraucher mit niedrigem Einkommen hingegen kaufen meist schon die preisgünstigen Produkte. Die Option, größere Anschaffungen von Gebrauchsgütern vorzuziehen, wurde fast doppelt so häufig von Haushalten mit einem Einkommen oberhalb des Medians gewählt. Diese kaufen tendenziell häufiger Gebrauchsgüter und tätigen häufiger umfangreiche Anschaffungen als Haushalte in den einkommensschwächeren Quintilen. Was Einkommensanpassungen betrifft, so würde nur jeder zehnte Haushalt direkt eine Lohnausgleichszahlung fordern. Personen mit hohem Einkommen wählten diese Antwortmöglichkeit öfter aus, was deren vergleichsweise stärkere Verhandlungsmacht widerspiegelt. Umgekehrt würden Haushalte mit niedrigem Einkommen eher nach Alternativen suchen und beispielsweise eine zweite Beschäftigung aufnehmen oder ihre Arbeitszeit erhöhen, um die gestiegenen Lebenshaltungskosten zu kompensieren. Im Schnitt haben sich einkommensschwächere Haushalte fast dreimal so oft für diese Strategie entschieden wie für die Forderung von Lohnausgleichszahlungen. Insgesamt scheinen die Umfrageergebnisse zu bestätigen, dass Haushalte mit hohem Einkommen über einen größeren Puffer verfügen, um die Auswirkungen gestiegener Preise auf ihre Wohlfahrt abzufedern.

Abbildung A

Strategien zur Abfederung der Inflation nach Einkommensquintilen



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die Frage in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen lautet wie folgt: „Bei der nächsten Frage geht es um Ihre Erwartungen zur allgemeinen Preisentwicklung in den kommenden zwölf Monaten. Welche der folgenden Maßnahmen werden Sie in den nächsten zwölf Monaten in diesem Zusammenhang gegebenenfalls ergreifen oder planen Sie zu ergreifen? Bitte wählen Sie alle zutreffenden Antworten aus. 1. Vorziehen größerer Anschaffungen von Gebrauchsgütern. 2. Verringerung der üblicherweise getätigten Ausgaben und Erhöhung der Einsparungen. 3. Aktivere Suche nach besonders günstigen Angeboten. 4. Verringerung der regelmäßigen Ersparnisbildung und Erhöhung der Ausgaben. 5. Vollständige oder teilweise Auflösung von Ersparnissen zur Finanzierung der Ausgaben. 6. Forderung einer Lohn- oder Gehaltserhöhung seitens des derzeitigen Arbeitgebers. 7. Suche nach Möglichkeiten, das Einkommen auf sonstige Weise zu steigern (z. B. durch Stellenwechsel, Aufnahme einer zweiten Beschäftigung, Erhöhung der beim aktuellen Arbeitgeber geleisteten Arbeitsstunden). 8. Keine der genannten Maßnahmen.“

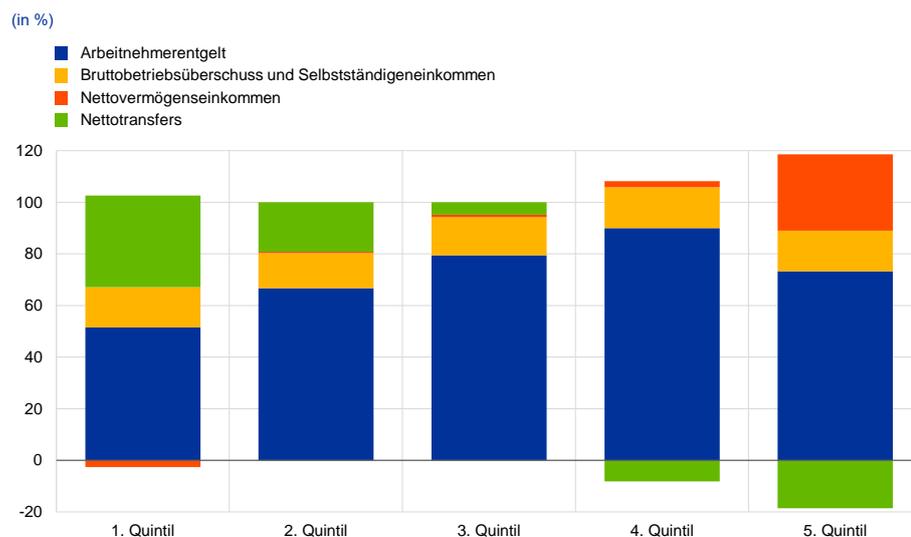
3 Der Einkommenskanal

Wie sich Inflationsschocks auf die privaten Haushalte auswirken, hängt von ihrem Einkommen und dessen Bestandteilen ab. Bei Haushalten mit niedrigerem oder mittlerem Einkommen machen Löhne und Gehälter sowie Sozialleistungen einen Großteil der Einkünfte aus (siehe Abbildung 4). In vielen Ländern sind die Mindestlöhne und Renten an die Inflation gekoppelt, was den Haushalten am unteren Ende der Einkommensverteilung einen gewissen Schutz bietet. Allgemein passen sich die Löhne und Gehälter jedoch in der Regel nur teilweise und zeitlich verzögert an die Inflation an.¹⁵ Haushalte mit höherem Einkommen beziehen hingegen rund 40 % ihrer Einkünfte aus Finanzanlagen und unternehmerischen Tätigkeiten. Diese passen sich schneller an die Inflation an und bieten somit – auch aufgrund der größeren Diversifizierung der Einkommensquellen – eine bessere

¹⁵ Eine schleppende Lohndynamik behindert grundsätzlich Anpassungen. Dies gilt sowohl für Preisanstiege als für negative Wachstumsschocks. Siehe A. Consolo, G. Koester, C. Nickel, M. Porqueddu und F. Smets, [The need for an inflation buffer in the ECB's price stability objective – the role of nominal rigidities and inflation differentials](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 279, 2021; E. Gautier, C. Conflitti, R. P. Faber, B. Fabo, L. Fadejeva, V. Jouvanceau, J. Menz, T. Messner, P. Petroulas, P. Roldan-Blanco, F. Rumler, S. Santoro, E. Wieland und H. Zimmer, [New facts on consumer price rigidity in the euro area](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2669, 2022.

Inflationsabsicherung (siehe Abschnitt 4).¹⁶ In der gegenwärtigen Inflationsphase konnten viele Unternehmen aufgrund der robusten Nachfrage ihre Gewinnmargen ausweiten. Ferner konnten sie die Verluste wettmachen, die sie während der pandemiebedingten Restriktionen erlitten hatten. Einen Teil dieser Gewinne schütteten sie als Dividenden aus. Davon profitierten diejenigen Haushalte, die Aktien halten.

Abbildung 4
 Zerlegung des Bruttoeinkommens nach Einkommensquelle und -quintil



Quellen: Einkommens-, Konsum- und Umfragedaten von Eurostat.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2021.

Aus Umfragen geht hervor, dass Menschen mit niedrigem und mittlerem Einkommen eher Kaufkraftverluste erleiden. Beschäftigte in den niedrigen Einkommensgruppen könnten auf die kollektive Tarifverhandlungsmacht von Gewerkschaften setzen. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen scheinen sie sich indessen bewusst zu sein, dass sie allein an einem kurzen Hebel sitzen. Ihre Einkommenserwartungen reagieren weniger stark auf Inflationsanstiege, und Erhebungen zufolge suchen sie eher nach alternativen Einkommensquellen (z. B. Erhöhung der Arbeitszeit oder Aufnahme einer zweiten Beschäftigung), als Lohnerhöhungen zu fordern. Beschäftigte mit hohem Einkommen verlangen hingegen eher einen Lohnausgleich (siehe Kasten 1). Aus der Umfrage geht auch hervor, dass sich die Wahrscheinlichkeit, aufgrund einer konjunkturellen Abschwächung die Arbeitsstelle zu verlieren, mit steigendem Einkommen stetig

¹⁶ Mehrere Studien liefern Belege für einen positiven Zusammenhang zwischen Inflation und Einkommensungleichheit. So wurde etwa für die Vereinigten Staaten festgestellt, dass eine höhere unerwartete Inflation mit einem höheren Einkommensanteil der ärmsten Haushalte und einem niedrigeren Gini-Koeffizienten einhergeht; siehe C. D. Romer und D. H. Romer, [Monetary Policy and the Well-being of the Poor](#), Working Paper Series des NBER, Nr. 6793, 1998. Einer weiteren Untersuchung zufolge wird die aktuelle Einkommensungleichheit auch durch die zurückliegende Inflation beeinflusst; siehe A. Bulir, [Income Inequality: Does Inflation matter?](#), Working Paper Series des IWF, Nr. 1998/007, 1998. Dass sich die Korrelation zwischen Inflation und Einkommensungleichheit im Zeitverlauf verändert und sich insbesondere in Europa ins Negative gekehrt hat, belegt indes C. Binder, [Inequality and the inflation tax](#), Journal of Macroeconomics, Bd. 61, 2019.

verringert. So erwarten einkommensschwache Haushalte der Befragung zufolge häufig höhere Arbeitslosenquoten.

In der aktuellen Inflationsphase hat die Beschäftigungsdynamik nicht über den Einkommenskanal zur Ungleichheit beigetragen. Hier bietet es sich an zu vergleichen, wie sich die Beschäftigung in den einzelnen Einkommensgruppen in verschiedenen Phasen entwickelte. Zu Beginn der pandemiebedingten Lockdowns verzerrten die Beschränkungen bei den kontaktintensiven Dienstleistungen die Arbeitslosigkeitsrisiken und die Einkommensverluste in Richtung der Beschäftigten in einkommensschwächeren Quintilen, denn diese arbeiten tendenziell häufiger im Gastgewerbe und in der Gastronomie.^{17,18} Anders als während der globalen Finanzkrise erwies sich die Beschäftigung in den Hochlohnsektoren diesmal als widerstandsfähiger (siehe Abbildung 5). Zugleich wurden umfangreiche nationale Programme zur Arbeitsplatzsicherung aufgelegt. Insbesondere wurden in fast allen EU-Mitgliedstaaten Kurzarbeitsregelungen eingeführt. Mithilfe dieser Maßnahmen gelang es, Entlassungen zu vermeiden, die Arbeitslosigkeit einzudämmen und dadurch die anfälligsten Beschäftigten zu schützen.¹⁹ Auf diese Weise konnte ein stärkerer Einbruch der Beschäftigung in den Wirtschaftsbereichen mit niedrigerem Durchschnittseinkommen verhindert werden. Vielmehr hat sich die Beschäftigung in denjenigen kontaktintensiven Sektoren, die anfänglich stärker von den Lockdowns betroffen waren, seit der Aufhebung der Beschränkungen in der zweiten Jahreshälfte 2021 besonders gut erholt. Laut der CES stieg die Arbeitslosigkeit im zweiten Halbjahr 2020 bei Beschäftigten mit einem unter dem Median liegenden Einkommen stärker an. Im Verlauf des Jahres 2021 ging sie aber in ebendieser Einkommensklasse auch stärker zurück (siehe Abbildung 6).²⁰ Im Jahr 2022 waren keine weiteren Verbesserungen erkennbar, und in der zweiten Jahreshälfte traten dann erste Anzeichen einer allgemeinen Verschlechterung auf.

¹⁷ Eine [Analyse der Europäischen Kommission](#) für die EU-Mitgliedstaaten auf Basis der EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) zeigt, dass die Einkommenseinbußen bei Haushalten in den niedrigen Einkommensgruppen in den frühen Phasen der Pandemie drei- bis sechsmal so hoch waren wie bei Haushalten in den oberen Quintilen.

¹⁸ Siehe EZB, [Einkommensungleichheit im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 1, in: [Geldpolitik und Ungleichheit](#), Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

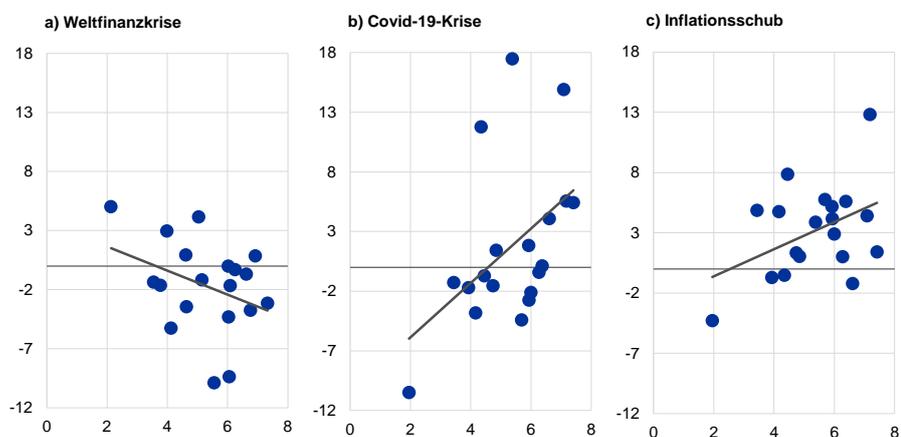
¹⁹ Siehe EZB, [Die automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet und die Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

²⁰ Laut der [EU-SILC für 2021](#) hat sich die Einkommensgleichheit von 2019 bis 2021 allgemein verbessert. So verringerte sich in dieser Zeit der Anteil der von Armut bedrohten Haushalte, und die Mediane des verfügbaren Einkommens und des Erwerbseinkommens stiegen insbesondere im untersten Einkommensquintil an. Dies ist vor allem den staatlichen Unterstützungsmaßnahmen zu verdanken, die auf die einkommensschwächeren Quintile abzielten. Siehe auch EZB, [Arbeitsmarkterholung im Euro-Währungsgebiet: Erkenntnisse aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 2/2022, Juni 2022.

Abbildung 5

Durchschnittliche Entwicklung von Einkommen und Beschäftigung in verschiedenen Perioden

(x-Achse: durchschnittliche Einkommensdezile; y-Achse: Veränderung der Beschäftigung in %)



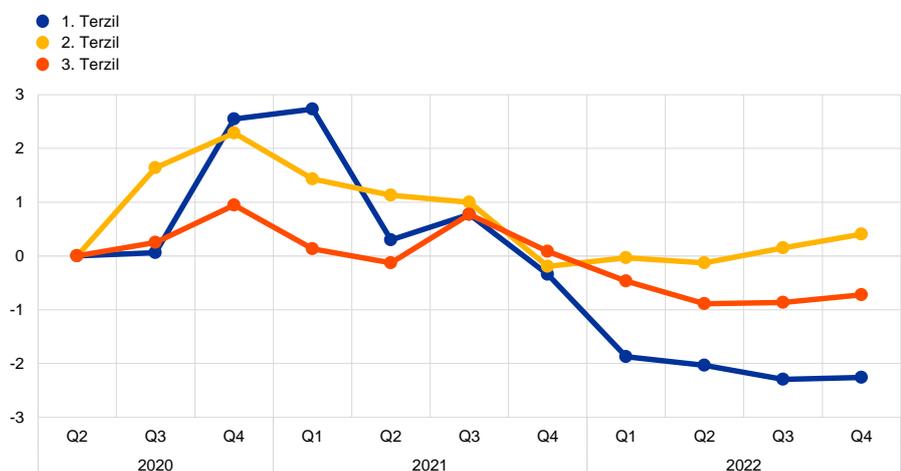
Quellen: [Arbeitskräfteerhebung von Eurostat](#) und [EU-Statistik über Einkommen und Lebensbedingungen \(EU-SILC\)](#).

Anmerkung: „Weltfinanzkrise“ bezieht sich auf den Zeitraum vom vierten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2010; „Covid-19-Krise“ bezieht sich auf den Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2021; „Inflationsschub“ bezieht sich auf den Zeitraum vom dritten Quartal 2021 bis zum dritten Quartal 2022. Die jüngsten Angaben nach durchschnittlichem Einkommensdezil beziehen sich auf das Jahr 2021. Die jüngsten Angaben zur Beschäftigung nach Sektor beziehen sich auf das dritte Quartal 2022. Die Klassifizierung der Sektoren entspricht der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (NACE).

Abbildung 6

Entwicklung der Arbeitslosenquoten nach Einkommensgruppe

(in Prozentpunkten)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die Arbeitslosenquoten werden berechnet als der Quotient aus Arbeitslosen und Erwerbepersonen. Die Berechnung erfolgt für jede Einkommensgruppe separat. Bei den Differenzen handelt es sich stets um den Unterschied zum zweiten Quartal 2020. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Einkommensschwache Haushalte verfügen über kleinere Sparpolster und sind daher stärker auf staatliche Maßnahmen angewiesen, um finanzielle Notlagen abzuwenden. Außerdem haben Haushalte mit niedrigerem Einkommen auch niedrigere Sparquoten. Ihre kumulierten Ersparnisse sind geringer, und dementsprechend haben sie auch weniger Spielraum, um Kostensteigerungen

abzufedern, die durch negative Schocks entstehen.²¹ Sie bauen vielfach ihre Ersparnisse ab. Sie bauen vielfach ihre Ersparnisse ab. So liegt der Medianwert der Sparquote im untersten Einkommensquintil bei -5,86 %, während Haushalte im obersten Quintil der Einkommensverteilung rund 40 % ihres verfügbaren Nettoeinkommens sparen.²² Vierteljährlich werden im Rahmen der CES auch die Ersparnisströme erfragt. Daraus lässt sich ablesen, dass sich der Anteil der „Entsparer“ von 2021 bis 2022 um schätzungsweise 5 Prozentpunkte auf 25 % erhöhte. Bei denjenigen Haushalten im untersten Einkommensquintil, die positive Ersparnisse aufwiesen, sank die Sparquote um 10 Prozentpunkte und damit schätzungsweise viermal so stark wie im obersten Einkommensquintil. Die Teilnehmer der CES wurden auch gebeten einzustufen, inwieweit sie die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen als angemessen erachten, um ihre finanzielle Lage vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise zu schützen.²³ Trotz der sehr starken Energieverteuerung verbesserte sich die durchschnittliche Bewertung der Angemessenheit Ende 2022 gegenüber dem Vorjahr.²⁴ Es besteht eine negative Korrelation zwischen dem Umfang des Ersparnisrückgangs im Jahr 2022 und der Bewertung der Angemessenheit der staatlichen Hilfsmaßnahmen. Dies lässt den Schluss zu, dass Haushalte mit niedrigerem Einkommen einen größeren Bedarf an finanzpolitischer Unterstützung haben (siehe Abbildung 7). Je höher das Einkommen, desto geringer die Ersparniseinbußen und desto höher die durchschnittliche Angemessenheitsbewertung.

²¹ Siehe N. Battistini, V. Di Nino, M. Dossche und A. Kolndrekaj, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, EZB, April 2022.

²² Siehe die [Experimentellen Statistiken von Eurostat zu Einkommen, Verbrauch und Vermögen](#).

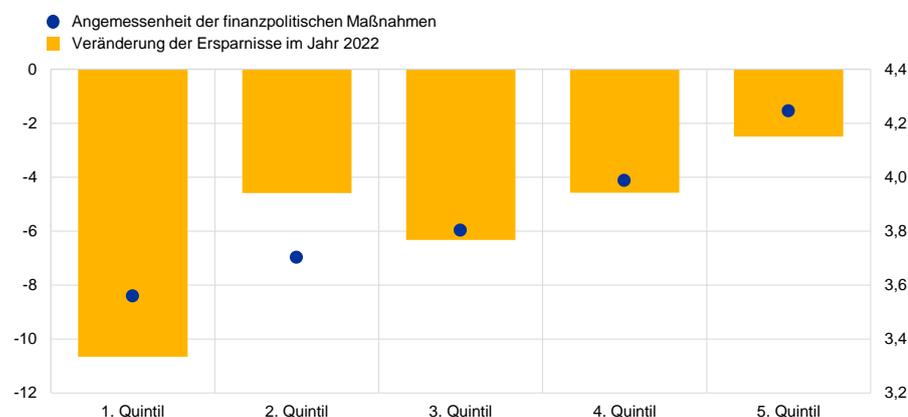
²³ In den Umfragen vom Oktober 2021 und Dezember 2022 wurde um eine Einstufung der Angemessenheit der finanzpolitischen Maßnahmen gebeten, die ergriffen wurden, um die finanzielle Lage der Haushalte vor den negativen Auswirkungen der hohen Energiepreise abzusichern. Die entsprechende Skala reichte von 0 (völlig unzureichend) bis 10 (völlig ausreichend).

²⁴ Siehe EZB, [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), Wirtschaftsbericht 2/2023, März 2023.

Abbildung 7

Veränderung der Ersparnisse und der Bewertung der Angemessenheit finanzpolitischer Maßnahmen

(linke Skala: in % des nominalen Nettoeinkommens; rechte Skala: wahrgenommene Angemessenheit der Maßnahmen auf einer Skala von 0 bis 10)



Quellen: Eurostat und Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die Frage zur Angemessenheit der finanzpolitischen Maßnahmen wurde wie folgt formuliert: „Viele Regierungen ergreifen derzeit Maßnahmen, um die Belastung der privaten Haushalte durch die höheren Energiepreise zu verringern. Inwieweit werden Ihrer Meinung nach die Maßnahmen in Ihrem Land ausreichen, damit Ihr Haushalt seine üblicherweise getätigten Ausgaben für Waren und Dienstleistungen aufrechterhalten kann?“. Die Skala reichte dabei von 0 = „völlig unzureichend“ bis 10 = „völlig ausreichend“. In der ausgewiesenen Veränderung der Sparquote im Jahr 2022 sind nur diejenigen Haushalte berücksichtigt, die Nettosparer waren. In der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen werden die vierteljährlichen Ersparnisströme intervallweise gemeldet. Die Intervalle wurden mittels eines doppelt zensierten Tobit-Modells der Ersparnisse unter Verwendung der Merkmale und Gesamtausgaben der Privathaushalte in Punktschätzungen überführt. Bei der Schätzung wurde davon ausgegangen, dass die Ersparnisse in der Spanne zwischen dem untersten und obersten Wert des Intervalls liegen.

Kasten 2

Inflation, Finanzpolitik und Ungleichheit

Virginia Di Nino und Maximilian Freier²⁵

Im gesamten Euroraum wurden Schritte unternommen, um die Auswirkungen der hohen Inflation abzumildern. Die Regierungen setzten Maßnahmen zur Eindämmung von Preissteigerungen um und unterstützten Privathaushalte und Unternehmen durch direkte Transferzahlungen und Steuerentlastungen.²⁶ Wie wirkten sich diese finanzpolitischen Maßnahmen auf die Einkommensungleichheit der privaten Haushalte im Jahr 2022 aus? Und inwieweit entsprechen die tatsächlichen Effekte den in der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (CES) gemeldeten Wahrnehmungen?

Insgesamt konnte die Ungleichheitslücke, die sich durch den hohen Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe auftat, durch finanzpolitische Maßnahmen ausgeglichen werden. Die Working Group on Public Finance (WGPF) des EZB hat in Zusammenarbeit mit der Gemeinsamen Forschungsstelle der Europäischen Kommission die Verteilungseffekte der staatlichen Maßnahmen

²⁵ Die Autoren danken Simeon Bischl und Aleksandra Kolndrekaj für ihre wertvolle Forschungsassistentz und ihre Beiträge zu diesem Kasten.

²⁶ Siehe EZB, [Verteilungseffekte der finanzpolitischen Maßnahmen zum Ausgleich des starken Verbraucherpreisanstiegs](#), Kasten 2, in: [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), Wirtschaftsbericht 2/2023, März 2023.

zum Ausgleich des hohen Preisauftriebs auf der Verbraucherstufe im Jahr 2022 untersucht.²⁷ Zwar unterscheiden sich die nationalen Maßnahmenpakete zur Kompensation der hohen Energiepreise in ihrem Umfang und ihrer Wirkung. Insgesamt wurde jedoch festgestellt, dass die Ausweitung der Einkommensungleichheit nach Steuern im Euroraum durch die Inflationsausgleichsmaßnahmen erfolgreich eingedämmt wurde. Abbildung A, Grafik a zeigt die Veränderung des Gini-Koeffizienten für das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte von 2021 bis 2022. Der Inflationsschock führte zu einem leichten Anstieg der Einkommensungleichheit im Eurogebiet.²⁸ Dieser wurde durch die diskretionären energiebezogenen Maßnahmen zur Unterstützung der privaten Haushalte ausgeglichen. Zudem profitierten die einkommensschwächeren Haushalte stärker von anderen staatlichen Transferleistungen und politischen Änderungen, die nicht den Energiebereich betrafen. Zwischenzeitlich hat sich die Ungleichheitslücke wieder geschlossen. Betrachtet man stattdessen das Einkommensquintilverhältnis – eine alternative Messgröße der Ungleichheit, die das Verhältnis des Gesamteinkommens der 20 % der Bevölkerung mit dem höchsten Einkommen zu jenem der 20 % mit dem niedrigsten Einkommen angibt –, ergibt sich ein sehr ähnliches Bild (siehe Abbildung A, Grafik b).

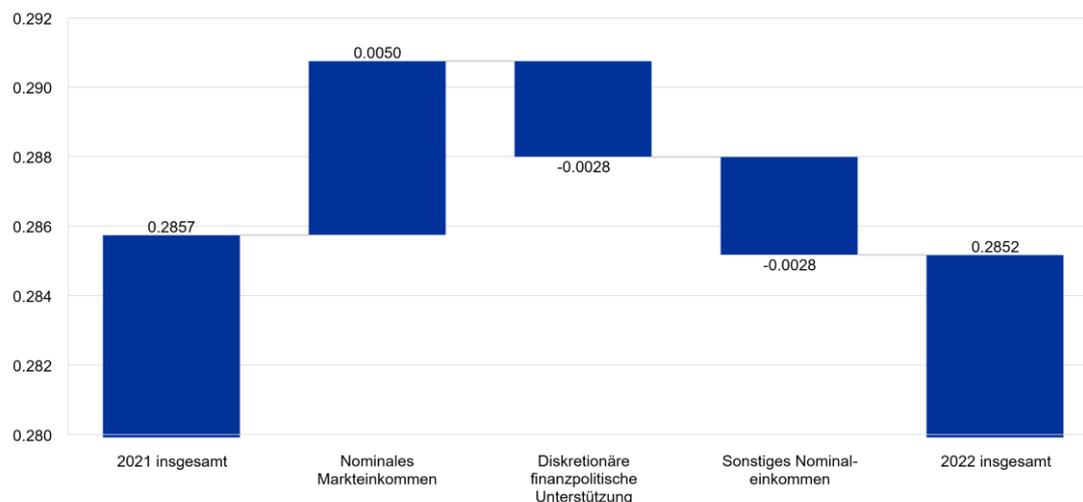
²⁷ Die Studie verwendet ein Steuer-Transfer-Mikrosimulationsmodell (EUROMOD mit der Erweiterung für indirekte Steuern), in das Mikrodaten (kombinierte Daten aus der EU-SILC und der Eurostat-Erhebung über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte) einfließen. Eine Erläuterung der Gesamtanalyse findet sich in: A. Amores et al., The distributional impact of fiscal measures to compensate consumer inflation, Occasional Paper Series der EZB (im Erscheinen).

²⁸ Das Markteinkommen stieg entlang der Einkommensverteilung unterschiedlich stark an. Im Jahr 2022 erhöhte es sich im untersten Quintil um rund 1 %, bei den reichsten 20 % der privaten Haushalte hingegen um etwa 4 %.

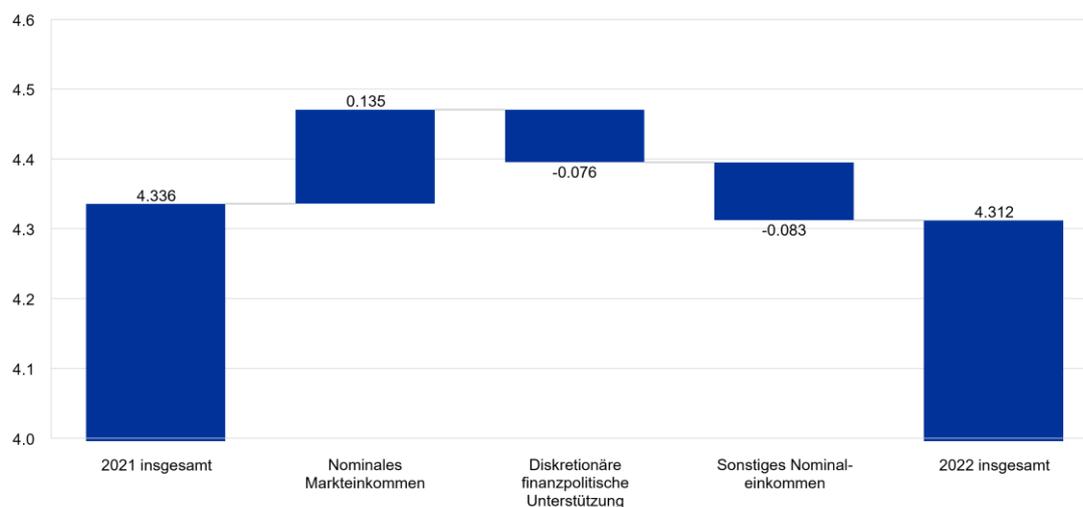
Abbildung A

Auswirkungen der finanzpolitischen Maßnahmen auf den Gini-Koeffizienten im Euroraum und den Anteil der von Armut bedrohten Haushalte

a) Gini-Koeffizient



b) Einkommensquintilverhältnis



Quelle: A. Amores et al., a. a. O.

Anmerkung: Berechnungen anhand Mikrosimulationen auf Basis von EUROMOD und Daten aus der EU-SILC. Die Entwicklung des sonstigen Nominaleinkommens ist auf politische Änderungen jenseits der Sondermaßnahmen zum Inflationsausgleich zurückzuführen, z. B. auf Änderungen der Sozialleistungen oder der Steuersätze. Je niedriger der Gini-Koeffizient, desto geringer die Ungleichheit. Das Aggregat für den Euroraum wird näherungsweise anhand von Daten zu Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal ermittelt.

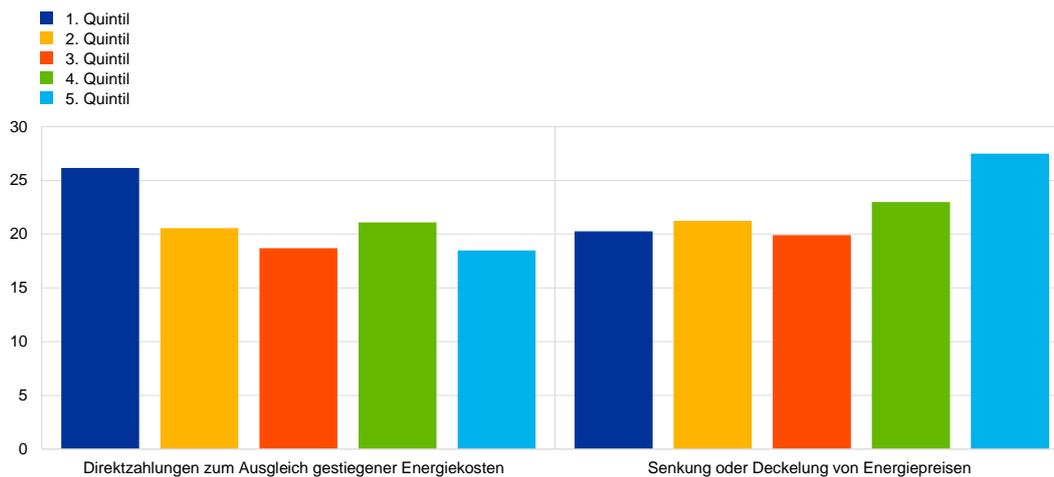
Im Rahmen der CES gaben die teilnehmenden Haushalte an, welche Art von staatlicher Unterstützung sie erhielten, um die Auswirkungen der hohen Energiepreise zu begrenzen. Dabei gaben Haushalte im untersten Quintil der Einkommensverteilung häufiger an, eine Kompensation für gestiegene Energieausgaben in Form direkter Transferzahlungen und/oder Sozialleistungen erhalten zu haben. Dies deckt sich mit den verfügbaren volkswirtschaftlichen Daten. Demgegenüber berichteten die in den obersten 20 % der Einkommensverteilung angesiedelten Haushalte, dass sie in erster Linie von nicht zielgerichteten Maßnahmen profitierten, beispielsweise

von Preisdeckeln für Energie und Kraftstoffe (siehe Abbildung B).²⁹ Zudem war bei den Haushalten, die direkte Unterstützungszahlungen erhielten, erwartungsgemäß eine stärkere Verbesserung der Angemessenheitswertung der finanzpolitischen Maßnahmen zu verzeichnen – schließlich waren die Kompensationsmaßnahmen auch auf diese Einkommensgruppe ausgerichtet.

Abbildung B

Finanzpolitische Maßnahmen nach Einkommensquintil

(in % der Umfrageteilnehmer)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).

Anmerkung: Die y-Achse zeigt den Anteil der Haushalte, die angaben, von finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen profitiert zu haben.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Großteil der staatlichen Maßnahmen nicht nur auf Haushalte mit niedrigerem Einkommen ausgerichtet war. Gleichwohl trugen sie dazu bei, die Inflationslücke etwas zu verringern, die durch den starken energiekostengetriebenen Verbraucherpreisanstieg entstanden war. Dies spiegelt sich auch in den Ergebnissen der Haushaltsbefragungen wider. Zugleich geht aus der CES hervor, dass die finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen nicht ausschließlich auf die schwächsten sozialen Gruppen abzielten und dass sie tatsächlich privaten Haushalten im gesamten Einkommensspektrum zugutekamen. Von einigen Maßnahmen profitierten Besserverdienende sogar stärker als Haushalte mit niedrigerem Einkommen, was Fragen hinsichtlich der Effizienz und wirtschaftlichen Nebeneffekte der Maßnahmen aufkommen ließ.

4 Der Vermögenskanal

Entlang der gesamten Vermögensverteilung bestehen beträchtliche Ungleichheiten in Bezug auf die Zusammensetzung des Vermögens und des Bilanzportfolios der privaten Haushalte. Im Jahr 2022 zeigte die verteilungsbasierte Vermögensbilanz für den Euroraum, dass die privaten Haushalte im untersten Quintil lediglich rund 1 % der Gesamtaktiva hielten, während dieser Wert

²⁹ Die Haushalte wurden im Dezember 2022 auch dazu befragt, welche Art von Unterstützung sie erhalten hatten. Am häufigsten wurden Direktzahlungen zum Ausgleich gestiegener Energiekosten bzw. Sozialleistungen und Preisnachlässe auf Energie und/oder Treibstoff genannt, an dritter Stelle Subventionen im öffentlichen Personenverkehr.

im obersten Quintil bei rund 70 % lag (siehe Abbildung 8, Grafik a). Das Finanzvermögen ist sogar noch stärker konzentriert und befindet sich zu rund 90 % im Besitz von Privathaushalten im obersten Quintil. Im Euro-Währungsgebiet war die Verschuldungsquote der in den obersten 20 % der Vermögensverteilung angesiedelten Haushalte mit unter 10 % nach wie vor niedrig. Im Zeitverlauf blieb sie weitgehend konstant. Dagegen stieg die Verschuldungsquote der Haushalte in den untersten 20 % mit der Zeit auf knapp 160 %. Daraus lässt sich schließen, dass diese Gruppe zur Finanzierung ihrer Investitionspläne stark auf Fremdmittel angewiesen und so einem übermäßigen Risiko von Zinsanhebungen ausgesetzt war.³⁰ Im vorliegenden Abschnitt wird zunächst untersucht, welchen direkten Einfluss die Inflation möglicherweise auf die Bewertung des Nettovermögens ausübt. Ferner wird beleuchtet, wie sie die Vermögensverteilung innerhalb der Bevölkerung durch die Reduzierung des Realwerts der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten verändern kann. Danach wird ein indirekter Kanal der Inflationsübertragung auf die Vermögensungleichheit erörtert. Dieser entfaltet seine Wirkung darüber, wie unterschiedlich stark die Haushalte durch geldpolitische Veränderungen belastet werden.

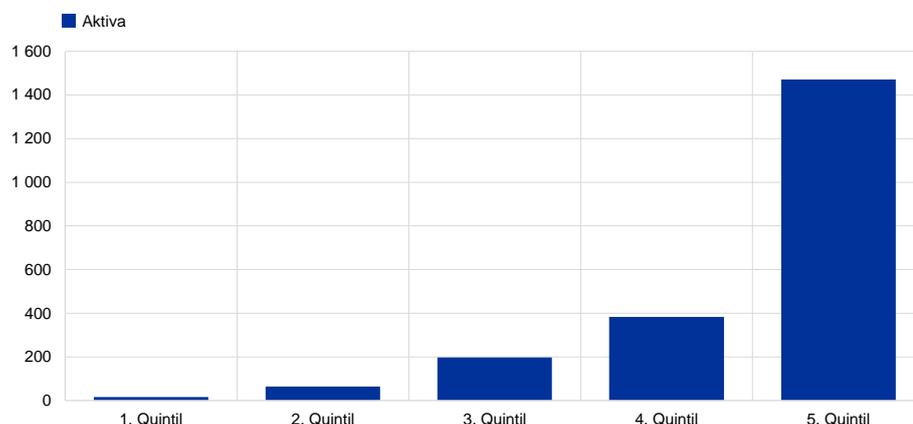
³⁰ Im untersten Quintil der Vermögensverteilung entfallen etwa 60 % der Gesamtverschuldung auf Hypothekarkredite.

Abbildung 8

Aktiva und Passiva sowie Portfoliozusammensetzung entlang der Nettovermögensverteilung

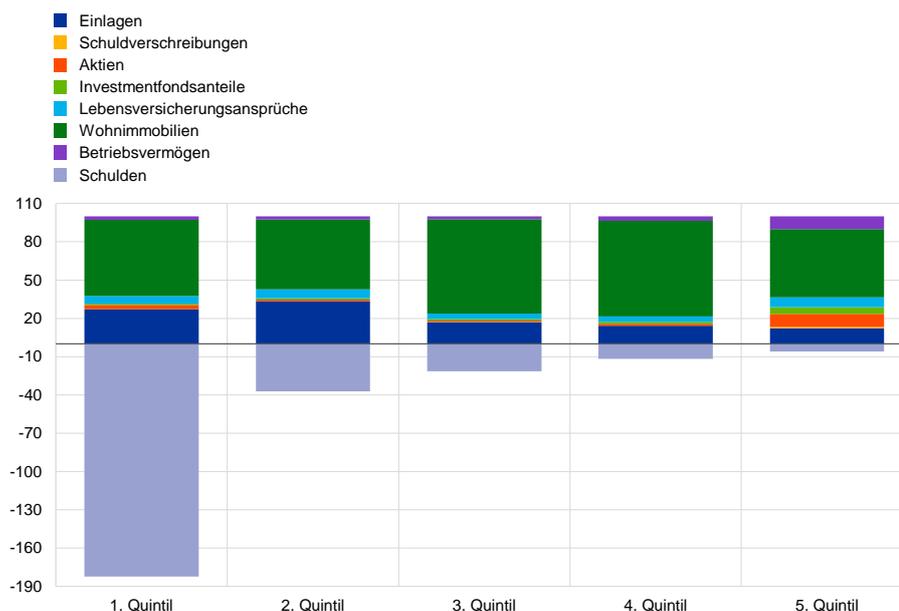
a) Aktiva nach Nettovermögensquintil

(in Tsd. € je privaten Haushalt)



b) Portfoliozusammensetzung nach Nettovermögensquintil

(in % der Aktiva)



Quellen: Experimental Distribution Wealth Accounts der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a: Bereinigte (Finanz- und Netto-Nichtfinanz-)Aktiva/Passiva insgesamt, basierend auf dem Nettovermögenskonzept, je Haushalt. Grafik b: Schulden umfassen sowohl Hypothekar- als auch Verbraucherkredite und werden mit negativem Vorzeichen dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022.

Die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva entlang der Vermögensverteilung ist maßgeblich dafür, inwieweit hohe Inflationsraten die Vermögensungleichheit beeinflussen können. Ärmere Haushalte sind

Einkommensunsicherheit ausgesetzt, und ihr Zugang zu den meisten Märkten für nichtmonetäre finanzielle Vermögenswerte ist begrenzt. Daher halten sie im Allgemeinen einen größeren Anteil ihres Vermögens in Bargeld oder Bankeinlagen. Zwar sind Bargeld und Bankeinlagen leicht zugänglich, unterliegen jedoch zugleich einer inflationsbedingten Kaufkrafterosion. Im Gegensatz dazu verteilen sich die

Vermögensbestände wohlhabenderer Haushalte eher auf Aktien, Investmentfondsanteile und Anleihen. Aufgrund der Portfoliodiversifizierung sind sie damit besser vor der Teuerung geschützt (siehe Abbildung 8, Grafik b). Frühere Studien, die den Zeitraum von Mitte der 1950er-Jahre bis zu den 1970er-Jahren in den Blick nahmen, besagen, dass hohe Inflationsraten zu einer geringeren Vermögensungleichheit führen, weil sich der Realwert der nominalen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten verändert und so Vermögen vom Kreditgeber zum Kreditnehmer umverteilt wird.³¹ Hohe Inflationsraten erodieren zwar den Realwert nominaler Vermögenswerte, können aber unter gewissen Umständen auch den Realwert nominaler Verbindlichkeiten (z. B. von Hypotheken) verringern. Einige empirische Analysen bestätigen, dass durch eine moderate unerwartete Teuerung Vermögen in hohem Maße umverteilt wird, und zwar von reicheren, älteren Haushalten (als Nettogläubiger) an jüngere Haushalte der Mittelschicht mit festverzinslichen Hypothekenschulden.³² Im Zuge sich anpassender Erwartungen wird der ursprüngliche Nutzen für die Kreditnehmer durch eine Inflationsprämie aufgezehrt, indem die Schuldenlast steigt. Laut der CES sind weniger Geringverdienende verschuldet. Sind sie es aber, dann wenden sie einen höheren Anteil ihres Einkommens für die Schuldentilgung auf. Am unteren Ende der Vermögensverteilung fließt ein Drittel des Einkommens in den Schuldendienst (einschließlich Verbraucherkrediten ohne Hypothekarkredite). Am oberen Ende hingegen entfallen darauf weniger als 15 % (siehe Abbildung 9). Wenn eine höhere unerwartete Inflation die realen Zinserträge der Haushalte mit niedrigem und mittlerem Einkommen verringert und das Gewinneinkommen von Haushalten mit hohem Einkommen vergrößert, wird der Fisher-Kanal geschwächt.³³ Daher ist die Vermögenszusammensetzung für die Übertragung von Inflationschocks von eminenter Bedeutung.

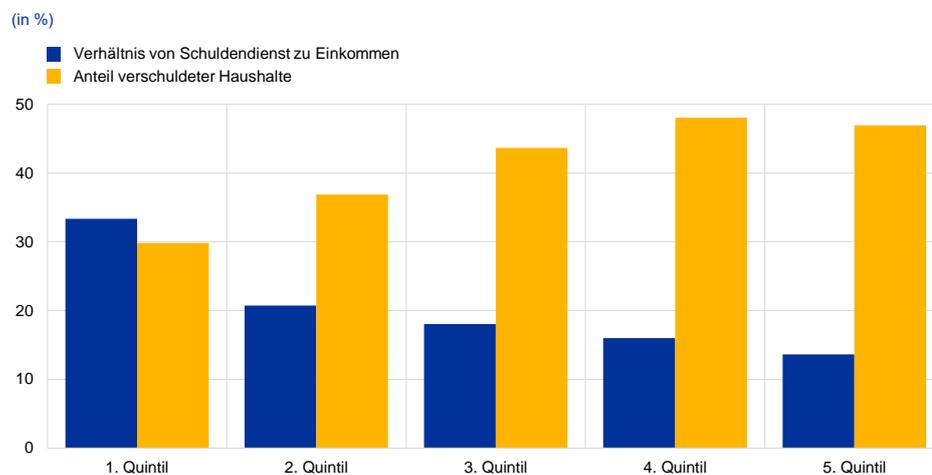
³¹ Siehe G. L. Bach und A. Ando, [The Redistributive Effects of Inflation](#), *The Review of Economics and Statistics*, Bd. 39, Nr. 1, 1957; E. Wolff, [The Distributional Effects of the 1969-75 Inflation on Holdings of Household Wealth in the United States](#), *Review of Income and Wealth*, Bd. 25, Nr. 2, 2005, S. 195-207.

³² Siehe M. Doepke und M. Schneider, [Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth](#), *Journal of Political Economy*, Bd. 114, Nr. 6, 2006, S. 1069-1097; M. Cardoso, C. Ferreira, J. M. Leiva, G. Nuño, Á. Ortiz und T. Rodrigo, [The Heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets](#), Working Paper Series, Nr. 176, Red Nacional de Investigadores en Economía, 2022. Der Literatur zufolge sind für die Ergebnisse vor allem die Haushalte im einkommensstärksten Quantil maßgeblich.

³³ Siehe B. Heer und B. Süsmuth, [Effects of inflation on wealth distribution: Do stock market participation fees and capital income taxation matter?](#), *Journal of Economic Dynamics and Control*, Bd. 31, Ausgabe 1, 2007, S. 277-303.

Abbildung 9

Verhältnis von Schuldendienst zu Einkommen und Anteil verschuldeter Haushalte entlang der Einkommensverteilung



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den Anteil des Nettoeinkommens von Haushalten mit positiven Schulden, der auf den Schuldendienst entfällt, und den Anteil der Haushalte mit positiven Schulden.

Der Vermögenskanal funktioniert tendenziell asymmetrisch, wenn für die Inflation hauptsächlich externe Angebotsschocks verantwortlich sind. Dies ist in der aktuellen Inflationsphase der Fall. Der Grund hierfür ist, dass der Fisher-Kanal nur dann vollständig wirksam ist, wenn das Einkommen an die Inflation angepasst wird. Dadurch verringert sich die Zahlungsverlastung der verschuldeten Haushalte, die gewöhnlich am unteren Ende der Vermögensverteilung angesiedelt sind. Bei einer von Nachfrageschocks getriebenen Teuerung würde dies ganz selbstverständlich geschehen. Wie in Abschnitt 3 erläutert, haben die Einkommen in der aktuellen Inflationsphase bislang jedoch stagniert. Zugleich wurde die Ungleichverteilung der Ersparnisse durch kosteninduzierte Inflationschocks derart verschärft, dass sich Haushalte mit niedrigem Einkommen gezwungen sehen, vermehrt ihre liquiden Ersparnisse anzugreifen.³⁴

Die Vermögensverteilung wird in hohem Maße durch die Vermögensbewertung beeinflusst. Veränderungen beim Nettovermögen der privaten Haushalte im Euroraum sind in erster Linie die Folge von Gewinnen bzw. Verlusten aus Immobilien- und Aktienbesitz sowie von Portfolioumschichtungen. Letztere wiederum haben die Entwicklung der Wohnimmobilien- und Aktienpreise stark nachvollzogen. Allerdings sind die Wohnimmobilienpreise weniger volatil als die Aktienkurse. Vermögen in Form von Wohneigentum ist gleichmäßiger über die Haushalte verteilt. Daher ist die Korrelation zwischen Wohnimmobilienpreisen und Ungleichheit beim Immobilienbesitz schwächer als jene zwischen Aktienkursen und Aktienbeständen, wobei Letztere vor allem von vermögenderen Haushalten gehalten werden.³⁵ Die am Gini-Koeffizienten gemessene finanzielle Ungleichheit in Form von Aktien hat

³⁴ Siehe EZB, [Jüngste Bestimmungsfaktoren der Ersparnisbildung privater Haushalte über die Vermögensverteilung](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2022, Mai 2022.

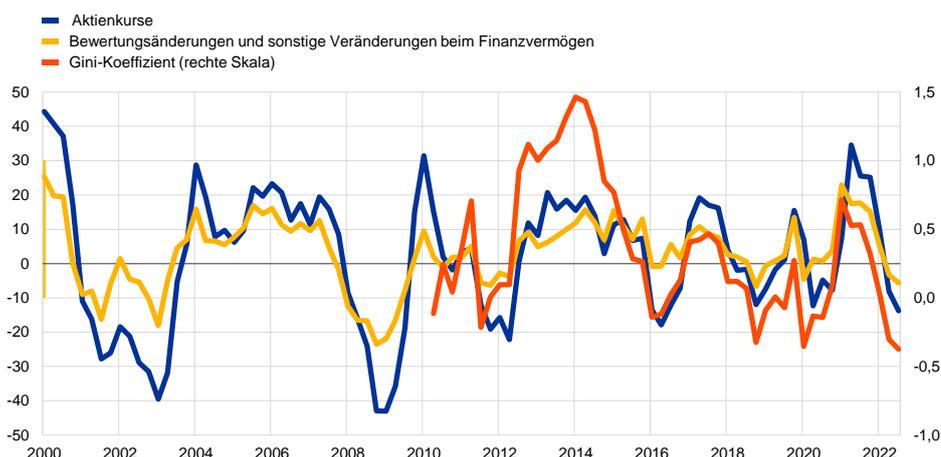
³⁵ Siehe K. Adam und P. Tzamourani, [Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area](#), European Economic Review, Bd. 89, 2016, S. 172-192.

sich während der Staatsschuldenkrise stetig erhöht, ist seither jedoch deutlich stabiler (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10

Veränderung der Vermögenspreise, des Finanzvermögens und der Ungleichheit im Euroraum

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala: Gini-Koeffizient, Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Experimental Distribution Wealth Accounts der EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Gini-Koeffizient wird auf Basis der Statistiken zur verteilungsbasierten Vermögensbilanz berechnet, die lediglich ab dem Referenzjahr 2009 zur Verfügung stehen. Die Aktienkurse werden am Dow Jones Euro STOXX 50 gemessen. Dieser relativ eng gefasste Index korreliert mit dem Bewertungsindikator für das Finanzvermögen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022.

5 Schlussbemerkungen

In diesem Aufsatz werden die unterschiedlichen Kanäle beleuchtet, über die die heterogenen Auswirkungen der Inflation auf die privaten Haushalte übertragen werden, und ihre Effekte in der aktuellen Inflationsphase beurteilt.

Die Analyse der aus verschiedenen Quellen stammenden Daten legt nahe, dass die drei Hauptkanäle unterschiedlich starke Wirkungen entfaltet haben.

Besonders stark wirkte der Ausgabenkanal, da Haushalte mit niedrigem Einkommen dem Einfluss von Preiserhöhungen bei Bedarfsgütern wie Energie und Nahrungsmitteln stärker ausgesetzt sind. Seit Mitte 2021 haben sich Rohstoffe drastisch verteuert. Infolgedessen haben sich die Preise der genannten Bedarfsgüter deutlich kräftiger erhöht als andere Preise. Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass Haushalte mit niedrigem Einkommen nur über einen begrenzten „Trading-down“-Spielraum verfügen. Sie können also nur begrenzt teure Waren oder Dienstleistungen durch billigere ersetzen oder zwischen Ausgabenkategorien substituieren.

Im Gegensatz dazu haben der widerstandsfähige Arbeitsmarkt und die finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen die negativen Verteilungseffekte der hohen Inflation auf die Haushalte, die über den Einkommenskanal spürbar wurden, abgemildert. Allerdings scheinen die Haushalte mit niedrigem Einkommen auch beim Sparverhalten durch die hohe Inflation 2022 überproportional

benachteiligt worden zu sein. Trotz der Entlastungswirkung der finanzpolitischen Maßnahmen haben mehr Haushalte ihre Ersparnisse abgebaut, und jene mit begrenzten Ersparnissen hatten dabei die stärksten Einbußen zu tragen.³⁶ Dies entspricht der zunehmenden Einschätzung der einkommensschwächeren Haushalte, dass die staatlichen Hilfen den Kaufkraftverlust nur unzureichend ausgeglichen haben.

Bislang sind die Inflationsauswirkungen über den Vermögenskanal weniger eindeutig, da die Teuerung einen asymmetrischen Einfluss hatte. Sie bewirkte keine Umverteilung des Nominalvermögens an die Kreditnehmer, hat den realen Wert ihrer Schulden also nicht verringert. Grund hierfür ist, dass die Einkommen bislang noch nicht in ausreichendem Maße an die Inflation angepasst wurden. Dennoch wurde durch die Teuerung der reale Wert des Nettovermögens verringert, das vor allem von Haushalten mit höheren Einkommen gehalten wird. Ist die Inflation hingegen vornehmlich durch einen Terms-of-Trade-Schock bedingt, reicht der Einkommensanstieg nicht aus, um vom sinkenden Realwert der Schulden profitieren zu können.

Sowohl die Geld- als auch die Finanzpolitik spielen bei der Bekämpfung der Auswirkungen hoher Inflationsraten eine wichtige Rolle. Die Finanzpolitik kann dazu beitragen, die Auswirkungen des negativen Terms-of-Trade-Schocks – vor allem für die einkommensschwächeren Haushalte – abzumildern. Dies geschieht am besten durch gezielte, befristete und maßgeschneiderte Maßnahmen zur Einkommensunterstützung. Der beste Beitrag der Geldpolitik besteht darin, die Inflation wieder auf ein Niveau zurückzuführen, das mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang steht.³⁷ Ein zentraler Punkt hierbei ist die Verankerung der Inflationserwartungen, um eine Lohn-Preis-Spirale zu vermeiden. Die Finanzpolitik unterstützt gezielt Haushalte mit niedrigerem Einkommen, deren Lebensgrundlage stark von der Kaufkraft ihrer Löhne und Gehälter abhängt. So trägt auch die Finanzpolitik indirekt dazu bei, eine Lohn-Preis-Spirale abzuwenden.

³⁶ Siehe auch EZB, [Wer zahlt die Zeche? Die ungleichen Auswirkungen des jüngsten Energiepreisschocks](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2023, März 2023.

³⁷ Die Fachliteratur legt den Schluss nahe, dass die Einkommensungleichheit tendenziell deutlich abnimmt, wenn es der Geldpolitik gelingt, die Inflation auf einem niedrigen und stabilen Niveau zu verankern. Siehe hierzu B. Hobijn und D. Lagakos, [Inflation Inequality in the United States](#), Review of Income and Wealth, Bd. 51, Ausgabe 4, 2005, S. 581-606; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, [The distributional footprint of monetary policy](#), Annual Economic Report, 2021.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

	BIP ¹⁾ (Veränderung gegen Vorperiode in %)						VPI (Veränderung gegen Vorjahr in %)							
	G 20	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	OECD-Länder		Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich (HVPI)	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum ²⁾ (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	-3,0	-2,8	-11,0	-4,3	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3	
2021	6,3	5,9	7,6	2,1	8,1	5,4	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6	
2022	3,2	2,1	4,1	1,0	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4	
2022 Q2	-0,2	-0,1	0,1	1,2	-2,3	0,9	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,1	8,0	
Q3	1,4	0,8	-0,1	-0,3	3,9	0,4	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,6	9,3	
Q4	0,3	0,6	0,1	0,0	0,6	0,0	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0	
2023 Q1	.	0,3	.	.	2,2	0,1	.	.	5,8	10,2	3,6	1,7	8,0	
2022 Nov.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,7	7,1	10,7	3,8	1,5	10,1	
Dez.	-	-	-	-	-	-	9,4	7,2	6,5	10,5	4,0	1,8	9,2	
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	9,2	7,2	6,4	10,1	4,3	2,2	8,6	
Febr.	-	-	-	-	-	-	8,8	7,3	6,0	10,4	3,3	2,1	8,5	
März	-	-	-	-	-	-	.	.	5,0	10,1	3,2	0,8	6,9	
April ³⁾	-	-	-	-	-	-	7,0	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrie-länder	Schwellen-länder
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,0	-4,1	-4,0
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,5	4,1	0,8
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	0,9	3,0	-1,4
Q2	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,1	-0,3	0,0
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,4	-0,5	1,5
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-2,1	-2,5	-1,6
2022 Juli	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,2	0,6	1,9
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	0,9	-0,6	2,6
Sept.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,4	-0,5	1,5
Okt.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,2	-1,0	0,6
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,1	-1,6	-0,4
Dez.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-2,1	-2,5	-1,6

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 ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2020	11 507,4	11 101,1	5 954,5	2 577,8	2 527,5	1 228,4	687,8	604,5	41,3	406,3	5 208,4	4 802,1
2021	12 376,1	11 899,2	6 317,1	2 730,6	2 722,7	1 382,6	766,1	566,7	128,8	476,9	6 102,5	5 625,6
2022	13 399,1	13 186,8	7 041,4	2 881,9	3 038,8	1 559,1	844,8	627,1	224,7	212,3	7 338,0	7 125,7
2022 Q1	3 255,1	3 177,3	1 690,5	705,3	724,4	377,0	200,5	145,0	57,1	77,8	1 722,4	1 644,6
Q2	3 321,6	3 256,0	1 741,4	713,7	747,5	389,0	207,3	149,2	53,4	65,6	1 835,5	1 769,9
Q3	3 370,2	3 363,4	1 788,6	722,3	787,4	393,2	217,3	174,9	65,1	6,8	1 898,7	1 891,9
Q4	3 441,4	3 374,5	1 818,8	741,2	770,2	395,6	216,7	156,0	44,3	66,9	1 894,1	1 827,3
In % des BIP												
2022	100,0	98,4	52,6	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,7	1,6	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2022 Q2	0,9	0,9	1,1	0,1	0,9	-0,2	1,7	2,6	-	-	1,8	1,9
Q3	0,4	1,6	0,9	-0,1	4,0	-0,9	3,2	17,1	-	-	1,7	4,2
Q4	0,0	-1,0	-0,9	0,8	-3,5	-0,9	-1,5	-11,5	-	-	0,0	-1,9
2023 Q1	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,4	4,2	3,7	4,3	3,9	6,4	9,3	-7,4	-	-	10,7	8,4
2022	3,5	3,8	4,3	1,4	3,7	2,1	4,1	7,1	-	-	7,0	8,0
2022 Q2	4,4	4,6	5,9	1,0	2,9	2,1	2,2	6,1	-	-	7,7	8,5
Q3	2,5	3,9	2,3	0,5	7,7	1,5	7,8	23,1	-	-	7,6	11,2
Q4	1,8	1,2	1,2	1,0	0,5	0,3	4,7	-3,8	-	-	4,9	3,6
2023 Q1	1,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2022 Q2	0,9	0,9	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-	-
Q3	0,4	1,5	0,5	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,1	-	-
Q4	0,0	-1,0	-0,5	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,1	0,9	-	-
2023 Q1	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,4	4,3	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,4	-	-
2022	3,5	3,7	2,2	0,3	0,8	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,2	-	-
2022 Q2	4,4	4,4	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,6	0,0	-	-
Q3	2,5	3,8	1,2	0,1	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,3	-	-
Q4	1,8	1,1	0,6	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,2	0,7	-	-
2023 Q1	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2020	10 369,0	176,8	2 002,6	546,3	1 802,4	547,0	485,4	1 211,9	1 203,7	2 068,6	324,5	1 138,4
2021	11 092,1	190,0	2 177,8	596,6	2 005,6	589,5	497,6	1 247,6	1 290,2	2 161,1	336,2	1 283,9
2022	12 058,2	221,1	2 421,4	657,9	2 327,5	623,4	512,6	1 304,4	1 379,5	2 243,8	366,5	1 340,9
2022 Q1	2 914,7	51,3	584,5	159,5	551,4	151,8	124,3	317,2	337,4	550,2	87,1	340,4
Q2	2 980,7	54,1	602,5	163,0	576,4	155,3	125,7	320,5	342,8	549,8	90,7	340,9
Q3	3 036,1	56,9	604,1	165,3	594,7	156,0	128,2	326,5	346,8	563,9	93,6	334,1
Q4	3 111,9	58,4	634,8	168,8	603,1	159,1	133,8	335,1	352,6	573,2	93,0	329,4
In % der Wertschöpfung												
2022	100,0	1,8	20,1	5,5	19,3	5,2	4,3	10,8	11,4	18,6	3,0	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2022 Q1	0,9	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,5	-0,1	0,8	1,1	0,8	2,4	-2,0
Q2	0,8	-0,7	0,5	-0,7	2,0	2,1	0,3	0,3	0,8	-0,2	4,3	2,0
Q3	0,7	0,7	0,9	-1,1	1,1	0,2	-0,1	-0,1	0,3	1,5	2,9	-2,7
Q4	-0,3	-0,4	0,0	-0,5	-1,2	1,8	-0,5	0,3	0,1	-0,2	-2,8	1,9
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2020	-6,0	0,0	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,4	-0,9	-5,6	-2,7	-17,6	-7,0
2021	5,2	0,2	7,2	5,0	7,9	7,1	2,7	1,7	6,0	3,5	3,6	6,6
2022	3,6	-1,1	2,0	1,6	8,2	5,8	0,0	1,9	4,2	1,6	11,7	2,1
2022 Q1	5,4	-0,7	2,0	4,6	14,4	6,7	0,3	2,9	6,4	2,0	17,5	6,1
Q2	4,6	-1,7	2,2	1,9	11,8	6,9	0,5	2,2	5,0	1,2	16,5	3,1
Q3	2,7	-0,9	2,4	0,7	5,0	5,3	-0,1	1,4	3,2	1,3	7,0	0,3
Q4	2,1	-1,4	2,1	-0,4	2,9	4,7	-0,5	1,3	2,3	1,9	6,7	-0,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
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	0,8	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
Q3	0,7	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
Q4	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
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	1,5	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,5	0,3	0,0	0,2	0,5	0,3	0,4	-
2022 Q1	5,4	0,0	0,4	0,2	2,5	0,4	0,0	0,3	0,7	0,4	0,5	-
Q2	4,6	0,0	0,4	0,1	2,1	0,4	0,0	0,3	0,6	0,2	0,5	-
Q3	2,7	0,0	0,5	0,0	0,9	0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,2	-
Q4	2,1	0,0	0,4	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,3	0,4	0,2	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

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- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Erwerbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,757	3,5	12,964	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,128	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,484	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,907	3,1	11,340	6,8	2,7	9,082	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 Q2	167,912	3,1	11,299	6,7	2,7	9,040	5,9	2,259	14,6	5,706	6,4	5,593	7,1	3,2
Q3	168,052	3,0	11,427	6,8	2,5	9,054	5,9	2,373	15,2	5,743	6,4	5,684	7,2	3,1
Q4	168,605	3,0	11,222	6,7	2,5	8,967	5,9	2,255	14,3	5,592	6,2	5,630	7,1	3,1
2023 Q1	-	-	-	6,6	-	-	5,8	-	14,4	-	6,1	-	7,0	-
2022 Okt.	-	-	11,198	6,7	-	8,930	5,8	2,267	14,5	5,593	6,2	5,605	7,1	-
Nov.	-	-	11,257	6,7	-	8,975	5,9	2,281	14,5	5,632	6,3	5,625	7,1	-
Dez.	-	-	11,246	6,7	-	8,989	5,9	2,257	14,3	5,606	6,2	5,640	7,1	-
2022 Jan.	-	-	11,176	6,6	-	8,899	5,8	2,276	14,4	5,553	6,2	5,623	7,1	-
Febr.	-	-	11,131	6,6	-	8,853	5,8	2,278	14,4	5,533	6,1	5,599	7,1	-
März	-	-	11,010	6,5	-	8,746	5,7	2,264	14,3	5,481	6,1	5,529	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				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt	Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2020	-7,6	-8,2	-7,2	-11,2	-4,2	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,2	-14,4	-9,8	-25,1
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	5,9	5,1	0,9	7,8	9,6	8,0	-3,1
2022	2,2	3,0	-1,3	5,4	5,4	-3,5	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,7	10,0	-4,1
2022 Q1	1,6	2,1	1,1	0,3	6,5	-1,5	6,0	5,7	-1,7	11,1	12,6	12,3	-13,0
Q2	2,0	2,6	-0,2	4,5	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,8	2,9	7,9	13,3	-16,3
Q3	3,3	3,9	-1,8	9,8	3,0	-1,4	0,9	-0,6	-1,6	-0,7	3,7	9,1	2,2
Q4	2,1	3,4	-4,4	7,1	8,7	-9,1	0,4	-2,6	-5,0	-1,6	3,7	6,3	16,3
2022 Okt.	4,2	5,5	-3,2	11,5	9,3	-8,5	0,7	-2,6	-3,9	-2,2	2,4	7,2	14,9
Nov.	3,6	5,4	-3,5	10,8	9,7	-11,4	1,4	-2,4	-4,5	-2,0	4,2	6,3	17,9
Dez.	-2,1	-1,1	-7,0	-1,4	7,0	-7,5	-0,6	-2,8	-6,5	-0,8	4,6	5,5	16,1
2023 Jan.	0,9	2,2	-5,4	8,2	3,3	-7,2	0,5	-1,8	-4,8	-0,2	6,2	7,5	-
Febr.	2,0	2,7	-4,9	10,4	2,5	-3,3	2,3	-3,0	-4,9	-1,8	1,1	-	-
März	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2022 Okt.	-1,7	-1,6	-1,4	0,2	-0,2	-4,4	0,9	-1,5	-1,3	-2,0	-0,1	-	-0,2
Nov.	1,3	1,6	0,5	0,5	1,6	-1,3	0,3	0,6	-0,5	1,6	0,9	-	3,4
Dez.	-1,4	-1,6	-2,8	-0,2	-1,1	3,3	-2,5	-1,5	-1,8	-2,3	0,6	-	3,7
2023 Jan.	1,0	0,0	1,5	0,1	-2,2	-0,2	3,8	0,8	1,8	0,9	-0,9	-	-8,0
Febr.	1,5	1,3	1,1	2,2	1,7	1,1	2,3	-0,8	-0,6	-0,7	-1,8	-	3,2
März	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,8	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q2	103,9	6,7	82,4	-22,7	5,4	-5,1	12,4	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	97,0	1,7	81,9	-27,0	2,8	-6,9	7,2	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	95,3	-0,9	81,2	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,5	0,2	81,1	-19,6	1,3	-0,8	9,9	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2022 Nov.	95,1	-1,4	-	-23,7	2,7	-5,8	4,1	-	47,1	46,0	48,5	47,8
Dez.	97,0	-0,8	-	-22,0	3,6	-2,7	7,6	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Jan.	99,7	0,9	81,0	-20,6	1,3	-0,7	10,5	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
Febr.	99,6	0,3	-	-19,0	1,6	-0,2	9,6	-	48,5	50,1	52,7	52,0
März	99,2	-0,5	-	-19,1	1,0	-1,5	9,6	-	47,3	50,4	55,0	53,7
April	99,3	-2,6	81,2	-17,5	1,0	-1,0	10,5	90,0	45,8	48,5	56,6	54,4

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,1	2,0	2,6	3,9	6,6	4,6	47,7	24,2	74,4	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,5	-0,1	4,1	-2,6	5,5	4,8	46,2	24,7	81,3	3,5	-12,2	2,4
2021	17,7	95,8	1,5	3,7	18,2	8,0	8,4	49,1	26,3	79,0	4,9	8,0	3,1
2022 Q1	16,1	95,6	0,4	3,0	18,3	6,4	9,8	49,0	26,0	77,9	4,6	15,1	3,0
Q2	14,9	95,3	0,3	2,7	16,8	4,0	10,2	49,1	24,5	76,6	4,5	-5,5	3,1
Q3	14,4	94,6	-0,3	2,7	11,1	2,6	9,2	49,3	24,0	76,6	4,4	29,8	3,2
Q4	14,0	93,1	-0,6	2,5	5,9	1,2	6,8	49,1	23,8	74,7	3,1	5,5	2,1

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.

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

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

2 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q1	1 224,8	1 224,3	0,5	683,1	683,6	296,4	258,3	208,9	209,8	36,4	72,7	28,2	20,2
Q2	1 276,5	1 317,5	-41,0	717,0	747,3	306,5	270,6	212,5	215,4	40,5	84,2	116,2	11,7
Q3	1 327,7	1 420,6	-92,9	752,5	804,2	312,0	310,4	223,4	220,8	39,8	85,1	20,2	16,6
Q4	1 354,1	1 370,0	-15,8	745,8	750,6	310,4	268,0	255,7	268,9	42,3	82,5	55,8	35,5
2022 Sept.	448,4	478,7	-30,3	254,9	266,0	104,5	110,5	75,6	75,1	13,4	27,2	7,5	6,0
Okt.	454,1	468,3	-14,2	249,8	259,4	105,0	91,0	85,2	91,1	14,2	26,8	10,0	4,8
Nov.	456,7	459,3	-2,6	254,2	251,5	104,6	89,4	83,6	90,1	14,2	28,3	7,6	4,9
Dez.	443,3	442,4	0,9	241,8	239,7	100,8	87,6	86,9	87,7	13,9	27,4	38,2	25,8
2023 Jan.	460,4	441,7	18,6	256,7	243,1	108,9	95,0	80,5	79,9	14,2	23,7	11,7	13,3
Febr.	454,0	429,7	24,3	256,9	228,4	108,2	96,2	75,7	80,2	13,2	24,9	7,5	4,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2023 Febr.	5 280,3	5 394,5	-114,1	2 955,3	3 006,5	1 245,5	1 127,6	916,4	936,4	163,1	324,0	224,2	91,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2023 Febr.	39,4	40,3	-0,9	22,1	22,5	9,3	8,4	6,8	7,0	1,2	2,4	1,7	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q1	17,0	40,8	676,2	342,6	124,7	196,4	555,2	726,2	451,5	105,2	152,6	484,0	82,8
Q2	20,3	45,5	716,8	360,0	126,8	217,4	575,5	810,7	510,2	111,7	164,0	517,5	108,2
Q3	20,2	47,6	731,9	368,2	134,1	218,3	588,3	854,9	540,5	116,8	168,7	532,5	108,3
Q4	14,9	20,3	741,7	363,6	141,0	223,2	602,9	797,8	487,8	113,5	169,7	517,5	97,5
2022 Sept.	23,8	45,3	249,7	125,1	45,9	74,5	203,0	285,3	178,9	39,8	56,9	178,5	32,9
Okt.	18,2	31,4	246,5	122,8	45,5	73,4	201,7	275,0	166,7	39,5	57,7	177,4	34,2
Nov.	17,5	20,9	251,2	123,4	48,6	74,6	205,2	265,6	161,1	38,7	56,5	174,0	32,4
Dez.	9,0	9,1	244,0	117,4	46,9	75,2	196,0	257,1	160,0	35,3	55,4	166,0	30,9
2023 Jan.	10,8	10,0	241,0	115,3	45,0	75,3	194,8	252,6	149,0	39,0	53,5	169,1	29,9
Febr.	7,7	1,1	243,9	.	.	.	.	243,9	.	.	.	.	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q1	2,4	10,5	106,1	106,9	103,5	111,7	105,9	117,0	117,1	119,5	117,3	119,4	131,5
Q2	2,2	11,5	106,7	105,9	101,9	117,3	106,1	121,6	121,8	124,6	120,6	123,2	143,6
Q3	2,8	14,8	106,5	104,8	106,1	114,5	106,3	123,9	121,6	124,8	120,9	123,1	141,1
Q4	1,5	2,9	107,2	104,1	109,5	114,6	106,9	119,1	115,9	119,7	121,4	120,3	145,6
2022 Aug.	6,1	19,1	107,1	105,0	106,8	114,9	107,3	126,2	122,6	129,9	122,7	126,1	139,4
Sept.	6,5	14,2	108,7	106,4	108,2	117,0	109,1	123,2	120,5	125,5	121,7	122,9	140,2
Okt.	2,9	9,9	107,7	106,1	107,8	114,0	107,2	122,2	118,1	124,8	123,2	123,4	147,5
Nov.	2,7	4,2	108,4	105,2	113,1	114,0	108,3	119,6	115,8	121,5	121,2	121,2	140,0
Dez.	-1,2	-5,2	105,6	101,0	107,6	115,8	105,2	115,5	113,9	112,8	120,0	116,5	149,4
2023 Jan.	2,8	3,7	106,1	101,8	103,4	117,1	104,8	117,3	114,2	121,7	116,8	118,0	150,7

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel	Waren											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
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 Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,5	4,5	1,4	7,1	1,1	8,2	7,1	
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,7	1,8	4,4	1,1	9,5	7,8	
Q4	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,9	1,4	4,6	1,4	10,0	9,5	
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,4	2,7	1,8	-6,0	1,2	8,1	7,3	
2022 Nov.	121,0	10,1	5,0	14,2	4,2	0,2	1,3	-0,2	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	-0,6	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4	
2023 Jan.	120,3	8,6	5,3	11,7	4,4	0,6	1,1	0,3	0,8	0,6	0,3	8,7	8,2	
Febr.	121,2	8,5	5,6	11,1	4,8	0,6	1,1	3,1	0,6	-1,1	0,6	8,6	7,8	
März	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,3	0,3	-2,2	0,4	7,0	5,9	
April ³⁾	123,2	7,0	5,6	.	5,2	0,3	0,5	-1,6	0,2	-0,8	0,8	.	.	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungs-dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten-übermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
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 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
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
2022 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.	14,1	15,0	11,3	10,4	6,7	18,9	3,4	2,3	5,4	0,2	6,5	3,7
Febr.	15,0	15,4	13,9	8,9	6,8	13,7	3,6	2,6	6,0	0,2	7,3	3,8
März	15,5	15,7	14,7	4,3	6,6	-0,9	3,7	2,7	5,9	0,3	7,8	3,9
April ³⁾	13,6	14,7	10,0	.	6,2	2,5	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾	
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Industrie ohne Baugewerbe und Energie												Energie
		Insge- samt	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	16,6	5,9	27,9				
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	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	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,8	
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	.	
2022 Q1	140,9	33,1	15,4	12,7	21,4	6,1	7,4	10,0	5,5	92,4	10,1	9,8	3,4	
Q2	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	16,3	7,5	95,4	12,5	9,2	-0,1	
Q3	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	-2,0	
Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,0	11,6	2,9	.	
2022 Sept.	167,5	41,8	17,0	14,4	19,0	7,6	14,6	19,6	8,9	107,9	-	-	-	
Okt.	162,4	30,4	16,2	14,0	17,4	7,6	15,3	20,4	9,3	64,9	-	-	-	
Nov.	160,8	26,9	14,4	13,1	15,2	7,6	15,4	20,1	9,3	55,5	-	-	-	
Dez.	162,6	24,5	13,0	12,4	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,5	-	-	-	
2023 Jan.	158,1	15,1	11,6	11,1	11,2	7,3	14,7	18,8	8,8	20,7	-	-	-	
Febr.	157,3	13,2	9,8	10,2	9,3	7,3	14,5	18,2	8,6	17,4	-	-	-	

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung			Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾			
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates				Brutto- anlage- investitionen	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,4	2,0	2,8	2,2	1,5	3,7	5,8	7,9	59,8	.	.	37,2	.	.	37,1
2022	114,5	4,6	6,8	6,9	4,1	7,6	12,5	17,5	95,0	.	.	9,0	.	.	9,9
2022 Q2	113,6	4,5	6,9	6,4	3,6	8,3	14,7	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
Q3	114,9	4,6	7,4	7,6	4,6	7,5	13,5	19,6	98,3	.	.	1,5	.	.	2,3
Q4	117,4	5,8	7,1	8,8	5,6	7,5	9,7	12,6	86,6	.	.	-2,3	.	.	-3,1
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	75,8	-9,9	-4,0	-15,1	-10,3	-4,6	-16,4
2022 Nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	89,3	6,3	12,5	0,5	5,9	11,1	0,0
Dez.	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	0,0	6,4	-5,6	-1,3	4,0	-7,0
2023 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	77,1	-4,1	1,4	-8,9	-5,2	-0,2	-10,4
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	77,3	-7,5	-0,9	-13,4	-7,9	-1,5	-14,7
März	.	.	.	.	.	.	.	.	73,3	-17,1	-11,5	-22,1	-16,9	-11,1	-23,2
April	.	.	.	.	.	.	.	.	76,7	.	.	.	.	.	.

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

Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	1,9	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 Q2	56,4	57,0	29,1	48,9	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
Q3	46,0	54,0	27,4	40,7	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	40,2	51,6	29,0	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	24,0	44,2	26,3	27,3	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2022 Nov.	39,5	50,6	29,3	43,0	78,4	64,5	74,3	63,6	62,3
Dez.	36,9	48,7	27,9	37,3	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Jan.	30,8	46,2	28,7	34,2	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
Febr.	23,1	44,0	26,2	26,0	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
März	18,1	42,2	24,0	21,6	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
April	12,0	35,6	20,2	15,6	78,3	44,0	67,6	51,6	58,2

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

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,4	0,9	1,1	1,5	1,5
2022	117,1	4,5	3,7	6,8	4,8	3,7	2,8
2022 Q1	108,5	3,7	2,7	7,3	4,4	2,4	2,9
Q2	120,2	4,7	4,1	6,4	5,3	3,2	2,5
Q3	113,4	3,8	3,0	5,9	3,8	3,4	2,9
Q4	126,3	5,7	5,1	7,6	5,7	5,6	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 wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2020	110,3	4,6	-1,0	2,7	5,6	7,4	0,3	-0,2	1,4	4,0	6,2	16,0
2021	110,3	0,0	3,3	-3,1	2,8	-1,5	2,0	1,2	4,3	1,2	0,5	0,6
2022	113,9	3,2	4,2	2,8	5,2	1,5	3,0	3,8	5,5	4,3	3,6	-3,4
2022 Q1	112,4	2,0	3,5	3,7	3,1	-1,1	2,5	3,3	4,7	2,6	2,4	-5,3
Q2	112,7	2,9	5,5	3,2	5,0	1,0	1,8	4,5	5,0	4,1	3,1	-6,8
Q3	114,1	3,2	3,5	1,6	5,6	1,6	4,1	3,7	7,1	4,2	3,7	-0,9
Q4	116,3	4,6	4,7	2,3	7,0	4,3	3,7	3,7	5,1	6,2	4,9	-1,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2020	107,2	-0,2	1,5	-2,0	-0,9	-4,0	0,5	0,3	0,6	0,3	2,3	-1,4
2021	111,4	3,9	3,2	4,3	4,5	5,8	4,5	3,1	5,2	4,2	2,0	3,5
2022	116,3	4,5	3,9	3,6	3,7	6,3	3,2	3,9	4,4	5,5	3,7	6,2
2022 Q1	114,4	4,4	3,5	4,3	4,1	7,7	3,2	4,0	5,4	4,7	2,7	8,1
Q2	115,3	4,6	4,0	4,2	3,6	7,8	2,7	4,7	4,7	5,8	2,8	6,9
Q3	116,8	3,9	3,6	2,7	3,2	4,6	3,2	3,9	4,7	5,1	3,6	5,4
Q4	118,7	5,0	4,4	3,5	4,4	5,5	3,8	2,9	3,0	6,5	5,5	4,7
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2020	97,2	-4,6	2,5	-4,5	-6,2	-10,6	0,2	0,4	-0,8	-3,5	-3,7	-15,0
2021	101,0	3,9	0,0	7,6	1,7	7,4	2,5	1,9	0,8	3,0	1,4	2,8
2022	102,2	1,2	-0,4	0,8	-1,4	4,7	0,2	0,0	-1,0	1,1	0,1	10,0
2022 Q1	101,8	2,4	0,0	0,6	1,0	8,8	0,7	0,7	0,7	2,0	0,2	14,2
Q2	102,3	1,7	-1,4	1,0	-1,4	6,8	0,9	0,2	-0,3	1,7	-0,3	14,7
Q3	102,4	0,7	0,1	1,1	-2,3	3,0	-0,9	0,2	-2,3	0,8	-0,1	6,4
Q4	102,1	0,3	-0,2	1,2	-2,4	1,1	0,1	-0,8	-2,0	0,3	0,6	5,8
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2020	113,9	5,9	3,9	3,3	5,3	6,9	3,4	2,2	5,6	6,2	5,2	6,4
2021	114,3	0,3	1,2	-0,1	-0,3	0,2	1,9	1,3	0,8	0,4	0,8	-0,3
2022	118,2	3,4	4,6	3,9	3,9	1,9	3,6	4,4	3,5	4,3	4,6	2,6
2022 Q1	116,5	1,3	3,8	3,9	3,2	-2,3	3,0	4,3	2,9	2,2	3,3	-0,3
Q2	116,9	3,8	5,7	5,0	5,4	2,2	4,0	6,3	3,7	5,1	4,7	2,8
Q3	118,8	3,0	3,6	2,1	2,9	2,5	2,7	3,4	4,1	3,3	3,8	4,1
Q4	120,8	4,4	5,3	3,1	3,3	4,1	4,1	2,7	2,3	5,6	5,8	3,0
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2020	104,6	2,0	3,2	1,1	0,8	0,6	3,9	2,9	5,4	2,9	-0,6	-6,5
2021	104,6	-0,1	-0,3	2,7	-3,6	1,2	-0,2	-0,2	-4,5	-1,3	0,0	-1,6
2022	104,6	0,0	0,5	1,0	-1,5	0,7	0,4	0,6	-2,8	0,1	0,9	5,2
2022 Q1	104,3	-0,9	1,1	-0,1	-0,3	-1,3	0,4	0,9	-3,1	-0,2	0,7	3,6
Q2	104,6	0,8	0,2	1,8	-0,7	1,9	1,9	2,0	-2,7	1,1	1,4	9,1
Q3	105,1	-0,1	0,2	0,5	-2,5	1,7	-1,6	0,1	-3,3	-0,5	0,1	4,4
Q4	104,6	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-0,2	0,1	-1,3	-2,9	-0,7	0,7	3,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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	0,09	0,35	0,68	1,10	2,40	-0,02
2022 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	1,72	2,06	2,56	3,02	4,74	-0,04
2023 Jan.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,81	-
Febr.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,89	-
März	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	5,05	-
April	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	5,25	-

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
Febr.	2,66	3,16	3,08	2,80	2,76	-0,40	-1,10	-0,26	3,28	2,77	2,63	2,77
März	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
April	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65

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 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
Febr.	455,8	4 238,1	983,5	291,6	170,5	122,4	192,5	814,0	849,1	357,3	288,7	817,0	4 079,7	27 509,1
März	448,5	4 201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3 968,6	27 693,2
April	460,9	4 358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4 121,5	28 275,8

Quelle: Refinitiv.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				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 ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahreszinssatz ³⁾	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 bis zu 10 Jahren		Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 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	5,88	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	6,16	2,51	1,69	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	5,75	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	6,68	5,92	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	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67
Nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,43	6,55	7,13	3,96	2,93	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
Dez.	0,07	0,80	1,41	1,91	5,95	15,90	6,66	6,42	7,00	3,99	3,07	3,16	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 Jan.	0,10	0,86	1,58	2,08	6,34	15,98	7,44	6,97	7,61	4,28	3,46	3,31	3,39	2,77	3,39	3,10
Febr. ^(p)	0,12	1,17	1,88	2,21	6,59	16,06	7,44	7,07	7,80	4,57	3,66	3,47	3,52	2,94	3,55	3,24

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			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 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	2,30	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	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
Nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,75	4,01	3,12	3,37	3,06	2,88	3,30	3,29	3,10
Dez.	0,19	1,80	2,61	3,21	3,73	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,58	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,38	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Febr. ^(p)	0,31	2,29	2,80	3,82	4,39	4,35	4,64	4,05	4,09	3,69	3,68	3,54	3,58	3,85

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 ¹⁾							
	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		
Kurzfristig															
2020	1 489,1	429,8	126,9	52,5	96,4	836,1	722,5								
2021	1 412,4	427,9	132,0	50,0	87,7	764,7	674,9	387,3	138,4	79,5	26,4	31,8	137,6	104,8	
2022	1 361,4	464,0	142,1	49,7	88,3	667,0	621,7	481,7	182,3	117,7	48,0	47,7	133,9	97,2	
2022 Okt.	1 359,5	459,9	146,1	53,9	100,8	652,7	592,7	559,1	248,0	135,4	59,0	57,8	117,8	91,2	
Nov.	1 401,6	483,0	144,2	52,2	96,6	677,9	628,6	612,9	266,4	144,9	64,0	49,0	152,6	132,1	
Dez.	1 361,4	464,0	142,1	49,7	88,3	667,0	621,7	428,3	162,9	137,8	61,2	43,5	84,2	71,1	
2023 Jan.	1 377,8	513,7	133,7	47,8	89,5	640,9	594,0	511,1	221,2	108,0	39,8	50,2	131,7	112,2	
Febr.	1 370,6	528,5	138,1	50,0	89,6	614,3	569,2	499,1	225,9	100,3	34,7	48,9	124,1	96,2	
März	1 399,7	536,1	133,2	46,5	85,2	645,1	598,9	566,6	240,4	117,7	34,4	48,0	160,5	127,1	
Langfristig															
2020	19 385,1	4 071,0	3 211,6	1 253,8	1 541,5	10 560,9	9 773,7								
2021	20 042,5	4 176,4	3 512,7	1 340,4	1 596,1	10 757,4	9 936,4	315,8	67,0	84,2	34,1	22,8	141,9	128,4	
2022	18 043,6	3 970,3	3 427,9	1 336,4	1 382,6	9 262,8	8 551,3	300,7	78,3	75,7	29,0	16,1	130,6	121,1	
2022 Okt.	18 231,8	4 026,0	3 415,2	1 309,6	1 366,3	9 424,2	8 698,7	332,0	79,0	69,0	24,1	12,6	171,5	163,4	
Nov.	18 599,6	4 087,0	3 471,8	1 329,9	1 411,0	9 629,8	8 892,2	327,2	78,3	91,3	39,8	23,1	134,4	120,8	
Dez.	18 043,6	3 970,3	3 427,9	1 336,4	1 382,6	9 262,8	8 551,3	196,4	48,4	77,1	41,1	11,2	59,6	57,3	
2023 Jan.	18 416,0	4 084,0	3 449,3	1 323,9	1 414,1	9 468,6	8 743,5	375,5	154,0	46,0	9,8	26,4	149,0	133,3	
Febr.	18 328,7	4 077,0	3 448,8	1 328,1	1 403,8	9 399,2	8 676,2	357,5	100,3	53,3	11,7	18,1	185,8	168,7	
März	18 565,1	4 096,7	3 457,2	1 334,8	1 401,6	9 609,6	8 874,6	324,6	79,9	66,6	25,5	15,4	162,8	150,3	

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	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)					
			FMKGs					FMKGs					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Umlauf													
2020	20 874,3	4 500,8	3 338,5	1 306,3	1 637,9	11 397,1	10 496,2	8 517,8	473,6	1 310,3	6 732,9		
2021	21 454,9	4 604,2	3 644,7	1 390,4	1 683,8	11 522,1	10 611,2	10 395,4	612,4	1 552,9	8 229,1		
2022	19 405,0	4 434,3	3 570,1	1 386,2	1 470,9	9 929,8	9 173,0	8 762,2	537,3	1 350,9	6 873,3		
2022 Okt.	19 591,2	4 485,9	3 561,3	1 363,5	1 467,1	10 076,9	9 291,4	8 513,4	509,7	1 264,0	6 739,0		
Nov.	20 001,2	4 570,0	3 616,1	1 382,1	1 507,6	10 307,6	9 520,9	9 097,2	542,8	1 373,0	7 180,8		
Dez.	19 405,0	4 434,3	3 570,1	1 386,2	1 470,9	9 929,8	9 173,0	8 762,2	537,3	1 350,9	6 873,3		
2023 Jan.	19 793,9	4 597,7	3 583,0	1 371,7	1 503,6	10 109,5	9 337,4	9 500,6	608,6	1 457,2	7 434,2		
Febr.	19 699,3	4 605,5	3 586,9	1 378,1	1 493,5	10 013,5	9 245,4	9 637,8	642,6	1 482,6	7 512,0		
März	19 964,8	4 632,7	3 590,4	1 381,3	1 486,9	10 254,8	9 473,5	9 660,3	571,4	1 437,7	7 650,6		
Wachstumsraten¹⁾													
2022 Aug.	3,7	3,2	8,4	6,0	2,2	2,7	3,1	0,7	-0,7	2,6	0,5		
Sept.	3,4	3,9	7,1	3,4	1,5	2,4	2,8	0,4	-0,9	2,3	0,2		
Okt.	3,5	4,6	5,2	1,7	0,6	2,8	3,3	0,4	-1,1	2,3	0,2		
Nov.	3,9	5,4	6,0	1,9	0,2	3,2	3,8	0,2	-1,3	1,7	0,0		
Dez.	3,8	4,8	5,3	0,3	0,7	3,2	3,8	0,3	-1,6	1,5	0,2		
2023 Jan.	4,1	7,2	4,6	-0,1	0,5	3,1	3,7	0,2	-2,0	0,9	0,2		
Febr.	4,2	7,9	3,7	-0,9	1,1	3,3	3,9	0,2	-2,2	1,1	0,3		
März	3,7	7,0	2,9	-1,4	-0,7	3,3	3,9	0,2	-2,2	1,0	0,2		

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-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	89,4	75,9	87,8	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,6	71,1	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,1	83,7	66,1	81,4	116,8	90,8
2022 Q2	95,6	90,3	93,2	83,4	66,5	81,1	116,5	90,2
Q3	94,0	89,3	92,2	81,8	64,2	79,9	114,5	88,9
Q4	95,9	91,8	94,6	84,5	65,0	81,8	117,3	91,7
2023 Q1	97,4	92,6	96,5	.	.	.	120,2	93,1
2022 Nov.	96,0	92,0	94,5	-	-	-	117,2	91,8
Dez.	97,0	92,3	95,4	-	-	-	119,2	92,6
2023 Jan.	97,3	92,5	96,3	-	-	-	119,9	92,9
Febr.	97,3	92,6	96,4	-	-	-	120,1	93,1
März	97,5	92,7	96,7	-	-	-	120,5	93,3
April	98,6	93,8	97,9	-	-	-	122,3	94,6
				<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>				
2023 April	1,1	1,1	1,2	-	-	-	1,5	1,4
				<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>				
2023 April	3,5	4,2	5,8	-	-	-	4,9	4,8

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 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
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
2022 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
Febr.	7,324	23,712	7,445	384,914	142,377	4,742	0,886	4,9087	11,172	0,990	1,072
März	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	4,9263	11,228	0,991	1,071
April	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097
							<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>				
2023 April	2,4	-1,0	0,1	-2,5	2,4	-1,2	-0,1	0,2	1,0	-0,6	2,4
							<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>				
2023 April	8,6	-4,1	0,2	0,1	7,3	-0,4	5,3	-0,2	9,9	-3,6	1,4

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2022 Q1	34 374,4	34 199,6	174,9	11 998,6	9 931,6	12 335,5	13 992,7	-56,4	6 850,8	8 131,4	1 102,0	16 351,9
Q2	34 621,2	34 203,6	417,6	12 364,3	10 175,0	11 510,6	13 097,5	-18,1	7 032,8	8 320,5	1 120,9	16 445,2
Q3	35 380,7	34 905,8	474,9	12 679,9	10 483,3	11 188,1	12 779,6	-6,0	7 144,4	8 402,9	1 134,3	16 561,5
Q4	33 589,3	33 324,0	265,3	12 067,9	9 891,1	11 100,5	12 722,1	20,6	6 580,7	8 003,8	1 112,6	15 755,2
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2022 Q4	250,7	248,7	2,0	90,1	73,8	82,8	94,9	0,2	49,1	59,7	8,3	117,6
Transaktionen												
2022 Q1	369,2	378,9	-9,7	55,6	42,6	-17,8	28,8	-1,6	334,0	307,5	-0,9	-
Q2	-32,9	-62,0	29,0	64,0	-47,2	-126,8	-86,5	28,8	-1,2	71,7	2,3	-
Q3	2,4	55,2	-52,8	68,0	86,7	-184,0	-8,3	43,9	67,1	-23,3	7,4	-
Q4	-639,0	-686,4	47,3	-377,9	-398,7	93,6	108,4	-8,3	-355,4	-396,1	9,1	-
2022 Sept.	-210,1	-159,7	-50,5	1,3	-23,3	-117,7	34,9	17,5	-114,9	-171,3	3,6	-
Okt.	-30,2	-47,0	16,8	-122,5	-120,9	1,4	21,2	0,8	86,2	52,7	3,9	-
Nov.	-32,8	-3,0	-29,8	7,4	4,5	39,3	93,5	0,0	-80,0	-101,0	0,5	-
Dez.	-576,1	-636,4	60,3	-262,8	-282,3	52,9	-6,3	-9,1	-361,6	-347,8	4,6	-
2023 Jan.	231,0	222,0	9,0	-1,2	16,2	50,6	41,9	9,7	180,5	164,0	-8,6	-
Febr.	74,4	79,6	-5,2	41,4	7,1	6,2	49,6	11,2	27,0	22,9	-11,4	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2023 Febr.	-358,7	-362,1	3,4	-209,3	-343,6	-201,7	175,2	82,7	-29,1	-193,6	-1,3	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2023 Febr.	-2,7	-2,7	0,0	-1,6	-2,6	-1,5	1,3	0,6	-0,2	-1,4	0,0	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren			
1	2	3	4	5	8	9	10					
Bestände												
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	733,1	14 449,2
2021	1 469,7	9 784,0	11 253,8	916,1	2 506,4	3 422,5	14 676,2	118,0	647,2	21,5	786,7	15 462,9
2022	1 538,5	9 780,7	11 319,2	1 377,7	2 566,6	3 944,3	15 263,5	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,7
2022 Q2	1 528,0	10 051,8	11 579,7	972,9	2 530,6	3 503,5	15 083,2	115,9	609,1	64,6	789,7	15 872,9
Q3	1 538,2	10 177,5	11 715,7	1 175,8	2 552,7	3 728,4	15 444,1	120,4	598,0	48,9	767,4	16 211,5
Q4	1 538,5	9 780,7	11 319,2	1 377,7	2 566,6	3 944,3	15 263,5	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,7
2023 Q1 ^(p)	1 544,0	9 453,1	10 997,1	1 642,9	2 548,3	4 191,2	15 188,3	103,2	682,2	92,6	878,1	16 066,4
2022 Okt.	1 541,3	10 022,4	11 563,7	1 253,7	2 556,2	3 810,0	15 373,7	125,0	622,6	19,6	767,3	16 141,0
Nov.	1 541,3	9 907,9	11 449,2	1 327,9	2 551,5	3 879,4	15 328,5	138,8	638,8	38,5	816,1	16 144,6
Dez.	1 538,5	9 780,7	11 319,2	1 377,7	2 566,6	3 944,3	15 263,5	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,7
2023 Jan.	1 540,7	9 729,7	11 270,4	1 457,7	2 560,6	4 018,3	15 288,7	133,8	636,3	50,0	820,2	16 108,9
Febr.	1 539,6	9 594,0	11 133,6	1 544,0	2 557,5	4 101,5	15 235,1	124,2	653,5	80,8	858,4	16 093,5
März ^(p)	1 544,0	9 453,1	10 997,1	1 642,9	2 548,3	4 191,2	15 188,3	103,2	682,2	92,6	878,1	16 066,4
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2020	139,2	1 243,9	1 383,2	-33,8	86,3	52,5	1 435,7	19,6	111,0	1,2	131,7	1 567,4
2021	107,4	898,7	1 006,1	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	20,9	14,4	47,3	998,4
2022	68,8	-1,9	66,9	427,2	56,7	484,0	550,8	3,7	3,0	77,9	84,7	635,6
2022 Q2	7,6	111,4	118,9	30,6	10,5	41,1	160,0	-8,6	18,0	16,9	26,3	186,4
Q3	10,2	117,9	128,1	160,5	21,8	182,3	310,4	2,7	-11,0	38,8	30,4	340,8
Q4	0,3	-361,2	-360,9	212,4	13,9	226,3	-134,6	4,8	52,0	-0,9	55,8	-78,8
2023 Q1 ^(p)	4,2	-371,5	-367,3	259,7	-12,9	246,8	-120,5	-20,6	32,3	44,5	56,2	-64,3
2022 Okt.	3,1	-150,7	-147,6	80,3	3,2	83,6	-64,0	5,0	24,6	-28,1	1,6	-62,4
Nov.	-0,1	-99,8	-99,9	79,0	-4,6	74,4	-25,5	14,6	16,2	16,7	47,6	22,1
Dez.	-2,8	-110,7	-113,5	53,1	15,3	68,3	-45,2	-14,8	11,1	10,4	6,7	-38,5
2023 Jan.	0,9	-99,0	-98,1	74,6	-0,9	73,6	-24,5	9,9	-13,6	4,6	0,9	-23,6
Febr.	-1,1	-138,4	-139,5	83,9	-3,2	80,7	-58,8	-10,1	17,1	28,6	35,6	-23,1
März ^(p)	4,4	-134,1	-129,7	101,2	-8,8	92,5	-37,3	-20,4	28,7	11,3	19,7	-17,6
Wachstumsraten												
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	3,3	371,3	6,5	6,9
2022	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2022 Q2	7,8	7,2	7,3	2,5	1,8	2,0	6,0	-2,6	-1,2	115,6	2,9	5,8
Q3	6,5	5,5	5,7	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	332,1	7,5	6,3
Q4	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Q1 ^(p)	1,5	-5,1	-4,2	68,7	1,3	20,0	1,4	-17,5	15,4	494,6	23,4	2,5
2022 Okt.	6,0	3,5	3,8	30,2	2,3	9,9	5,2	-7,9	-0,6	58,4	3,0	5,1
Nov.	5,4	2,0	2,4	38,6	1,9	12,0	4,7	8,2	-1,0	241,8	8,3	4,8
Dez.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Jan.	3,8	-1,5	-0,8	49,6	2,1	15,2	2,9	2,6	6,0	246,4	13,7	3,4
Febr.	2,9	-3,5	-2,7	59,0	1,7	17,5	2,0	-6,1	11,8	459,9	21,2	2,9
März ^(p)	1,5	-5,1	-4,2	68,7	1,3	20,0	1,4	-17,5	15,4	494,6	23,4	2,5

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Bestände													
2020	2 966,0	2 514,2	308,2	140,2	3,3	7 665,2	4 967,3	437,0	2 260,1	0,9	1 090,4	235,3	497,3
2021	3 231,5	2 807,0	288,9	128,7	6,9	8 090,5	5 383,9	372,5	2 333,4	0,7	1 228,4	227,8	546,3
2022	3 362,5	2 725,5	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,3	442,8	2 393,3	0,9	1 298,6	235,0	560,0
2022 Q2	3 312,2	2 866,1	304,4	131,0	10,8	8 255,4	5 540,2	354,0	2 360,5	0,7	1 301,9	231,3	570,3
2022 Q3	3 368,1	2 837,4	388,3	133,7	8,8	8 372,0	5 620,1	370,0	2 380,9	1,0	1 490,5	243,9	551,9
2022 Q4	3 362,5	2 725,5	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,3	442,8	2 393,3	0,9	1 298,6	235,0	560,0
2023 Q1 ^(p)	3 340,8	2 598,9	600,8	132,6	8,4	8 392,8	5 447,4	567,4	2 377,1	0,9	1 202,6	231,8	579,5
2022 Okt.	3 392,8	2 805,2	446,3	132,0	9,3	8 385,4	5 613,9	384,9	2 385,6	1,1	1 367,1	255,0	557,1
2022 Nov.	3 393,3	2 764,9	488,3	132,1	8,1	8 379,1	5 582,2	413,4	2 382,5	1,0	1 345,5	250,5	557,7
2022 Dez.	3 362,5	2 725,5	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,3	442,8	2 393,3	0,9	1 298,6	235,0	560,0
2023 Jan.	3 375,8	2 697,2	536,6	134,6	7,4	8 439,1	5 564,2	485,0	2 389,1	0,8	1 271,0	237,1	558,9
2023 Febr.	3 380,1	2 663,2	573,2	134,5	9,2	8 419,1	5 511,4	521,2	2 385,8	0,7	1 223,4	225,1	571,9
2023 März ^(p)	3 340,8	2 598,9	600,8	132,6	8,4	8 392,8	5 447,4	567,4	2 377,1	0,9	1 202,6	231,8	579,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	138,6	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	142,4	-9,5	46,6
2022	120,0	-90,1	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	45,1	7,6	14,7
2022 Q2	15,3	1,8	12,5	0,8	0,2	62,8	57,8	-4,8	10,1	-0,3	49,8	-0,6	16,5
2022 Q3	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	150,3	11,4	-18,5
2022 Q4	11,5	-100,5	112,9	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-167,6	-7,4	8,4
2023 Q1 ^(p)	-34,1	-137,1	104,7	-4,2	2,6	-32,9	-141,0	119,1	-11,1	0,1	-95,6	-1,9	19,2
2022 Okt.	28,1	-30,1	59,2	-1,6	0,6	14,4	-5,2	15,2	4,3	0,1	-121,3	11,3	5,3
2022 Nov.	8,2	-35,1	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	-11,9	-3,9	0,7
2022 Dez.	-24,9	-35,3	9,3	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-34,4	-14,9	2,4
2023 Jan.	0,7	-40,8	40,5	-0,6	1,6	13,0	-24,7	36,9	0,9	-0,1	-27,9	1,1	-2,4
2023 Febr.	1,5	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,7	-53,2	35,9	-3,3	-0,1	-51,0	-10,1	12,6
2023 März ^(p)	-36,2	-60,7	28,7	-3,5	-0,7	-25,2	-63,2	46,3	-8,6	0,2	-16,6	7,1	8,9
Wachstumsraten													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,9	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	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2022 Q2	6,1	6,8	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	12,0	2,7	16,0
2022 Q3	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
2022 Q4	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 Q1 ^(p)	1,2	-9,4	106,0	0,6	-19,3	2,1	-1,2	56,6	1,3	-10,7	-4,7	0,7	4,6
2022 Okt.	5,9	1,3	50,9	1,8	2,6	4,1	5,1	1,2	2,5	7,6	7,1	8,4	7,5
2022 Nov.	5,4	-0,9	66,9	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,4	2,2	7,9	6,4	8,7	6,9
2022 Dez.	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 Jan.	3,2	-4,9	82,0	3,9	-28,1	3,3	1,9	31,6	2,2	-3,1	-0,5	-0,1	3,4
2023 Febr.	2,6	-7,0	98,1	4,1	-20,6	2,6	0,4	42,7	1,8	-25,6	-5,1	-2,8	4,7
2023 März ^(p)	1,2	-9,4	106,0	0,6	-19,3	2,1	-1,2	56,6	1,3	-10,7	-4,7	0,7	4,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
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	14 802,7	12 332,1	12 716,3	4 861,3	6 373,6	937,6	159,7	1 582,4	888,1
2022	6 374,1	1 007,4	5 341,6	15 388,0	12 981,7	13 155,0	5 127,1	6 633,3	1 075,0	146,5	1 569,9	836,4
2022 Q2	6 503,0	1 000,6	5 478,2	15 182,4	12 790,2	12 928,3	5 020,2	6 553,3	1 053,1	163,6	1 561,3	830,9
Q3	6 359,6	1 002,3	5 333,0	15 421,7	13 051,1	13 186,1	5 165,7	6 613,7	1 110,6	161,2	1 546,0	824,6
Q4	6 374,1	1 007,4	5 341,6	15 388,0	12 981,7	13 155,0	5 127,1	6 633,3	1 075,0	146,5	1 569,9	836,4
2023 Q1 ^(p)	6 359,2	995,7	5 338,6	15 408,7	13 012,5	13 178,7	5 129,9	6 665,8	1 078,3	138,5	1 546,0	850,2
2022 Okt.	6 378,8	996,3	5 358,1	15 411,9	13 040,9	13 174,5	5 187,9	6 622,5	1 071,0	159,5	1 537,2	833,8
Nov.	6 423,3	994,6	5 403,7	15 441,5	13 043,0	13 193,2	5 162,9	6 632,2	1 098,1	149,7	1 561,1	837,4
Dez.	6 374,1	1 007,4	5 341,6	15 388,0	12 981,7	13 155,0	5 127,1	6 633,3	1 075,0	146,5	1 569,9	836,4
2023 Jan.	6 379,7	996,3	5 358,5	15 422,3	13 028,0	13 200,1	5 141,1	6 655,4	1 084,5	147,0	1 557,8	836,6
Febr.	6 347,5	997,4	5 325,3	15 416,9	13 022,6	13 190,0	5 139,3	6 659,9	1 074,9	148,6	1 548,6	845,7
März ^(p)	6 359,2	995,7	5 338,6	15 408,7	13 012,5	13 178,7	5 129,9	6 665,8	1 078,3	138,5	1 546,0	850,2
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2020	1 040,0	13,5	1 026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2
2022	177,8	9,9	167,0	634,6	623,2	678,1	268,5	242,3	125,5	-13,0	17,8	-6,4
2022 Q2	68,6	-0,9	69,5	211,5	230,2	238,7	100,7	84,5	34,8	10,3	-13,9	-4,8
Q3	-36,6	2,1	-38,9	222,8	232,6	236,8	139,2	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
Q4	45,1	4,2	40,2	3,6	-31,6	10,1	-17,4	27,4	-27,4	-14,2	22,6	12,6
2023 Q1 ^(p)	-78,2	-18,2	-59,9	-11,9	6,2	2,9	-3,5	14,0	3,4	-7,8	-26,9	8,8
2022 Okt.	11,8	-5,9	17,8	-4,8	-3,3	-1,9	25,6	10,2	-37,5	-1,6	-9,7	8,2
Nov.	7,7	-2,0	9,0	38,4	17,0	32,8	-18,0	13,0	31,5	-9,5	19,5	1,9
Dez.	25,6	12,1	13,4	-30,0	-45,3	-20,9	-25,0	4,2	-21,4	-3,1	12,8	2,6
2023 Jan.	-57,2	-17,6	-39,4	-4,0	12,7	7,5	1,3	1,5	9,3	0,6	-15,4	-1,3
Febr.	1,8	1,1	0,7	-9,0	-8,1	-8,4	-3,0	4,4	-11,1	1,6	-8,0	7,1
März ^(p)	-22,8	-1,6	-21,2	1,1	1,6	3,8	-1,8	8,2	5,2	-10,0	-3,5	3,0
Wachstumsraten												
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	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 Q2	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,3	5,9	4,6	13,8	7,8	5,0	-2,7
Q3	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,1	8,0	4,4	14,9	10,0	3,4	-3,0
Q4	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Q1 ^(p)	0,0	-1,3	0,2	2,8	3,5	3,8	4,4	2,9	4,9	-9,8	-1,7	2,0
2022 Okt.	4,6	0,9	5,3	5,2	6,2	6,6	8,1	4,1	11,3	3,1	0,9	-1,7
Nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,3	7,2	4,0	12,4	-6,4	2,8	-0,9
Dez.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 Jan.	1,4	-0,6	1,8	3,8	4,4	4,9	5,3	3,4	9,7	-12,6	0,9	-0,7
Febr.	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	4,9	3,2	6,3	-11,0	0,3	0,6
März ^(p)	0,0	-1,3	0,2	2,8	3,5	3,8	4,4	2,9	4,9	-9,8	-1,7	2,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und 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 Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
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	4 861,3	4 993,1	885,3	1 005,5	2 970,5	6 373,6	6 638,4	698,5	4 971,1	703,9
2022	5 127,1	5 119,1	963,3	1 079,5	3 084,2	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2022 Q2	5 020,2	4 995,6	949,8	1 028,1	3 042,2	6 553,3	6 742,9	709,0	5 139,2	705,1
Q3	5 165,7	5 136,5	1 008,1	1 068,1	3 089,5	6 613,7	6 802,4	714,0	5 195,4	704,2
Q4	5 127,1	5 119,1	963,3	1 079,5	3 084,2	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2023 Q1 ^(p)	5 129,9	5 125,9	939,7	1 092,7	3 097,5	6 665,8	6 867,1	723,5	5 233,1	709,2
2022 Okt.	5 187,9	5 154,2	1 006,4	1 077,6	3 103,8	6 622,5	6 813,0	715,5	5 203,1	704,0
Nov.	5 162,9	5 142,9	993,0	1 071,3	3 098,7	6 632,2	6 826,4	716,9	5 211,3	704,0
Dez.	5 127,1	5 119,1	963,3	1 079,5	3 084,2	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2023 Jan.	5 141,1	5 134,8	955,1	1 086,2	3 099,9	6 655,4	6 859,9	720,0	5 220,3	715,0
Febr.	5 139,3	5 131,3	945,5	1 091,4	3 102,4	6 659,9	6 864,0	721,7	5 225,6	712,6
März ^(p)	5 129,9	5 125,9	939,7	1 092,7	3 097,5	6 665,8	6 867,1	723,5	5 233,1	709,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	306,8	78,5	77,6	112,4	242,3	249,4	22,7	218,5	1,1
2022 Q2	100,7	106,5	40,5	22,4	37,7	84,5	74,0	7,4	75,9	1,2
Q3	139,2	139,5	55,4	39,9	43,8	58,7	59,4	4,9	55,6	-1,8
Q4	-17,4	6,2	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	21,9	0,2
2023 Q1 ^(p)	-3,5	2,7	-21,3	10,9	7,0	14,0	21,9	4,1	16,1	-6,2
2022 Okt.	25,6	24,3	-0,5	10,6	15,6	10,2	11,8	1,5	8,3	0,3
Nov.	-18,0	-5,8	-12,8	-2,6	-2,6	13,0	18,0	2,2	9,0	1,8
Dez.	-25,0	-12,2	-24,9	10,2	-10,4	4,2	6,2	1,5	4,6	-1,9
2023 Jan.	1,3	-0,8	-7,8	2,8	6,3	1,5	10,3	0,0	2,8	-1,3
Febr.	-3,0	-2,5	-10,4	5,2	2,2	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
März ^(p)	-1,8	5,9	-3,2	2,9	-1,5	8,2	5,3	2,6	8,2	-2,6
Wachstumsraten										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 Q2	5,9	6,9	14,1	5,9	3,6	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
Q3	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
Q4	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Q1 ^(p)	4,4	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,9
2022 Okt.	8,1	8,9	16,9	11,0	4,6	4,1	4,2	3,3	4,9	0,0
Nov.	7,2	8,3	14,1	9,8	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
Dez.	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Jan.	5,3	6,1	7,5	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,0
Febr.	4,9	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,4
März ^(p)	4,4	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
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	6 883,5	1 837,3	37,1	1 997,2	3 011,8	1 372,0	391,7	128,5	136,8
2022	683,7	6 753,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 822,0	1 334,0	424,2	137,8	147,6
2022 Q2	757,5	6 800,6	1 843,9	30,6	2 008,5	2 917,5	1 313,6	432,1	166,5	157,3
Q3	642,5	6 781,8	1 801,9	30,6	2 096,5	2 852,9	1 318,9	535,4	148,0	146,7
Q4	683,7	6 753,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 822,0	1 334,0	424,2	137,8	147,6
2023 Q1 ^(p)	580,2	6 915,3	1 792,8	35,0	2 174,5	2 913,0	1 440,0	353,9	152,1	165,8
2022 Okt.	676,5	6 745,4	1 789,4	30,8	2 101,2	2 824,0	1 283,8	488,3	144,4	156,1
Nov.	692,4	6 792,6	1 788,3	30,9	2 109,5	2 863,9	1 316,2	448,7	161,2	170,6
Dez.	683,7	6 753,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 822,0	1 334,0	424,2	137,8	147,6
2023 Jan.	564,7	6 859,8	1 784,5	32,5	2 158,3	2 884,5	1 351,6	379,8	155,5	157,0
Febr.	553,8	6 837,2	1 785,8	33,9	2 176,9	2 840,6	1 337,6	382,4	154,6	159,6
März ^(p)	580,2	6 915,3	1 792,8	35,0	2 174,5	2 913,0	1 440,0	353,9	152,1	165,8
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-59,7	117,3	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,6	-116,3	-110,1	-8,3	-4,3
2022	-75,8	50,9	-89,8	-5,2	14,6	131,3	-66,2	-135,6	10,5	17,9
2022 Q2	17,2	20,0	-8,0	-4,2	-16,0	48,2	-61,1	4,5	7,2	-7,1
Q3	-115,0	-4,2	-47,1	0,0	-2,2	45,1	-26,2	61,6	-18,6	-10,6
Q4	41,0	63,6	-15,2	0,3	57,8	20,7	51,8	-74,6	-10,2	1,0
2023 Q1 ^(p)	-110,1	89,2	8,4	4,0	67,3	9,4	75,3	-70,4	15,0	18,9
2022 Okt.	34,0	-10,0	-11,8	0,1	12,5	-10,8	8,7	-54,2	-3,6	9,4
Nov.	15,5	36,9	2,0	0,1	33,2	1,6	18,7	9,7	16,9	14,5
Dez.	-8,4	36,7	-5,4	0,1	12,0	30,0	24,4	-30,1	-23,4	-22,9
2023 Jan.	-125,1	47,1	0,3	1,6	48,4	-3,1	3,1	-43,4	17,7	9,4
Febr.	-11,3	18,0	0,2	1,3	6,3	10,2	7,5	-16,7	-0,2	3,0
März ^(p)	26,3	24,1	8,0	1,1	12,7	2,3	64,7	-10,3	-2,5	6,5
Wachstumsraten										
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	-10,0	0,8	-4,8	-14,3	0,6	4,5	-	-	7,9	12,7
2022 Q2	12,2	-0,1	-3,0	-21,5	-1,5	3,1	-	-	26,0	21,7
Q3	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
Q4	-10,0	0,8	-4,8	-14,3	0,6	4,5	-	-	7,9	12,7
2023 Q1 ^(p)	-22,6	2,5	-3,3	0,6	5,1	4,3	-	-	-4,2	1,3
2022 Okt.	-8,2	-0,4	-5,0	-17,1	-2,3	3,9	-	-	2,4	9,6
Nov.	-2,8	0,2	-4,4	-15,8	-0,7	3,8	-	-	11,3	18,5
Dez.	-10,0	0,8	-4,8	-14,3	0,6	4,5	-	-	7,9	12,7
2023 Jan.	-23,0	1,5	-4,4	-8,9	2,9	4,3	-	-	-7,2	-1,8
Febr.	-25,2	2,0	-3,8	-4,3	3,5	4,6	-	-	-7,6	0,2
März ^(p)	-22,6	2,5	-3,3	0,6	5,1	4,3	-	-	-4,2	1,3

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
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,3	-5,3	-0,1	0,0	0,0	-3,9
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 Q1	-4,2	.	.	.	.	-2,8
Q2	-3,2	.	.	.	.	-1,6
Q3	-3,2	.	.	.	.	-1,7
Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,9

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen					Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende 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	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	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	4,6
2021	47,3	46,5	13,2	13,2	15,2	0,8	52,6	47,5	10,3	6,0	1,5	24,1	5,1
2022	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,7	45,7	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 Q1	47,2	46,5	13,3	13,2	15,1	0,8	51,5	46,5	10,1	5,9	1,5	23,7	5,0
Q2	47,4	46,6	13,5	13,2	15,0	0,8	50,6	45,7	10,0	5,9	1,5	23,3	4,9
Q3	47,4	46,7	13,7	13,2	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
Q4	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	23,0	5,1

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

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
2019	84,0	3,0	13,2	67,8	45,7	30,9	38,3	7,8	76,3	15,6	27,8	40,7	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,2	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,4	95,5	1,7
2021	95,4	3,0	13,9	78,5	55,6	41,7	39,8	9,9	85,5	17,6	30,3	47,5	94,0	1,4
2022	91,5	2,7	13,3	75,5	53,8	40,8	37,7	8,7	82,8	16,4	29,0	46,0	90,5	0,9
2022 Q1	95,2	2,9	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94,2	2,9	13,6	77,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,9	2,9	13,6	76,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,5	2,7	13,3	75,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: EZB (Jahreswerte) und Eurostat (Quartalswerte).
Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾ (in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung			
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	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
2022	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2021 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	13,6	12,4	4,6	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,4
Q2	13,6	12,3	4,4	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4
Q3	13,0	11,8	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
2022 Okt.	13,4	12,1	3,5	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,1	1,9	1,9	0,7	0,5
Nov.	13,4	12,1	3,6	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5
Dez.	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 Jan.	13,2	11,9	4,3	1,3	0,3	8,0	1,7	1,2	0,6	1,9	1,9	1,4	0,6
Febr.	13,3	12,0	4,6	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,8	1,9	2,1	1,7	0,7
März	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,9	1,9	2,0	2,0	0,7

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	Kroatien 8	Italien 9	Zypern 10
Finanzierungssaldo										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,7	-5,8
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,6	-7,1	-6,9	-6,5	-2,5	-9,0	-2,0
2022	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2022 Q1	-4,7	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,5	-5,2	-1,7	-8,3	-0,3
Q2	-4,0	-1,7	-0,5	0,6	-2,8	-4,9	-4,1	-0,3	-7,4	0,9
Q3	-3,7	-2,2	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,2	0,5	-7,8	2,6
Q4	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
Verschuldung										
2019	97,6	59,6	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	71,0	134,1	90,8
2020	112,0	68,7	18,5	58,4	206,3	120,4	114,6	87,0	154,9	113,8
2021	109,1	69,3	17,6	55,4	194,6	118,3	112,9	78,4	149,9	101,2
2022	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
2022 Q1	109,0	67,9	17,2	53,1	189,4	117,4	114,6	76,0	151,4	102,0
Q2	108,5	67,7	16,8	51,2	183,0	116,1	113,1	73,2	149,3	95,4
Q3	106,5	67,0	15,9	49,1	175,8	115,6	113,4	70,4	145,9	91,4
Q4	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2019	-0,6	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,7	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,6
2021	-7,1	-1,2	0,7	-7,8	-2,4	-5,8	-2,9	-4,6	-5,4	-2,8
2022	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,9
2022 Q1	-5,3	-0,1	0,8	-7,7	-1,4	-3,8	-1,7	-3,7	-4,6	-1,9
Q2	-4,4	0,8	1,0	-6,5	0,1	-1,9	0,1	-3,2	-3,3	-1,2
Q3	-4,1	0,8	0,8	-5,7	0,3	-2,5	1,0	-3,0	-2,8	-0,9
Q4	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,1	-0,9
Verschuldung										
2019	36,5	35,8	22,4	40,3	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	52,9	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	43,7	43,7	24,5	55,1	52,5	82,3	125,4	74,5	61,0	72,6
2022	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	57,8	73,0
2022 Q1	41,8	39,8	22,6	56,1	50,9	83,4	124,6	74,6	61,6	72,5
Q2	41,7	39,6	25,3	53,8	51,0	82,6	123,1	73,5	60,3	72,8
Q3	40,0	37,3	24,6	52,9	49,1	81,3	119,9	72,4	58,6	72,0
Q4	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	58,8	73,0

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2023

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 3. Mai 2023.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-23-003-DE-N (Online-Version)