



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 5 / 2023



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturerwicklung	14
3 Preise und Kosten	23
4 Finanzmarktentwicklungen	30
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	34
Kästen	45
1 Warum haben Investitionen in Wohnimmobilien ihren Reiz verloren? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen	45
2 Zinserwartungen der Verbraucher in einem geldpolitischen Straffungszyklus	51
3 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	56
4 Verringerung der Klimadatenlücke – Indikatoren zum Klimawandel	60
5 Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – ein analytischer Leitfaden für den Euroraum	67
6 Veränderung der Anlegerbasis bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum und Auswirkungen auf die Marktpreise	77
7 Die Rolle des Wohnimmobilienvermögens bei der Transmission der Geldpolitik	82
8 Die Reaktion der Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor auf die Inflation im Euroraum	91
Aufsatz	98
1 Die makroökonomischen Implikationen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft	98
Statistik	123

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 Inflation geht weiter zurück. Es wird jedoch nach wie vor davon ausgegangen, dass sie zu lange zu hoch bleiben wird. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Daher beschloss er auf seiner Sitzung am 27. Juli 2023, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben.

Die Zinserhöhung spiegelt die Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission wider. Die seit der Sitzung vom 15. Juni beobachteten Entwicklungen stützen die Erwartung, dass die Teuerungsrate im restlichen Jahresverlauf weiter sinken, aber über einen längeren Zeitraum hinweg über dem Zielwert verharren wird. Die zugrunde liegende Inflation bleibt insgesamt hoch, wenngleich bei einigen Messgrößen Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen sind. Die bisherigen Zinserhöhungen zeigen weiterhin eine starke Wirkung: Die Finanzierungsbedingungen haben sich erneut verschärft und dämpfen zunehmend die Nachfrage. Dies ist ein wichtiger Faktor bei der Rückführung der Teuerung zum Zielwert.

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

Der EZB-Rat beschloss ferner, die Mindestreserven künftig mit 0 % zu verzinsen. Durch diesen Beschluss bleibt die Wirksamkeit der Geldpolitik gewahrt, da das derzeitige Maß an Kontrolle über den geldpolitischen Kurs beibehalten und das vollständige Durchwirken der Zinsbeschlüsse auf die Geldmärkte sichergestellt wird. Zugleich wird der Beschluss die Effizienz der Geldpolitik erhöhen, indem der insgesamt auf Zentralbankguthaben zu zahlende Zinsbetrag, der zur Umsetzung des angemessenen Kurses erforderlich ist, reduziert wird.

Konjunkturentwicklung

Die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten für den Euroraum haben sich eingetrübt, was hauptsächlich auf eine geringere Binnennachfrage zurückzuführen ist. Die hohe

Inflation und die verschärften Finanzierungsbedingungen dämpfen die Ausgaben. Dies belastet insbesondere die Produktion im verarbeitenden Gewerbe, die zudem von einer schwachen Auslandsnachfrage gebremst wird. Auch bei den Wohnungsbau- und den Unternehmensinvestitionen sind Anzeichen einer Schwäche festzustellen. Der Dienstleistungssektor ist nach wie vor widerstandsfähiger. Dies gilt vor allem für kontaktintensive Teilssektoren wie die Tourismusbranche. Allerdings lässt die Dynamik im Dienstleistungssektor nach. Es wird erwartet, dass sich die schwache wirtschaftliche Entwicklung auf kurze Sicht fortsetzt. Mit der Zeit dürften eine sinkende Inflation, steigende Einkommen und zunehmend bessere Angebotsbedingungen die Erholung unterstützen.

Der Arbeitsmarkt ist weiterhin robust. Die Arbeitslosenquote blieb im Mai auf ihrem historischen Tiefstand von 6,5 %. Zudem werden zahlreiche neue Arbeitsplätze geschaffen, insbesondere im Dienstleistungssektor. Allerdings deuten die zukunftsgerichteten Indikatoren darauf hin, dass sich dieser Trend in den kommenden Monaten verlangsamen und im verarbeitenden Gewerbe sogar ins Negative kehren könnte.

Mit dem Abklingen der Energiekrise sollten die Regierungen die damit verbundenen Stützungsmaßnahmen zügig und koordiniert zurücknehmen. Dies ist entscheidend, um zu verhindern, dass sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöht. Andernfalls könnte eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich werden. Der EZB-Rat begrüßt die am 13. Juli 2023 von der Euro-Gruppe abgegebene Erklärung zum finanzpolitischen Kurs im Euroraum, die mit dieser Beurteilung im Einklang steht.¹ 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 Angebotskapazitäten des Euroraums verfolgt, kann dazu beitragen, dass der Preisdruck auf mittlere Sicht zurückgeht. Gleichzeitig kann sie den ökologischen Wandel unterstützen, der auch durch das Programm „Next Generation EU“ gefördert wird. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte vor dem Jahresende 2023 abgeschlossen werden.

Inflation

Die Inflationsrate sank im Juni weiter auf 5,5 % nach 6,1 % im Mai. Die Energiepreise gingen erneut zurück (um 5,6 % gegenüber dem Vorjahr). Bei den Nahrungsmitteln schwächte sich die Teuerung abermals ab, blieb mit 11,6 % jedoch hoch.

Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel stieg im Juni leicht auf 5,5 %, wobei sich die Preise von Waren und Dienstleistungen unterschiedlich entwickelten. Der Preisauftrieb bei den Waren verlangsamte sich weiter auf 5,5 %, verglichen mit 5,8 % im Mai. Bei den Dienstleistungen war die Teuerung mit 5,4 % indes höher als

¹ Siehe Euro-Gruppe, [Eurogroup statement on the euro area fiscal stance for 2024](#), Pressemitteilung vom 13. Juli 2023.

im Mai (5,0 %). Grund hierfür waren die robusten Ausgaben für Urlaubsreisen und Reisedienstleistungen sowie aufwärtsgerichtete Basiseffekte.

Bei den Inflationstreibern zeichnet sich ein Wandel ab: Externe Ursachen verlieren an Bedeutung, wohingegen der binnenwirtschaftliche Preisdruck als Inflationstreiber zunehmend wichtiger wird. Dies schließt auch den von steigenden Löhnen und weiterhin robusten Gewinnmargen ausgehenden Preisdruck ein.

Wenngleich einige Messgrößen rückläufig sind, bleibt die zugrunde liegende Inflation insgesamt hoch. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass die Auswirkungen zurückliegender Energiepreiserhöhungen auf die Preise in der gesamten Wirtschaft noch immer spürbar sind. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Einige Indikatoren sind jedoch nach wie vor erhöht und müssen genau beobachtet werden.

Risikobewertung

Die Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Inflation sind weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet. Abwärtsrisiken für das Wachstum ergeben sich unter anderem aus Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine und einer Zunahme der geopolitischen Spannungen insgesamt. Diese Faktoren könnten zu einer Fragmentierung des Welthandels führen und damit die Wirtschaft des Euroraums belasten. Das Wachstum könnte sich zudem verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine kräftigere Wirkung entfaltet als erwartet oder sich die Weltwirtschaft abschwächt und im Zuge dessen die Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets zurückgeht. Es ist aber auch möglich, dass das Wachstum die Projektionen übertrifft, wenn private Haushalte und Unternehmen aufgrund des robusten Arbeitsmarkts, der steigenden Realeinkommen und der nachlassenden Unsicherheit mehr Vertrauen schöpfen und mehr ausgeben.

Zu den Aufwärtsrisiken für die Inflation zählt ein potenzieller erneuter Aufwärtsdruck auf die Kosten für Energie und Nahrungsmittel – auch im Zusammenhang mit dem einseitigen Ausstieg Russlands aus der Schwarzmeer-Getreide-Initiative. Widrige Witterungsbedingungen könnten die Nahrungsmittelpreise angesichts der sich abzeichnenden Klimakrise stärker in die Höhe treiben als projiziert. 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. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde hingegen vor allem mittelfristig einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen. Darüber hinaus würde die Inflation schneller zurückgehen, wenn sinkende Energiepreise und ein geringerer Preisanstieg bei Nahrungsmitteln rascher als derzeit angenommen auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen durchwirken.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die geldpolitische Straffung wirkt nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Seit der Juni-Sitzung haben sich die risikofreien Zinsen im kurz- bis mittelfristigen Laufzeitenbereich erhöht, und die Refinanzierungskosten der Banken sind gestiegen. Dies ist zum Teil dem Auslaufen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) der EZB geschuldet. Dank der guten Vorbereitung der Banken gingen die hohen GLRG-Rückzahlungen im Juni reibungslos vonstatten. Die Zinsen für Unternehmens- und für Immobilienkredite stiegen im Mai erneut, und zwar auf durchschnittlich 4,6 % bzw. 3,6 %.

Die höheren Kreditzinsen und die damit verbundenen Kürzungen bei der Ausgabenplanung führten im zweiten Quartal zu einem weiteren deutlichen Rückgang der Kreditnachfrage. Dies geht aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2023 hervor. Ferner haben sich die Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte weiter verschärft, da den Banken die Risiken, denen ihre Kunden ausgesetzt sind, zunehmend Sorgen bereiten und sie weniger gewillt sind, diese Risiken zu tragen. Durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen wird auch der Erwerb von Wohneigentum weniger erschwinglich und verliert als Investitionsform an Attraktivität. Die Nachfrage nach Immobilienkrediten ist das fünfte Quartal in Folge gesunken.

Vor diesem Hintergrund verringerte sich die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe im Juni weiter auf 3,0 % (Unternehmen) bzw. auf 1,7 % (private Haushalte). Die annualisierte Wachstumsrate betrug im zweiten Quartal 0,0 % bzw. -0,2 %. Angesichts der schwachen Bankkreditvergabe und der Bilanzverkürzung des Eurosystems sank das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge auf 0,6 % im Juni. Im zweiten Quartal wurde eine annualisierte Zuwachsrate von -1,1 % verzeichnet.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat beschloss, 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 2. August 2023 auf 4,25 %, 4,50 % bzw. 3,75 % erhöht.

Die Wertpapierbestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) verringern sich in einem maßvollen und vorhersehbaren Tempo, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der Wertpapiere bei Fälligkeit nicht mehr reinvestiert.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) 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 der GLRG-Rückzahlungen der Banken wird der EZB-Rat in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte und deren fortlaufende Rückzahlung zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen.

Der EZB-Rat beschloss ferner, die Mindestreserven künftig mit 0 % zu verzinsen. Die Änderung wird mit der am 20. September 2023 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode wirksam. Der Beschluss greift dem Ergebnis der laufenden Überprüfung des operativen Rahmens der EZB in keiner Weise vor.

Schlussfolgerung

Die Inflation geht weiter zurück. Es wird jedoch nach wie vor davon ausgegangen, dass sie zu lange zu hoch bleiben wird. Daher beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 27. Juli 2023, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben.

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

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 erwies sich im zweiten Quartal 2023 weiterhin als widerstandsfähig, jedoch ist die Dynamik den aktuellen Daten zufolge leicht rückläufig. Die auf globaler Ebene zu beobachtende Divergenz zwischen der Entwicklung des Dienstleistungssektors und des verarbeitenden Gewerbes verstärkte sich im Juni weiter. Ausschlaggebend war hierbei die zuletzt schleppende Aktivität im verarbeitenden Gewerbe der Industrieländer. Gleichzeitig werden die kurzfristigen Aussichten für den Welthandel durch das vor allem in den Industriestaaten schwache Ergebnis im Warenhandel getrübt, während der Dienstleistungshandel nach wie vor zunimmt. Die Gesamtinflation in den OECD-Ländern schwächte sich vor dem Hintergrund eines nachlassenden Preisdrucks bei Energie und Nahrungsmitteln erneut ab. Indessen bleibt die Kerninflation auf einem hohen Niveau.

Die Weltwirtschaft erwies sich im zweiten Quartal weiterhin als widerstandsfähig, jedoch zeichnet sich laut den aktuellen Umfragedaten allmählich eine rückläufige Dynamik ab. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor wies im Juni – angesichts einer konjunkturellen Abkühlung in den beiden erfassten Sektoren – erstmals im laufenden Jahr einen Rückgang auf (siehe Abbildung 1, Grafik a). Die Dienstleistungskomponente des EMI gab leicht nach, lag aber noch immer oberhalb der Wachstumsschwelle und in der Nähe des historischen Referenzwerts. Der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe sank indes vor allem in den Industrieländern in den kontraktiven Bereich. Die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe, die möglicherweise mit einer größeren Reagibilität in Bezug auf die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen sowie der anhaltenden Verlagerung der Nachfrage hin zu den Dienstleistungen zusammenhängt, hat in den vergangenen Monaten zu einer Entkopplung der Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor geführt.

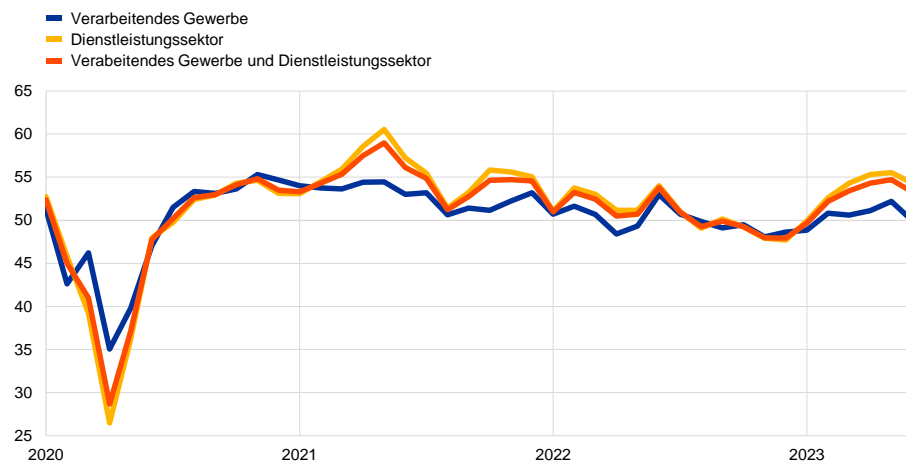
Diese weltweit zu beobachtende divergierende Entwicklung der wirtschaftlichen Aktivität setzte sich im Juni fort. Die EMI-Daten deuten darauf hin, dass das Auseinanderdriften aktuell durch die zuletzt nur schleppende Dynamik des verarbeitenden Gewerbes in den Industrieländern bedingt ist. Im früheren Jahresverlauf war die Erholung der Nachfrage nach Dienstleistungen in China – zu der es im Zuge des Wiederhochfahrens der chinesischen Wirtschaft kam – der Hauptgrund für diese Divergenz (siehe Abbildung 1, Grafik b). Mit Blick auf die nähere Zukunft könnte sich die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe über eine Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf die Dienstleistungen ausweiten. Allerdings lässt sich aus den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für die großen Wirtschaftsräume ablesen, dass der Dienstleistungskonsum im Gegensatz zum Warenkonsum noch immer unterhalb der vor der Pandemie verzeichneten Werte liegt. Daraus ergibt sich Spielraum für weitere Verbesserungen in den kommenden Monaten.

Abbildung 1

Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum)

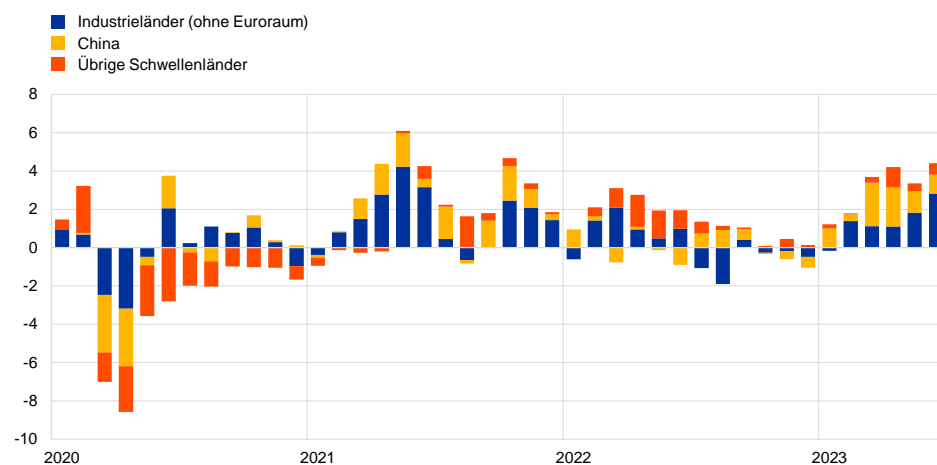
a) EMI für die Produktion nach Sektoren

(aggregierte Diffusionsindizes)



b) Differenz zwischen der Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor nach regionalen Beiträgen

(Differenz zwischen Diffusionsindizes)



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

Anmerkung: Grafik a zeigt die Diffusionsindizes für den zusammengesetzten EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor, den EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und den EMI für die Produktion im Dienstleistungssektor. In Grafik b ist die Differenz zwischen der globalen Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor abgebildet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2023.

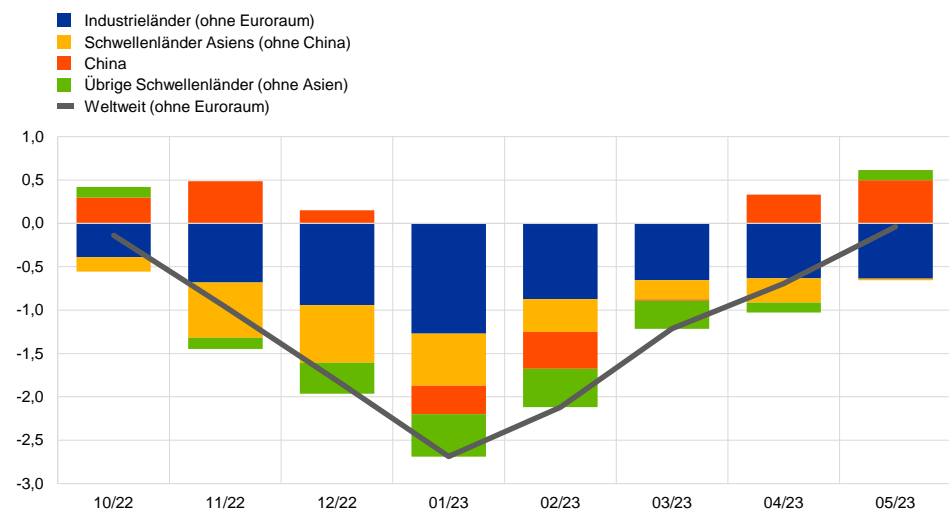
Die kurzfristigen Aussichten für den Welthandel werden durch den schwachen Warenhandel getrübt, während der Dienstleistungshandel nach wie vor zunimmt.

Zu Beginn des zweiten Quartals zog der Warenhandel schrittweise an. Maßgeblich hierfür war, dass die Lieferengpässe weiter nachließen und die Wirtschaft in China wieder hochgefahren wurde. Dennoch blieb der Warenverkehr gedämpft, was auf schwache Daten besonders in den Industrieländern zurückzuführen war (siehe Abbildung 2). Die weltweite Nachfrage nach Waren verringert sich vor dem Hintergrund der uneinheitlichen Wachstumsdynamik von Waren und Dienstleistungen weiter. Dies deutet auf eine verhaltene Entwicklung im Warenhandel hin, was sich auch daran ablesen lässt, dass der EMI für den

Auftragseingang im Exportgeschäft zuletzt unterhalb der Wachstumsschwelle lag. Demgegenüber bleibt der Dienstleistungshandel robust, wobei insbesondere der Tourismus nach wie vor zunimmt und sich seinem Vorpandemieniveau annähert.

Abbildung 2
Entwicklung des Warenhandels

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



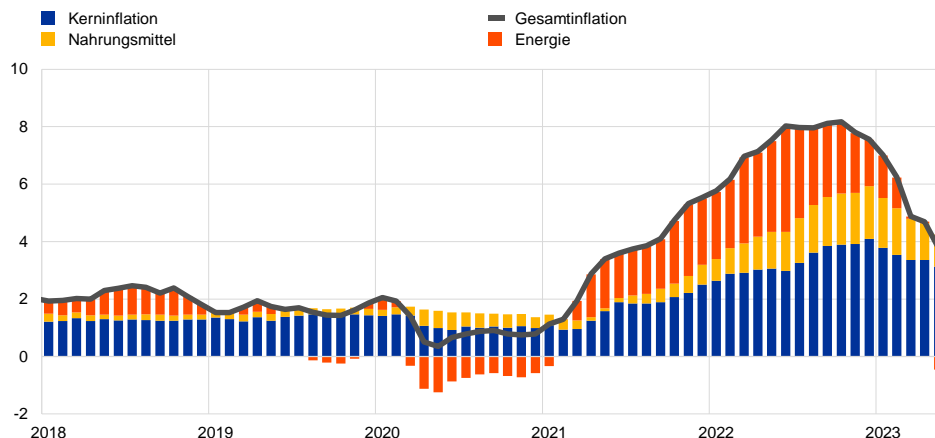
Quellen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023.

Die Gesamtinflation in den OECD-Staaten schwächte sich angesichts eines nachlassenden Preisdrucks bei Energie und Nahrungsmitteln erneut ab. Indessen verharrte die Kerninflation auf einem hohen Niveau. Im Mai verringerte sich die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflationsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) deutlich auf 6,5 %, nachdem sie im April noch bei 7,4 % gelegen hatte. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die sinkenden Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie Basiseffekte. Die Kerninflation ging dagegen nur geringfügig auf 6,9 % zurück (siehe Abbildung 3). Die Dynamik der Kerninflation ist noch immer hoch und ließ nur leicht nach, was auf einen anhaltenden Preisdruck hindeutet. So sinken die Erzeugerpreise zwar spürbar, doch die Löhne üben weiterhin einen Aufwärtsdruck aus.

Abbildung 3

Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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 Mai 2023.

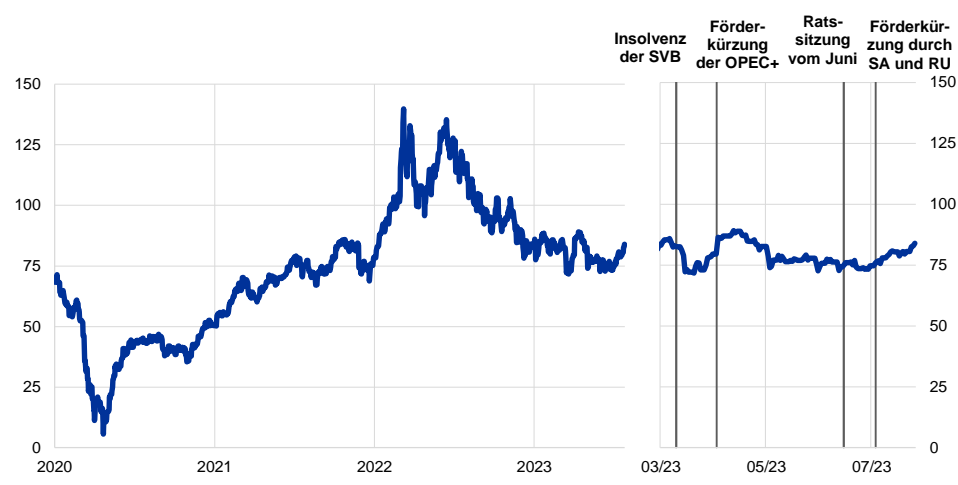
Die Preise für Rohöl haben sich seit der EZB-Ratssitzung vom Juni um 13 % erhöht, nachdem Saudi-Arabien seine Produktionskürzung um einen Monat verlängert hatte (siehe Abbildung 4). Saudi-Arabien hatte angekündigt, seine

Ölförderung im Juli um eine Million Barrel pro Tag zu reduzieren. Diese Produktionskürzung wurde nun auch auf den August ausgeweitet. Gleichzeitig gab Russland bekannt, seine Ölproduktion im August um 0,5 Millionen Barrel pro Tag drosseln zu wollen. In einer Phase, in der ohnehin schon mit einem Umschwung von einem Überschuss zu einem Defizit gerechnet wurde, dürften diese Produktionssenkungen zu einer weiteren Anspannung am Ölmarkt führen. Was die Nachfrageseite anbelangt, so wurde die aus Reise- und Transportaktivitäten in China resultierende starke Ölnachfrage in den vergangenen Monaten durch die schwache Nachfrage aus der Industrie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ausgeglichen. In jüngerer Zeit wirkte sich indes die verbesserte Risikostimmung, die unter anderem durch überraschend positive US-Wirtschaftsdaten und niedrigere Zahlen zur Gesamtinflation bedingt war, günstig auf den Ölpreis aus. Die europäischen Gaspreise sind seit der EZB-Ratssitzung im Juni um 16 % gesunken, nachdem zuvor eine kurze volatile Phase verzeichnet worden war. In den zwei Tagen vor der Ratssitzung waren die Notierungen kräftig angestiegen (um 33 %), was in erster Linie auf Ausfälle von Gasfeldern in Norwegen zurückzuführen war. Der seitdem verzeichnete Preisrückgang ist der Tatsache geschuldet, dass die Gasspeicherstände noch immer hoch sind und die Gasnachfrage auf einem niedrigen Niveau liegt. Die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe haben sich seit der Ratssitzung im Juni um 3 % erhöht, da Russland das Schwarzmeerabkommen über Getreideexporte aus der Ukraine aufkündigte. Seit dem vergangenen Jahr hat die Ukraine alternative Routen gefunden, über die ein Teil der Getreideexporte, die normalerweise über das Schwarze Meer verschifft werden, erfolgen könnte; allerdings fallen hierbei höhere Kosten an. Daher wird erwartet, dass die Störungen im Zusammenhang mit den Getreidelieferungen geringer ausfallen als zu Beginn des russischen Einmarschs. Dies würde bedeuten,

dass Preissprünge wie im Frühjahr 2022 unwahrscheinlich sind. Allerdings ergeben sich aus dem Wettergeschehen weitere Aufwärtsrisiken für die Nahrungsmittelrohstoffpreise, da auf kurze Sicht das Risiko einer Dürre in der nördlichen Hemisphäre erhöht bleibt. An den Metallmärkten wurde unterdessen die schwache Wirtschaftstätigkeit in der Industrie und im Immobiliensektor in China durch die höhere Risikoneigung ausgeglichen.

Abbildung 4 Ölpreisentwicklung

(in USD je Barrel)



Quelle: Refinitiv.

Anmerkung: Die vertikalen Linien markieren folgende Ereignisse: 10. März 2023: Insolvenz der Silicon Valley Bank; 2. April 2023: Ankündigung der Förderkürzung durch die OPEC+; 15. Juni 2023: EZB-Ratssitzung vom Juni; 3. Juli 2023: Ankündigung einer Ausweitung der Förderkürzungen durch Saudi-Arabien (SA) und Russland (RU). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Juli 2023.

In den Vereinigten Staaten hat sich die Konjunktur besser behauptet als erwartet.

Das Wachstum wurde für das erste Quartal 2023 (auf Jahresrate hochgerechnet) auf 2,0 % nach oben korrigiert. Darüber hinaus fielen die monatlichen Indikatoren für das zweite Quartal, etwa für das Baugewerbe außerhalb des Wohnungsbaus, die Beschäftigung und die Vorratsveränderungen, überraschend positiv aus. So stützt der dynamische Arbeitsmarkt in den USA weiterhin das Wachstum, wenngleich er allmählich an Schwung verliert. Die Arbeitslosenquote bleibt auf sehr niedrigem Stand, die Beschäftigung legt weiter zu, und die Zahl der offenen Stellen nimmt nur langsam ab. Ungeachtet der bislang beobachteten Widerstandsfähigkeit überwiegen jedoch die Abwärtsrisiken für die Konjunktur. So lag beispielsweise der EMI für das verarbeitende Gewerbe in den Vereinigten Staaten in den vergangenen Monaten zumeist im kontraktiven Bereich. Zudem sind die Ausfallraten bei Kreditkarten- und Automobilkrediten in den letzten Monaten rapide gestiegen, was auf eine Abschwächung des Konsums in nächster Zeit hindeutet. Die jährliche am VPI gerechnete Gesamtteuerungsrate fiel im Juni auf 3,0 %. Der zugrunde liegende Inflationsdruck ist jedoch weiterhin hoch. Die Kerninflation betrug 4,8 %. Gleichzeitig beläuft sich der jährliche Anstieg der Nominallöhne noch immer auf 4,7 % und liegt damit über dem Niveau, das mit dem Inflationsziel als vereinbar erachtet wird.

In China verlangsamte sich das BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2023

deutlich. Zwar erhöhte sich das BIP im zweiten Quartal um 6,3 % gegenüber dem Vorjahr, was auf Basiseffekte im Zusammenhang mit den coronabedingten Lockdowns vor Jahresfrist zurückzuführen war. Im Vergleich zum Vorquartal verlangsamte sich der BIP-Zuwachs jedoch auf 0,8 % (nach 2,2 % im ersten Quartal). Die konsumgetriebene Erholung scheint von kurzer Dauer gewesen zu sein; verantwortlich hierfür waren ein erneuter Rückgang im Wohnimmobiliensektor sowie eine Abschwächung der Konsumausgaben. Auch die Ausfuhren verringerten sich merklich. Grund hierfür war die verhaltene Auslandsnachfrage vor allem nach gewerblichen Erzeugnissen, da sich die weltweite Nachfrage nach der Pandemie von gewerblichen Erzeugnissen hin zu Dienstleistungen verlagert hat. Infolge der rückläufigen Wachstumsdynamik dürften in nächster Zeit zusätzliche geld- und finanzpolitische Unterstützungsmaßnahmen beschlossen werden. So senkte die People's Bank of China Mitte Juni den Zinssatz für die einjährige mittelfristige Refinanzierungsfazilität auf 2,65 %.

In Japan lassen die aktuellen Indikatoren auf eine gewisse Abschwächung des Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal schließen.

Die Verbraucherstimmung sollte die Erholung der privaten Konsumausgaben, die bislang recht schleppend verlief, trotz weiter sinkender Reallöhne beflügeln. Auch die Geschäftsklimaindikatoren signalisieren ein solides, wenn auch moderates Wachstum. Die Gesamtteuerungsrate stieg im Juni aufgrund von Erhöhungen der regulierten Strompreise leicht auf 3,3 % an. Die Kerninflation (ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) blieb mit 2,6 % gegenüber dem Vormonat unverändert; dies lässt auf eine kräftige zugrunde liegende Preisdynamik schließen. Was die Lohnentwicklung betrifft, so deuten die finalen Tarifergebnisse der jährlichen Frühjahrsverhandlungen (Shunto) auf Lohnerhöhungen von 3,6 % hin. Dies ist der höchste Wert seit Anfang der 1990er-Jahre.

Im Vereinigten Königreich legt eine Reihe positiver Datenmeldungen nahe, dass sich die Wirtschaft besser als erwartet behauptet. Die Inflation bleibt indessen hoch.

Das reale BIP, das im April im Vergleich zum Vormonat noch gestiegen war, sank im Mai um 0,1 % gegenüber dem Vormonat und damit weniger stark als vermutet. Bedingt war dies dadurch, dass die Inlandsnachfrage trotz der sich zuspitzenden Lebenshaltungskostenkrise robust blieb und dabei von einem stabilen Arbeitsmarkt gestützt wurde. Für das dritte Quartal wird weiterhin mit einer Wachstumsbelebung gerechnet, wobei die restriktiveren Finanzierungsbedingungen jedoch die privaten Konsumausgaben und die Investitionen belasten. Die Gesamtinflation sank im Juni auf 7,9 %, während sich die Kernrate aufgrund eines nachlassenden Preisauftriebs bei den Dienstleistungen auf 6,9 % verringerte. Das Ergebnis lag unter den Markterwartungen, entsprach aber der Prognose der Bank of England in ihrem Monetary Policy Report vom Mai 2023. Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die Gesamtinflation weiter verlangsamen, was vor allem auf den schwindenden Inflationsbeitrag der Energiepreise zurückzuführen ist. Dennoch dürfte der Preisdruck aufgrund der angespannten Arbeitsmarktlage, der robusten Nachfrage und der Persistenz der Teuerung bei Nahrungsmitteln erhöht bleiben.

2 Konjunktorentwicklung

Nachdem die Konjunktur im Euroraum im ersten Quartal 2023 vor dem Hintergrund einer rückläufigen Binnennachfrage stagniert hatte, war im zweiten Quartal eine moderate Besserung zu verzeichnen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni.² Branchenübergreifend wie auch innerhalb der einzelnen Sektoren gestaltet sich die wirtschaftliche Lage weiterhin unterschiedlich. So waren das verarbeitende Gewerbe und das Baugewerbe von der schwächeren Nachfrage und den verschärften Finanzierungsbedingungen besonders betroffen, während sich die Dienstleistungen vor allem im Freizeitbereich als widerstandsfähiger erwiesen. Allerdings lässt die Dynamik im Dienstleistungssektor nach, und es wird erwartet, dass sich die schwache wirtschaftliche Entwicklung auf kurze Sicht fortsetzt. Den Einkommen der privaten Haushalte kommen der starke Arbeitsmarkt, der im Zeichen des kräftigen Beschäftigungswachstums steht, sowie eine nachlassende Inflation zugute. Gleichwohl sind die Aussichten für das Wirtschaftswachstum weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet. Wenngleich die rückläufige Teuerung, die steigenden Einkommen und die zunehmend besseren Angebotsbedingungen eine Erholung unterstützen, dürften die Abschwächung der weltweiten Nachfrage und die zunehmenden Auswirkungen der verschärften Finanzierungsbedingungen die Wirtschaftstätigkeit belasten.

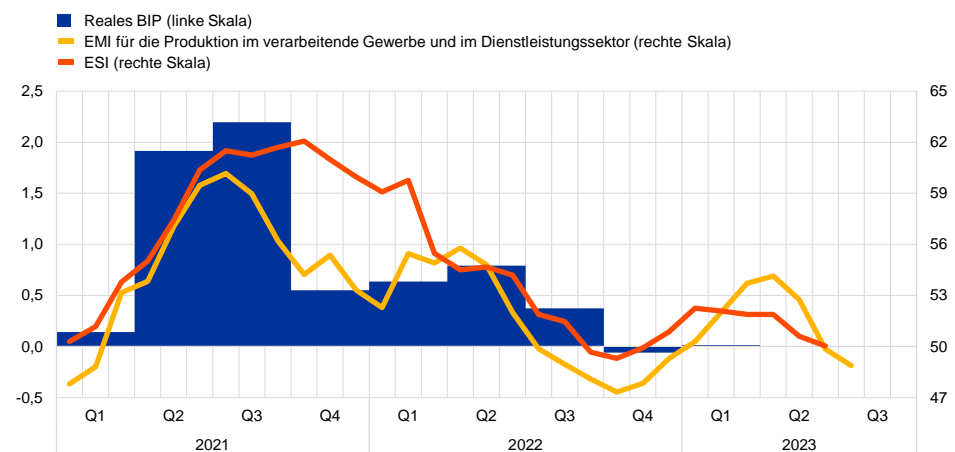
Das Wachstum des realen BIP im Euroraum, das im ersten Quartal 2023 noch stagniert hatte, verbesserte sich im zweiten Jahresviertel moderat. Nach einem Rückgang um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal am Ende des vergangenen Jahres blieb das reale BIP des Euroraums im ersten Quartal 2023 unverändert (siehe Abbildung 5). Dies ergibt sich aus der Veröffentlichung aktualisierter Daten für mehrere Euro-Länder, die unter anderem eine deutliche Aufwärtskorrektur des irischen BIP (von -4,6 % auf -2,8 %) enthalten. Für das zweite Quartal 2023 lassen die aktuellen Daten auf eine leichte Belebung des BIP-Wachstums schließen. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni wurde mit einem Anstieg von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gerechnet. Die kontaktintensiven Dienstleistungen dürften die Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal gestützt haben, wohingegen die Produktion im verarbeitenden Gewerbe wohl erneut rückläufig war. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums geriet im Juni in den kontraktiven Bereich. Darin spiegeln sich unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen (Teil-)Sektoren wider. Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor belief sich im zweiten Quartal auf durchschnittlich 54,4 Punkte. Trotz einer Abschwächung im Juni deutet er damit nach wie vor auf ein Wachstum hin (siehe Abbildung 6, Grafik b). Auch der Auftragseingang und die Erwartungen in Bezug auf die Geschäftstätigkeit in diesem Sektor sind inzwischen rückläufig, wenngleich sie immer noch mit einem fortgesetzten Wachstum im Einklang stehen. Der EMI für die Industrieproduktion ging dagegen im Juni weiter zurück und fiel im zweiten Quartal insgesamt auf 46,4 Punkte. Vor dem Hintergrund eines anhaltenden, aber sich verlangsamen-

² Der am 31. Juli von Eurostat veröffentlichten Schnellschätzung zufolge erhöhte sich das reale BIP im Euroraum im zweiten Quartal 2023 um 0,3 %. Diese Schätzung lag zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom Juli noch nicht vor.

Produktionswachstums verringerten sich die Auftragsbestände, und auch der Auftragseingang sank (siehe Abbildung 6, Grafik a). Infolge der schwachen Industrieproduktion zum Ende des ersten Quartals ergab sich für das zweite Jahresviertel ein statistischer Unterhang, der allerdings durch einen aus der Dienstleistungsproduktion resultierenden statistischen Überhang weitgehend ausgeglichen wurde. Trotz einer Erholung im April und Mai lag die durchschnittliche Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) in diesen beiden Monaten 1,5 % unter ihrem Stand vom ersten Quartal 2023. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) war im Juni weiter rückläufig und lässt auf ein moderates Wachstum im zweiten Quartal schließen (siehe Abbildung 5).

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), Juni 2023 (ESI) bzw. Juli 2023 (EMI).

Im dritten Quartal 2023 dürfte die Wirtschaftsleistung im Euroraum vor allem dank des Dienstleistungssektors moderat zunehmen.

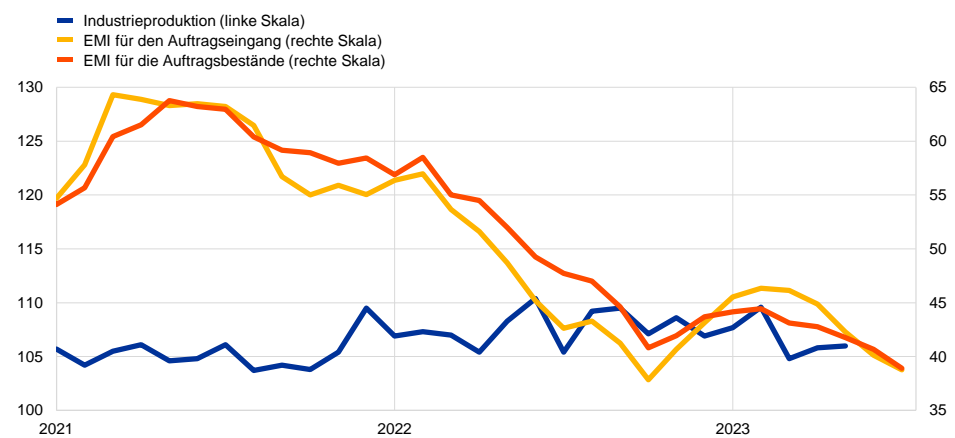
Wie aus der Branchen- und Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission hervorgeht, wird die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe aufgrund des wachsenden Einflusses des schwachen Welthandels und der verstärkten geldpolitischen Transmission voraussichtlich gedämpft bleiben. Bei den kontaktintensiven Dienstleistungen, insbesondere den Reisedienstleistungen, wird indes mit einer weiterhin robusten Nachfrage gerechnet. Dies steht im Einklang mit den wesentlichen Erkenntnissen aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen (siehe Kasten 3). Demnach sind die Erwartungen in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung sowohl branchenübergreifend als auch branchenintern sehr unterschiedlich. Die Nachfrage in tourismusbezogenen Wirtschaftszweigen dürfte hoch bleiben und die Konjunktur im dritten Quartal stützen. Der EMI für den Dienstleistungssektor verzeichnete im Juli zwar noch einen Anstieg, dieser fiel aber deutlich geringer aus als im früheren Jahresverlauf. Dies lässt darauf schließen,

dass die Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe allmählich auf den Dienstleistungssektor übergreift. Mit Blick auf die nähere Zukunft ist davon auszugehen, dass die Konjunktur durch nachlassende Lieferengpässe, sinkende Energiepreise und widerstandsfähige Arbeitsmärkte weiter Rückenwind erhält. Diese unterstützenden Faktoren werden die Abschwächung der weltweiten Nachfrage und die zunehmenden Auswirkungen der restriktiveren Finanzierungsbedingungen abfedern.

Abbildung 6
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne (Teil-)Sektoren

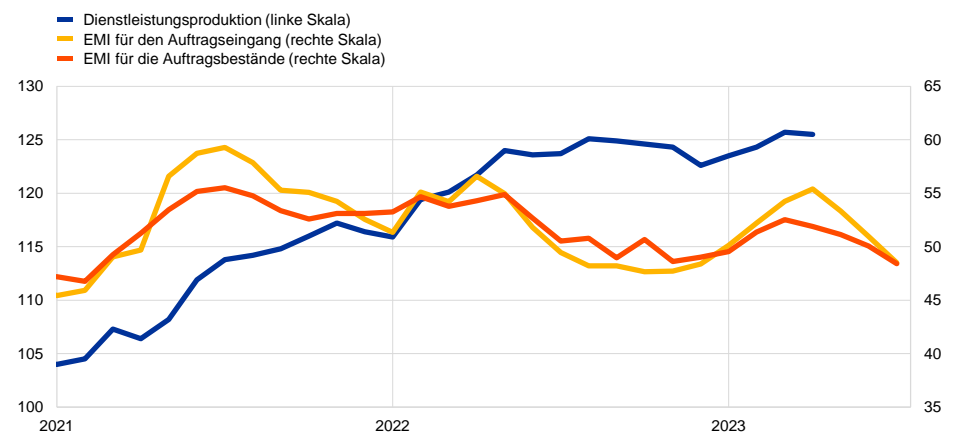
a) Verarbeitendes Gewerbe

(Indizes; Diffusionsindizes)



b) Dienstleistungssektor

(Indizes; Diffusionsindizes)



Quellen: Eurostat und S&P Global Market Intelligence.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023 (Dienstleistungsproduktion), Mai 2023 (Industrieproduktion) bzw. Juli 2023 (EMIs).

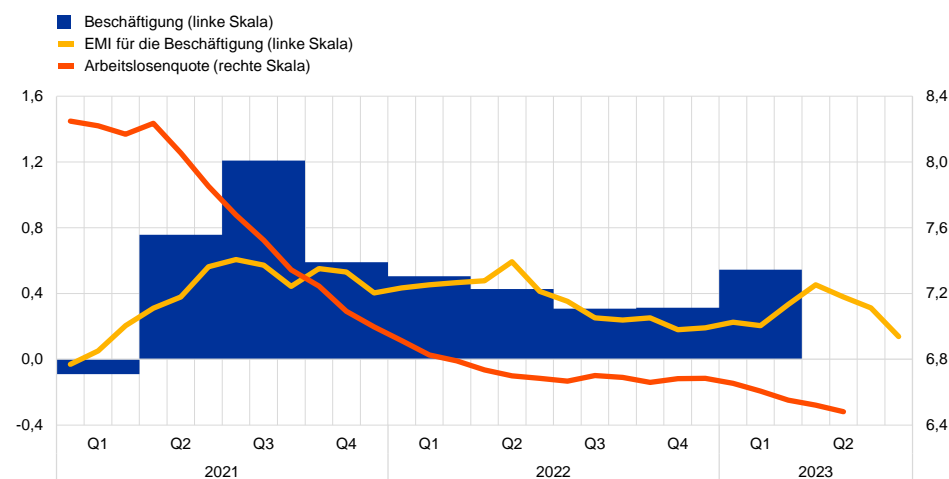
Getragen vom Dienstleistungssektor entwickelt sich der Arbeitsmarkt nach wie vor robust, wenngleich aktuelle Indikatoren auf eine Abschwächung hindeuten. Im ersten Quartal des laufenden Jahres erhöhte sich die Beschäftigung um 0,5 % (siehe Abbildung 7). Nach diesem kräftigen Beschäftigungszuwachs lassen die jüngsten monatlichen Daten auf eine geringfügig schwächere Arbeitsmarktdynamik im zweiten Quartal schließen. Die Arbeitslosenquote belief sich im Mai 2023 unverändert auf 6,5 % und war damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im

Mai 2022. Die positive Beschäftigungsdynamik wird indes weiterhin durch einen Anstieg der Erwerbsbeteiligung getragen. So liegt das Wachstum bei den jungen, gering qualifizierten und ausländischen Erwerbspersonen über dem langfristigen Trend, was die positive Beschäftigungsentwicklung offenbar zum Großteil erklärt.

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 erste Quartal 2023 (Beschäftigung), Juli 2023 (EMI-Schnellschätzung von Eurostat) bzw. Mai 2023 (Arbeitslosenquote).

Für das zweite Quartal deutet der EMI für die Beschäftigung auf ein zwar langsames, aber anhaltendes Beschäftigungswachstum hin.

Der EMI-Beschäftigungsindikator ging im Juni auf 53,1 Punkte zurück, signalisiert damit aber nach wie vor eine Zunahme der Beschäftigung. Hinter der aggregierten Entwicklung verbergen sich jedoch ausgeprägte sektorale Unterschiede. So war der Zuwachs im Juni auf den Dienstleistungssektor beschränkt, wohingegen die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe erstmals seit Januar 2021 unter die Wachstumsschwelle sank. Mit 49,8 Punkten weist der Index auf zunehmende Abwärtsrisiken für das Beschäftigungswachstum hin. Dies gilt insbesondere für Länder mit einem höheren Anteil an Beschäftigten im verarbeitenden Gewerbe. Die vorläufigen EMI-Daten für Juli zeigen eine weitere Abschwächung der Beschäftigungsdynamik, was auf ein eher geringes (oder gar stagnierendes) Beschäftigungswachstum im dritten Quartal schließen lässt.

Die privaten Konsumausgaben dürften sich im zweiten Quartal trotz des robusten Dienstleistungskonsums verhalten entwickelt haben. Grund hierfür ist ein weiterer Rückgang des Warenkonsums.

Im ersten Quartal 2023 verringerten sich die privaten Konsumausgaben infolge eines abnehmenden Warenkonsums um 0,3 %. Im zweiten Jahresviertel sanken die Ausgaben für Waren aktuellen Daten zufolge erneut, während sich der Dienstleistungskonsum weiterhin robust entwickelt haben dürfte. Untermauert wird die Erwartung geringer Ausgaben für Konsumgüter durch die jüngste Entwicklung der Einzelhandelsumsätze, die von April bis Mai im Durchschnitt 0,3 % niedriger ausfielen als im ersten Quartal.

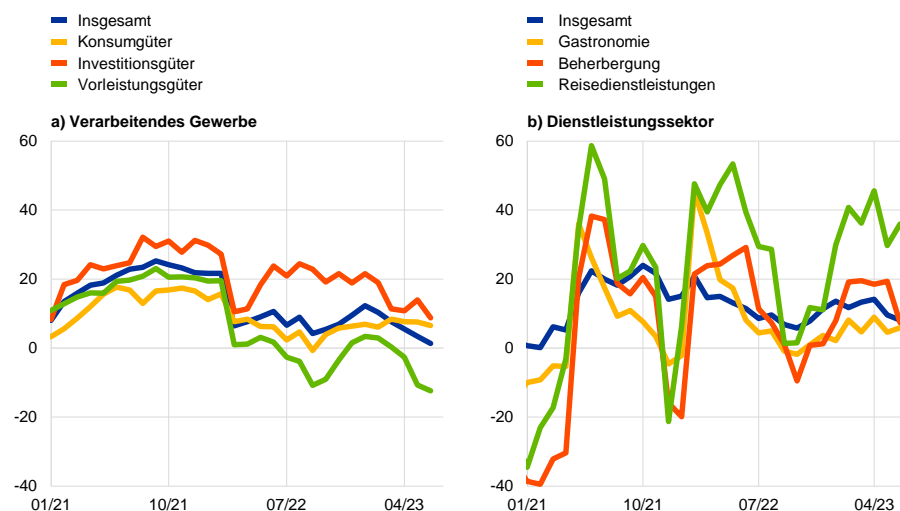
Dahinter verbergen sich jedoch ein höherer Absatz sonstiger Waren (ohne Nahrungsmittel) und ein Absatzrückgang bei Kraftstoffen und Nahrungsmitteln. Zugleich lagen die Pkw-Neuzulassungen im zweiten Quartal trotz nachlassender Lieferengpässe 1 % unter dem Stand des ersten Jahresviertels. Der Dienstleistungskonsum dürfte sich dagegen nach wie vor robust entwickelt und dabei von den anhaltenden Effekten des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie profitiert haben. Ablesen lässt sich dies am EMI für kontaktintensive Dienstleistungen, der im zweiten Quartal ungeachtet einer Abschwächung im Juni weiterhin im expansiven Bereich lag.

Aktuelle Daten weisen darauf hin, dass insbesondere die kurzfristigen Aussichten für die kontaktintensiven Dienstleistungen besser sind als für den Warenkonsum. Laut den Ergebnissen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für Juni lag die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen im genannten Monat weiterhin über dem historischen Durchschnitt (siehe Abbildung 8, Grafik b). Auch die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES) vom Juni und der jüngste Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen deuten darauf hin, dass die Erwartungen hinsichtlich der Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen relativ hoch sind. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im Juni und Juli weiter an. Dies war in erster Linie auf die sich verbessernden Erwartungen der privaten Haushalte im Hinblick auf die eigene finanzielle Situation und die allgemeine Wirtschaftslage zurückzuführen. Das starke Wachstum des nominalen Arbeits- und Nichtarbeitseinkommens hat die Kaufkraft der privaten Haushalte bislang gestützt. Allerdings dürften die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und die höheren Zinssätze den Sparanreiz der privaten Haushalte vergrößern und sich somit dämpfend auf die privaten Konsumausgaben auswirken. Aus den Umfrageergebnissen zu den Verbrauchererwartungen geht hervor, dass die Erwartungen bezüglich der Hypotheken- und Sparzinsen im Einklang mit der tatsächlichen Zinsentwicklung gestiegen sind (siehe Kasten 2). Dazu passt, dass sich die Sparquote der privaten Haushalte im ersten Quartal 2023 geringfügig auf 14,1 % des verfügbaren Einkommens erhöht hat.

Abbildung 8

Erwartete Produktion im verarbeitenden Gewerbe und erwartete Nachfrage nach Dienstleistungen

(Salden in %)



Quelle: Europäische Kommission.

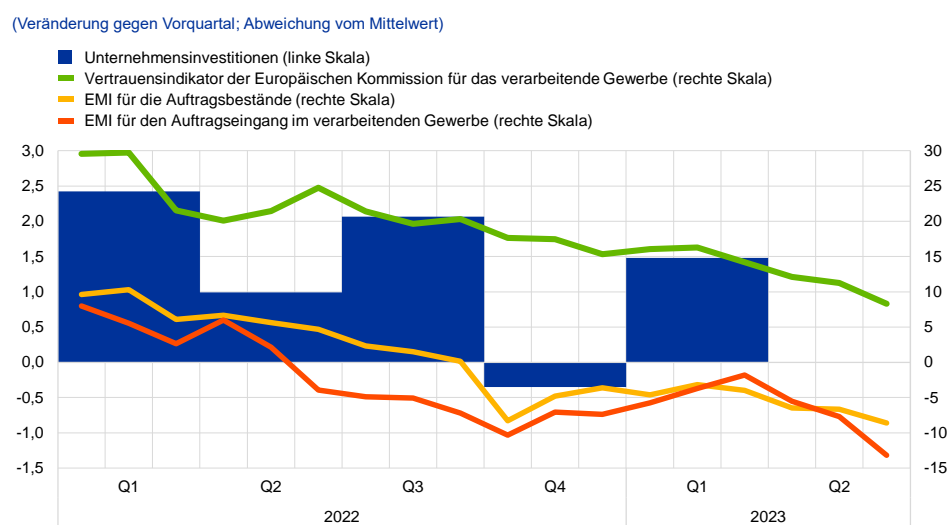
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2023.

Trotz einer robusten Entwicklung zu Jahresbeginn dürften sich die Unternehmensinvestitionen im zweiten Quartal 2023 abgeschwächt haben, da sich die Aktivität als Reaktion auf die zunehmend restriktiveren Finanzierungsbedingungen verlangsamt.

Die Investitionen ohne Bauten blieben im ersten Quartal 2023 gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel insgesamt unverändert. Ohne den volatilen Beitrag der immateriellen Investitionen in Irland wären sie allerdings höher ausgefallen. Zwar ist die Investitionsgüterproduktion im April und Mai wieder angestiegen, aber Umfrageergebnisse lassen für das dritte Quartal auf eine Abschwächung der Unternehmensinvestitionen schließen. Der EMI für die Produktion fiel im zweiten Quartal unter die Wachstumsschwelle. Obwohl sich der EMI für die Lieferzeiten verbesserte, sanken der EMI für den Auftragseingang und jener für die Auftragsbestände im verarbeitenden Gewerbe und im Investitionsgütersektor im zweiten Quartal weiter in den negativen Bereich, und auch das Vertrauen der Unternehmen in diesem Sektor nahm ab (siehe Abbildung 9). Der Umfrage zum Kreditgeschäft (BLS) vom Juli 2023 zufolge ist die Nachfrage der Unternehmen nach langfristigen Krediten und nach Krediten für Anlageinvestitionen in den vergangenen Quartalen merklich zurückgegangen. Im zweiten Quartal dürfte sich die Nachfrage nach diesen Krediten erneut verringert haben. In früheren Rezessionsphasen folgte auf dieses Entwicklungsmuster ein kräftiger Rückgang der Unternehmensinvestitionen. Bislang ist hingegen auf Jahressicht ein insgesamt unverändertes Wachstum zu verzeichnen. Im Einklang mit den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft zeigt die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE), die den Zeitraum von Oktober 2022 bis März 2023 abdeckt, dass trotz einer leichten Verbesserung mehr Unternehmen mit einer Verschlechterung der Verfügbarkeit von Bankkrediten in den kommenden sechs Monaten rechnen. Aus der Umfrage geht ferner hervor, dass die Unternehmen für das zweite und dritte Quartal eine Umsatzsteigerung erwarten, wobei die

Innenfinanzierung immer mehr an Bedeutung gewinnt. Dadurch werden die negativen Auswirkungen der höheren Kreditkosten auf die Unternehmensinvestitionen zum Teil ausgeglichen. Außerdem lassen die Ergebnisse der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (CTS) vom Juli 2023 darauf schließen, dass klimafreundliche und digitale Investitionen, die auch am stärksten von Mitteln aus dem Programm „Next Generation EU“ (NGEU) profitieren, nach wie vor relativ widerstandsfähig sind. Sowohl die Innenfinanzierung als auch die NGEU-Mittel sind von entscheidender Bedeutung, um Kapitalanlagen in der Zukunft zu stützen.

Abbildung 9
Unternehmensinvestitionen und Indikatoren für Investitionsgüter



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Unternehmensinvestitionen werden näherungsweise anhand der Investitionen ohne Bauten beziffert, wobei die Investitionen in geistiges Eigentum in Irland unberücksichtigt bleiben. Der EMI für die Auftragsbestände und jener für den Auftragseingang sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. Der Vertrauensindikator der Europäischen Kommission für das verarbeitende Gewerbe wird als Abweichung vom langfristigen Durchschnitt dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (Investitionen) bzw. Juni 2023 (andere Variablen).

Angesichts der rückläufigen Nachfrage nach Wohnimmobilien und der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen sind die Wohnungsbauminvestitionen Schätzungen zufolge im zweiten Quartal gesunken. Harte und weiche Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Wohnungsbauminvestitionen im zweiten Quartal 2023 verringert haben. Im ersten Vierteljahr 2023 waren sie noch um 1,3 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen, was auf hohe Auftragsrückstände und günstige Witterungsverhältnisse zurückzuführen gewesen war. Was die harten Indikatoren betrifft, so ist die Anzahl der erteilten Baugenehmigungen für Wohngebäude – ein Frühindikator der Baukonjunktur – im Verlauf des vergangenen Jahres deutlich gesunken. Im März 2023 lagen sie auf dem tiefsten Stand seit sieben Jahren (unter Herausrechnung der pandemiebedingten Lockdowns vom April und Mai 2020). Die Produktion im Hochbau lag im April und Mai 1,2 % unter ihrem Durchschnitt vom ersten Quartal. Mit Blick auf die weichen Indikatoren ist der EMI für die Produktion im Wohnungsbau bis Juni weiter in den kontraktiven Bereich gesunken, obwohl sich die Lieferzeiten der Zulieferer deutlich verbessert haben und die Vorleistungspreise zurückgegangen sind. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit in den

vergangenen drei Monaten war im zweiten Quartal das fünfte Mal in Folge rückläufig. Die gedämpfte Nachfrage, die restriktiven Finanzierungsbedingungen und der Arbeitskräftemangel wirkten sich nach wie vor spürbar auf die Bauproduktion aus. Zukunftsbezogene Indikatoren lassen auch für das dritte Quartal auf eine verhaltene Aktivität schließen, da die steigenden Hypothekenzinsen und die erhöhten Baukosten die Finanzierbarkeit bzw. Rentabilität von Wohnimmobilien beeinträchtigen, wie die jüngsten Umfragen der EZB bestätigen. Laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen erreichte die Einschätzung der privaten Haushalte zu Wohnimmobilien als gute Investitionsmöglichkeit im Januar ihren Tiefpunkt, fiel aber auch im Juni noch pessimistisch aus (siehe Kasten 1). In der aktuellen Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen wurde vor allem im Wohnungsbau von einem Rückgang der Aktivität und der Aufträge berichtet, was dem erhöhten Kostendruck und den steigenden Zinsen geschuldet war.

Das Exportvolumen des Euroraums dürfte im zweiten Quartal 2023 aufgrund der Abschwächung des Welthandels und der Aufwertung des Euro ein gedämpftes Wachstum aufgewiesen haben. Die Wachstumsdynamik der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (gemessen an der Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) verringerte sich im Mai moderat. Der schwache Welthandel dämpfte die Nachfrage nach Waren des Eurogebiets, und die Auswirkungen der Euro-Aufwertung seit Herbst beeinträchtigten die Wettbewerbsfähigkeit. Der von der Entspannung bei den Lieferengpässen ausgehende Schub für die Exporte des verarbeitenden Gewerbes scheint nachzulassen. So meldeten die Unternehmen, dass ihre Auftragsrückstände wieder ein normales Niveau erreicht haben. Die Dienstleistungsexporte – insbesondere die Reisedienstleistungen – stützten indes die Gesamtausfuhr des Euroraums. Die Wachstumsdynamik des Importvolumens des Euroraums hat sich stabilisiert, ist aber weiterhin negativ, was der schwachen Binnennachfrage zuzuschreiben ist. Dies hat dazu geführt, dass die Unternehmen ihre Lagerbestände reduzieren und die Energieimporte gesunken sind. Zukunftsbezogenen Indikatoren zufolge bleiben die kurzfristigen Aussichten für das Ausfuhrvolumen im Eurogebiet gedämpft. Der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes sank im Juni noch weiter in den kontraktiven Bereich. Obwohl der Druck auf die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure des Euroraums aufgrund der niedrigeren Energiepreise etwas nachgelassen hat, ist der globale Warenhandel nach wie vor schwach. Zugleich gab auch der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors nach. Angesichts der starken Zunahme der Reisebuchungen im früheren Jahresverlauf dürfte die Tourismusbranche indes in der Sommersaison florieren.

Über die kurze Frist hinaus dürfte sich das BIP-Wachstum allmählich erhöhen. Einerseits sollten angesichts sinkender Energiepreise, einer stärkeren Auslandsnachfrage und aufgelöster Angebotsengpässe in den kommenden Quartalen wieder positive Wachstumsraten zu verzeichnen sein. Außerdem dürften – gestützt durch einen robusten Arbeitsmarkt mit einer historisch niedrigen Arbeitslosigkeit und einen sich verringern den Preisauftrieb – die Realeinkommen steigen. Andererseits wirkt die geldpolitische Straffung der EZB zunehmend auf die Realwirtschaft durch. Zusammen mit der allmählichen Rückführung der fiskalischen

Hilfsmaßnahmen dürfte dies auf mittlere Sicht die Binnennachfrage belasten und den Preisdruck verringern.

3 Preise und Kosten

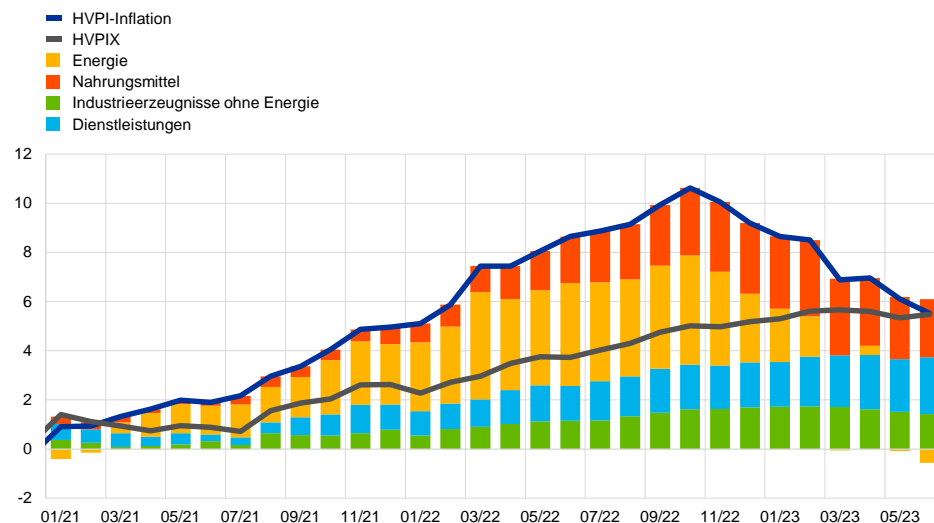
Die Inflationsrate sank im Juni 2023 weiter auf 5,5 % nach 6,1 % im Mai. Die Energiepreise gingen erneut zurück und fielen um 5,6 % gegenüber dem Vorjahr. Bei Nahrungsmitteln schwächte sich die Teuerung weiter ab, blieb mit 11,6 % aber hoch. Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Inflationsrate erhöhte sich von 5,3 % im Mai auf 5,5 % im Juni, was auf kräftige Ausgaben für Urlaubsreisen und Dienstleistungen im Reiseverkehr zurückzuführen war. Zuzuschreiben war diese Entwicklung aufwärtsgerichteten Basiseffekten und einem Anstieg des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen auf 5,4 %. Externe Inflationsursachen verlieren an Bedeutung, wohingegen der binnenwirtschaftliche Preisdruck als Inflationstreiber zunehmend wichtiger wird. Dies schließt auch den von steigenden Löhnen und weiterhin robusten Gewinnmargen ausgehenden Preisdruck ein. Wenngleich einige Messgrößen rückläufig sind, bleibt die zugrunde liegende Inflation insgesamt hoch. Einer der Gründe hierfür ist, dass die Auswirkungen zurückliegender Energiepreiserhöhungen auf die Preise in der gesamten Wirtschaft noch immer spürbar sind. Zwar liegen die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen derzeit bei rund 2 %, doch sind einige Indikatoren nach wie vor erhöht.

Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflation im Euroraum ging im Juni weiter zurück. Das erneute Absinken auf 5,5 % nach 7,0 % im April und 6,1 % im Mai war im Wesentlichen auf die Teuerungsrate für Energie zurückzuführen, die auf ihrem Abwärtsfad blieb und sich von -1,8 % im Mai auf -5,6 % im Juni verringerte. Auch die Preissteigerungsraten anderer Güter (Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse ohne Energie) waren im Juni weiter rückläufig. Unter den Hauptkomponenten verzeichneten lediglich die Dienstleistungen einen Anstieg, und zwar von 5,0 % im Mai auf 5,4 % im Juni. Dies impliziert eine Zunahme der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) auf 5,5 %, nachdem sie im Mai auf 5,3 % gesunken war. Die robuste Teuerung bei den Dienstleistungen ist auf die kräftige Entwicklung in den Bereichen Tourismus und Freizeit sowie den hohen Nachfragestau und die steigenden Arbeitskosten zurückzuführen. Der Anstieg im Juni war jedoch hauptsächlich aufwärtsgerichteten Basiseffekten im Zusammenhang mit dem 9-Euro-Ticket im öffentlichen Nahverkehr in Deutschland zuzuschreiben, das im vergangenen Jahr befristet eingeführt wurde (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10

Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2023.

Die Teuerungsrate für Energie ist weiterhin negativ. Grund hierfür sind vor allem abwärtsgerichtete Basiseffekte, aber auch die Verbraucherpreise für Energie, die sich im Juni erneut abschwächten. Seit ihrem Höchststand im

Oktober 2022 haben sie sich um 14 % verringert, wofür vor allem die niedrigeren Kraftstoff- und Gaspreise verantwortlich sind. Zugleich ist die Jahreswachstumsrate der Verbraucherpreise für Strom in den vergangenen Monaten gesunken. Zwar liegt sie noch immer mehr als 40 % über ihrem Vorpandemiestand, übt jedoch insgesamt keinen weiteren Druck auf die Verbraucherpreise für Energie aus. Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette verringerte sich der Preisdruck bei Energie abermals. So lag die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie im Mai 2023 bei -13,3 %, verglichen mit einem Höchststand von 117,3 % im August 2022 (siehe Abbildung 11).

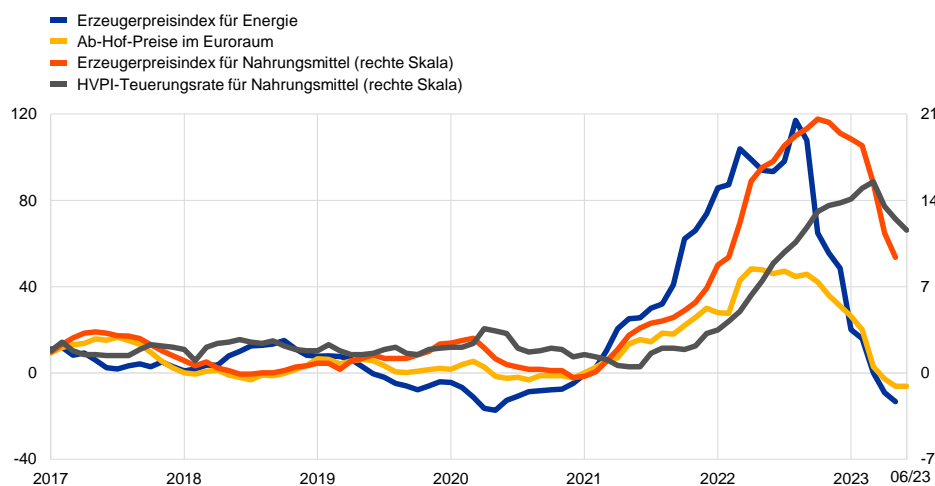
Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln ist rückläufig, aber nach wie vor hoch, wobei vorangegangene Kostenschocks noch immer durchwirken. Die

Inflationsrate für Nahrungsmittel verringerte sich von 12,5 % im Mai auf 11,6 % im Juni, wobei die Rate für verarbeitete Nahrungsmittel in diesem Zeitraum von 13,4 % auf 12,4 % sank. Auch bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln war ein Rückgang zu verzeichnen, und zwar von 9,6 % im Mai auf 9,0 % im Juni. Wenngleich der Höchststand überschritten sein dürfte, bleibt die Teuerung insbesondere bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln hoch und belastet weiterhin die Kaufkraft der privaten Haushalte (siehe Abbildung 11). Die Auswirkungen früherer Kostenschocks, etwa im Zusammenhang mit den Energiepreisen, sollten allmählich nachlassen. Allerdings könnten folgende Faktoren einen größeren Beitrag zum Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln leisten: der kräftigere Anstieg der Arbeitskosten, die einseitige Entscheidung Russlands, die Schwarzmeer-Getreide-Initiative zu beenden, sowie die extremen Witterungsbedingungen in einigen Ländern, da Dürren und Überschwemmungen zu Aufwärtsdruck führen könnten.

Abbildung 11

Nahrungsmittelpreise im HVPI sowie Kosten für Energie- und Nahrungsmittelvorkleistungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

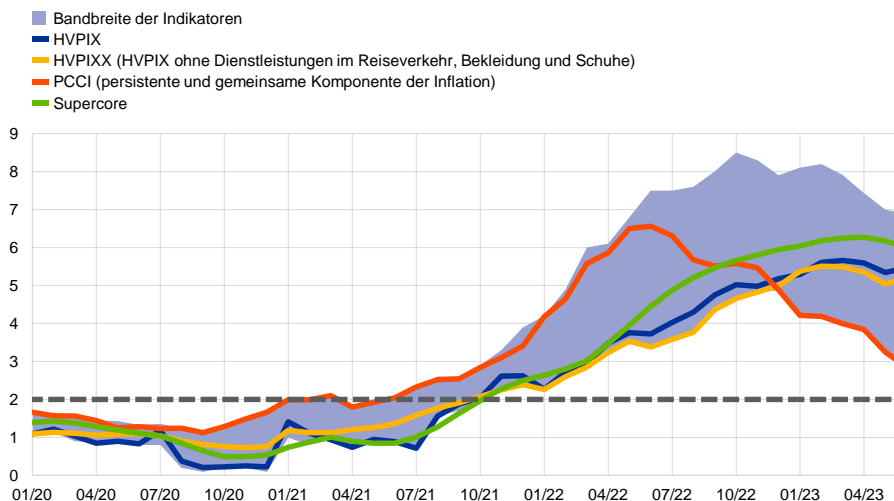
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023 (Erzeugerpreisindex für Energie und Erzeugerpreisindex für Nahrungsmittel) bzw. Juni 2023 (übrige Angaben).

Die zugrunde liegende Inflation bleibt insgesamt hoch, wenngleich bei einigen Messgrößen Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen sind (siehe Abbildung 12). Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass die Auswirkungen zurückliegender Energiepreiserhöhungen auf die Preise in der gesamten Wirtschaft nach wie vor spürbar sind. Die HVPIX-Inflation erhöhte sich von 5,3 % im Mai auf 5,5 % im Juni. Ausschlaggebend hierfür waren aufwärtsgerichtete Basiseffekte bei den Dienstleistungen, vor allem jene, die mit dem oben genannten Ticket im öffentlichen Nahverkehr in Deutschland zusammenhängen. Diese Basiseffekte wirkten sich auch auf einige andere Indikatoren aus, insbesondere auf den HVPIX (d. h. den HVPIX abzüglich der volatilen Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie Bekleidung und Schuhe), die im Juni ebenfalls gestiegen sind. Andere regelmäßig beobachtete Messgrößen folgten hingegen weiterhin ihrem im April begonnenen Abwärtspfad. Der Indikator der Binneninflation (der Positionen mit hohem Importgehalt unberücksichtigt lässt) blieb im Juni weitgehend unverändert. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Positionen umfasst, sank von 6,2 % im Mai auf 6,0 % im Juni. Die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die als annualisierte Rate ausgedrückt wird, ging im Juni weiter zurück. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Energiepreise berücksichtigt werden oder nicht. Insgesamt deutet die jüngste Entwicklung dieser Messgrößen auf einen Wendepunkt beim zugrunde liegenden Inflationsdruck hin. Dennoch ist die Bandbreite der beobachteten Messgrößen für die zugrunde liegende Inflation nach wie vor groß und weist noch immer ein erhöhtes Niveau auf. Darin spiegelt sich die nach wie vor hohe Unsicherheit wider, was die Notwendigkeit unterstreicht, ein breites Spektrum an Daten zu überwachen (siehe Kasten 5).

Abbildung 12

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Ermittlung der Bandbreite 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 Juni 2023.

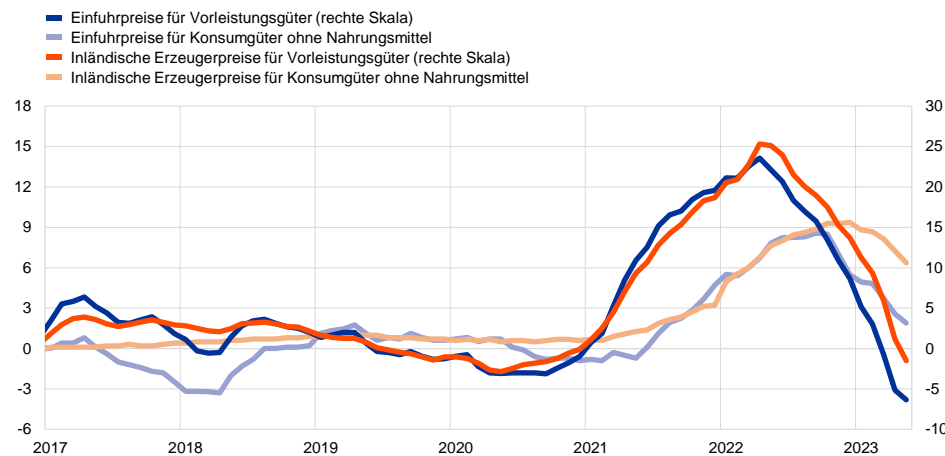
Der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie war erneut rückläufig; die entsprechende Rate sank von 5,8 % im Mai auf 5,5 % im Juni.

Die Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette lassen auf einen weiter andauernden Abschwächungsprozess schließen. Mit Blick auf diese Stufen ist festzustellen, dass die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter und jene der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter im Mai abermals zurückgingen. Auf den nachgelagerten Stufen verringerte sich die Vorjahresrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 7,2 % im April auf 6,4 % im Mai. Damit war diese Rate den fünften Monat in Folge rückläufig, wodurch bestätigt wurde, dass sich bei den Konsumgütern der kumulierte Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen allmählich abschwächt. Zugleich liegen die jährlichen Wachstumsraten der Einfuhr- und der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel trotz des Rückgangs weiterhin auf hohem Niveau, auch wenn die Einfuhrpreise vom jüngsten Wechselkursanstieg profitieren dürften (siehe Abbildung 13).

Abbildung 13

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



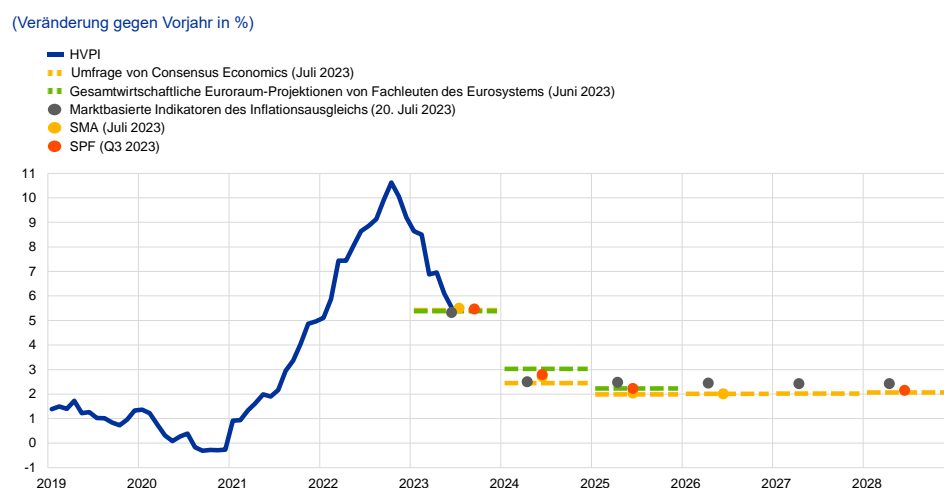
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023.

Das Lohnwachstum zieht an und wird zu einer immer bedeutsameren Quelle inflationären Drucks. Die jährliche Änderungsrate der Tarifverdienste im Euroraum erhöhte sich von 3,9 % im vierten Quartal 2022 auf 4,3 % im ersten Quartal 2023. Die zukunftsbezogenen Informationen aus den jüngsten Tarifabschlüssen deuten darauf hin, dass der nominale Lohndruck auch über das erste Quartal 2023 hinaus stark sein wird. Das tatsächliche Lohnwachstum – gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. je Stunde – stieg weiterhin an. Die Jahressteigerungsraten dieser beiden Lohnmessgrößen wurden gegenüber der ersten Datenveröffentlichung nach oben korrigiert. Sie liegen nun bei 5,4 % bzw. 4,9 % für das erste Quartal 2023, nach zuvor 4,8 % bzw. 4,1 % im vierten Quartal 2022. Der Zuwachs bei den Stückgewinnen blieb im ersten Jahresviertel 2023 zwar relativ hoch, verringerte sich in einzelnen Industriezweigen jedoch, vor allem bei den kontaktintensiveren Dienstleistungen.

Die meisten umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum liegen weiterhin nahezu unverändert bei rund 2 %. Damit stehen sie im Großen und Ganzen im Einklang mit den marktbasieren, um Risikoprämien bereinigten Indikatoren des Inflationsausgleichs (siehe Abbildung 14). Gemäß dem von der EZB für das dritte Quartal 2023 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) beliefen sich die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2028 sowie der Median der Ergebnisse nach wie vor auf 2,1 % bzw. 2,0 %. Auch die von Consensus Economics aus der Umfrage vom Juli 2023 abgeleiteten Inflationserwartungen für 2028 haben sich mit 2,1 % gegenüber dem Wert vom April nicht verändert. Der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Juli 2023 zufolge lag der Median der längerfristigen Inflationserwartungen unverändert bei 2,0 %. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Juni 2023 fiel der Median der Erwartungen für die Teuerung in drei Jahren von 2,5 % im Mai auf 2,3 % im Juni. Gegenüber seinem Höchststand im Oktober 2022

setzte er damit seine Abwärtsbewegung fort.³ Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (basierend auf dem HVPI ohne Tabakwaren) stiegen bei allen – vor allem aber bei den kurzen – Laufzeiten an. So erhöhte sich der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr um 14 Basispunkte und lag damit am Ende des Berichtszeitraums bei rund 2,5 %. Am längeren Ende schloss der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren den Berichtszeitraum bei knapp 2,6 % ab und notierte damit etwas höher als zuvor. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie Risikoprämien zur Kompensation des Inflationsrisikos enthalten. Um Risikoprämien bereinigt deuten die Marktpreise insgesamt für die kommenden zwei Jahre weiterhin auf ein Inflationsszenario hin, das optimistischer ausfällt als das in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems für den Euroraum vom Juni 2023 enthaltene Szenario.

Abbildung 14
Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2023, SMA und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasieren 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 marktbasieren Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 20. Juli 2023. Die SPF-Umfrage für das dritte Quartal 2023 wurde vom 30. Juni bis zum 5. Juli 2023 durchgeführt. Die SMA-Umfrage zeigt vierteljährliche Prognosen. Stichtag für die langfristigen umfragebasierten Prognosen von Consensus Economics war Juli 2023. Für die in den Projektionen des Eurosystems enthaltenen Daten war der Stichtag der 31. Mai 2023. Die jüngsten Angaben zum HVPI beziehen sich auf Juni 2023.

Die Inflationaussichten sind sowohl mit aufwärts- als auch mit abwärtsgerichteten Risiken behaftet. Zu den Aufwärtsrisiken zählen ein potenziell wieder aufkommender Aufwärtsdruck auf die Kosten für Energie und Nahrungsmittel. Verantwortlich hierfür sind: die einseitige Entscheidung Russlands, die Schwarzmeer-Getreide-Initiative zu beenden, die russischen Militärangriffe auf ukrainische Getreideterminale und –häfen, ungünstige Wetterbedingungen, die die Nahrungsmittelpreise stärker als projiziert in die Höhe treiben könnten, sowie ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert oder

³ Siehe EZB, [Ergebnisse der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: Juni 2023](#), Pressemitteilung vom 8. August 2023.

unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen, wobei beides auf mittlere Sicht zu einer Zunahme der Inflation führen könnte. Eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde indes vor allem mittelfristig einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen. Falls sinkende Energiepreise und ein geringerer Preisanstieg bei Nahrungsmitteln rascher als derzeit angenommen auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen durchwirkten, ginge die Inflation zudem rascher zurück.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Entwicklung an den Finanzmärkten wurde im Berichtszeitraum (15. Juni bis 26. Juli 2023) vor allem durch geänderte Inflationsaussichten und deren erwartete Auswirkungen auf die Geldpolitik bestimmt. Nach der EZB-Ratssitzung im Juni stiegen die kurzfristigen Leitzinserwartungen der Märkte für den Euroraum an, da die Kommunikation der Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks Hinweise auf einen restriktiveren geldpolitischen Kurs gab. Seit Mitte Juli liegen diese Erwartungen jedoch nur noch geringfügig über dem Niveau von Mitte Juni. Grund dafür ist, dass die Inflation in den Vereinigten Staaten geringer ausfiel als erwartet und die Geldpolitik entsprechend neu bewertet wurde. Die Staatsanleiherenditen im Euroraum entwickelten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen. Dabei hatte die Tatsache, dass die EZB die Reinvestitionen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) Ende Juni beendete, keinen sichtbaren Einfluss. Die Bewertungen von risikoreichen Anlagen im Eurogebiet blieben im Großen und Ganzen unverändert. Dennoch kam es während des Berichtszeitraums aufgrund der Sensitivität der Märkte gegenüber der geldpolitischen Kommunikation und den gesamtwirtschaftlichen Nachrichten zu einer gewissen Volatilität. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum bewegten sich seitwärts. An den Märkten vollzog sich eine allmähliche Neubewertung der Geldpolitik und der gesamtwirtschaftlichen Aussichten. In diesem Umfeld blieben die Aktienkurse weitgehend stabil, auch wenn im Verlauf des Berichtszeitraums eine gewisse Volatilität verzeichnet wurde. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar und in handelsgewichteter Rechnung auf.

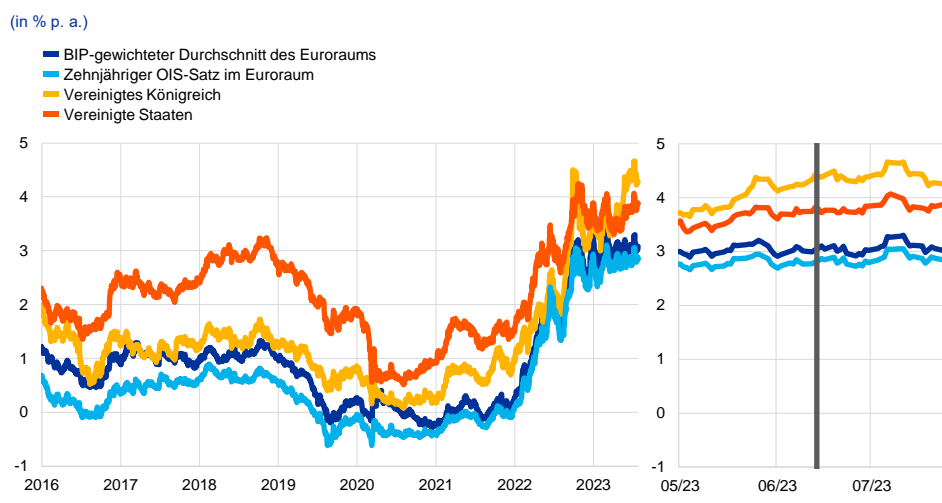
Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum wiesen im Berichtszeitraum zunächst gewisse Schwankungen auf, lagen aber zuletzt auf einem Niveau, das weitgehend dem vor der EZB-Ratssitzung vom Juni entsprach. Der Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) notierte im Berichtszeitraum bei durchschnittlich 337 Basispunkten und entwickelte sich nahezu im Gleichlauf mit dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Die Überschussliquidität verringerte sich um rund 526 Mrd. € auf 3 618 Mrd. €, was in erster Linie auf die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) zurückzuführen war. Nach dem Juni-Beschluss des EZB-Rats, den Zinssatz für die Einlagefazilität um 25 Basispunkte anzuheben, stieg die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) im kurzen und mittleren Laufzeitenbereich an. Dies spiegelt die Erwartungen der Märkte wider, dass die Leitzinsen länger auf einem höheren Niveau verbleiben werden als zuvor erwartet. Die kurzfristigen Zinssätze sind seit Mitte Juli deutlich gesunken und in etwa auf ihr Niveau von Mitte Juni zurückgekehrt. Zum Ende des Berichtszeitraums war in der OIS-Terminzinskurve eine zusätzliche Zinserhöhung von 25 Basispunkten für die Juli-Sitzung des EZB-Rats und ein Zinshöchststand von rund 3,9 % im Dezember 2023 eingepreist. Die erwartete Terminal Rate (die sich aus der jeweils aktuellen OIS-Terminzinskurve ergibt) erhöhte sich im Vergleich zur OIS-Terminzinskurve, die vor der Juni-Sitzung des EZB-Rats galt, geringfügig.

Indessen wurde mit der ersten Leitzinssenkung nun erst im zweiten Quartal 2024 gerechnet.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen bewegten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, wobei die Renditeabstände stabil blieben (siehe Abbildung 15). Am 26. Juli lag die BIP-gewichtete

Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum bei rund 3,1 % und damit nur wenige Punkte unter ihrem zu Beginn des Berichtszeitraums verzeichneten Stand. Insgesamt betrachtet war die Rendite niedriger als vor den Turbulenzen im Bankensektor, die im früheren Jahresverlauf zu beobachten waren. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet bewegten sich weitgehend im Einklang mit den langfristigen risikofreien Zinssätzen. Dabei hatte die Tatsache, dass die APP-Reinvestitionen im Juli beendet wurden, keinen sichtbaren Einfluss. Was die Entwicklung außerhalb des Eurogebiets betrifft, so stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen geringfügig auf 3,9 %, während die entsprechende Rendite im Vereinigten Königreich um 10 Basispunkte auf 4,3 % sank.

Abbildung 15
Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und €STR-basierter zehnjähriger OIS-Satz



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 15. Juni 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Juli 2023.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen zeigten nur wenig Veränderungen. Allerdings entwickelten sich der Hochzins- und der Investment-Grade-Bereich etwas unterschiedlich. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating verringerten sich um 7 Basispunkte. Mit einem Rückgang um 12 Basispunkte wiesen die Renditeabstände von Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften die größte Veränderung auf. Sie waren am Ende des Berichtszeitraums geringfügig kleiner als vor den Turbulenzen im Bankensektor, die im früheren Jahresverlauf aufgetreten waren.⁴ Die volatile Neubewertung der Geldpolitik und der gesamtwirtschaftlichen Aussichten schlug sich

⁴ Einen Einblick in die Entwicklung der Bestimmungsfaktoren der Preise von Anleihen am Markt für Unternehmensanleihen im Euroraum findet sich in Kasten 6.

in den Renditeabständen hochverzinslicher Unternehmensanleihen nieder, die sich im Berichtszeitraum um 25 Basispunkte ausweiteten.

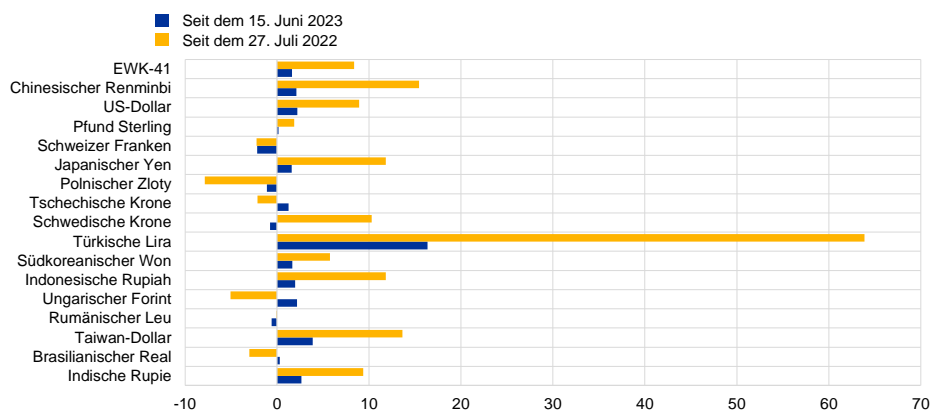
An den Märkten vollzog sich eine allmähliche Neubewertung der Geldpolitik und der gesamtwirtschaftlichen Aussichten. In diesem Umfeld blieben die Aktienkurse weitgehend stabil, auch wenn im Verlauf der Berichtsperiode eine gewisse Volatilität verzeichnet wurde. Die Aktienmärkte des Eurogebiets verbuchten in der ersten Hälfte des Berichtszeitraums über Ländergrenzen und Sektoren hinweg auf breiter Front Kursverluste. In den letzten beiden Wochen des Beobachtungszeitraums kehrte sich diese Entwicklung aber tendenziell um. Alles in allem stiegen die Kurse im Euroraum zum Ende des Berichtszeitraums aufgrund höherer Gewinnerwartungen geringfügig an (+0,2 %). Gleichzeitig verringerten sich die zukunftsgerichteten Messgrößen der Aktienkursvolatilität wieder, nachdem sie in der ersten Juliwoche zeitweise in die Höhe geschneit waren. Insgesamt sanken die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um rund 0,9 %. Indessen legten Bankwerte um etwa 7,4 % zu und erholten sich damit von den im März beobachteten Bankenturbulenzen. Trotzdem haben sie ihr vor diesen Turbulenzen verzeichnetes Niveau noch nicht wieder erreicht. In den Vereinigten Staaten wiesen die Aktien nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Berichtszeitraum Kursgewinne von rund 2,9 % auf. Bankwerte stiegen unterdessen um etwa 8,6 % und damit etwas schneller als im Eurogebiet. Doch auch in den Vereinigten Staaten notierten Bankaktien letztlich nach wie vor niedriger als vor den Turbulenzen.

An den Devisenmärkten wertete der Euro sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch in handelsgewichteter Rechnung weiter auf (siehe Abbildung 16). In Anbetracht einer höheren Risikobereitschaft legte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar 2,2 % zu. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum ebenfalls an, und zwar um 1,6 %. Dies geschah vor dem Hintergrund einer breit angelegten Aufwertung gegenüber anderen wichtigen Währungen. So zog der Kurs des Euro zum japanischen Yen um 1,6 % und zum chinesischen Renminbi um 2,1 % an. Auch gegenüber den Währungen anderer wichtiger Schwellenländer gewann der Euro an Wert; hier ist insbesondere die türkische Lira zu nennen (+16 %). Kursverluste erlitt er dagegen gegenüber den Währungen einiger EU-Staaten außerhalb des Euroraums.

Abbildung 16

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 26. Juli 2023.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

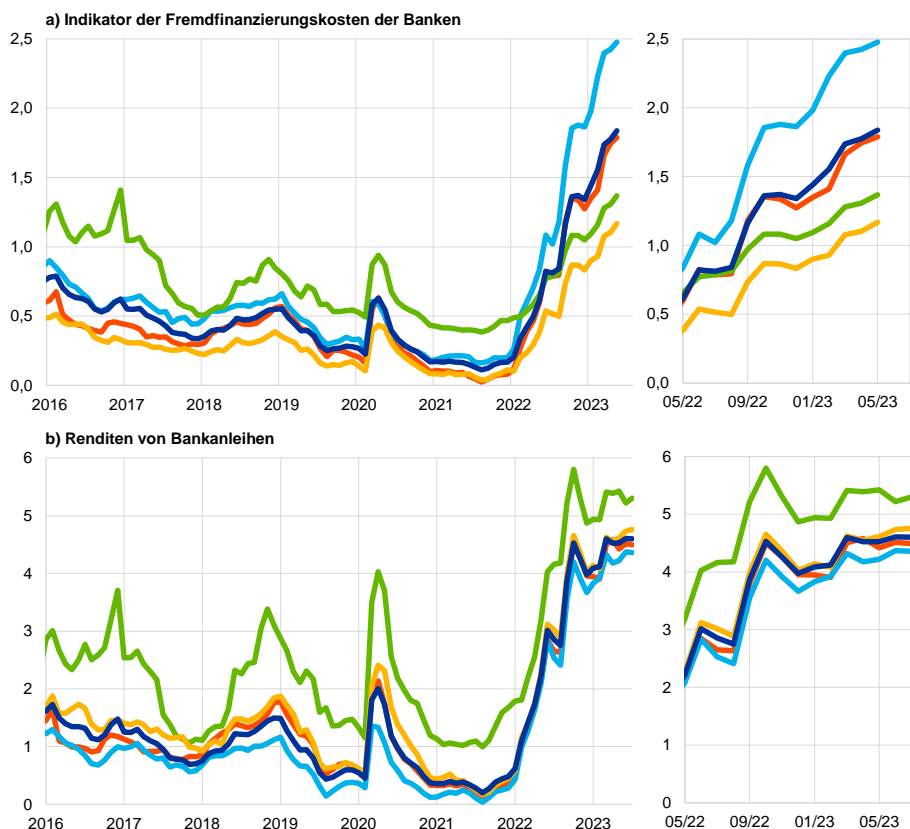
Die geldpolitische Straffung der EZB wirkte nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Finanzierungskosten der Banken erhöhten sich weiter. Dies war auf die erneut gestiegenen Einlagenzinsen und das sukzessive Auslaufen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) zurückzuführen. Im Juni zahlten die Banken rund 500 Mrd. € an Mitteln zurück, die sie im Rahmen der dritten Reihe dieser Geschäfte (GLRG III) aufgenommen hatten. Dank der guten Vorbereitung der Banken gingen diese Rückzahlungen reibungslos vonstatten. Sie bewirkten auch einen Rückgang der Überschussliquidität. Im Mai 2023 stiegen die Zinssätze im Aktivgeschäft der Banken weiter an und erreichten den höchsten Stand seit 2008 (Kredite an Unternehmen) bzw. seit 2012 (Kredite an private Haushalte). Während die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Zeit vom 15. Juni bis zum 26. Juli 2023 weitgehend gleich blieben, verbilligte sich die marktbasierende Fremdfinanzierung leicht. Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum geht hervor, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien für alle Darlehenskategorien weiter verschärfen und die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte im zweiten Quartal 2023 erneut deutlich zurückging. Dies lässt auf eine anhaltende Abschwächung der Kreditdynamik schließen. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte war angesichts der gestiegenen Kreditzinsen, der gesunkenen Kreditnachfrage infolge von Kürzungen bei der Ausgabenplanung und der restriktiveren Kreditrichtlinien im Juni 2023 weiter rückläufig. Gleichzeitig schwächte sich die monetäre Dynamik erneut ab. Verantwortlich hierfür waren die liquidesten Komponenten von M3, das gedämpfte Kreditwachstum und der Abbau der Bilanz des Eurosystems.

Die Finanzierungskosten der Banken im Eurogebiet nahmen abermals zu. Zurückzuführen war dies auf die erneut gestiegenen Einlagenzinsen. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum erhöhte sich im Mai 2023 weiter und erreichte damit den höchsten Stand seit über zehn Jahren (siehe Abbildung 17, Grafik a). Grund für diesen Anstieg waren die höheren Einlagenzinsen und stabile Renditen von Bankanleihen (siehe Abbildung 17, Grafik b). Die Einlagenzinsen nahmen stetig weiter zu. Je nach Instrument zeigten sich dabei jedoch gewisse Unterschiede. Die Anleger reagieren auf die wachsende Zinsdifferenz zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen, indem sie ihre Bestände mit täglicher Fälligkeit in Termineinlagen und andere höher verzinsliche Instrumente umschichten. Die Weitergabe der gestiegenen EZB-Leitzinsen an die Einlagensätze fiel von Bank zu Bank sehr unterschiedlich aus und ging mit Umschichtungen zwischen den Banken einher. So zogen Sparer Einlagen von Banken mit weniger attraktiven Zinskonditionen ab und legten sie stattdessen bei Instituten an, die ihre Einlagenzinsen zügiger anhoben. Vor dem Hintergrund des Auslaufens der GLRGs und der sinkenden Bestände an täglich fälligen Einlagen emittieren die Banken seit September 2022 verstärkt Anleihen, deren Verzinsung über den Einlagenzinsen und den EZB-Leitzinsen liegt.

Abbildung 17

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)



Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen 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 Neugeschäftzinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 26. Juli 2023 (Renditen von Bankanleihen).

Im Juni wurden rund 500 Mrd. € an Mitteln zurückgezahlt, die im Rahmen der GRLG III aufgenommen worden waren. Die Rückzahlungen liefen dank der guten Vorbereitung der Banken reibungslos ab. Sie führten zu einem Rückgang der Überschussliquidität und zu einem Anstieg der Finanzierungskosten. Insgesamt zahlten die Banken 506,3 Mrd. € zurück, die sie bei GLRG-III-Geschäften aufgenommen hatten. Dabei beliefen sich die freiwilligen Rückzahlungen auf 29,5 Mrd. € und die Pflichtrückzahlungen auf 476,8 Mrd. €. Letztere ergaben sich durch die Fälligkeit des vierten GLRG-III-Geschäfts am 28. Juni. In der Folge sank der Gesamtbetrag der noch ausstehenden GLRG-III-Mittel auf 592 Mrd. €. Dies waren 72 % weniger als vor der Rekalibrierung der

Verzinsung der GLRG III im Oktober 2022 (2,113 Billionen €).⁵ Die Banken federten diese hohe Rückzahlung ab, indem sie auf überschüssige Liquidität zurückgriffen und sich zudem aktiv um eine stärkere Finanzierung über den Markt bemühten. So emittierten sie vor dem Rückzahlungstermin relativ große Mengen an Anleihen. Neben der verstärkten Anleiheemission konkurrierten Banken, die noch ausstehende GLRG-III-Mittel hielten, auch härter um Kundeneinlagen als andere Banken. Dennoch wurden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit etwas häufiger in Anspruch genommen. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass die Banken über ausreichend Zeit verfügten, um sich auf die Rückzahlung der GLRG-III-Mittel vorzubereiten.

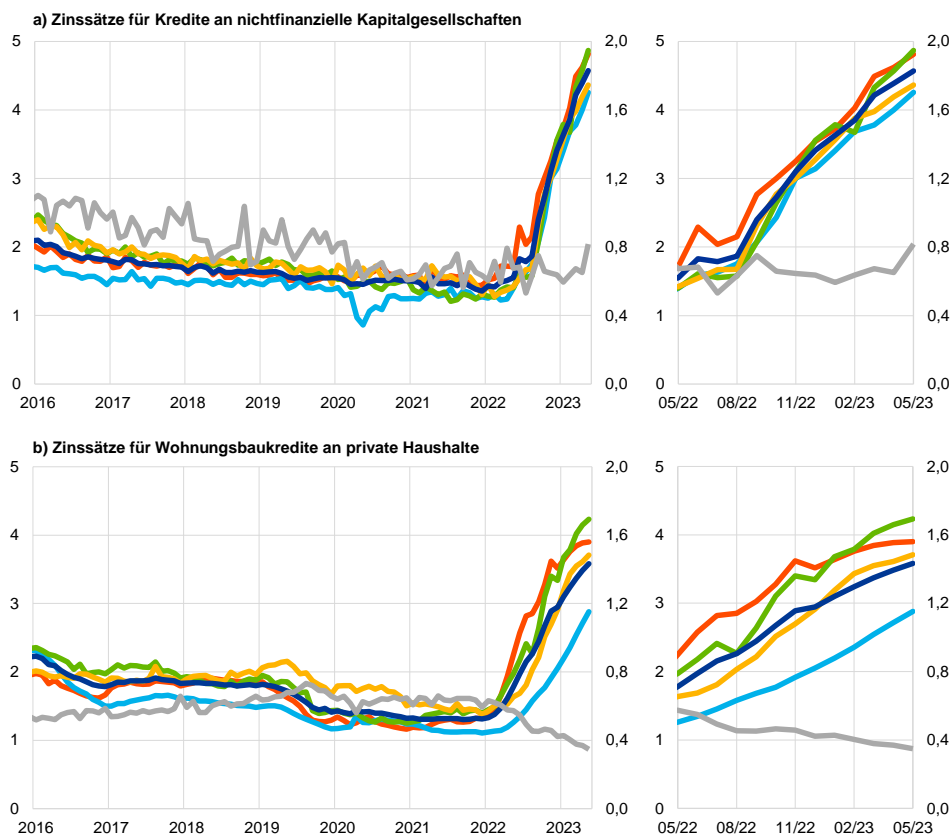
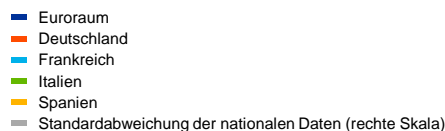
Die Banken hoben ihre Kreditzinsen weiter an, sodass diese den höchsten Stand seit Dezember 2008 (Unternehmenskredite) bzw. Juni 2012 (Kredite an private Haushalte) erreichten. Die höheren Leitzinsen der EZB wirken inzwischen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken durch: Die Kreditzinsen steigen, und die Kreditrichtlinien werden zunehmend restriktiver. Bisher sind die Zinsen für Unternehmenskredite sowohl in den einzelnen Ländern als auch bei den unterschiedlichen Zinsbindungsfristen kräftiger gestiegen als die Zinsen für Kredite an private Haushalte (siehe Abbildung 18). Die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kletterten im Mai auf 4,57 % und damit auf ihr höchstes Niveau seit Ende 2008. Im April 2023 hatten sie noch bei 4,39 % gelegen und im Juni 2022, also vor Beginn des Straffungszyklus, bei 1,83 %. Diese Zunahme war über die meisten Länder und Zinsbindungsfristen hinweg zu beobachten, wobei sie bei Krediten mit einer Zinsbindung von bis zu einem Jahr am stärksten ausfiel. Auch die Bankzinsen für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte zogen im Mai weiter an, und zwar auf 3,58 % nach 3,48 % im April 2023 und 1,97 % im Juni 2022. Der Anstieg im Mai war auf höhere Zinssätze für festverzinsliche und variabel verzinsliche Hypothekarkredite zurückzuführen; hier war allerdings eine gewisse Heterogenität zwischen den einzelnen Ländern zu beobachten. Den Ergebnissen der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Mai 2023 zufolge gehen die Verbraucher davon aus, dass sich die Hypothekenzinsen in den kommenden zwölf Monaten in etwa auf dem derzeitigen Niveau stabilisieren werden. Ein erheblicher Anteil der Befragten schätzte die Kreditrichtlinien jedoch als restriktiv ein und erwartete, dass es in den nächsten zwölf Monaten schwieriger werden würde, Wohnungsbaukredite zu erhalten.

⁵ Siehe EZB, [EZB rekaliert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#), Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

Abbildung 18

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 April 2023.

Insgesamt zogen die Kreditzinsen rascher an als in früheren Zinserhöhungsphasen, was vor allem auf das höhere Tempo der Leitzinsanhebungen zurückzuführen war.

So sind die Leitzinsen der EZB in kurzer Zeit erheblich gestiegen, und zwar um insgesamt 425 Basispunkte seit Juli 2022. Seit der EZB-Ratssitzung vom 4. Mai 2023 hat sich das Tempo der Leitzinsanhebungen verlangsamt. Dies kommt auch darin zum Ausdruck, dass sich die Kreditzinsen im zweiten Quartal 2023 ersten Hinweisen zufolge nicht mehr so rasch erhöhten wie im ersten Quartal 2023 und im Schlussquartal 2022. Die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Unternehmen nahmen im Mai 2023 – ausgehend von einem niedrigen Niveau – etwas zu, während sie bei den Kreditzinsen für private Haushalte weiterhin gering waren (siehe Abbildung 18). Der Abstand zwischen den Bankzinsen für kleine und große Unternehmenskredite blieb

im Mai stabil auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau, obgleich auch hier gewisse Unterschiede zwischen den Ländern zu beobachten waren.

Während die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vom 15. Juni bis zum 26. Juli 2023 weitgehend unverändert blieben, verbilligte sich die marktbasierete Fremdfinanzierung etwas.

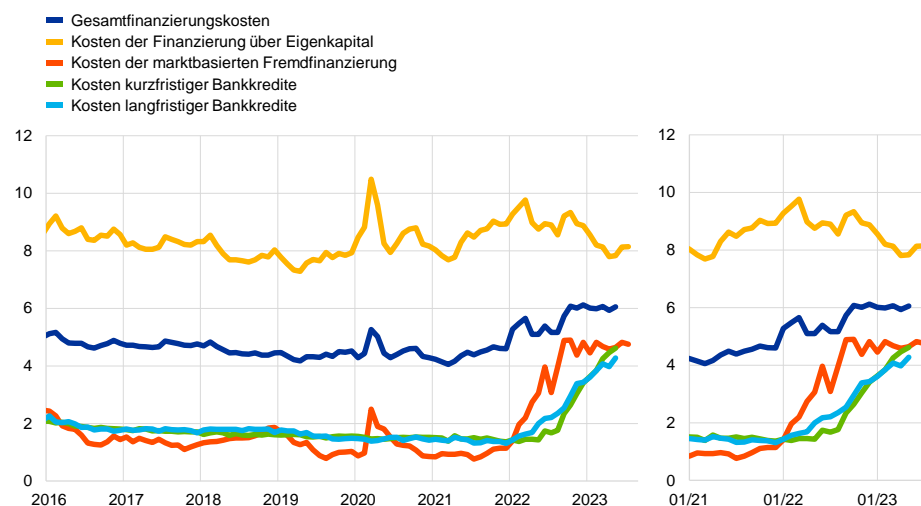
Im Mai 2023 lagen die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasiereten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über die Aufnahme von Eigenkapital) bei 6,1 % und damit rund 10 Basispunkte über ihrem Stand vom Vormonat (siehe Abbildung 19).⁶ Grund hierfür war, dass die Kosten für alle Komponenten der Unternehmensfinanzierung im Mai auf breiter Front zunahmen, allen voran aber die Kosten der kurzfristigen und langfristigen Kreditaufnahme bei Banken. Ungeachtet des jüngsten Anstiegs lagen die Gesamtfinanzierungskosten im Mai dieses Jahres nach wie vor in der Nähe der erhöhten Werte, die im September 2022 und davor Ende 2011 verzeichnet worden waren. Die Kosten der marktbasiereten Fremdfinanzierung sanken im Berichtszeitraum leicht, während die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital praktisch unverändert blieben. Grund für die etwas niedrigeren Kosten der marktbasiereten Fremdfinanzierung war im Wesentlichen die Tatsache, dass der Rückgang der Renditeaufschläge bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Investment-Grade-Bereich nicht vollständig durch den geringfügig gestiegenen risikofreien Zinssatz (näherungsweise bestimmt durch den zehnjährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps) und eine gewisse Ausweitung der Renditeaufschläge bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Hochzinssegment ausgeglichen wurde. Die Stabilität der Eigenkapitalkosten war dem Umstand geschuldet, dass sich der geringfügige Anstieg der risikofreien Zinssätze und der ebenso geringfügige Rückgang der Aktienrisikoprämie gegenseitig aufwogen.

⁶ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme ließen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen am Stichtag dieses Berichts (26. Juli 2023) nur bis Mai berechnen.

Abbildung 19

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind der gewichtete Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital (bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Juli 2023 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 21. Juli 2023 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. Mai 2023 (Gesamtfinanzierungskosten und Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Juli 2023 wurden die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im zweiten Quartal 2023 abermals restriktiver gestaltet, wobei jedoch unter dem Strich weniger Banken eine Verschärfung meldeten als im Vorquartal (siehe Abbildung 20). Das Ausmaß der Verschärfung entsprach den in der vorherigen Umfragerunde geäußerten Erwartungen der Banken und lag damit weiterhin über dem seit Beginn der Umfrage im Jahr 2003 verzeichneten historischen Durchschnitt. Seit Anfang 2022 sind die Kreditrichtlinien insgesamt erheblich restriktiver geworden. Auch liefern die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft erste Hinweise darauf, dass sich die Kreditdynamik seit dem Herbst vergangenen Jahres deutlich abgeschwächt hat. Als Gründe für die restriktivere Ausgestaltung der Richtlinien für Unternehmenskredite nannten die Banken in Anbetracht der üblichen Verzögerungen bei der Transmission der Geldpolitik auf die Realwirtschaft vor allem die Risiken im Hinblick auf die Wirtschaftsaussichten und die firmenspezifische Lage. Angesichts der höheren Kreditrisiken, die sich durch die steigenden Zinsen und das schwache Wirtschaftswachstum ergeben haben, wurden aber auch eine geringere Risikotoleranz, höhere Refinanzierungskosten und eine ungünstigere Bilanzsituation angegeben. Die Verschärfung in der ersten Jahreshälfte 2023 betraf nach Auskunft der Banken alle wichtigen Wirtschaftssektoren, in besonderem Maße aber den Gewerbeimmobilienbereich. Für das dritte Quartal 2023 rechnen die Banken im Eurogebiet mit einer weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmen.

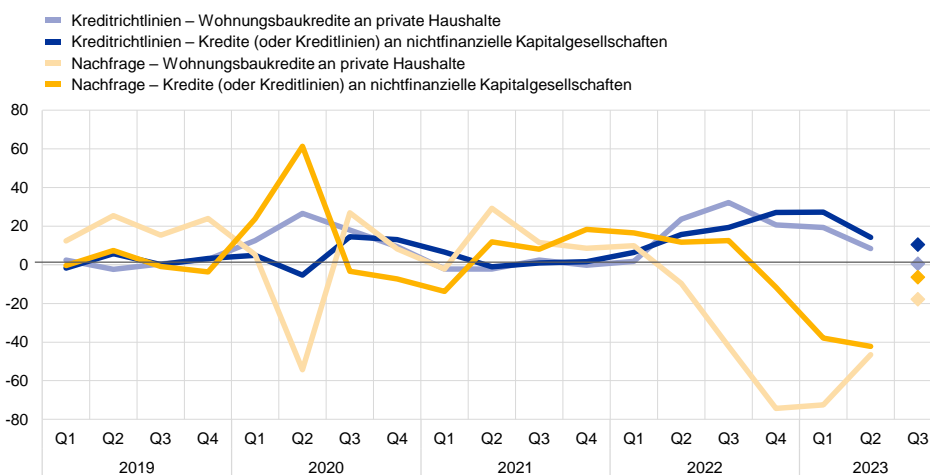
Auch die Richtlinien für die Kreditvergabe an private Haushalte wurden im zweiten Quartal 2023 den Angaben der Banken zufolge erneut strenger

ausgestaltet. Dabei wurden die Richtlinien für Wohnungsbaukredite per saldo weniger stark, jene für Konsumentenkredite hingegen stärker verschärft als im vorangegangenen Quartal. Bei den Wohnungsbaukrediten entsprach die Verschärfung weitgehend den im Vorquartal geäußerten Erwartungen, während sie bei den Konsumentenkrediten deutlich stärker ausfiel als angenommen. Als Gründe für die restriktivere Ausgestaltung wurden eine gestiegene Risikoeinschätzung in Bezug auf die wirtschaftlichen Aussichten und die kreditnehmerspezifische Situation, eine geringere Risikotoleranz sowie die höheren Refinanzierungskosten aufgeführt. Für das dritte Quartal 2023 gehen die Banken im Euroraum davon aus, dass die Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte unverändert bleiben. Bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte rechnen sie indes per saldo mit einer weiteren Verschärfung, die allerdings geringer ausfallen dürfte als im zweiten Quartal.

Abbildung 20

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 zweite Quartal 2023.

Nach Auskunft der Banken fragten Unternehmen und private Haushalte im zweiten Quartal 2023 erheblich weniger Kredite nach. Dabei brach die Kreditnachfrage der Unternehmen so stark ein wie noch nie seit Beginn der Umfrage im Jahr 2003. Auch die Nachfrage der privaten Haushalte war rückläufig, allerdings fiel der Rückgang hier geringer aus als in den beiden vorangegangenen Quartalen, in denen die Nachfrage sehr stark abgenommen hatte. Als Hauptgrund für die gesunkene Kreditnachfrage der Unternehmen nannten die Banken das allgemeine Zinsniveau, denn die steigenden Zinsen dämpfen die Kreditnachfrage und das Wirtschaftswachstum. Auch der nachlassende Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen verringerte die Kreditnachfrage erheblich, was sich in einem drastischen Rückgang der Nachfrage nach langfristigen Ausleihungen

widerspiegelte. Bei den Wohnungsbaukrediten wirkten vor allem die steigenden Zinsen, die trüberen Aussichten am Wohnungsmarkt und ein geringes Verbrauchervertrauen nachfragedämpfend. Für das dritte Quartal 2023 erwarten die Banken unter dem Strich einen weiteren, wenn auch gegenüber dem zweiten Jahresviertel wesentlich schwächeren Rückgang der Nachfrage nach Unternehmens- und Wohnungsbaukrediten.

Gemäß den Angaben der befragten Banken verschlechterte sich ihr Zugang zur Finanzierung in den meisten Marktsegmenten, insbesondere aber ihr Zugang zu Kundeneinlagen. Unterdessen trugen auch gestiegene Bedenken hinsichtlich notleidender Kredite zur Verschärfung der

Kreditvergabebedingungen bei. Im erschwerten Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen spiegelt sich möglicherweise der intensivere Wettbewerb um Einlagen von Privatkunden vor dem aktuellen Hintergrund der höheren Zinsen und der Abflüsse bei den täglich fälligen Einlagen wider. Die Quoten notleidender Kredite (NPL-Quoten) hatten den Banken zufolge im ersten Halbjahr 2023 per saldo einen verschärfenden Effekt auf ihre Kreditvergabebedingungen für Unternehmens- und Konsumentenkredite. Auf die Bedingungen für Wohnungsbaukredite wirkten sie indes weitgehend neutral aus. Als Gründe für den verschärfenden Effekt der NPL-Quoten nannten die Banken – wie schon zuvor – insbesondere eine gestiegene Risikoeinschätzung und eine gesunkene Risikotoleranz.

Die Umfrage vom Juli 2023 enthielt eine neue jährlich gestellte Zusatzfrage, mit der die Auswirkungen des Klimawandels auf die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen erfasst werden sollen.

Die befragten Banken gaben an, dass die klimabedingten Risiken der Unternehmen und ihre Maßnahmen zur Bewältigung des Klimawandels in den letzten zwölf Monaten bei Ausleihungen an „braune“ Unternehmen (also Unternehmen, die erheblich zum Klimawandel beitragen und die Umstellung auf klimafreundliche Geschäftsprozesse entweder noch nicht begonnen oder hierbei bislang nur geringe Fortschritte erzielt haben) per saldo eine Verschärfung der Kreditrichtlinien und Kreditbedingungen bewirkten.⁷ Bei Ausleihungen an „grüne“ Unternehmen (d. h. Unternehmen, die nicht oder nur in geringem Maße zum Klimawandel beitragen) und Unternehmen im Übergangsprozess (Unternehmen, die zwar zum Klimawandel beitragen, jedoch bei der Umstellung auf klimafreundliche Geschäftsprozesse erhebliche Fortschritte erzielen) hatten sie jedoch per saldo einen lockernden Effekt. Den Banken zufolge führten klimabedingte Risiken in den vergangenen zwölf Monaten insgesamt zu einer steigenden Nachfrage nach Unternehmenskrediten. Diese war überwiegend auf Unternehmen im Übergangsprozess sowie „grüne“ Unternehmen zurückzuführen, während die Kreditnachfrage von „braunen“ Unternehmen per saldo zurückging. Maßgeblich für die Kreditnachfrage im Zusammenhang mit Klimarisiken waren Anlageinvestitionen und Unternehmensumstrukturierungen, was den Investitionsbedarf der Unternehmen auf dem Weg zu einer nachhaltigeren Wirtschaft verdeutlicht. In den kommenden zwölf Monaten dürften sich klimabedingte Risiken

⁷ Ausschlaggebend für die restriktivere Kreditvergabepolitik der Banken waren in erster Linie unternehmensspezifische klimabezogene Transitionsrisiken. Demgegenüber hatten physische Risiken, die oft mit der geografischen Lage des Kreditnehmers zusammenhängen, im Schnitt einen etwas geringeren verschärfenden Effekt, und klimabezogene fiskalische Unterstützungsmaßnahmen wirkten insgesamt lockernd auf die Kreditvergabebedingungen.

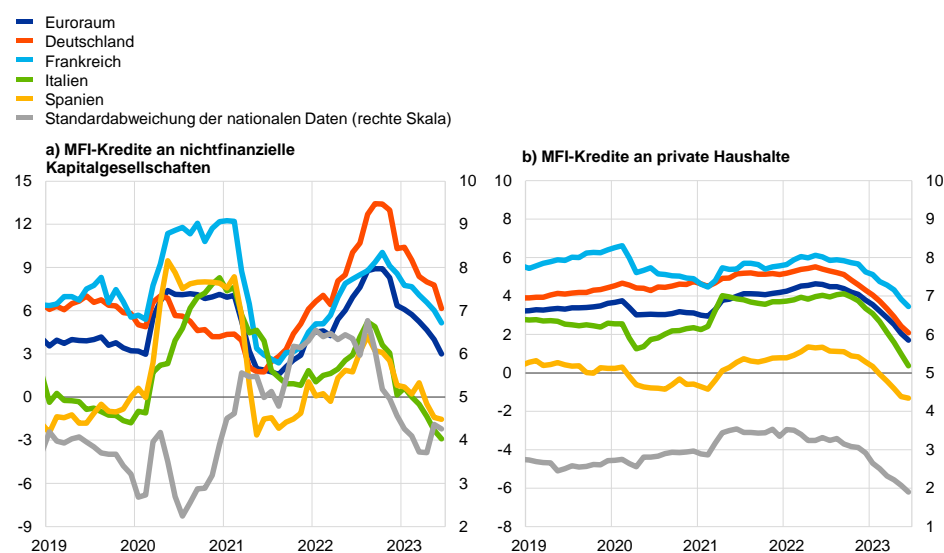
nach Einschätzung der Banken verschärfend auf die Richtlinien für Ausleihungen an „braune“ Unternehmen, aber lockernd auf die Richtlinien für Kredite an „grüne“ Unternehmen und an Unternehmen im Übergangsprozess auswirken. Zudem erwarten die Banken, dass die Auswirkungen von Klimarisiken auf die Kreditnachfrage unter dem Strich zunehmen werden.

Aufgrund der gestiegenen Kreditzinsen, einer gesunkenen Kreditnachfrage und restriktiverer Kreditrichtlinien schwächte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im Juni 2023 erneut ab.

Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerte sich von 4,0 % im Mai auf 3,0 % im Juni (siehe Abbildung 21, Grafik a). Die monatlichen Kreditströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bewegen sich indes seit November 2022 nahe null. Die Abschwächung der Kreditdynamik war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten. Zurückzuführen war sie auf einen Einbruch der Kreditnachfrage, der zum Teil mit den gestiegenen Kreditzinsen und entsprechenden Kürzungen bei der Ausgabenplanung zusammenhing, sowie auf eine weitere Verschärfung der Kreditrichtlinien. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte sank angesichts der negativen Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, der erneuten Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken und der gestiegenen Kreditzinsen von 2,1 % im Mai auf 1,7 % im Juni (siehe Abbildung 21, Grafik b). Zu diesem Rückgang trugen alle Komponenten bei, also Wohnungsbaukredite, Konsumentenkredite wie auch Kredite an Einzelunternehmen (d. h. Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit).

Abbildung 21
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

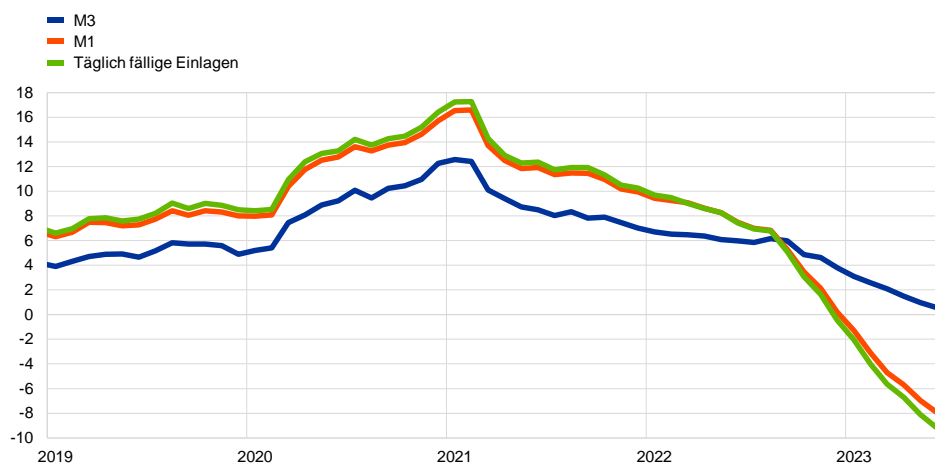
Anmerkung: Die Kredite der monetären Finanzinstitute (MFIs) sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Falle der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2023.

Die Bestände an täglich fälligen Einlagen nahmen im Juni weiter ab; ursächlich hierfür waren Umschichtungen in Instrumente mit einer höheren

Verzinsung. Nachdem die täglich fälligen Einlagen im Mai im Vorjahresvergleich um 8,1 % zurückgegangen waren, sank ihr jährliches Wachstum im Juni noch weiter in den negativen Bereich (auf -9,2 %). Dies ist der stärkste Rückgang seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 (siehe Abbildung 22). Zurückzuführen war er vor allem darauf, dass private Haushalte und Unternehmen weiterhin täglich fällige und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist in Termineinlagen umschichteten. Der große Zinsabstand zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen, der sich dadurch ergibt, dass sich die Verzinsung täglich fälliger Einlagen langsamer an Leitzinsänderungen anpasst als die Verzinsung von Termineinlagen, macht derartige Umschichtungen attraktiv. Ihr außergewöhnliches Ausmaß lässt sich damit erklären, dass die EZB ihre geldpolitischen Zügel diesmal rascher angezogen hat als in früheren Straffungszyklen.

Abbildung 22
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2023.

Die monetäre Dynamik schwächte sich im Juni 2023 erneut ab. Verantwortlich hierfür waren die liquidesten Komponenten von M3, das gedämpfte Kreditwachstum und der Abbau der Bilanz des Eurosystems. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 sank im Juni weiter auf 0,6 %, nachdem sie im Mai noch 1,0 % betragen hatte (siehe Abbildung 22). Sie fiel damit auf den niedrigsten Wert seit Juli 2010. Unterdessen kehrte sich die monatliche M3-Dynamik im Juni erstmals seit November 2022 wieder ins Positive, da Banken und ausländische Investoren Staatsanleihen aus dem Euroraum ankauften. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 schrumpfte weiter: Im Juni nahm es um 8,0 % ab (nach -7,0 % im Mai). Dies war der mit Abstand stärkste Rückgang in der Geschichte der Wirtschafts- und Währungsunion. Durch die seit März 2023 zu beobachtende Abschwächung und die Beendigung der Wiederanlage der Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten gehaltenen Wertpapiere hat sich das Wertpapierportfolio des Eurosystems verkleinert. Hierdurch wird dem Finanzsystem mechanisch Liquidität entzogen. Auch die GLRG-Rückzahlungen dämpfen die monetäre Dynamik, denn

sie schaffen Anreize für die Banken, Anleihen mit längeren Laufzeiten zu begeben, die nicht in M3 enthalten sind.

Kästen

1 Warum haben Investitionen in Wohnimmobilien ihren Reiz verloren? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen

Niccolò Battistini, Evangelos Charalampakis, Johannes Gareis und Desislava Rusinova

Bereits vor dem jüngsten Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum hatte sich die Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage verschlechtert.¹ In der [EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) (Consumer Expectations Survey – CES) werden private Haushalte regelmäßig gefragt, ob der Kauf einer Immobilie in ihrer Umgebung ihrer Meinung nach derzeit eine gute oder eine schlechte Wertanlage ist.² Der Anteil der positiven Antworten kann dann als Näherungswert für die Nachfrage nach Wohnimmobilien verwendet werden. Diese Nachfrage ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Wohnungsbauinvestitionen.³ Tatsächlich wies die Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage recht gute Vorläufeigenschaften für die Schwäche bei den Wohnungsbauinvestitionen auf, die im zweiten Quartal 2022 einsetzte. So sank die entsprechende Einschätzung der Haushalte von einem Höchstwert im zweiten Quartal 2021 auf einen Tiefstand im ersten Quartal 2023 (siehe Abbildung A). Seit dem Jahreswechsel hat sich die Einschätzung wieder etwas verbessert, liegt aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Im vorliegenden Kasten werden die Faktoren analysiert, die die Einschätzung der Privathaushalte hinsichtlich der Attraktivität von Wohnimmobilien als Wertanlage beeinflussen. Hierzu werden CES-Daten zu den Eigenschaften und Erwartungen der privaten Haushalte herangezogen. Damit lassen sich die Ursachen für die jüngste Abschwächung der Wohnungsbauinvestitionen ergründen.

¹ Eine Erörterung der Schwäche der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum im Jahr 2022 sowie ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten finden sich in: EZB, [Geldpolitik und Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

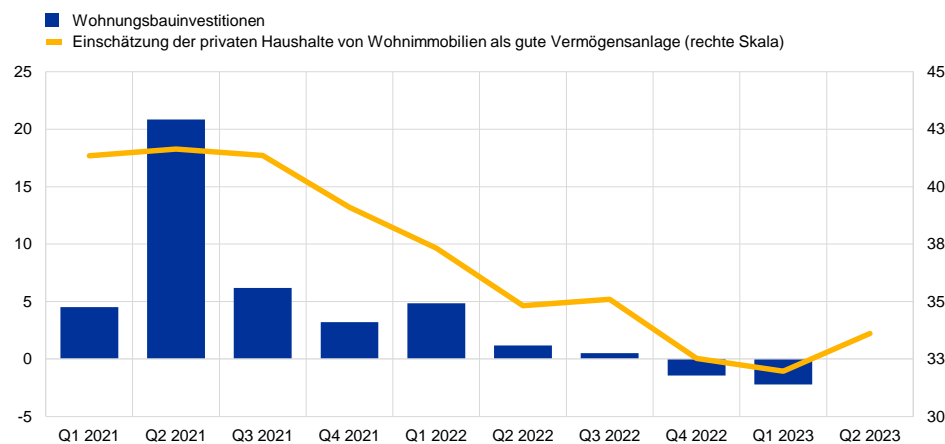
² Die Daten beziehen sich auf Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande.

³ Zur Belegung der Nachfrage nach Wohneigentum während der Pandemie siehe EZB, [Erholung der Nachfrage nach Wohnimmobilien: Erkenntnisse aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

Abbildung A

Wohnungsbauinvestitionen und Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als Vermögensanlage

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



Quellen: Eurostat, Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

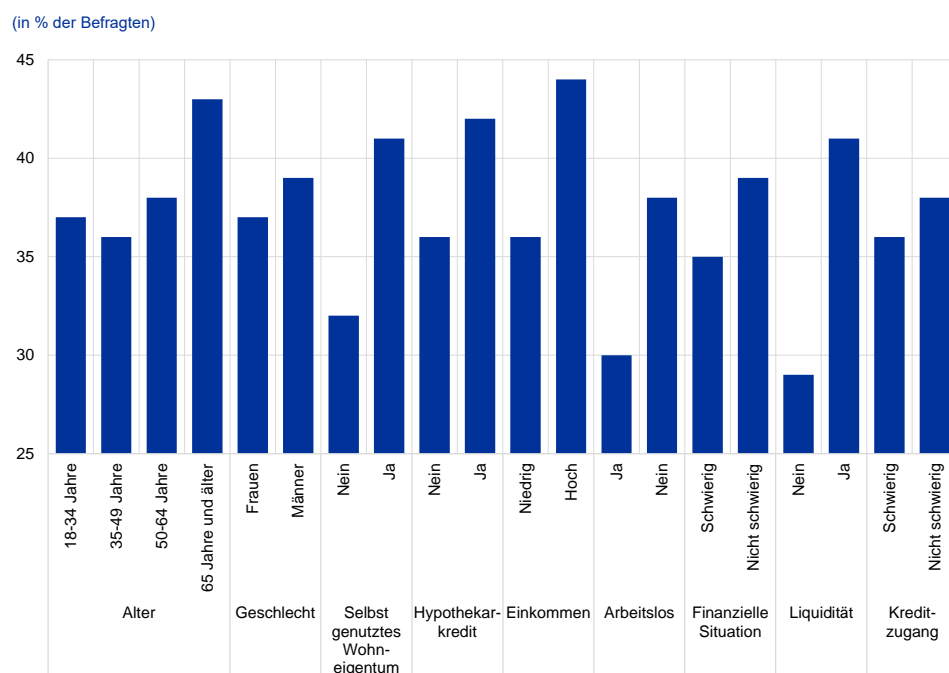
Anmerkung: Die Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als Vermögensanlage misst den Anteil der Befragten, die den Kauf einer Immobilie in ihrer Umgebung zum jeweiligen Zeitpunkt als „gute“ oder „sehr gute“ Anlageform ansehen. Abgebildet sind die vierteljährlichen Durchschnittswerte der Monatsdaten. Der Wert für das zweite Quartal 2023 entspricht dem Durchschnitt der Monatsdaten für April und Mai 2023.

Ob private Haushalte Wohnimmobilien als Vermögensanlage ansehen, hängt von ihren jeweiligen demografischen und ökonomischen Eigenschaften ab. Bei Betrachtung der verschiedenen Eigenschaften der im Rahmen der CES befragten Privathaushalte ergeben sich für die einzelnen Gruppen markante Unterschiede, inwieweit sie Wohnimmobilien als attraktive Vermögensanlage wahrnehmen (siehe Abbildung B). Im Schnitt weisen ältere Personen und Männer eine größere Bereitschaft auf, in Wohneigentum zu investieren, als jüngere Personen und Frauen. Bei Menschen, die ihr Wohneigentum selbst nutzen (insbesondere diejenigen mit einem Hypothekarkredit), und jenen Verbraucherinnen und Verbrauchern, die nach eigener Einschätzung über eine höhere Finanzbildung verfügen, besteht ebenfalls eine größere Wahrscheinlichkeit, dass sie Wohneigentum als gute Wertanlage ansehen, als dies bei Haushalten der Fall ist, die keine Wohnimmobilie besitzen, keinen Hypothekarkredit aufgenommen haben oder sich selbst nicht als besonders kompetent in Finanzfragen ansehen.⁴ Zwar könnten sich diese Eigenschaften schon per se auf die Einschätzung der privaten Haushalte von Investitionen in Wohnimmobilien auswirken, doch könnten auch Unterschiede bei den ökonomischen Eigenschaften in den jeweiligen Segmenten der privaten Haushalte eine wichtige Rolle spielen. Daten zum Einkommen der privaten Haushalte, zu ihrem Erwerbsstatus, zur Verfügbarkeit ausreichender liquider Mittel, zu ihrer selbst wahrgenommenen finanziellen Situation und zur Frage, wie schwierig der Zugang zu Krediten ist, zeigen, dass finanziell besser gestellte Haushalte in der Regel eher der

⁴ Finanzbildung wird im CES anhand von drei grundlegenden Fragen gemessen, mit deren Hilfe sich das Wissen über Finanzen beurteilen lässt. Zudem wird eine Frage zur Aufnahme eines Hypothekarkredits gestellt, die ein tiefergehendes Wissen erfordert. Der genaue Wortlaut findet sich beispielsweise im Anhang zu M. Ehrmann, D. Georganakos und G. Kenny, [Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2785, 2023.

Meinung sind, dass Wohnimmobilien gute Wertanlagen darstellen.⁵ Dies deutet darauf hin, dass solche Haushalte eher in der Lage bzw. eher bereit sind, eine so große illiquide Investition einzugehen, wie dies bei Wohnimmobilien der Fall ist.⁶

Abbildung B
Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage nach demografischen und ökonomischen Eigenschaften



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In der Abbildung sind die Durchschnittswerte der Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage nach den jeweiligen Segmenten der Haushalte dargestellt, und zwar als Anteil der Befragten, die im Zeitraum von April 2020 bis Mai 2023 den Kauf einer Immobilie in ihrer Umgebung zum jeweiligen Zeitpunkt als „gute“ oder „sehr gute“ Wertanlage ansahen.

Die Erwartungen der privaten Haushalte sind ein wichtiger Faktor, um ihre Einschätzung von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage zu erklären.⁷

Neben den unterschiedlichen Eigenschaften der privaten Haushalte spielen auch ihre Erwartungen eine wichtige Rolle, wenn es um die Frage geht, ob sie Wohnimmobilien tendenziell als gute Wertanlage betrachten. Dies liegt daran, dass Investitionen in Wohneigentum mit Entscheidungen über Ausgaben und die Aufnahme von Krediten einhergehen, die einen langfristigen Zeithorizont betreffen.

⁵ Im CES sollen die privaten Haushalte bei der Frage zu ausreichenden liquiden Mitteln Angaben darüber machen, ob sie über genügend finanzielle Mittel verfügen, um unerwartete Ausgaben in Höhe eines Monatseinkommens decken zu können. In der Frage zum Kreditzugang geht es darum, ob es für die Privathaushalte zum gegenwärtigen Zeitpunkt leichter oder schwieriger ist, einen Kredit zu erhalten, als zwölf Monate zuvor. Gemessen wird dies mittels einer fünfstufigen Skala, die von „viel schwieriger“ bis zu „viel leichter“ reicht. Bei der Frage zur finanziellen Situation sollen die Befragten angeben, ob diese viel schlechter, etwas schlechter, in etwa gleich, etwas besser oder viel besser ist als zwölf Monate zuvor.

⁶ Die Unterschiede beim Mittel der Scorewerte für die nach Alter, Geschlecht, selbst genutztem Wohneigentum, Hypothekarkredit, Einkommen, Arbeitslosigkeit, finanzieller Situation, Liquidität und Kreditzugang aufgeschlüsselten Gruppen unterscheiden sich statistisch von null bei einem Signifikanzniveau von 1 %.

⁷ Eine Übersicht über die aktuelle Fachliteratur zu den Bestimmungsfaktoren umfragebasierter Erwartungen zum Wohnimmobilienmarkt findet sich in: T. Kuchler, M. Piazzesi und J. Stroebel, [Housing market expectations](#), Working Paper des NBER, Nr. 29909, 2022.

Daher müssen die privaten Haushalte sich eine Meinung darüber bilden, wie die wirtschaftliche Entwicklung in der Zukunft wohl aussehen wird.

Um den Zusammenhang zwischen der Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage und ihren Erwartungen formal zu beurteilen, wird bei der vorliegenden Analyse ein lineares

Regressionsmodell für die Wahrscheinlichkeit verwendet, wobei die diversen hierbei wirkenden Faktoren kontrolliert werden. Das Modell berücksichtigt verschiedene Erwartungen, die die Attraktivität von Wohnimmobilien als Wertanlage beeinflussen. Dazu zählen die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den persönlichen Einkommenszuwachs, die Inflation, das Wirtschaftswachstum, den Anstieg der Wohnimmobilienpreise und die Hypothekenzinsen für die nächsten zwölf Monate. Kontrolliert wird für bestimmte Eigenschaften der privaten Haushalte wie ihr Einkommen, ihren Erwerbsstatus, die finanzielle Situation, die Verfügbarkeit liquider Mittel, den Kreditzugang, sowie individuelle, den Datenerhebungswellen geschuldete und/oder länderspezifische fixe Effekte.⁸

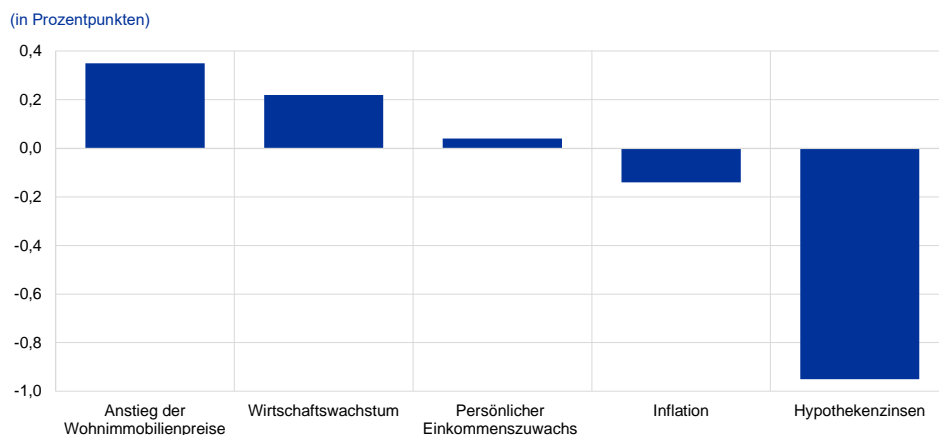
Das Modell zeigt, dass höhere Erwartungen in Bezug auf das Wirtschaftswachstum, den persönlichen Einkommenszuwachs und den Anstieg der Wohnimmobilienpreise mit einer höheren Einschätzung von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage einhergehen (siehe Abbildung C).

Höhere Erwartungen hinsichtlich der Inflation und der Hypothekenzinsen hingegen sind mit einer diesbezüglich geringeren Einschätzung verbunden. Erklären lässt sich dies möglicherweise durch die negativen Realeinkommenseffekte einer höheren Inflation und die Cashflow-Effekte eines höheren Schuldendienstes, wobei beide Effekte die Nachfrage nach Wohnimmobilien belasten.⁹ Hinsichtlich der Kontrollvariablen sind die Verfügbarkeit von Liquidität und die finanzielle Situation statistisch signifikant. Während sich reichlich vorhandene liquide Mittel positiv auf die Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als Vermögensanlage auswirken, ergibt sich aus einer schwierigen finanziellen Situation ein negativer Zusammenhang.

⁸ Die Auswahl der spezifischen Variablen für die Erwartungen der privaten Haushalte basiert auf makroökonomischen Studien, die die Nachfrage nach Wohnimmobilien modellieren, wie z. B. E. Kohlscheen, A. Mehrotra und D. Mihaljek, [Residential Investment and Economic Activity: Evidence from the Past Five Decades](#), International Journal of Central Banking, Bd. 16, Nr. 6, 2020.

⁹ Insgesamt entsprechen die Ergebnisse im Großen und Ganzen den Resultaten, die Qian (2023) für die Vereinigten Staaten ermittelt hat. Speziell die Ergebnisse für die Inflationserwartungen stehen im Einklang mit der angebotsseitigen Interpretation der Inflation von Candia et al. (2020) und stützen die Ergebnisse für die Vereinigten Staaten in Bachmann et al. (2015). Allerdings widersprechen die Ergebnisse den Schlussfolgerungen von Duca et al. (2018) für den Euroraum, wonach höhere Erwartungen zur Veränderung der Inflation mit einer höheren Wahrscheinlichkeit einhergehen, dass die privaten Haushalte größere Anschaffungen tätigen werden. Die Ergebnisse des vorliegenden Kastens deuten außerdem darauf hin, dass Wohnimmobilien als Absicherung gegen die Inflation eine untergeordnete Rolle spielen. Zu einem anderen Ergebnis kommen Malmendier und Steiny Wellsjo (2023), die sich auf langfristige Inflationserfahrungen und nicht auf kurzfristige Inflationserwartungen stützen. Siehe W. Qian, [House price expectations and household consumption](#), Journal of Economic Dynamics and Control, Bd. 151, 104652, 2023; B. Candia, O. Coibion und Y. Gorodnichenko, [Communication and the Beliefs of Economic Agents](#), Working Paper des NBER, Nr. 27800, 2020; R. Bachmann, T. O. Berg und E. R. Sims, [Inflation expectations and Readiness to Spend: Cross-sectional evidence](#), American Economic Journal: Economic Policy, Bd. 7, Nr. 1, 2015, S. 1-35; I. A. Duca, G. Kenny und A. Reuter, [Inflation expectations, consumption and the lower bound: micro evidence from a large euro area survey](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2196, 2018; U. Malmendier und A. Steiny Wellsjo, [Rent or Buy? Inflation Experiences and Homeownership within and across Countries](#), Journal of Finance (im Erscheinen).

Abbildung C Geschätzte Regressionskoeffizienten



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die geschätzten Koeffizienten für die Erwartungen der privaten Haushalte. Abgeleitet sind diese aus einem linearen Regressionsmodell für die Wahrscheinlichkeit, in dem die individuelle Einschätzung eines Haushalts von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage auf die Erwartungen dieses Haushalts in Bezug auf den persönlichen Einkommenszuwachs, die Inflation, das Wirtschaftswachstum, die Wohnimmobilienpreise und die Hypothekenzinsen für die kommenden zwölf Monate regressiert wird. Das Modell kontrolliert auch für das Haushaltseinkommen, den Erwerbsstatus, die finanzielle Situation, die Liquidität und den Kreditzugang des privaten Haushalts wie auch für individuelle, den Datenerhebungswellen geschuldete und/oder länderspezifische fixe Effekte. Ein Koeffizient von eins bedeutet, dass bei einer Erhöhung der Erwartungen der privaten Haushalte um 1 Prozentpunkt die Wahrscheinlichkeit, dass die Befragten Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage ansehen, um 1 Prozentpunkt steigt. Alle geschätzten Koeffizienten unterscheiden sich statistisch von null bei einem Signifikanzniveau von 1 %. Betrachtet wird der Zeitraum von April 2020 bis Mai 2023.

Die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich höherer Hypothekenzinsen, einer höheren Inflation und eines geringeren Wirtschaftswachstums haben ihre Einschätzung von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage seit Mitte 2021 erheblich beeinträchtigt (siehe Abbildung D).

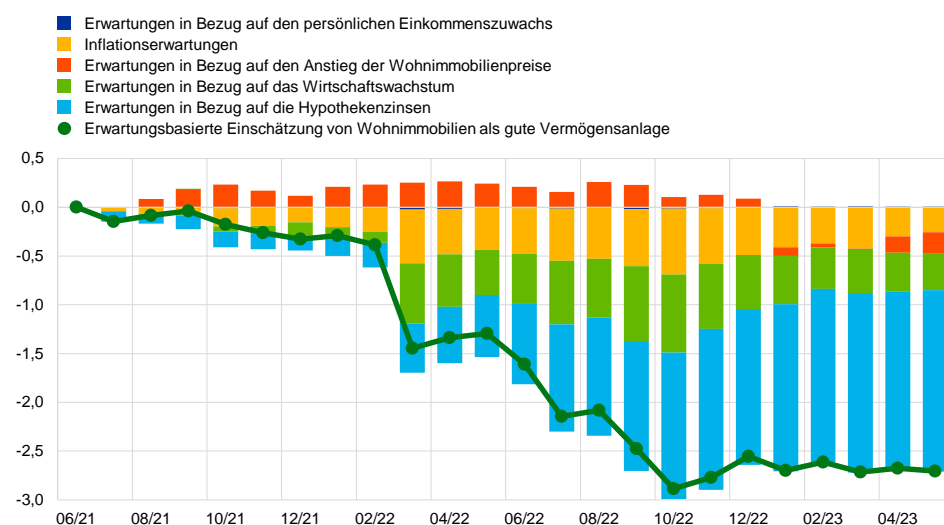
Anhand der geschätzten Modellparameter für die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den persönlichen Einkommenszuwachs, die Inflation, das Wirtschaftswachstum, den Anstieg der Wohnimmobilienpreise und die Hypothekenzinsen wie auch anhand der in der CES zum jeweiligen Zeitpunkt ermittelten durchschnittlichen Erwartungen der privaten Haushalte lässt sich ein erwartungsbasierter Indikator der Einschätzung der Haushalte von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage ableiten.¹⁰ Dieser Indikator ist im Jahr 2022 stark gesunken, hat sich aber seit Ende 2022 stabilisiert. Seine Entwicklung entspricht weitgehend dem tatsächlichen Anteil der privaten Haushalte, die Wohnimmobilien als gute Wertanlage betrachten. Der Rückgang dieses erwartungsbasierten Indikators war in erster Linie auf einen Anstieg der Erwartungen bezüglich der Hypothekenzinsen zurückzuführen. Verschärft wurden diese Erwartungen durch eine Zunahme der kurzfristigen Inflationserwartungen Anfang 2022, einen Rückgang der Erwartungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums und einen Ende 2022 verzeichneten Rückgang der Erwartungen in Bezug auf den Anstieg der Wohnimmobilienpreise. Während sich der von den Erwartungen hinsichtlich der Hypothekenzinsen ausgehende dämpfende Effekt im Zusammenspiel mit den sich verschlechternden Erwartungen bezüglich der Preisentwicklung für Wohnimmobilien

¹⁰ Der erwartungsbasierte Indikator misst, wie sich die Wahrscheinlichkeit, dass private Haushalte Wohnimmobilien als eine gute Wertanlage betrachten, verändert. Dabei wird angenommen, dass sich die demografischen und ökonomischen Eigenschaften der Haushalte nicht ändern. Durch den Indikator lassen sich etwa 80 % der im Zeitverlauf verzeichneten Volatilität der Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als Vermögensanlage (gemäß Abbildung A) erklären.

Anfang 2023 verstärkte, wirkten die gesunkenen Inflationserwartungen weniger hemmend.¹¹ Insgesamt führten die Erwartungen höherer Hypothekenzinsen dazu, dass Wohnimmobilien als Vermögensanlage in der Beurteilung der privaten Haushalte deutlich an Attraktivität einbüßten, was den Einfluss der geldpolitischen Straffung und der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im Allgemeinen widerspiegelt.¹²

Abbildung D Erwartungsbasierter Indikator der Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als Vermögensanlage

(Veränderung der Wahrscheinlichkeit, dass private Haushalte Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage betrachten, seit Juni 2021, in Prozentpunkten)



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Dargestellt ist die seit Juni 2021 beobachtete Veränderung des erwartungsbasierten Indikators der Einschätzung der privaten Haushalte von Wohnimmobilien als gute Vermögensanlage. Der Indikator kombiniert die in Abbildung C dargestellten geschätzten Koeffizienten aus einem linearen Regressionsmodell für die Wahrscheinlichkeit mit den in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen zum jeweiligen Zeitpunkt ermittelten durchschnittlichen Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den persönlichen Einkommenszuwachs, die Inflation, das Wirtschaftswachstum, den Anstieg der Wohnimmobilienpreise und die Hypothekenzinsen.

¹¹ Obwohl die Erwartungen in Bezug auf den persönlichen Einkommenszuwachs statistisch signifikant sind, scheinen sie quantitativ betrachtet kein Faktor zu sein, der die jüngste Verschlechterung des erwartungsbasierten Indikators von Wohnimmobilien als eine gute Vermögensanlage wesentlich beeinflusst, da die seit Juni 2021 zu beobachtenden Schwankungen der Variable relativ gering sind.
¹² Eine Erörterung von Wohnimmobilien als Komponente der Transmission der Geldpolitik auf die Wirtschaft findet sich in Kasten 7 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

2 Zinserwartungen der Verbraucher in einem geldpolitischen Straffungszyklus

Evangelos Charalampakis und Virginia Di Nino

Für eine zeitnahe Beurteilung der Transmission der Geldpolitik auf die Wirtschaft können die Erwartungen der Verbraucher von Nutzen sein. Gestützt auf Daten aus der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) wird in diesem Kasten dargelegt, a) inwieweit sich die Erwartungen der Konsumenten bezüglich der Zinsentwicklung bei Hypotheken und Bankeinlagen an den restriktiveren geldpolitischen Kurs angepasst haben, b) wie die Straffung der Geldpolitik von unterschiedlichen Gruppen privater Haushalte wahrgenommen wird und c) inwieweit sich diese Veränderungen auf die Erwartungen der Privathaushalte hinsichtlich ihrer künftigen Ausgaben ausgewirkt haben.¹ Dabei handelt es sich um wichtige Aspekte für die fortlaufende Beurteilung, wie die geldpolitische Straffung auf die privaten Konsumausgaben durchwirkt.

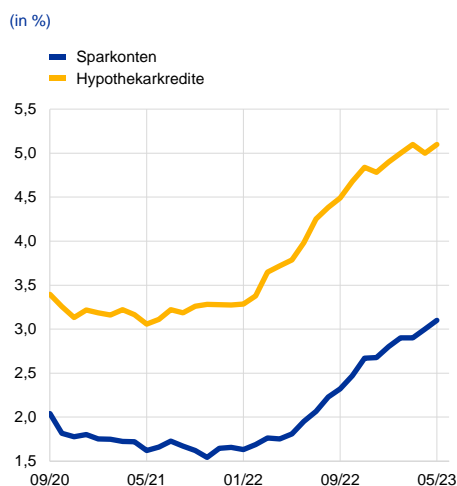
Die Zinserwartungen der Verbraucher sind im Einklang mit der tatsächlichen Zinsentwicklung gestiegen. Die Erwartungen zu den Hypotheken- und Sparzinsen in zwölf Monaten haben sich seit Anfang 2022 um nahezu 2,0 Prozentpunkte bzw. 1,5 Prozentpunkte erhöht (siehe Abbildung A, Grafik a). Der Anteil der Befragten, die davon ausgehen, dass die Aufnahme von Krediten (jeglicher Art) schwieriger werden wird, nahm von Anfang 2022 bis Oktober 2022 stetig zu und schwankt seitdem um einen Wert von 30 %.

¹ Bei der CES-Umfrage handelt es sich um eine monatliche Erhebung mit einem rotierenden Panel aus etwa 14 000 Teilnehmern aus den sechs größten Euro-Ländern (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande).

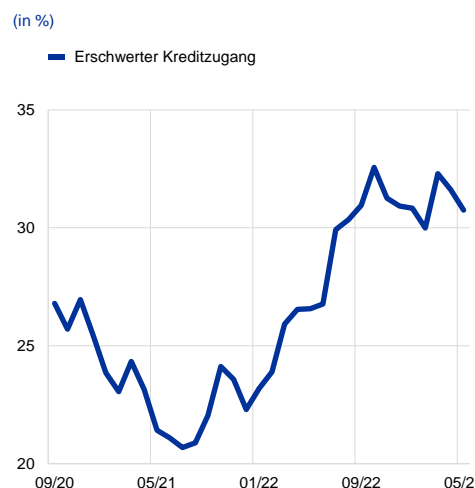
Abbildung A

Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich Zinssätzen und Kreditzugang

a) Erwarteter Zinssatz in zwölf Monaten



b) Anteil der Befragten, die von einem erschwerterem Kreditzugang ausgehen



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023.

Seit Juni 2022 ist der Anteil der Befragten, die niedrigere Zinsen befürworten, insbesondere bei Kreditnehmern mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit gestiegen. Im Juni 2022 überstieg der Anteil der Befragten, die angaben, niedrigere Zinsen wären für die Wirtschaft ihres Landes am besten, bereits den Anteil derer, die höhere Zinsen befürworteten (siehe Abbildung B, Grafik a).² Ebenso überstieg im Herbst 2022 der Anteil der Verbraucher, die der Ansicht waren, niedrigere Zinsen wären für ihren eigenen Haushalt am besten, den Anteil derer, die höhere Zinsen bevorzugten. Die zunehmende Präferenz für niedrigere Zinsen ist besonders bei privaten Haushalten mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit zu erkennen, die zweifellos unmittelbar von den gestiegenen Zinssätzen betroffen sind. Dagegen hat sich unter Privathaushalten mit festverzinslichem Hypothekarkredit, auf die sich höhere Zinssätze nicht so stark – oder zumindest nicht so unmittelbar – auswirken, die Einstellung gegenüber den Zinsen in deutlich geringerem Maße verändert.

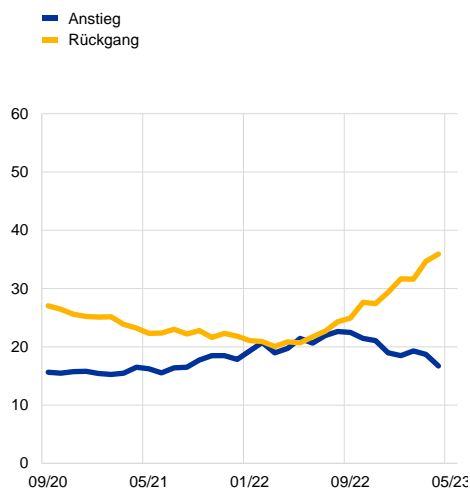
² In der CES-Umfrage werden die Befragten gebeten, ihre qualitativen Präferenzen dahingehend anzugeben, welche Zinsentwicklung ihrer Ansicht nach zum einen am besten für die Wirtschaft des Landes, in dem sie leben, und zum anderen am besten für ihren eigenen Privathaushalt wäre. Sie sollen mitteilen, ob sie höhere, niedrigere oder unveränderte Zinsen bevorzugen würden oder ob sie Zinsänderungen gleichgültig gegenüberstehen.

Abbildung B

Präferenzen der privaten Haushalte hinsichtlich Zinsänderungen

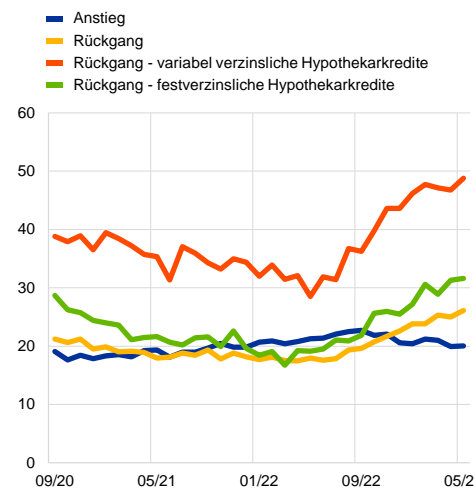
a) Anteil der Befragten, die einen Anstieg/Rückgang der Zinsen mit Blick auf die Wirtschaft ihres Landes befürworten

(in %)



b) Anteil der Befragten, die einen Anstieg/Rückgang der Zinsen mit Blick auf ihren eigenen privaten Haushalt befürworten

(in %)



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

Anmerkung: In Grafik b sind neben den Umfrageergebnissen für alle privaten Haushalte die Ergebnisse für private Haushalte mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit sowie für jene mit festverzinslichem Hypothekarkredit dargestellt. Siehe hierzu auch Fußnote 3. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023.

Je nach Art des Hypothekarkredits unterscheiden sich die Erwartungen zur finanziellen Situation des eigenen privaten Haushalts zwischen den Befragten erheblich.

Der Anteil der privaten Haushalte mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit, die im kommenden Quartal mit Schwierigkeiten bei der Bedienung ihrer Hypothek rechnen, ist vor allem in der ersten Jahreshälfte 2023 deutlich gestiegen. Unter den Haushalten mit festverzinslichem Hypothekarkredit sind die entsprechenden Erwartungen dagegen insgesamt weitgehend unverändert geblieben.³ Im Einklang mit dieser Divergenz hat sich der Anteil der Privathaushalte mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit, die beabsichtigen, in den nächsten zwölf Monaten eine Refinanzierung ihrer Hypothek zu beantragen, in den ersten beiden Quartalen 2023 erhöht (siehe Abbildung C). Bei den Haushalten mit festverzinslichem Hypothekarkredit ist der entsprechende Anteil hingegen im gleichen Zeitraum stetig zurückgegangen.

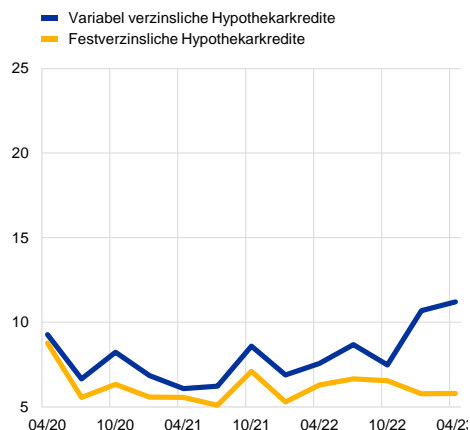
³ Aus den verfügbaren Daten für das hier verwendete Regressionsmodell geht hervor, dass 12,6 % der privaten Haushalte einen festverzinslichen und 7,3 % einen variabel verzinslichen Hypothekarkredit besitzen. Der Anteil der Befragten, die über Wohneigentum verfügen und keine Darlehensverpflichtungen haben, und der Anteil jener, die zur Miete wohnen, beträgt 43 % bzw. 37,1 %.

Abbildung C

Belastung durch höhere Zinssätze nach Art des Hypothekarkredits

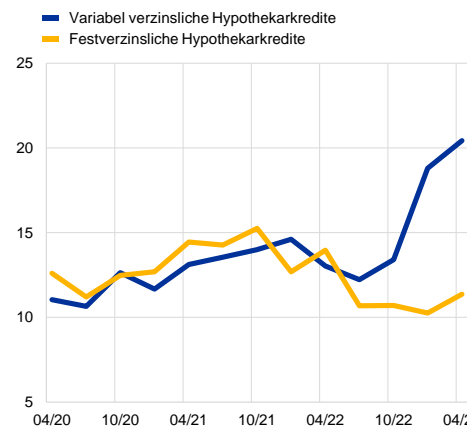
a) Anteil der Hypothekenschuldner, die damit rechnen, ihre Hypothekenzahlungen nicht fristgerecht leisten zu können

(in %)



b) Anteil der Hypothekenschuldner, die in den nächsten zwölf Monaten eine Refinanzierung ihrer Hypothek anstreben

(in %)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Private Haushalte mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit passen ihre Ausgabenerwartungen stärker an Veränderungen der erwarteten Zinssätze an.

Im Durchschnitt tendieren die Befragten dazu, das Wachstum ihrer realen Ausgaben nach unten zu korrigieren, wenn sie ihre Erwartungen bezüglich der künftigen Hypothekenzinsen nach oben schrauben: Bei einem Anstieg der erwarteten Hypothekenzinsen um 1,0 Prozentpunkte sinkt das erwartete Ausgabenwachstum um 0,05 Prozentpunkte. In der empirischen Analyse wird unterschieden zwischen Mietern, Wohnraumeigentümern ohne Hypothek, Wohnraumeigentümern mit festverzinslichem Hypothekarkredit sowie solchen mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit. Wie die Analyse zeigt, gehen die privaten Haushalte der letztgenannten Gruppe davon aus, dass sie ihre Konsumausgaben dreimal so stark reduzieren werden wie der Durchschnittshaushalt im Berichtskreis. Dies entspricht dem höheren Zinsänderungsrisiko privater Haushalte mit variabel verzinslichem Hypothekarkredit. Im Gegensatz dazu scheint das erwartete Wachstum der Konsumausgaben von Privathaushalten mit festverzinslichem Hypothekarkredit von einem Anstieg der Zinserwartungen unberührt zu bleiben (siehe Abbildung D).⁴ Insgesamt deuten die Ergebnisse der Umfrage darauf hin, dass die Verbraucher in den vergangenen zwölf Monaten die Auswirkungen höherer Zinssätze in ihren Ausgabenentscheidungen zunehmend berücksichtigt haben. Darin spiegelt sich die anhaltende Transmission der geldpolitischen Straffung auf die Wirtschaft wider.⁵

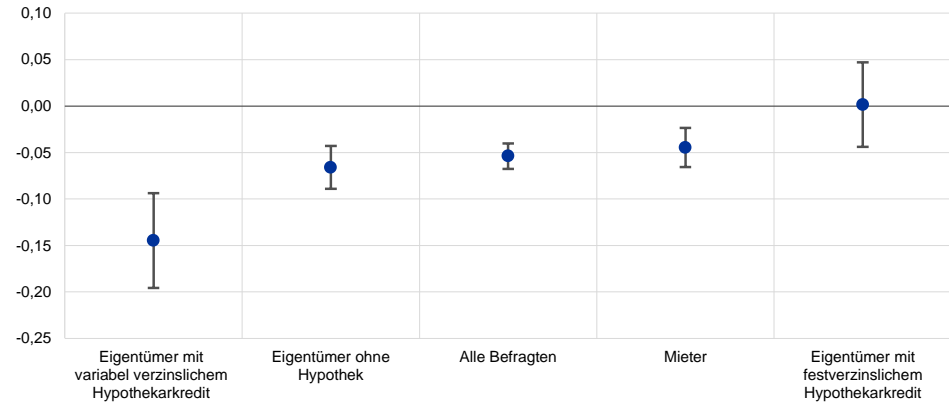
⁴ Wohnraumeigentümer mit festverzinslichem Hypothekarkredit sind bei sonst gleichen Bedingungen weniger anfällig für Zinsänderungsrisiken als Eigentümer ohne Hypothek, da bei ihnen ein langfristiger Vermögenswert (die Wohnimmobilie) einer langfristigen Verbindlichkeit (dem Hypothekarkredit) gegenübersteht. Siehe beispielsweise A. Auclert, Monetary Policy and the Redistribution Channel, *American Economic Review*, Bd. 109(6), 2019, S. 2333-2367.

⁵ Eine eingehendere Analyse der besonderen Bedeutung privater Haushalte mit Hypothekarkrediten für die Transmission der Geldpolitik auf den gesamtwirtschaftlichen Konsum findet sich in Kasten 7 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Abbildung D

Auswirkungen der erwarteten Hypothekenzinsen auf die erwarteten Konsumausgaben

(in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Die Punkte zeigen die Reagibilität der erwarteten Konsumausgaben gegenüber einer erwarteten Hypothekenzinsänderung nach Haushaltsgruppen. Geschätzt werden diese Parameter im Rahmen einer Panelregression der monatlichen Veränderung der Erwartungen für das Wachstum der realen Konsumausgaben privater Haushalte in einem Jahr (Wachstum der nominalen Konsumausgaben abzüglich der erwarteten Inflationsrate in zwölf Monaten) auf die Veränderung der Erwartungen in Bezug auf die Hypothekenzinsen. Dabei wird auch dem erwarteten nominalen Einkommenswachstum für das kommende Jahr sowie der unbeobachteten Heterogenität zwischen den privaten Haushalten Rechnung getragen. Die Konfidenzintervalle von 95 % für die geschätzten Parameter sind durch die vertikalen Antennen dargestellt. Der Schätzzeitraum erstreckt sich von April 2020 bis Mai 2023.

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

Catherine Elding, Johannes Gareis, Friderike Kuik und Richard Morris

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 73 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 26. Juni bis zum 5. Juli 2023 statt.¹

Die Antworten der befragten Unternehmen vermitteln weiterhin das Bild einer größtenteils stagnierenden Konjunktur, wobei jedoch erhebliche intra- und intersektorale Unterschiede zu beobachten waren. Demnach hat sich die Situation seit Jahresbeginn kaum verändert. Den meisten Unternehmen zufolge wird die Zu- oder Abnahme ihrer Geschäftsaktivitäten nach wie vor davon bestimmt, wie sich die vergangenen Schocks (Covid-19-Pandemie, Angriff Russlands auf die Ukraine) und die anhaltenden strukturellen Veränderungen (Digitalisierung, Dekarbonisierung) auf das Angebot und die Nachfrage in ihrer Branche auswirken.

In der Industrie zeigten vor allem das Baugewerbe und der Vorleistungsgütersektor Schwäche, während die Entwicklung im Konsum- und im Investitionsgütersektor uneinheitlicher ausfiel. In weiten Teilen des Vorleistungsgütersektors (Chemie, Stahl, Papier/Verpackung und elektronische Komponenten) sind Auftragseingang und Produktion nach Angaben der befragten Firmen rückläufig. Dies hänge sowohl mit einer gedämpften Endnachfrage als auch mit einem anhaltenden Lagerabbau durch die Kunden zusammen. Hinzu komme bisweilen auch ein stärkerer Importwettbewerb. Am deutlichsten falle der Nachfragerückgang bei neuen Wohn- und Gewerbeimmobilien aus, gefolgt von Maschinen und Ausrüstung für den Industriesektor. Hingegen würden sich die Infrastrukturinvestitionen und generell sämtliche mit der Dekarbonisierung verbundenen Investitionen als robust erweisen. Viele Investitionsgüterhersteller haben noch hohe Auftragsbestände abzuarbeiten, sodass das Produktionsniveau trotz der schwachen Nachfrage aufrechterhalten wird. Im Automobilssektor erholt sich die Produktion weiter, weil sich die Angebotsengpässe verringern. Allerdings wurde auch berichtet, dass die Auslieferung von Neufahrzeugen an die Verkaufsstellen durch Logistikprobleme erschwert werde und dass die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen mit Verbrennungsmotor robuster sei als die nach Elektrofahrzeugen. Die Schwäche im Konsumgütersektor ergab sich den Angaben zufolge hauptsächlich aus der noch immer sinkenden Nachfrage nach Haushaltsgeräten und Unterhaltungselektronik. Diese sei Ausdruck einer Verlagerung der Ausgaben von Waren hin zu Dienstleistungen sowie des allgemeinen Drucks auf die Einkommen der privaten Haushalte (was zu einer Verdrängung der Ausgaben für Gebrauchsgüter durch höhere nominale Ausgaben für Nahrungsmittel und Energie führe).

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

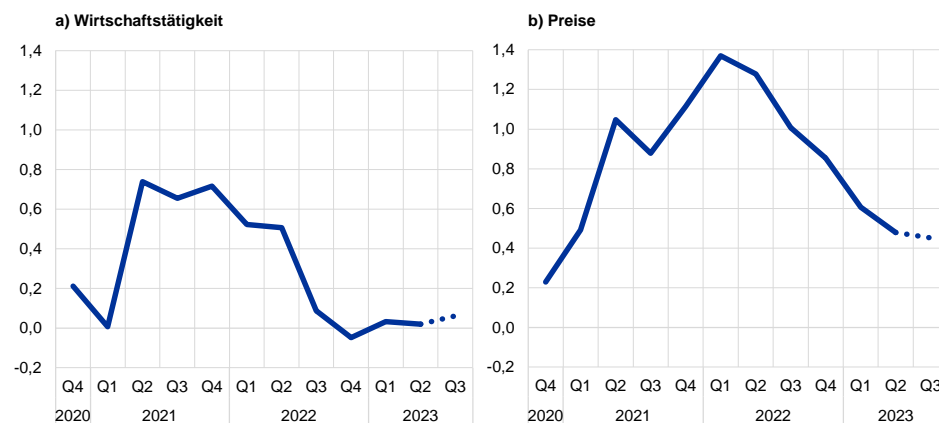
Die Produktion im Dienstleistungssektor wurde durch die starke Nachfrage in der Reise- und Freizeitbranche, eine gewisse Widerstandsfähigkeit im Einzelhandel und das Wachstum digitaler Dienstleistungen begünstigt, während die Aktivität in vielen anderen Dienstleistungsbereichen stabil oder rückläufig war. Die Ansprechpersonen aus der Reisebranche und dem Gastgewerbe berichteten von einer sehr stark zunehmenden Aktivität. Die Buchungen für Flugreisen und Hotels haben den Angaben zufolge im zweiten Quartal wieder das Vorpandemieniveau erreicht oder dieses sogar übertroffen. Die Buchungskontingente für den Sommer seien trotz hoher Preise bereits vollständig oder weitgehend ausgeschöpft. Einige Einzelhändler zeigten sich von der Widerstandsfähigkeit der Konsumausgaben überrascht. Es wurde nach wie vor häufig berichtet, dass Verbraucherinnen und Verbraucher ihre Ausgaben durch einen Umstieg auf günstigere Varianten verringerten, insbesondere bei Nahrungsmitteln und Waren des täglichen Bedarfs. Doch im Bereich Bekleidung meldete der Einzelhandel zumeist steigende Umsätze und zumindest einen weitgehend stabilen Absatz. Besonders stark sei das Umsatzwachstum bei teureren Bekleidungsmarken und Luxusartikeln wie Kosmetik und Schmuck, da sich einkommensstärkere Verbraucherinnen und Verbraucher weiterhin konsumfreudig zeigten. Zudem profitiere dieser Bereich des Einzelhandels von der Erholung des Tourismus. Das Wachstum der digitalen Dienstleistungen werde durch das Zusammenwirken struktureller und zyklischer Faktoren begünstigt, wie etwa durch die zunehmende Verbreitung von Rechenzentren und Cloud-Computing (im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz) und die (mit dem Tourismus einhergehende) Belegung bei den Roamingdiensten. Dagegen sei die Nachfrage nach Transportdienstleistungen (Straßengüter- und Seefrachtverkehr) und Logistkdienstleistungen (Lagerei) weiterhin rückläufig. In den Bereichen Personalwesen, Sicherheit, Werbung und Geschäftsreisen wurde von einer weitgehend stabilen Entwicklung berichtet, wenngleich bei Geschäftsreisen ein nach wie vor sehr niedriges Niveau zu verzeichnen sei.

Die aktuelle Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit dürfte sich im dritten Quartal tendenziell fortsetzen, wobei die Abwärtsrisiken in den kommenden Quartalen voraussichtlich leicht überwiegen werden. Einige Ansprechpersonen gingen davon aus, dass die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe im weiteren Jahresverlauf zunehmen würden, wenn die Wende im Lagerzyklus erreicht sei. Andere hingegen rechneten mit einem Produktionsrückgang, falls sich die Auftragslage nicht verbessere. Die unerwartet schwache Konjunkturerholung in China und ihre Folgen für den Export und den Importwettbewerb sorgten für Bedenken unter den Gesprächspartnern. Das Potenzial für ein weiteres Wachstum der Tourismusdienstleistungen im Sommer werde durch Kapazitätsengpässe begrenzt, und zudem sei fraglich, ob das aktuelle Niveau der Konsumausgaben Bestand haben werde. Vor diesem Hintergrund sahen viele Ansprechpersonen ein sehr hohes Risiko, dass es gegen Jahresende 2023 oder im Jahr 2024 zu einer – wenn auch milden – Rezession kommen könnte. Zugleich äußerten sie die Auffassung, dass ein eindeutigerer Hinweis darauf, dass die Inflation und damit auch der Zinspfad unter Kontrolle seien, dazu beitragen würde, die Unsicherheit zu verringern und das Vertrauen der Unternehmen zu stärken.

Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Scorewerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage) und 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 Angaben zur aktuellen Beschäftigungsentwicklung sowie zu den kurzfristigen Aussichten für die Beschäftigung entsprachen im Großen und Ganzen den Einschätzungen zur Wirtschaftstätigkeit und waren daher recht unterschiedlich, aber insgesamt stabil.

Die befragten Unternehmen meldeten zu weitgehend gleichen Teilen zunehmende, abnehmende und stabile Beschäftigungsniveaus, wobei sich gegenüber dem Vorquartal kaum Veränderungen ergaben. Im Allgemeinen konnten die Unternehmen, die Personal abbauen wollten, dies mittels natürlicher Fluktuation erreichen. Allerdings rechneten einige wenige im weiteren Jahresverlauf mit Entlassungen. Die Antworten der Arbeitsvermittler fielen recht unterschiedlich aus. Insgesamt deuten sie darauf hin, dass offenbar weniger unbefristete und stattdessen mehr befristete Arbeitsverträge abgeschlossen werden, worin sich nach Auffassung der Befragten die hohe wirtschaftliche Unsicherheit zeigt. Viele Firmen gaben an, dass es angesichts des Fachkräftemangels nach wie vor schwierig sei, Personal zu gewinnen. Es gebe jedoch auch Anzeichen für eine zunehmende Unterauslastung in manchen Teilen des Arbeitsmarktes. Auf die Frage, ob eine Verringerung der Arbeitszeit zu beobachten sei, wurden solche Entwicklungen im Wesentlichen als Teil einer längerfristigen strukturellen Verschiebung der Präferenzen interpretiert, die – insbesondere bei jüngeren Menschen – im Zeichen der Vereinbarkeit von Beruf und Familie und flexibler Arbeitsbedingungen stehe.

Insgesamt hat sich der Anstieg der Verkaufspreise im zweiten Quartal nach Einschätzung der befragten Unternehmen weiter verlangsamt.

Hinter diesem Gesamtbild verbergen sich jedoch erhebliche Unterschiede. Die Abschwächung der Preisdynamik in den letzten Quartalen zeige vor allem, dass die vergangenen Rohstoffpreisanstiege und die sich anschließenden Rückgänge auf die Wertschöpfungskette durchwirkten, während die Vorleistungspreise nun zunehmend von den steigenden Lohnkosten der Lieferanten beeinflusst würden. Insgesamt

seien die nicht arbeitsbezogenen Vorleistungskosten dadurch bislang recht stabil (wobei die Vorleistungspreise auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette tendenziell sinken, auf den nachgelagerten Stufen aber weiterhin steigen würden). Der von den Vorleistungen ausgehende nicht arbeitsbezogene Kostendruck habe zuletzt nachgelassen. Im Zusammenspiel mit einer geringeren Nachfrage erschwere dies es den Herstellern und Einzelhändlern von Konsumgütern, die Preise zu erhöhen. Gleichwohl gaben mehrere Ansprechpersonen an, ihre Preise weiter angehoben zu haben und dies auch künftig zu beabsichtigen, dabei aber umsichtiger und selektiver vorgehen zu müssen. Andere wiederum erwarteten in Zukunft weitgehend stabile Preise. Angesichts des höheren Lohnkostenanteils falle der Preisanstieg im Dienstleistungssektor generell kräftiger aus als im verarbeitenden Gewerbe. In Bezug auf die außergewöhnliche Preisdynamik im Tourismus und im Gastgewerbe, die auf die starke Erholung der Nachfrage nach der Pandemie zurückzuführen sei, sahen die Unternehmen keine Anzeichen für eine Abschwächung. Insgesamt rechneten sie daher im dritten Quartal mit etwas geringeren Preissteigerungen als im zweiten Quartal. Es gebe auch Hinweise auf eine weitere Abschwächung der Dynamik im weiteren Jahresverlauf oder im Jahr 2024. Dabei ging eine zunehmende Zahl an Firmen davon aus, dass sich die Preise in ihrem Sektor stabilisieren oder zurückgehen werden.

Die Lohnerwartungen deuten auf einen leichten Rückgang des

Lohnwachstums im kommenden Jahr hin. Nach Einschätzung der befragten Unternehmen wird das Lohnwachstum – nach rund 5,5 % im laufenden Jahr – 2024 auf 4,7 % sinken (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der Mittelpunkte der quantitativen Angaben). Rund die Hälfte der Kontaktpersonen rechnete damit, dass die Lohnsteigerungen im Jahr 2024 ähnlich ausfallen werden wie 2023, wohingegen vier von zehn Personen für das kommende Jahr von einem geringeren Anstieg ausgingen.

Verringerung der Klimadatenlücke – Indikatoren zum Klimawandel

Andrew Kanutin

Im Januar 2023 veröffentlichte die EZB auf ihrer Website erstmals eine Reihe klimabezogener statistischer Indikatoren, die sich auf nachhaltige Finanzierungen, CO₂-Emissionen und physische Risiken beziehen. Diese Klimaindikatoren befinden sich noch in unterschiedlichen Entwicklungsstadien. Sie zielen darauf ab, die Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel zu beleuchten, denen der Finanzsektor im Euroraum ausgesetzt ist. Ferner sollen sie politisch Verantwortliche und Investoren dabei unterstützen, wirksame Strategien zur Bewältigung dieser Herausforderungen zu entwickeln. Der Klimawandel hat potenziell auch Auswirkungen auf die Zentralbanken, und zwar im Hinblick auf das Mandat der Preisstabilität, die Finanzstabilitätsziele und häufig auch die Bankenaufsicht. Im vorliegenden Kasten werden die klimabezogenen Indikatoren sowie die ihnen zugrunde liegenden Überlegungen und ihre Einschränkungen kurz vorgestellt.

Die EZB ist fest entschlossen, innerhalb ihres Mandats ihren Beitrag zur Bekämpfung des Klimawandels zu leisten. Im Juli 2021 legte der EZB-Rat einen Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in seinem geldpolitischen Handlungsrahmen vor.¹ Die Zunahme der mit dem Klimawandel verbundenen Risiken macht deutlich, wie wichtig es ist, das Verständnis dieser Risiken mit Blick auf die Finanzinstitute zu vertiefen. Zur besseren Anpassung an die Risiken sind zudem Erkenntnisse über die Rolle der Finanzinstitute bei der Mittelübertragung an die Wirtschaft von Bedeutung. Im Rahmen des Maßnahmenplans wurden Indikatoren zum Klimawandel entwickelt. Sie sollen die Analyse klimabezogener Aspekte im Finanzsektor unterstützen. Von Interesse ist in diesem Zusammenhang auch der CO₂-Fußabdruck der von Finanzinstituten gehaltenen Finanzportfolios. Durch Nachverfolgung der Treibhausgasemissionen bei wirtschaftlichen Tätigkeiten, die direkt oder indirekt von Finanzinstituten finanziert werden, lassen sich die Fortschritte messen, die die Institute bei der Verringerung des CO₂-Fußabdrucks der Portfolios erzielt haben. Gleiches gilt für die Bedeutung, die ihnen beim Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft zukommt. Angesichts der Weiterentwicklung der europäischen Klimaagenda und der zunehmenden Regulierungen und Beschränkungen für große Treibhausgasemittenten könnten überdies bestimmte Branchen oder Aktiva obsolet werden bzw. signifikant an Wert verlieren, sodass entsprechende Unternehmen und Aktiva zu „gestrandeten Vermögenswerten“ mutieren. Es kommt darauf an, die physischen Risiken der Vermögenswerte – darunter auch solche, die zur Produktion, zum Schutz oder zur Besicherung von Krediten verwendet werden – zu messen, denn diese Risiken können die Stabilität des Finanzsystems und damit die Wirtschaft insgesamt beeinträchtigen. Die Indikatoren für nachhaltige Finanzinstrumente erleichtern die

¹ Siehe EZB, [EZB präsentiert Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie](#), Pressemitteilung vom 8. Juli 2021.

Nachverfolgung von aggregierten Einzelangaben über Emittenten und Halter „grüner“ und sonstiger nachhaltiger Schuldverschreibungen. Dadurch erhöht sich die Markttransparenz.

Entwickelt wurden die Indikatoren vom ESZB. Die den Berechnungen zugrunde liegenden Quelldaten werden in der Regel von verschiedenen internationalen Organisationen unter Verwendung von ESZB-Mikrodaten erstellt. Letztere stammen aus Quellen wie dem Register of Institutions and Affiliates Data (RIAD), der Kreditdatenstatistik (AnaCredit), der zentralisierten Wertpapierdatenbank (Centralised Securities Database – CSDB) und den Statistiken über Wertpapierbestände nach Sektoren (Securities Holdings Statistics by Sector – SHSS). Ein Methodenhandbuch, das vollständige Angaben zur Berechnung dieser Indikatoren enthält, ist auf der Website der EZB verfügbar. In diesem Zusammenhang muss allerdings betont werden, dass die Statistiken immer noch gewissen Einschränkungen unterliegen.² Es wird jedoch erwartet, dass viele dieser Beschränkungen mit zunehmend reiferen Daten wegfallen werden.

Der Datensatz zu nachhaltigen Finanzierungen gibt einen Überblick darüber, welche nachhaltigen Schuldverschreibungen im Eurogebiet emittiert und gehalten werden. Die Indikatoren liefern Informationen über die zur Finanzierung nachhaltiger Projekte erhobenen Mittel und damit über die Fortschritte, die beim Übergang zu einer treibhausgasneutralen Wirtschaft erzielt werden.³ Im Zusammenhang mit nachhaltiger Finanzierung kann die Definition dessen, was „grüne“ oder „nachhaltige“ Investitionen ausmacht, unter den Marktteilnehmern variieren. Derzeit existiert kein allgemein anerkannter Standard, auch wenn einige internationale Standards breite Anwendung finden. Hierzu zählen die Vorgaben der International Capital Markets Association sowie der Climate Bonds Initiative. Mangels international anerkannter harmonisierter Begriffsbestimmungen können die Datensätze Einschränkungen aufweisen, weswegen sie von der EZB als experimentell eingestuft werden.

Nachhaltige Schuldverschreibungen werden bei ihrer Emission in vier Klassifizierungen unterteilt: Nachhaltigkeitsanleihen, an Nachhaltigkeitsziele gebundene Anleihen, grüne Anleihen und soziale Anleihen. In den letzten zwei Jahren wurden sehr viele dieser Schuldtitel aufgelegt (siehe Abbildung A), und ihr ausstehender Gesamtbetrag hat sich – wengleich ausgehend von einem niedrigen Niveau – mehr als verdoppelt. Verantwortlich für diesen Anstieg ist die Emission von als „grün“ und „sozial“ eingestuften nachhaltigen Wertpapieren (siehe Abbildung B), die am Markt für nachhaltige Schuldverschreibungen die Mehrheit darstellen. Dieser noch junge Markt hat derzeit einen Anteil von rund 5 % des gesamten Marktes für Schuldverschreibungen im Euroraum. Staatliche Stellen und monetäre Finanzinstitute zählen im Eurogebiet zu den führenden Sektoren, die „grüne“ Anleihen emittieren, und weisen jeweils sehr ähnliche Marktanteile auf.

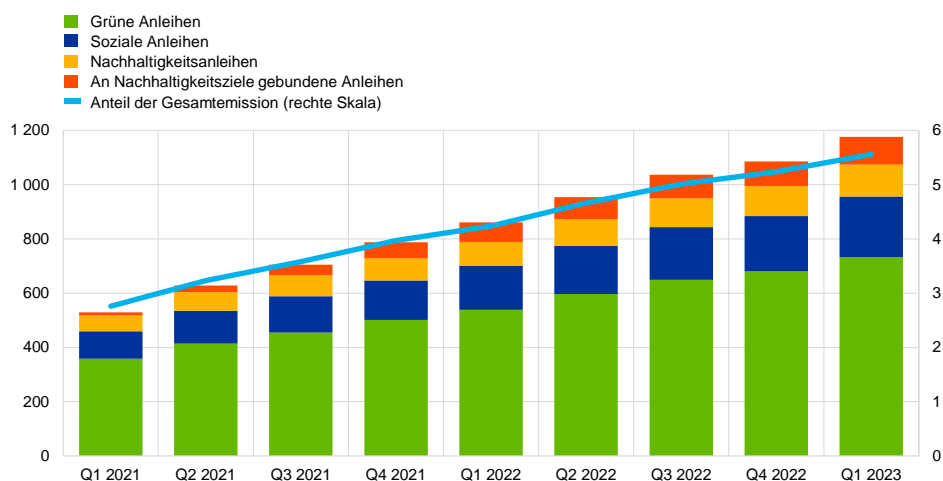
² Siehe EZB, [Towards climate-related statistical indicators](#), Ausschuss für Statistik des ESZB, Januar 2023.

³ Mit dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft sind Transitionsrisiken verbunden. Erwachsene können diese Risiken aus der stufenweisen Einführung von CO₂-Steuern, der Bepreisung von Emissionsrechten, veränderten Verhaltensweisen und Konsummustern sowie Umweltvorschriften. Unter physischen Risiken sind üblicherweise sowohl akute als auch chronische Risiken zu verstehen.

Hauptinvestoren in grüne Schuldverschreibungen sind Investmentfonds, gefolgt von den nationalen Zentralbanken im Euroraum. Daten aus Frankreich und Deutschland zeigen, dass diese Länder die wichtigsten Emittenten und Halter „grüner“ Schuldverschreibungen im Eurogebiet sind. Einige andere Euro-Länder hingegen sind an diesem Markt nur zögerlich bzw. noch gar nicht aktiv.

Abbildung A
Emission nachhaltiger Schuldverschreibungen im Euroraum

(linke Skala: in Mrd. €; ausstehende Beträge zum Nennwert; rechte Skala: in %)

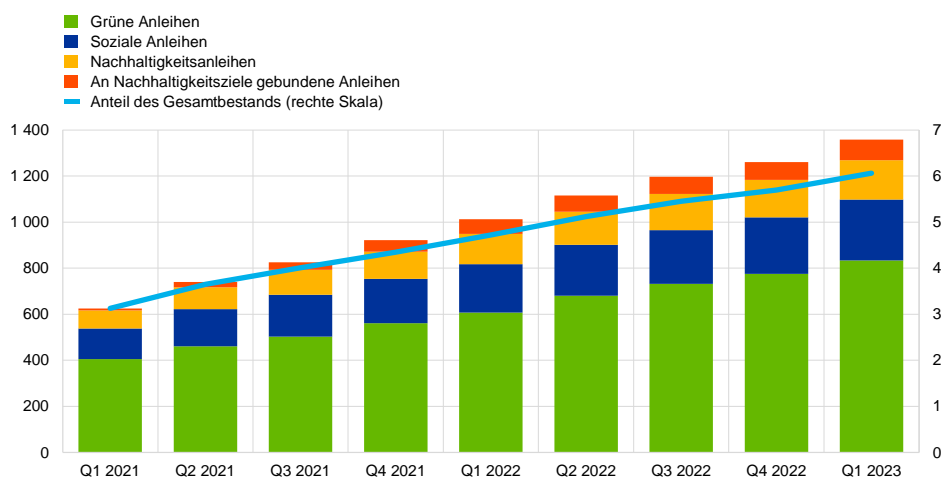


Quelle: CSDB.

Anmerkung: Die festgestellten Beträge beziehen sich auf den letzten Tag des Referenzzeitraums. Der Anteil der Gesamtemission stellt den Betrag aller nachhaltigen Wertpapiere als Anteil am ausstehenden Betrag aller Schuldverschreibungen im Euroraum dar.

Abbildung B
Bestand nachhaltiger Schuldverschreibungen im Euroraum

(linke Skala: in Mrd. €; ausstehende Beträge zum Nennwert; rechte Skala: in %)



Quellen: CSDB und SHSS.

Anmerkung: Die festgestellten Beträge beziehen sich auf den letzten Tag des Referenzzeitraums. Der Anteil des Gesamtbestands stellt den Betrag aller nachhaltigen Wertpapiere als Anteil an der Summe des Bestands aller Schuldverschreibungen im Euroraum dar.

Die vom ESZB veröffentlichten Indikatoren liefern Angaben zu den Kohlenstoffemissionen (CO₂-Emissionen) nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, die durch die Kredit- und Wertpapierportfolios des

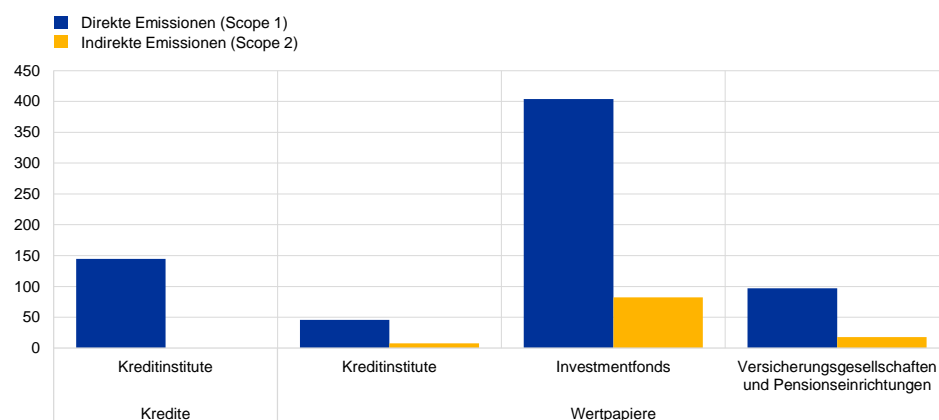
Finanzsektors finanziert werden. Unter Kohlenstoffemissionen, die wesentlich zum Klimawandel beitragen, ist der Ausstoß von Kohlendioxid (CO₂) und anderen Treibhausgasen in die Atmosphäre zu verstehen. Diese Emissionen werden vorrangig vom Menschen verursacht, beispielsweise durch die Verfeuerung fossiler Brennstoffe.

Nach dem aktuellen Stand der Entwicklung eignet sich der Datensatz zu den CO₂-Emissionen am besten dazu, allgemeine strukturelle Zusammenhänge zwischen Finanzsektoren zu erkennen. Für die Beobachtung von Trends im Zeitverlauf ist er weniger geeignet. Nachteile der Indikatoren sind ihre zeitvariable Abdeckung und die fehlende Bereinigung um Bewertungseffekte. Dies dürfte sich mit der nächsten Datenveröffentlichung ändern. In Abbildung C sind Angaben zu den vom Finanzsektor finanzierten direkten („Scope 1“) und indirekten („Scope 2“) Emissionen, aufgeschlüsselt nach Art des Finanzinstituts, ausgewiesen. Dabei werden die Durchschnittswerte für den Zeitraum von 2018 bis 2021 zugrunde gelegt, um Zeitvariabilität abzumildern. In absoluter Betrachtung stellen Investmentfonds bei der Finanzierung von Direktemissionen die größte Gruppe. Dies entspricht dem Umfang ihres Portfolios in der Aufschlüsselung. In Abbildung D sind die finanzierten Emissionen anhand der finanzierten Einnahmen standardisiert, um festzustellen, wie effizient Emissionen für die Produktion von Waren und Dienstleistungen genutzt werden. Dabei zeigt sich, dass Kreditinstitute in den kohlenstoffintensivsten Sektoren tendenziell am stärksten engagiert sind, obwohl sie im Vergleich zu Investmentfonds in absoluter Rechnung einen relativ geringen Anteil der direkten Emissionen finanzieren. Bei genauerer Betrachtung der zugrunde liegenden Daten wird deutlich, dass dieser Zusammenhang in erster Linie durch die Bestände der Kreditinstitute an Dividendenwerten bedingt ist. Diese sind nämlich für den Großteil der gesamten direkten Emissionen im Euroraum verantwortlich.

Abbildung C

Vom Finanzsektor finanzierte direkte und indirekte Emissionen nach Art des Finanzinstituts

(Euroraum; in Mio. Tonnen CO₂; Durchschnittswerte für den Zeitraum 2018-2021)



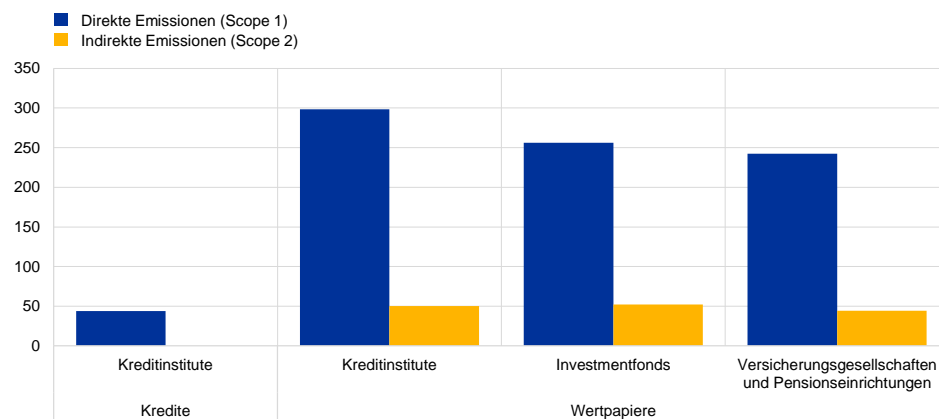
Quellen: ESZB-Berechnungen auf Basis folgender Datenquellen: Kreditdatenstatistik (AnaCredit), Statistiken über Wertpapierbestände nach Sektoren (SHSS), Institutional Shareholder Services (ISS), Refinitiv, EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS), Air Emissions Accounts (AEA) von Eurostat sowie Orbis (Bureau van Dijk).

Anmerkung: Berechnung der Kredite auf Einzelinstitutsebene. Wertpapiere umfassen börsennotierte Aktien und Schuldverschreibungen und sind auf Gruppenebene berechnet. „Kreditinstitute“ ohne Zentralbanken. „Direkte Emissionen“ und „indirekte Emissionen“ beziehen sich nur auf das berücksichtigte Finanzierungsvolumen und erhöhen sich mit steigendem Erfassungsgrad. Die Datengenauigkeit wird durch Kompositions-, Preis- und Wechselkurseffekte beeinflusst.

Abbildung D

Intensität der vom Finanzsektor finanzierten direkten und indirekten Emissionen nach Art des Finanzinstituts

(Euroraum; CO₂-Emissionen in Tonnen je 1 Mio. € an Einnahmen; Durchschnittswerte für den Zeitraum 2018-2021)



Quellen: ESZB-Berechnungen auf Basis folgender Datenquellen: Kreditdatenstatistik (AnaCredit), Statistiken über Wertpapierbestände nach Sektoren (SHSS), Institutional Shareholder Services (ISS), Refinitiv, EU-Emissionshandelssystem (EU-EHS), Air Emissions Accounts (AEA) von Eurostat sowie Orbis (Bureau van Dijk).

Anmerkung: Berechnung der Kredite auf Einzelinstitutsebene. Wertpapiere umfassen börsennotierte Aktien und Schuldverschreibungen und sind auf Gruppenebene berechnet. „Kreditinstitute“ ohne Zentralbanken. „Indirekte Emissionen“ beziehen sich nur auf das berücksichtigte Finanzierungsvolumen und erhöhen sich mit steigendem Erfassungsgrad. Die Datengenauigkeit wird durch Preis- und Wechselkurseffekte beeinflusst.

Auf internationaler Ebene werden Anstrengungen unternommen, um Definitionen zu harmonisieren und gemeinsame Rahmenwerke zu schaffen. Hierzu zählt etwa die EU-Taxonomieverordnung⁴, mit der angestrebt wird, dass über nachhaltige Tätigkeiten in einer gemeinsamen Sprache gesprochen wird.

Bei den Indikatoren für CO₂-Emissionen und physische Risiken sind Probleme im Zusammenhang mit der Datenverfügbarkeit und -qualität sowie Unterschiede in den Berechnungsmethoden die größten Unsicherheitsfaktoren. Aspekte wie die künftige Treibhausgasentwicklung, die natürliche Klimavariabilität sowie komplexe Rückkopplungsmechanismen können ebenfalls zur hohen Unsicherheit in Bezug auf die Klimaprojektionen beitragen. Aus diesen Gründen werden beide Indikatorreihen derzeit als analytisch eingestuft.

Indikatoren für physische Risiken messen die unmittelbaren Folgen klimabedingter Vorfälle wie etwa Extremwetterereignisse, Anstieg des Meeresspiegels und Veränderungen der Temperaturentwicklung. Mit diesen

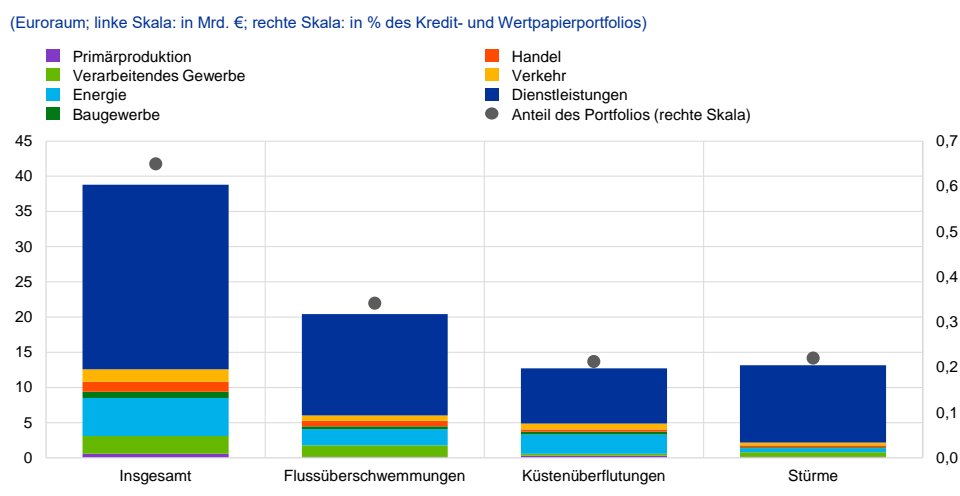
Indikatoren wird die Anfälligkeit verschiedener vom Finanzsektor finanzierter Wirtschaftszweige gegenüber den Folgen des Klimawandels anhand ausgewählter physischer Risiken untersucht. Berücksichtigt werden in diesem Zusammenhang derzeit Überflutungen von Küsten, Überschwemmungen an Flüssen, Waldbrände, Erdbeben, Bodensenkungen, Stürme und Wasserknappheit. Durch die Auswertung dieser Indikatoren will die EZB die Anfälligkeit einzelner wirtschaftlicher Tätigkeiten gegenüber physischen Risiken ermitteln. In der ersten Veröffentlichung klimabezogener Daten stellte die EZB eine Reihe von Indikatoren zur Messung und

⁴ Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 (ABl. L 198 vom 22.6.2020, S. 13).

Überwachung dieser physischen Risiken in den Kredit- und Wertpapierportfolios des Finanzsektors zur Verfügung.

Einer der veröffentlichten Indikatoren physischer Risiken ist der normierte Indikator der Risikoposition (Normalised Exposure At Risk – NEAR). Der NEAR-Indikator kombiniert die erwarteten jährlichen Verluste und die finanzielle Risikoposition von Unternehmen gegenüber Finanzinstituten und setzt diese zu den Einnahmen oder zur Bilanzsumme des Unternehmens in Beziehung. Er weist die Höhe der jährlichen finanziellen Risiken aus. Wie aus Abbildung E ersichtlich wird, spiegelt die sektorale Verteilung weitgehend den Anteil des jeweiligen Sektors an den gesamten finanziellen Vermögenswerten wider. Mit rund 67 % entfällt dabei der größte Anteil auf die Dienstleistungen. Verglichen mit anderen Wirtschaftszweigen ist der Energiesektor proportional stärker von Überschwemmungsrisiken betroffen. Der Grund hierfür dürfte darin liegen, dass Energieunternehmen über relativ große Bestände an Sachanlagen verfügen, die in der Nähe von Wasser angesiedelt sein müssen. Allerdings ist bei Schlussfolgerungen dieser Art Vorsicht geboten, da es schwierig ist, präzise Informationen über den genauen Standort gefährdeter Anlagen zu erhalten.⁵

Abbildung E
NEAR-Indikator nach Sektoren



Quellen: ESZB-Berechnungen auf Basis folgender Datenquellen: Kreditdatenstatistik (AnaCredit), Statistiken über Wertpapierbestände nach Sektoren (SHSS), Gemeinsame Forschungsstelle der Europäischen Kommission, Copernicus und Orbis (Bureau van Dijk).

Anmerkung: Die Angaben in dieser Abbildung basieren auf den erwarteten jährlichen Schäden an den Sachanlagen von Unternehmen, die durch die jeweilige Gefahrenquelle verursacht werden. Schutzmaßnahmen, Versicherungen und Sicherheiten sind nicht berücksichtigt. Die AnaCredit- und SHSS-Daten beziehen sich auf Dezember 2020.

Die Klimawandel-Indikatoren der EZB stellen einen Schritt hin zu qualitativ hochwertigen Instrumenten für die Messung und Überwachung klimabedingter Risiken für die Wirtschaft des Euroraums dar. Die Statistiken decken nachhaltige Finanzierungen, CO₂-Emissionen sowie physische Risiken ab und ermöglichen es der Politik, fundierte Entscheidungen zu treffen und wirksame Grundsatzstrategien zu formulieren. Indem sie das Verständnis dieser Risiken und deren Berücksichtigung fördert, trägt die EZB angesichts der Herausforderungen durch den

⁵ Aus den verfügbaren Daten geht in der Regel der Standort der kreditaufnehmenden Muttergesellschaft hervor, jedoch nicht, wo sich die eigentliche Anlage befindet.

Klimawandel zur Entwicklung eines nachhaltigeren und widerstandsfähigeren Finanzsystems bei. Die Indikatoren befinden sich noch in der Entwicklung. Das ESZB bittet daher aktiv um Rückmeldungen von Interessengruppen zu deren Erstellung und Plausibilität. Das Ziel, Analysten, politischen Entscheidungsträgern und der Öffentlichkeit eine umfassende Reihe von Indikatoren an die Hand zu geben, ist ein komplexes Unterfangen. Hierzu bedarf es einer engen Zusammenarbeit mit den Interessenträgern und geeigneter, qualitativ hochwertiger Daten als verlässliche Grundlage. Die Bereitstellung dieser Daten dürfte sich infolge zahlreicher EU-weiter und internationaler Initiativen verbessern. Zu nennen sind hier unter anderem die „Data Gaps Initiative“ der G 20⁶ und die Projekte des von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden gegründeten „Network for Greening the Financial System“⁷. Fristgerecht verfügbare Daten von entsprechender Qualität spielen für die weitere Verbesserung der Indikatoren zum Klimawandel eine wichtige Rolle.

⁶ Siehe [Internationaler Währungsfonds](#).

⁷ Siehe [Network for Greening the Financial System](#).

5 Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation – ein analytischer Leitfaden für den Euroraum

Marta Bańbura, Elena Bobeica, Katalin Bodnár, Bruno Fagandini, Peter Healy und Joan Paredes

Die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation stellt für die EZB einen wichtigen Parameter bei ihrer geldpolitischen Beurteilung dar. Angesichts der erhöhten Unsicherheit bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung hat der EZB-Rat die Notwendigkeit hervorgehoben, ein besonderes Augenmerk auf die Implikationen neuer Daten für die Inflationsaussichten, die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission zu legen.¹ Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation haben den Zweck, die persistenteren und allgemeinere Preisentwicklung zu erfassen. Sie sollen volatile oder idiosynkratische relative Preisbewegungen ausblenden und dadurch aussagekräftige Signale darüber liefern, wo sich die Gesamtinflation auf mittlere Sicht einpendeln wird. Idealerweise stützen sich solche Messgrößen auf ein solides Theoriefundament, sind volkswirtschaftlich deutbar und leicht an die Öffentlichkeit zu vermitteln.

Die in Praxis und Theorie verwendeten Definitionen der zugrunde liegenden Inflation unterscheiden sich voneinander, sodass eine klare Abgrenzung geboten erscheint. Gelegentlich wird die zugrunde liegende Inflation begrifflich mit der Kerninflation und der Trendinflation gleichgesetzt. In ihrer wirtschaftlichen Analyse unterscheidet die EZB die zugrunde liegende Inflation inhaltlich jedoch anhand des Zeithorizonts des Abklingens von Schocks von der Trendinflation. Konzeptionell spiegelt die zugrunde liegende Inflation die mittelfristige Teuerungsentwicklung im Zusammenhang mit dem Konjunkturzyklus wider, während die Trendinflation dauerhaftere – längerfristige, mit strukturellen Faktoren zusammenhängende – Komponenten erfasst. Die Kerninflation wird nach dem Verständnis der EZB durch den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und Nahrungsmittel erfasst. Da die Kerninflation die volatilen Energie- und Nahrungsmittelkomponenten, die häufig vorübergehenden Schocks ausgesetzt sind, ausschließt, wird sie auch als eine spezifische Messgröße der zugrundeliegenden Inflation erachtet.

Die zugrunde liegende Inflation an sich lässt sich nicht beobachten. Gegen diese intrinsische Unsicherheit sichert sich die EZB ab, indem sie auf eine

¹ Siehe P. R. Lane, [Underlying Inflation](#), Vortrag am Trinity College Dublin, 6. März 2023; C. Lagarde, [Erklärung zur Geldpolitik](#), 4. Mai 2023. Eine Einführung in die Analyse der zugrunde liegenden Inflation findet sich in: EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018, Juni 2018. Die Bedeutung der zugrunde liegenden Inflation in der geldpolitischen Entscheidungsfindung der EZB wurde 2021 bei der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie hervorgehoben.

ganze Reihe von Messgrößen zurückgreift.² Bei der zugrunde liegenden Inflation handelt es sich um ein theoretisches Konzept, weshalb sie geschätzt werden muss. Die geschätzten Messgrößen zielen alle darauf ab, die eher transitorische Komponente der Inflation herauszufiltern. Die angewendeten Schätzverfahren lassen sich grob drei Kategorien zuordnen: Auf permanentem Ausschluss basierende Messgrößen klammern bestimmte fixe Komponenten aus, die in der Regel volatiler sind (z. B. Energie oder Nahrungsmittel). Auf temporärem Ausschluss basierende Messgrößen eliminieren auf einer zeitvariablen Basis Komponenten, die in ganz bestimmten Monaten schwankungsanfälliger sind. Modellbasierte Messgrößen stützen sich auf ökonomische Zusammenhänge, um die persistente Komponente der Inflation theoretisch strenger zu erfassen. Alle drei Ansätze fließen in die umfassende Beurteilung der Inflation durch die EZB ein. Tabelle A präsentiert einige der wesentlichen Messgrößen, die von der EZB beobachtet werden. Sie werden im Folgenden einer Evaluierung unterzogen.³ Diese Indikatoren werden regelmäßig überprüft und aktualisiert.

² Die hier betrachteten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation stützen sich auf (disaggregierte) HVPI-Daten. Eine regelmäßige Beurteilung erfolgt jedoch auch für eine Vielzahl an zusätzlichen Variablen, die über den mittelfristigen Preisdruck Aufschluss geben. Dazu zählen Lohn-, Gewinn- und Inflationserwartungsindikatoren sowie Hochfrequenzindikatoren wie etwa die Kennzahlen und Umfragen zur Lohnentwicklung.

³ Weitere Einzelheiten finden sich in: [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), a. a. O.; P. R. Lane, [Inflation Diagnostics](#), Der EZB-Blog, 25. November 2022.

Tabelle A

Wichtigste Indikatoren der EZB für die zugrunde liegende Inflation und ihre Definitionen

Schätzverfahren	Messgröße	Definition
Auf permanentem Ausschluss basierende Messgrößen	HVPI ohne Energie	Alle HVPI-Komponenten außer Energie
	HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel	Alle HVPI-Komponenten außer Energie und unverarbeiteten Nahrungsmitteln (verarbeitete Nahrungsmittel sind enthalten)
	HVPIX (Kern-HVPI)	HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel
	HVPIXX	HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Luftreiseverkehr, Bekleidung und Schuhe
Auf temporärem Ausschluss basierende Messgrößen	Inländische Inflation	HVPIX-Komponenten mit einer Importintensität von maximal 18 % ¹
	Getrimmter Mittelwert	HVPI unter Ausschluss der Komponenten, die im betreffenden Monat die höchsten und niedrigsten Jahresänderungsraten aufweisen (10 % bzw. 30 % des Gewichts des HVPI an den Rändern der gewichteten Verteilung)
	Gewichteter Median	Die Komponente liegt jeden Monat in der Mitte der gewichteten Verteilung
Modellbasierte Messgrößen	Persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), PCCI ohne Energie	Gemeinsame und persistente Komponente aller HVPI-Positionen aus zwölf Euro-Ländern (rund 1 000 Zeitreihen), abgeleitet aus einem dynamischen Faktormodell. Für die PCCI ohne Energie werden nur die gemeinsamen Komponenten der Nicht-Energie-Positionen aggregiert. ²
	Supercore	Aggregat der auf wirtschaftliche Unterauslastung reagierenden HVPIX-Komponenten, gemessen an ihrer Prognosegüte in einer formreduzierten Phillips-Kurve unter Verwendung der Produktionslücke ³

Quelle: EZB.

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

2) Die PCCI erfasst die gemeinsamen und persistenten Komponenten der Europäischen Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (ECOICOP) auf der vierstelligen Gliederungsebene der HVPI-Komponenten aus zwölf Euro-Ländern (rund 1 000 Zeitreihen); für die PCCI ohne Energie werden nur die gemeinsamen Komponenten von Nicht-Energie-Positionen aggregiert. Mithilfe eines dynamischen Faktormodells werden idiosynkratische und vorübergehende Entwicklungen einzelner HVPI-Positionen herausgefiltert und die daraus resultierenden gemeinsamen Komponenten basierend auf HVPI-Gewichten aggregiert. Siehe M. Bańbura und E. Bobeica, [PCCI – a data-rich measure of underlying Inflation in the euro area](#), Statistics Paper Series der EZB, Nr. 38, 2020.

3) Siehe Kasten 2, Die als „Supercore“ bezeichnete Messgröße der zugrunde liegenden Inflation, in: EZB, [Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Euro-Währungsgebiet](#), a. a. O.

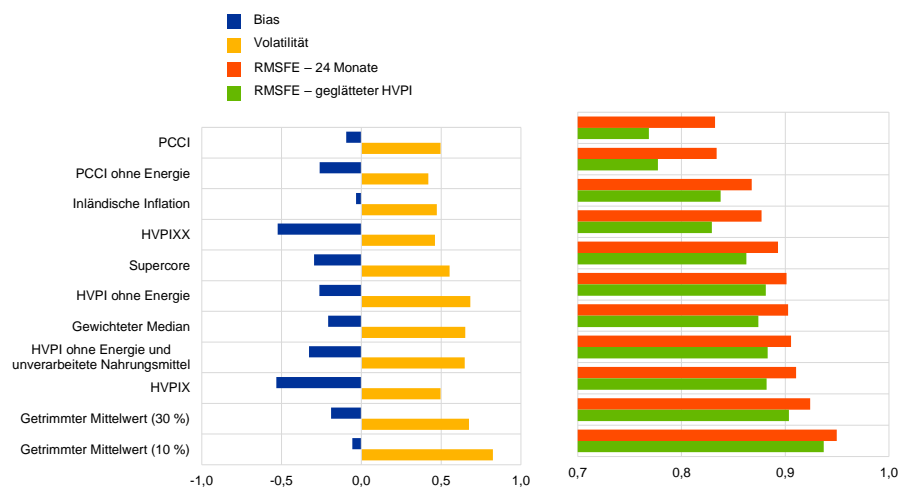
Empirisch betrachtet liefern die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nützliche Signale in Bezug auf die mittelfristige Entwicklung der Gesamtinflation im Euroraum. Die erwünschten Eigenschaften dieser Messgrößen werden in der Regel anhand einer Reihe statistischer Kriterien beurteilt. Dabei wird geprüft, ob sie weniger volatil sind als die Gesamtinflation, eine unverzerrte Schätzung der Gesamtinflation (ohne Bias) ermöglichen und zumindest teilweise Out-of-Sample-Prognosen der mittelfristigen Inflation liefern können.⁴ Alle hier betrachteten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind weniger volatil als die Gesamtinflation, da sie das Rauschen, welches die Gesamtinflationsrate beeinflusst, bis zu einem bestimmten Grad eliminieren (siehe die gelben Balken in Abbildung A). Der Großteil der Messgrößen weist einen niedrigeren langfristigen Durchschnitt auf als die Gesamtinflation, enthält also einen gewissen Bias (siehe die blauen Balken in Abbildung A). Dies liegt daran, dass volatile Inflationskomponenten wie Energie und Nahrungsmittel während des Zeitraums, der durch die für den Euroraum verfügbaren Stichproben abgebildet wird, überwiegend Aufwärtsschocks ausgesetzt waren und schneller gestiegen sind als die übrigen Komponenten.

⁴ Tendenzuell läuft die Gesamtinflation den meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation (einschließlich der Kerninflation) voraus, da sie Energiepreisschocks direkter erfasst als die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation, bei denen sich bedingt durch indirekte Effekte eine Verzögerung ergibt. Dennoch können die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation Anhaltspunkte dafür liefern, auf welchem Niveau sich die Inflation mittelfristig einpendeln wird.

Gegenwärtig wird die mittelfristige Entwicklung der künftigen Gesamtinflation von den aktuellen Werten der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im Durchschnitt besser prognostiziert als von den aktuellen Gesamtinflationen selbst.⁵ Dies zeigt ein Vergleich der Wurzel des mittleren quadrierten Prognosefehlers (RMSFE) der Messgrößen für die künftige Inflation in 24 Monaten mit der RMSFE der Gesamtinflation (siehe die roten Balken in Abbildung A). Dasselbe lässt sich für die Prognosen einer stärker geglätteten Version der Gesamtinflation beobachten, die hier näherungsweise anhand eines zentrierten gleitenden Zweijahresdurchschnitts bestimmt wird (siehe die grünen Balken in Abbildung A).⁶ Einige Messgrößen schneiden tendenziell bei allen Kriterien gut ab: die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die inländische Inflation und der HVPIXX. Sie weisen die geringste Volatilität und die niedrigste RMSFE auf.⁷

Abbildung A
Eigenschaften der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation

(Bias: in Prozentpunkten; Volatilität: Standardabweichung; RMSFE: keine Einheiten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Bias entspricht der durchschnittlichen Differenz gegenüber der Gesamtinflation für den gleichen Zeitraum. Die Volatilität ist die Standardabweichung einer Messgröße dividiert durch die Standardabweichung der Gesamtinflation. „RMSFE – 24 Monate“ und „RMSFE – geglätteter HVPI“ bezeichnen die Wurzel des mittleren quadrierten Prognosefehlers der Messgröße für die Gesamtinflation in 24 Monaten und der Messgröße für den zentrierten gleitenden Zweijahresdurchschnitt der Inflation, jeweils bezogen auf Daten für die nächsten zwei Jahre und dividiert durch die RMSFE der Gesamtinflation. Ein Wert geringer als eins bedeutet, dass die Messgröße eine bessere Prognose liefert als die Gesamtinflation. Die Stichprobe umfasst den Zeitraum von April 2001 bis Juni 2023. Zu den Definitionen der Messgrößen siehe Tabelle A.

Die relative Prognosegüte der unterschiedlichen Messgrößen schwankt im Zeitverlauf, wobei die PCCI, die inländische Inflation und der HVPIXX

⁵ Dies entspricht einer Random-Walk-Prognose, d. h., die Prognose stimmt mit dem aktuellen Wert überein.

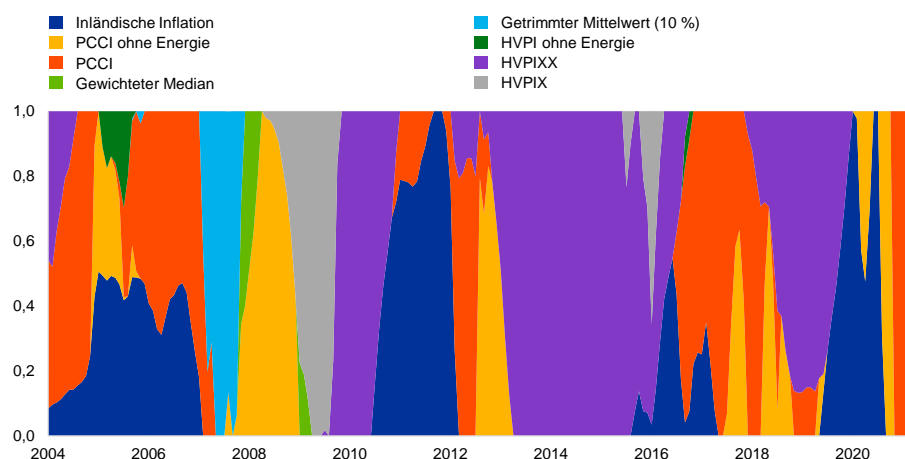
⁶ Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation wurden zuletzt 2021 im Rahmen der Überprüfung der geldpolitischen Strategie evaluiert. Siehe hierzu Work stream on inflation measurement, [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 265, 2021.

⁷ Datenrevisionen werden bei der Analyse nicht berücksichtigt. Zu beachten ist dies insbesondere in Bezug auf die PCCI-Messgröße. Sie ist modellbasiert und wird daher überarbeitet, sobald neue Daten verfügbar sind und die Modellparameter neu geschätzt werden. Die Schätzungen für die Entwicklungsrichtung sind jedoch im Allgemeinen robust. Unter Echtzeitbedingungen verschlechtert sich die Prognosegüte der PCCI, doch hält sie weiterhin einem Vergleich mit anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation stand.

tendenziell besser abschneiden. Bestätigt wird dies durch die Verwendung eines Prognosekombinationsalgorithmus, der die RMSFE der Prognosen für die nächsten zwei Jahre minimieren soll: Der Algorithmus wählt im Zeitverlauf tendenziell eine oder mehrere dieser Messgrößen aus (Abbildung B). Demgegenüber sind bestimmte auf permanentem Ausschluss basierende Indikatoren sowie getrimmte Indikatoren in der optimalen Prognosekombination durchweg nicht vertreten. Offenbar liefern ihre Signale keinen Nutzwert, der über den der anderen Messgrößen hinausgeht. Interessanterweise weist der HICPXX zwar eine gute RMSFE auf, dafür aber auch einen recht hohen negativen Bias (siehe Abbildung A).

Abbildung B
Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation in einer optimalen Prognosekombination

(Gewichtung zur Minimierung der RMSFE für die nächsten 24 Monate über einen rollierenden Dreijahreszeitraum)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Optimale Gewichte für die Kombination der elf in Tabelle A beschriebenen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation zur Prognose der Gesamtinflation in 24 Monaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2021 (entsprechend der Prognose für den HVPI vom Juni 2023).

Infolge der erheblichen wirtschaftlichen Verwerfungen der letzten Zeit weisen die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nun ausgeprägte und womöglich langsamer abklingende transitorische Merkmale auf. Somit wird die mittelfristige Aussagekraft der Indikatoren beeinträchtigt. Der Inflationsschub seit Mitte 2021 ist auf die außergewöhnlichen relativen Preisschocks zurückzuführen, die durch die wirtschaftliche Erholung nach der Pandemie, die resultierenden Lieferengpässe und den – auch mit dem Krieg Russlands gegen die Ukraine zusammenhängenden – Anstieg der Energiepreise verursacht wurden. Die Schocks sind größer als in der Vergangenheit und haben möglicherweise auch langwierigere Auswirkungen. Somit könnten die Standardmessgrößen der zugrunde liegenden Inflation ein nicht unerhebliches „reversibles“ Element beinhalten, das sich in der mittleren Frist zurückentwickeln dürfte.⁸ Eine Möglichkeit, der Wirkung dieser außergewöhnlichen Schocks Rechnung zu tragen, bieten Modelle, mit denen der Effekt auf die Inflation in den letzten Jahren beurteilt wird. Abbildung C zeigt eine kontrafaktische Bandbreite der Messgrößen für die zugrunde liegende Inflation, die auf einem solchen Modell beruht, wobei Energiepreisschocks (Ölangebot,

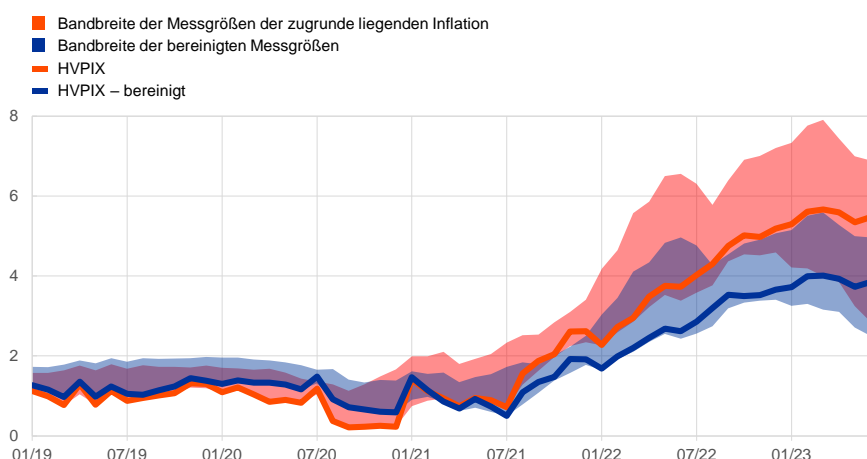
⁸ Siehe P. R. Lane, [Underlying Inflation](#), a. a. O.

ölspezifische Nachfrage und Gaspreisanstieg) sowie Schocks aufgrund von globalen Lieferkettenstörungen weitestmöglich herausgefiltert werden.⁹ Durch dieses indikative Herausfiltern der Energie- und Lieferengpässe verschiebt sich die Bandbreite nach unten und wird kleiner. Demzufolge haben die Schocks einen beträchtlichen Einfluss auf die aktuellen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation. Die Bandbreite würde sich noch weiter nach unten verlagern, würden andere vorübergehende Schocks – beispielsweise die Folgen des Wiederhochfahrens der Wirtschaft und die für einen erheblichen Teil des jüngsten Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln verantwortlichen Schocks – herausgefiltert oder mögliche nichtlineare Effekte berücksichtigt. Umgekehrt käme es zu einer Aufwärtsverschiebung der Messgrößenbandbreite, wenn ein Teil der Energie- und Lieferengpässe zusätzlich für mittelfristigen Inflationsdruck sorgen würde.

Abbildung C

Bandbreite der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation und der um die Auswirkungen von Lieferengpass- und Energiepreisschocks bereinigten Messgrößen

(Jahreswachstum in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Bereinigungsverfahren basiert auf M. Bańbura, E. Bobeica und C. Martínez Hernández, What Drives Core Inflation? The role of supply shocks (im Erscheinen). Anhand eines umfangreichen BVAR-Modells wird eine Vielzahl von Inflationstreibern (17 Variablen) berücksichtigt, die mit Null- und Vorzeichenrestriktionen identifiziert und für den Zeitraum von Januar 1995 bis Juni 2023 geschätzt wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2023.

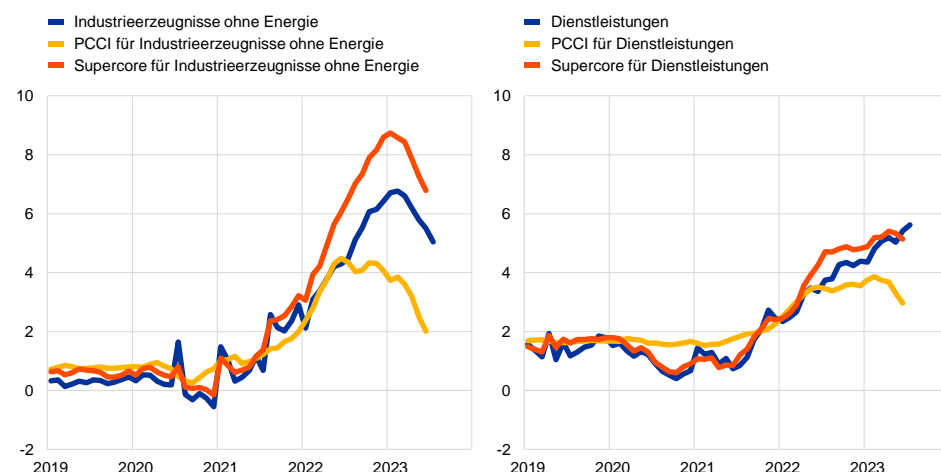
Binnenwirtschaftliche Inflationskräfte rücken stärker in den Vordergrund, während sich der außenwirtschaftliche Druck weitgehend abschwächt. Eine Unterscheidung zwischen Preissteigerungen bei Dienstleistungen und bei Waren kann dazu beitragen, die persistente Komponente der Inflation, insbesondere im

⁹ Unter Verwendung eines umfangreichen bayesianischen vektorautoregressiven Modells (BVAR-Modell) mit Null- und Vorzeichenrestriktionen werden die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gemäß der Methodik von Korobilis in die Beiträge unterschiedlicher Schocks zerlegt und für den Zeitraum Januar 1995 bis Juni 2023 geschätzt. Siehe D. Korobilis, [A new algorithm for structural restrictions in Bayesian vector autoregressions](#), European Economic Review, Bd. 148, 2022; M. Bańbura, E. Bobeica und C. Martínez Hernández, What drives core inflation? The role of supply shocks (im Erscheinen). Für den Schock des Ölangebots, der ölspezifischen Nachfrage, des Gaspreisanstiegs und der Lieferengpässe wird im kontrafaktischen Szenario ein Beitrag von null angesetzt. In der aktuellen Lage ergibt sich dahingehend eine Einschränkung, dass die Wirkung dieser Schocks auch eine dauerhafte Komponente umfassen könnte, die möglicherweise ebenfalls über den mittelfristigen Zeitraum hinweg Bestand hat. Die kontrafaktische Bandbreite enthält nur diejenigen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation, für die ein saisonbereinigter Index verfügbar ist; getrimmte Mittelwerte werden nicht berücksichtigt.

Gefolge der Pandemie, zu erfassen. Stärker von Lieferengpässen betroffen waren Waren: Sie verzeichneten während der Pandemie eine vergleichsweise höhere Nachfrage. Infolgedessen trugen die Industrieerzeugnisse ohne Energie, die vor der Pandemie rund 20 % der HVPIX-Inflation ausmachten, Anfang 2023 etwa die Hälfte zu diesem Index bei. Nun, da die Lieferengpässe und der pandemiebedingte Nachfrageschub nach Waren nachlassen, ist die Wahrscheinlichkeit geringer, dass die Preissteigerungen bei Waren anhalten. Demgegenüber könnte die Persistenz der Gesamtinflation maßgeblich durch die Dynamik des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen bestimmt werden.¹⁰ Die PCCI und der Supercore-Indikator, die für Industrieerzeugnisse ohne Energie und für Dienstleistungen separat ermittelt werden, bestätigen auch, dass die jüngste Abschwächung der Kerninflation in erster Linie von den Industrieerzeugnissen ohne Energie und nicht von den Dienstleistungen getragen wird. Allerdings scheint die PCCI, die von ihrem Aufbau her die Dynamik einer Zeitreihe besser erfasst, nun auch bei den Dienstleistungen einen Rückgang zu verzeichnen (siehe Abbildung D).

Abbildung D
Inflation bei Waren und Dienstleistungen

(Jahreswachstum in %; PCCI: gleitender Dreimonatsdurchschnitt der annualisierten Wachstumsraten gegenüber dem Vormonat)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2023 (PCCI und Supercore-Indikator) bzw. Juli 2023 (Inflation bei Industrieerzeugnissen ohne Energie und bei Dienstleistungen).

Die zugrunde liegende Inflation bleibt insgesamt hoch, auch wenn bei den meisten Messgrößen Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen sind. Die Indikatoren lagen im Juni zwischen 2,9 % (PCCI) und 6,9 % (HVPI ohne Energie). Die Messgrößen, die anhand der Kriterien, die Hinweise auf die mittelfristige Entwicklung der Gesamtinflation liefern (PCCI, HVPIXX und inländische Inflation), gut abgeschnitten haben, liegen in der unteren Hälfte der Bandbreite (siehe den dunkler schattierten Bereich in Abbildung E). Der Median und der Mittelwert der

¹⁰ Auch andere große Zentralbanken haben sich zuletzt auf die Teuerung bei Dienstleistungen konzentriert. In den Vereinigten Staaten wird die Kategorie „Dienstleistungen“ weiter aufgeschlüsselt nach „Wohnungsdienstleistungen“ und „Kernleistungen ohne Wohnungsdienstleistungen“. Letztere könnte sich als die wichtigste Kategorie erweisen, um die künftige Entwicklung der Kerninflation zu verstehen. Siehe J. H. Powell, *Inflation and the Labor Market*, Rede beim Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Brookings Institution, Washington, D.C., 30. November 2022.

Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten darauf hin, dass die zugrunde liegende Inflation in der ersten Jahreshälfte 2023 ihren Höchststand erreicht haben dürfte, insbesondere wenn man den aufwärtsgerichteten Basiseffekt, der durch die Einführung des 9-Euro-Tickets in Deutschland im Juni 2022 bedingt war, außer Acht lässt.¹¹ Auch die Schätzungen der bereinigten Indikatoren, die sich im Juni in einer Bandbreite von 2,5 % bis 5,0 % bewegten, weisen gewisse Anzeichen einer Abschwächung auf. Allerdings ist die Bandbreite der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor deutlich größer als vor dem Jahr 2022. Dies lässt darauf schließen, dass in Bezug auf das Niveau der zugrunde liegenden Inflation weiterhin ein hohes Maß an Unsicherheit besteht. Gleichzeitig geht die Abschwächung der zugrunde liegenden Inflation mit einer anhaltenden Verschiebung der inflationären Kräfte von außen- zu binnenwirtschaftlichen Faktoren einher. Dies spiegelt sich vor allem in der divergierenden Dynamik der PCCI und des Indikators der inländischen Inflation wider: Während sich Erstere unter anderem aufgrund ihrer Sensitivität gegenüber dem raschen Rückgang der Energiepreise rapide abschwächt, weist Letzterer noch keine Anzeichen einer Abschwächung auf.¹²

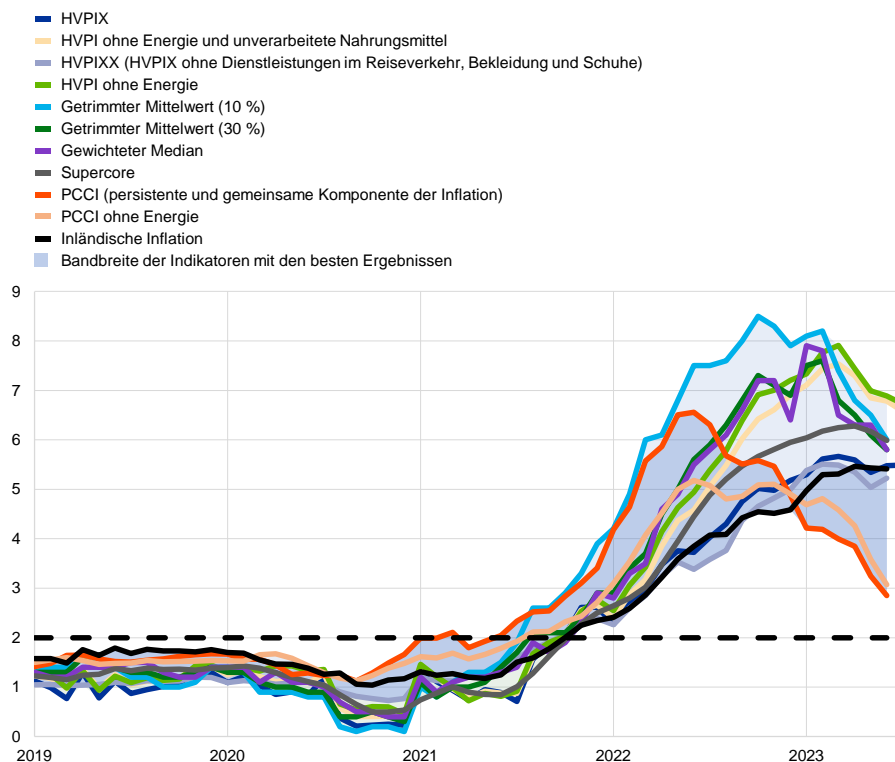
¹¹ Im Zeitraum von Juni bis September 2022 übte dies einen Abwärtsdruck auf die Preise für Reisedienstleistungen aus und erhöhte im Juni 2023 die Jahreswachstumsrate dieser Positionen. Mehrere Messgrößen, insbesondere jene am oberen Ende der Bandbreite und die auf permanentem Ausschluss basierenden Messgrößen, werden durch diesen Basiseffekt verzerrt.

¹² Im Gegensatz zu den meisten anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation schließt die PCCI Energie nicht von vornherein aus, sondern lediglich deren geschätzte transitorische Komponente. Die PCCI-Messgrößen werden auf der Grundlage der zeitnäheren monatlichen Preisänderungsrate geschätzt, während die anderen Messgrößen als Jahreswachstumsraten ausgedrückt werden und tendenziell eine gewisse Verzögerung aufweisen. Aufgrund dieser Aktualität ist die PCCI besser geeignet, die Dynamik des Inflationsdrucks zu erfassen.

Abbildung E

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation und Indikatoren mit den besten Ergebnissen

(Jahreswachstum in %; PCCI und PCCI ohne Energie: gleitender Dreimonatsdurchschnitt der annualisierten Wachstumsraten gegenüber dem Vormonat)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der dunkler schattierte Bereich umfasst die PCCI-Messgrößen, den HVPIXX und die inländische Inflation. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2023 (HVPIX, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel und HVPI ohne Energie) bzw. Juni 2023 (übrige Indikatoren).

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation werden mit jeder HVPI-Veröffentlichung aktualisiert, und die Entwicklung muss regelmäßig unter Berücksichtigung der Inflationsaussichten sorgfältig beurteilt werden. Neben der zugrunde liegenden Inflation und den Indikatoren der geldpolitischen Transmission können neue Daten – auch in Form von Projektionsfehlern und Sonderfaktoren wie z. B. Basiseffekten – wertvolle Informationen über die Risiken für die Inflation auf mittlere Sicht liefern. In diesem Zusammenhang bestätigt der zusätzliche Datenpunkt der Schnellschätzung für die HVPI-Inflation im Juli die Beurteilung hinsichtlich der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation (siehe Abbildung E). Demnach blieb der HVPIX mit 5,5 % weitgehend unverändert und war nicht rückläufig, was angesichts der oben genannten verzerrenden Basiseffekte zu erwarten war.

Die kontinuierliche Überwachung der zugrunde liegenden Inflation kann zur Beurteilung beitragen, ob die jeweils aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems bzw. der EZB der Realität entsprechen, insbesondere in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit. In der aktuellen Situation stehen die größtenteils stabilen oder von einem hohen Ausgangsniveau aus sinkenden Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

weitgehend im Einklang mit dem Inflationsausblick der jüngsten von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen. Der disinflationäre Pfad in diesen Projektionen bewegt sich im Gleichklang mit dem Abklingen der reversiblen Komponente, die mit dem Energiepreisanstieg und den pandemiebedingten Lieferengpässen vom vergangenen Jahr im Zusammenhang steht und zum starken Anstieg der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation beigetragen hatte. Die Unterschiede zwischen den einzelnen Inflationsmessgrößen stimmen auch mit der Einschätzung in den Juni-Projektionen überein. Demnach sollten die außenwirtschaftlichen Inflationstreiber an Kraft verlieren, während die Dynamik der binnenwirtschaftlichen Inflationskomponenten die Gesamtpersistenz des Inflationsprozesses bestimmen dürfte. Diese Einschätzung unterstreicht, wie wichtig es ist, die Überwachung der Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation um eine genaue Beobachtung der Faktoren, die den binnenwirtschaftlichen Preisdruck auf mittlere Sicht bestimmen dürften, zu ergänzen. Das gilt insbesondere für die neu eingehenden Daten zu den Löhnen, Gewinnen und Inflationserwartungen.

Veränderung der Anlegerbasis bei Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum und Auswirkungen auf die Marktpreise

Taneli Mäkinen und Lia Vaz Cruz

Der Markt für Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum ist in den vergangenen zehn Jahren deutlich gewachsen. Grund hierfür war die hohe Nachfrage im privaten wie im öffentlichen Sektor, auf die mit entsprechenden Emissionen reagiert wurde. Besonders ausgeprägt war diese Entwicklung nach der Einführung des EZB-Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) im Jahr 2016.¹ Das Volumen im Umlauf befindlicher CSPP-fähiger Anleihen verdoppelte sich von 2016 bis 2022 auf insgesamt 1,5 Billionen €, was durch die anhaltend positiven Nettoemissionen bedingt war. Ohne die Bestände des Eurosystems nahm das Volumen um etwa 50 % auf 1,1 Billionen € im Jahr 2022 zu.² Trotz des erheblichen Wachstums in diesem Segment haben sich die Swapsreads der ankauffähigen Anleihen im genannten Zeitraum tendenziell nicht erhöht. Das lässt darauf schließen, dass den Neuemissionen eine rege Nachfrage gegenüberstand (siehe Abbildung A).³ Zwar stieg die Nachfrage nach CSPP-fähigen Wertpapieren in allen Anlegergruppen des privaten Sektors, aber die dort gehaltenen Bestände wuchsen unterschiedlich schnell. Dies impliziert, dass sich die relativen Anteile der Anlegergruppen an den Beständen von 2016 bis 2022 geändert haben. An dieser Heterogenität zeigt sich, wie Anleger des privaten Sektors Angebotserhöhungen absorbieren.⁴

¹ Zum Wachstum der CSPP-fähigen Anleihen und ihrer Ankauffähigkeit siehe EZB, [Die Auswirkungen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors auf die Märkte für Unternehmensanleihen und auf die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2018, Mai 2018.

² Die Analyse beschränkt sich auf CSPP-fähige Anleihen, weil so die Nachfrage des privaten und jene des öffentlichen Sektors getrennt voneinander betrachtet werden können. CSPP-fähige Wertpapiere umfassen auch Anleihen von Finanzinstituten außerhalb des Bankensektors, bestehen aber hauptsächlich aus Investment-Grade-Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Sie sind daher eine gute Näherungsgröße für den Markt für Unternehmensanleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum.

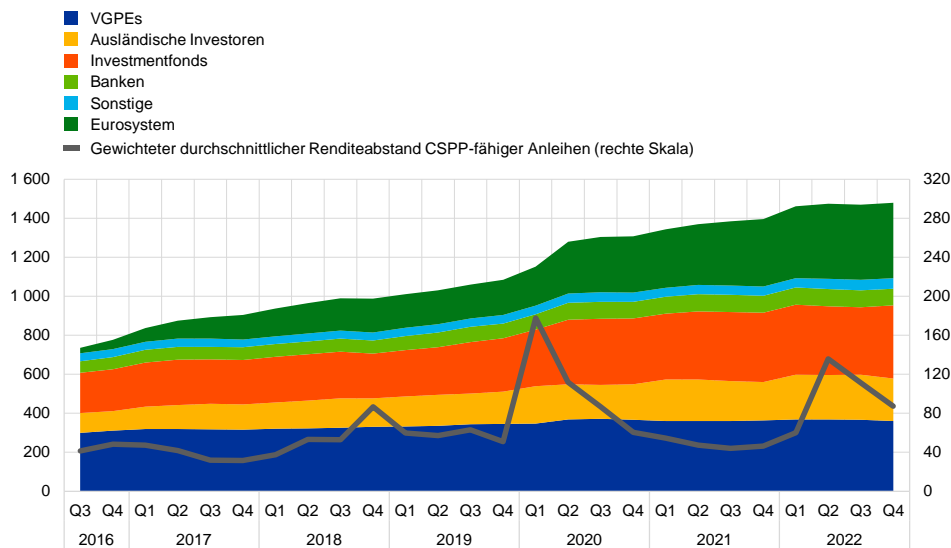
³ Zwar hat sich der durchschnittliche Anteil der Anleihen bei Fremdfinanzierungen im Laufe der Zeit erhöht, dennoch bleibt für Unternehmen im Euroraum die Kreditfinanzierung das Mittel der Wahl. Ein Grund für den Rückgang der relativen Bedeutung von Krediten in der Kapitalstruktur ist, dass sich die Finanzierung über Schuldverschreibungen im Vergleich zu Bankkrediten verbilligt hat. Dies lässt sich teilweise auf die Einführung des CSPP zurückführen. Siehe hierzu auch Work stream on non-bank financial intermediation, [Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 270, 2021.

⁴ Ergänzende Analysen zu den Beständen des Eurosystems an Unternehmensanleihen und ihren Auswirkungen auf den Markt finden sich in: A. Zaghini, [The CSPP at work: Yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel](#), *Journal of Corporate Finance*, Bd. 56, 2019, S. 282-297; K. Todorov, [Quantify the quantitative easing: Impact on bonds and corporate debt issuance](#), *Journal of Financial Economics*, Bd. 135, 2020, S. 340-358; Ó. Arce, S. Mayordomo und R. Gimeno, [Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE](#), *Review of Finance*, Bd. 25, 2021, S. 43-84; A. Zaghini und R. A. De Santis, [Unconventional monetary policy and corporate bond issuance](#), *European Economic Review*, Bd. 135, 2021.

Abbildung A

Bestand an CSPP-fähigen Wertpapieren nach Sektoren

(linke Skala: in Mrd. €; rechte Skala: in Basispunkten)



Quellen: EZB, Intercontinental Exchange und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Eurosystem“ bezieht sich auf die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) gehaltenen Bestände an CSPP-fähigen Wertpapieren. Der Renditeabstand beruht auf dem optionsadjustierten Swapsread CSPP-fähiger Anleihen, gewichtet mit dem Nennwert der Anleihen.

Die Verteilung CSPP-fähiger Anleihen im privaten Sektor veränderte sich ab 2016 deutlich, wobei der relative Anteil von Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen (VGPEs) zurückging.

Im Jahr 2016 hielten VGPEs mit einem Marktanteil von 41 % den größten Bestand an CSPP-fähigen Anleihen (siehe Abbildung B). Danach sank ihr Marktanteil bis zum Jahresende 2022 kontinuierlich auf 24 %.⁵ Dieser Rückgang ist nicht nur dem gestiegenen CSPP-Bestand des Eurosystems geschuldet, sondern auch dem Umstand, dass Investmentfonds und ausländische Investoren ihre Bestände schneller aufgestockt haben als die VGPEs.⁶ Infolgedessen nahm der Konzentrationsgrad der Anlegerbasis im privaten Sektor ab. Die Bestände der Investmentfonds waren zuletzt größer als die Bestände der VGPEs.

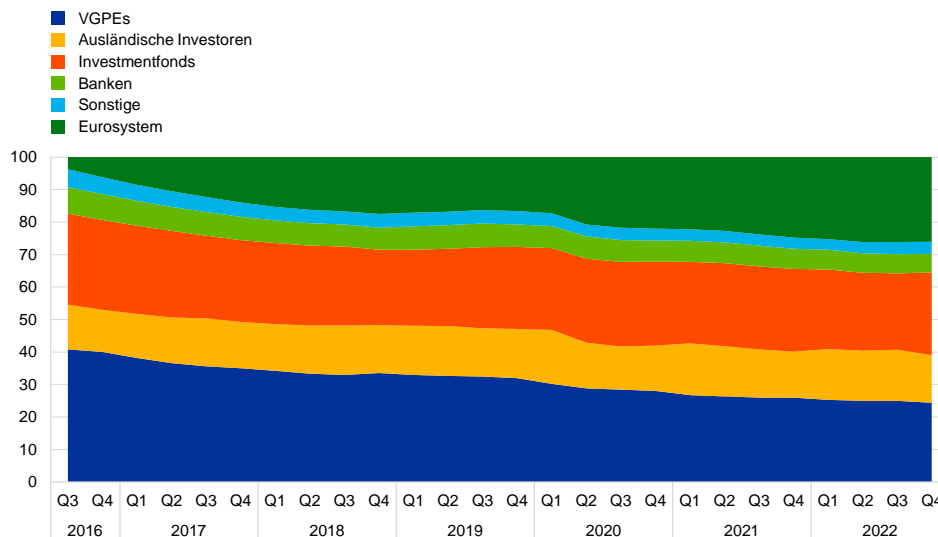
⁵ Ohne die Bestände des Eurosystems sank der Marktanteil der VGPEs von 43 % im Jahr 2016 auf 33 % im Jahr 2022.

⁶ Die Bestände der VGPEs erhöhten sich unter anderem deshalb weniger stark, weil ihr verwaltetes Vermögen in diesem Zeitraum nicht so deutlich wuchs wie das anderer großer Anlegergruppen.

Abbildung B

Verteilung des Bestands an CSPP-fähigen Wertpapieren nach Sektoren

(in %)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die Bestände der einzelnen institutionellen Sektoren als prozentualer Anteil am Gesamtbestand.

Die Veränderungen in der Verteilung der Anleihebestände führen dazu, dass die Nachfrage des privaten Sektors nach Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum bei geringem Marktstress verstärkt auf eine Ausweitung der Renditeabstände reagiert. Bei der Gesamtnachfrage des privaten Sektors, die sich aus der aggregierten Nachfrage der jeweiligen Anlegergruppen nach Gewichtung ihrer Bestände ergibt, lässt sich eine positive Reaktion auf eine zeitgleiche Ausweitung der Renditeabstände von Anleihen feststellen. Diese Gesamtreaktion verschleiert jedoch Unterschiede zwischen den Anlegergruppen: Während VGPEs Schätzungen zufolge⁷ in Bezug auf die Renditeabstände eine negative Elastizität der Nachfrage nach Unternehmensanleihen aufweisen (d. h., bei sich ausweitenden Spreads verringern sie ihre Bestände an CSPP-fähigen Wertpapieren), stocken Investmentfonds, ausländische Investoren und Banken bei einer Spreadausweitung ihre CSPP-fähigen Bestände tendenziell auf (siehe Abbildung C, Grafik a).⁸ Daher führt ein geringerer Marktanteil der VGPEs zu einer insgesamt positiveren Nachfrageelastizität in Bezug auf die Renditeabstände. Diese empirischen

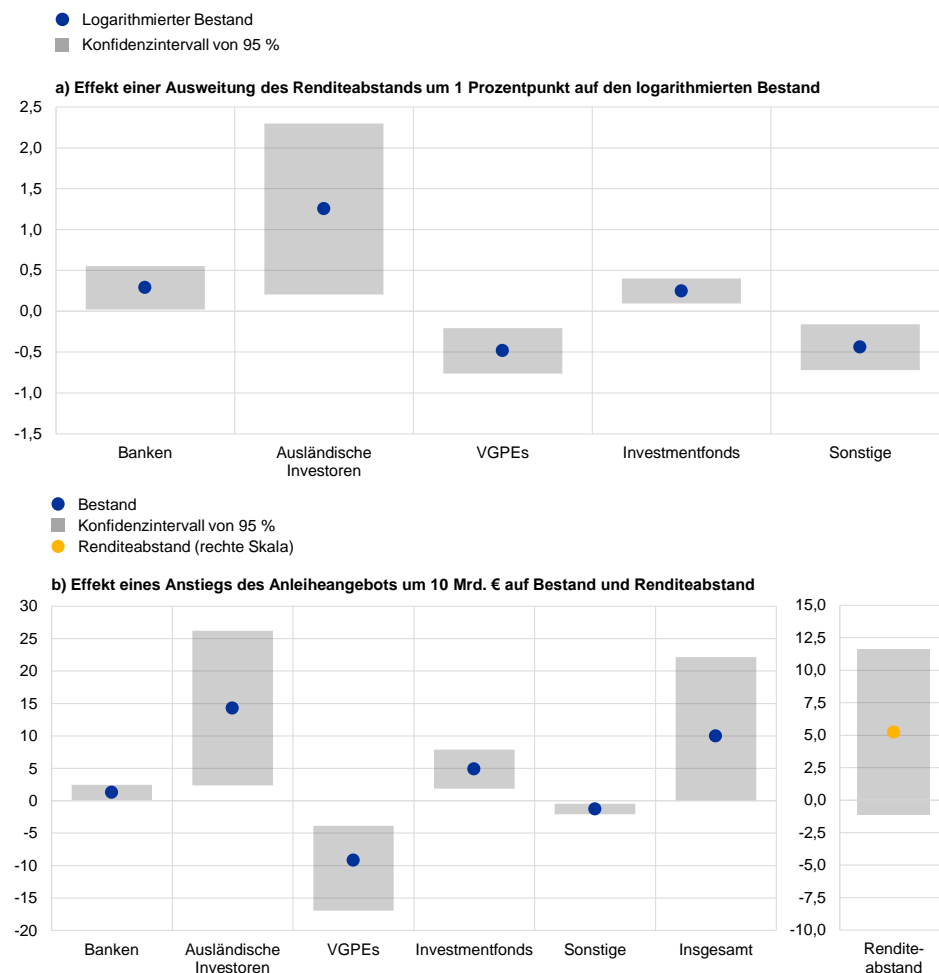
⁷ Die Schätzung der Nachfrage der jeweiligen Anlegergruppen nach Unternehmensanleihen erfolgt nach dem Ansatz in: R. S. J. Koijen und M. Yogo, A Demand System Approach to Asset Pricing, *Journal of Political Economy*, Bd. 127, Nr. 4, 2019, S. 1475-1515. Um einen möglichen Einfluss des CSPP auf die Nachfrageelastizität der jeweiligen Anlegergruppe zu begrenzen, blieben Quartale mit besonders hohen Ankäufen des Eurosystems im Stichprobenzeitraum unberücksichtigt. Entsprechende Nachweise zur Nachfrageelastizität im privaten Sektor finden sich in: EZB, [The Eurosystem's asset purchase programme, risk-taking and portfolio rebalancing](#), Financial Stability Review, Mai 2019.

⁸ Andere Anleger des privaten Sektors im Euroraum als Banken, Investmentfonds und VGPEs schwächen die positive Reaktion zwar ebenfalls ab, aber nur geringfügig, da ihre Bestände an CSPP-fähigen Anleihen relativ klein sind. Die negative Nachfrageelastizität dieser Anlegergruppe gegenüber Renditeabständen ist vollständig auf das Verhalten der privaten Haushalte zurückzuführen. Entsprechende Nachweise zur Nachfrage der Privathaushalte nach Vermögenswerten finden sich in: X. Gabaix, R. S. J. Koijen, F. Mainardi, S. S. Oh und M. Yogo, [Asset Demand of U.S. Households](#), mimeo, 2022.

Relationen könnten jedoch auch dem von Niedrigzinsen geprägten Stichprobenzeitraum geschuldet sein und sich zukünftig ändern.⁹

Abbildung C Nachfrage des privaten Sektors nach CSPP-fähigen Wertpapieren

(Grafik a: logarithmiert in Mrd. €; Grafik b: linke Skala: in Mrd. €; rechte Skala: in Basispunkten)



Quellen: EZB, Intercontinental Exchange und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die geschätzten Effekte eines Anstiegs des Renditeabstands CSPP-fähiger Anleihen um 1 Prozentpunkt auf den logarithmierten Bestand des jeweiligen Sektors. Grafik b zeigt den Effekt einer unerwarteten Erhöhung des Angebots an CSPP-fähigen Anleihen um 10 Mrd. € auf den Bestand des jeweiligen Sektors und den Gesamtbestand des privaten Sektors (jeweils in Mrd. €) sowie auf den Gleichgewichtsspread (in Basispunkten). Die Effekte werden anhand von Instrumentenvariablen für die Zeiträume vom zweiten Quartal 2017 bis zum dritten Quartal 2019 und vom ersten Quartal 2022 bis zum vierten Quartal 2022 geschätzt. Bei den Investmentfonds erfolgt die Schätzung nach Herausrechnung ihrer Bestände in Luxemburg und Irland.

Die höhere Reagibilität der Nachfrage des privaten Sektors gegenüber den Renditeabständen legt nahe, dass sich der Effekt einer Ausweitung des Anleiheangebots auf die Renditeabstände abgeschwächt hat (siehe Abbildung C, Grafik b). Die Beobachtungen der vergangenen Jahre zeigen, dass

⁹ So zeigt sich unter Anwendung zeitlich verzögerter Renditen (anstelle aktueller Renditeabstände) und eines früheren Stichprobenzeitraums von 2004 bis 2014, dass sich VGPEs antizyklisch verhalten, d. h. ihre Bestände erhöhen, wenn die Renditen während der Haltedauer niedrig sind. Siehe hierzu Y. Timmer, Cyclical investment behavior across financial institutions, Journal of Financial Economics, Bd. 129, Nr. 2, 2018, S. 268-286. Gleichzeitig räumt der Autor ein, dass die empirische Evidenz in der Fachliteratur uneinheitlich ist und sowohl auf pro- als auch auf antizyklisches Verhalten der VGPEs hinweist. Insbesondere wird festgestellt, dass ein Niedrigzinsumfeld das antizyklische Verhalten abschwächen kann.

VGPEs den von einem höheren Anleiheangebot herrührenden Aufwärtsdruck auf die Renditeabstände verstärken können, da sie eher Anleihen verkaufen, wenn die Spreads steigen. Andere Anleger des privaten Sektors müssen das erhöhte Angebot sowie die von den VGPEs veräußerten Anleihen auffangen, was bedeutet, dass ein weiterer Anstieg der Renditeabstände notwendig ist, um sie dazu zu animieren (im Vergleich zu einer hypothetischen Situation, in der die Bestände der VGPEs unverändert bleiben).¹⁰ Halten die VGPEs einen geringeren Anteil am Markt für Unternehmensanleihen, kann dieser verstärkende Effekt proportional schwächer ausfallen. Deshalb hat der rückläufige Marktanteil der VGPEs bei geringem Marktstress bewirkt, dass sich ein geändertes Anleiheangebot nun weniger stark auf die Renditeabstände auswirkt als zu der Zeit, als die VGPEs noch die größten Bestände an CSPP-fähigen Anleihen hielten. Dieser dämpfende Effekt könnte jedoch mit der Zeit nachlassen, wenn sich die Nachfrageelastizitäten oder die Anlegerbasis des privaten Sektors ändern, weil zum Beispiel das Eurosystem seine Bestände an Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften verringert.¹¹

¹⁰ Diese verstärkende Wirkung entspricht den Beobachtungen am Staatsanleihemarkt, wo VGPEs mit einem Abbau ihrer Bestände auf höhere Renditen reagieren und damit auf Letztere einen zusätzlichen Aufwärtsdruck ausüben. Dieses Verhalten ist darauf zurückzuführen, dass bei den VGPEs die Duration der Passiva stärker auf Veränderungen der langfristigen Zinsen reagiert als die Duration der Aktiva. Folglich nimmt die Durationslücke zwischen den Aktiva und Passiva der VGPEs bei steigenden Staatsanleiherenditen ab, was ihnen den Verkauf längerfristiger Anleihen ermöglicht. Siehe D. Domanski, H. S. Shin und V. Sushko, [The hunt for duration: Not waving but drowning?](#), IMF Economic Review, Bd. 65, 2017, S. 113-153; EZB, [Investment strategies of euro area insurers and pension funds: procyclical or countercyclical?](#), Kasten 5, Financial Stability Review, November 2017; R. S. J. Kojen, F. Koulischer, B. Nguyen und M. Yogo, [Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area](#), Journal of Financial Economics, Bd. 140, 2021, S. 1-20; G. Carboni und M. Ellison, [Preferred habitat and monetary policy through the looking-glass](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2697, 2022.

¹¹ Im Juni 2023 beschloss der EZB-Rat, dass die Tilgungsbeträge aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten ab Juli 2023 nicht wieder angelegt werden.

Die Rolle des Wohnimmobilienvermögens bei der Transmission der Geldpolitik

Paola Di Casola

Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise verliert derzeit in den Industrienationen an Schwungkraft, da die geldpolitischen Zügel weltweit gestrafft werden und die preisliche Aufwärtsdynamik aus der Corona-Pandemie abklingt. In den vergangenen Jahren verzeichneten viele Industrieländer eine deutliche Zunahme der realen Hauspreise. Während der Corona-Pandemie gewann dieser Preisauftrieb zusätzlich an Schwung. Belege für die während der Pandemie in einer Vielzahl von Ländern beobachtete kräftige Hauspreisdynamik liefern statistische Tests, die jährliche Teuerungsraten von teils mehr als 10 % ausweisen (siehe Abbildung A).¹ Hierfür ursächlich sind mehrere Faktoren. Erstens leistete das Niedrigzinsumfeld des letzten Jahrzehnts einem gewissen Renditehunger Vorschub, wodurch auch die Preise von Wohnimmobilien anzogen. Zweitens sorgten finanzpolitische Unterstützungsmaßnahmen – die insbesondere in der Hochphase der Pandemie das Nettovermögen der privaten Haushalte nach oben trieben – dafür, dass das Preiswachstum bei Wohnimmobilien erhöht blieb. Ein dritter Faktor war die zunehmende Nachfrage nach bestimmten Arten von Wohnraum, bedingt unter anderem durch die sich wandelnden Wohnpräferenzen infolge der neuen Arbeitswelt im Homeoffice, durch die sich die Notwendigkeit des Pendelns verminderte.² Diese Preisentwicklung beim Wohneigentum kehrte sich 2022 um, als die geldpolitischen Zügel weltweit nach und nach angezogen wurden, sodass die realen Wohnimmobilienpreise in einigen Ländern allmählich langsamer zunahmten oder sogar zurückgingen (siehe Abbildung A).³

¹ Zur Identifizierung von Übertreibungen im Wachstum der realen Wohnimmobilienpreise dient unter anderem der modifizierte Einheitswurzeltest nach dem Ansatz von E. Pavlidis et al., [Episodes of Exuberance in Housing Markets: In Search of the Smoking Gun](#), The Journal of Real Estate Finance and Economics, Bd. 53, Ausgabe 4, 2016, S. 419-449. [Aktualisierte Schätzungen](#) stellt die Federal Reserve Bank of Dallas bereit.

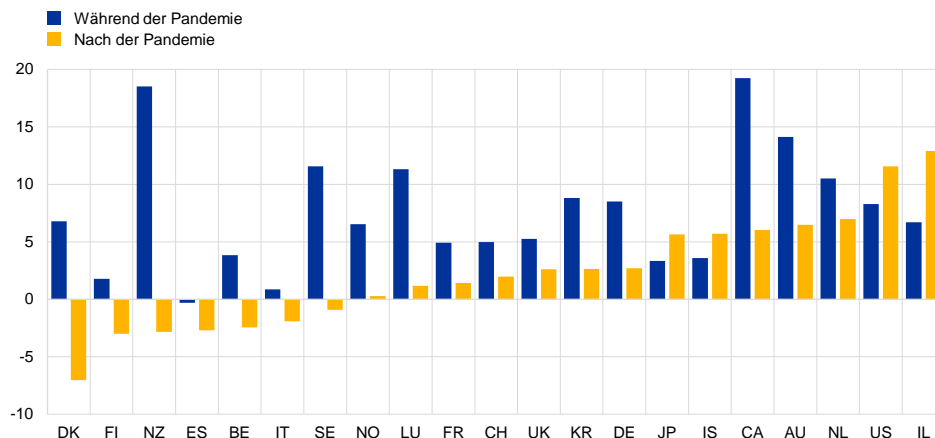
² Auf Basis einer Untersuchung mit ähnlichen Daten und Modellen, veröffentlicht in: EZB, [Drivers of rising house prices and the risk of reversals](#), Financial Stability Review, Box 2, 2022.

³ Eine Übersicht über die Ausrichtung der globalen Geldpolitik enthält der [CFR Global Monetary Policy Tracker](#). Wie sich unter den Privathaushalten des Euroraums die Wahrnehmung von Wohnimmobilien als gute Investitionsmöglichkeit in jüngster Zeit – hauptsächlich in Erwartung höherer Hypothekenzinsen – verschlechtert hat, wird in Kasten 1 des vorliegenden Wirtschaftsberichts erörtert.

Abbildung A

Entwicklung der realen Preise für Wohnimmobilien in den Industrieländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Federal Reserve Bank of Dallas und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Während der Pandemie“ bezieht sich auf den Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum ersten Quartal 2022 und „nach der Pandemie“ auf den Zeitraum vom zweiten bis zum dritten Quartal 2022.

Wohnimmobilien spielen eine wichtige Rolle bei der Transmission geldpolitischer Impulse an die Realwirtschaft.

So weisen grundlegende wissenschaftliche Arbeiten auf der Basis von DSGE-Modellen einen engen Zusammenhang zwischen Wohnimmobilien und der geldpolitischen Transmission nach.⁴ Die Präsenz von Wohnimmobilienkäufern mit beschränktem Kreditzugang stärkt in diesen Modellen die Übertragung der geldpolitischen Impulse. Dies geschieht über zusätzliche Kanäle, die den Standardkanal der intertemporalen Substitution ergänzen. Einer davon ist der Cashflow-Kanal: Steigende Zinsen erhöhen die Kosten der Hypothekentilgung, wodurch die Ressourcen für den Konsum schrumpfen. Der zweite ist der Sicherheitenkanal: Steigende Zinsen dämpfen die Preise für Wohnimmobilien, was die Hypothekensicherheiten im Wert mindert und die Kreditbeschränkungen verschärft.⁵ Die Wirkungsintensität dieser Kanäle wird von den spezifischen Merkmalen des Hypothekenmarkts im jeweiligen Land beeinflusst, beispielsweise vom Anteil der variabel verzinslichen Hypothekarkredite oder vom Verschuldungsgrad der privaten Haushalte. So finden sich in der wissenschaftlichen Forschung Belege für eine positive Korrelation zwischen dem Anteil der variabel verzinslichen Wohnungsbaukredite und der Stärke der geldpolitischen Transmission.⁶ Was die private Haushaltsverschuldung anbelangt, so liegen gewisse Anhaltspunkte vor, dass sie mit einem stärkeren Effekt

⁴ Siehe M. Iacoviello, [House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle](#), American Economic Review, Bd. 95, Nr. 3, 2005, S. 739-764; M. Iacoviello und S. Neri, [Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 2, Nr. 2, 2010, S. 125-164; A. Gerali, S. Neri, S. Sessa und F. M. Signoretti, [Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area](#), Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 42, Ausgabe s1, 2010, S. 107-141.

⁵ Der Kanal der intertemporalen Substitution impliziert unter anderem, dass steigende Zinsen die Wirtschaftsakteure veranlassen, in der Gegenwart verfügbare Ressourcen zur Bildung von Ersparnissen zu verwenden, um ihren Konsum in der Zukunft zu erhöhen.

⁶ Siehe G. Corsetti, J. B. Duarte und S. Mann, [One Money, Many Markets](#), Journal of the European Economic Association, Bd. 20, Ausgabe 1, 2022, S. 513-548; 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.

der Geldpolitik auf das BIP in Beziehung steht.⁷ Somit unterscheidet sich der aktuelle geldpolitische Straffungszyklus möglicherweise aufgrund struktureller Veränderungen am Hypothekenmarkt sowie des Verschuldungsgrads der privaten Haushalte im Euroraum von vergangenen Straffungsperioden. Angesichts der begrenzten zeitlichen Dimension, die für eine empirische Untersuchung dieser Fragen zur Verfügung steht, wird im Folgenden die Evidenz aus einer länderübergreifenden Analyse vorgestellt.

Die Analyse stützt sich auf strukturelle empirische Modelle und baut auf aktuellen Forschungsarbeiten auf. Es werden vergleichbare Immobilienpreisdaten herangezogen und Schattenzinsen verwendet, um auch der unkonventionellen Geldpolitik Rechnung zu tragen. Im Rahmen der Analyse werden strukturelle BVAR-Modelle für 19 Industrieländer geschätzt. Der Stichprobenzeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 1995 bis zum ersten Quartal 2022. Bei Vorliegen neuer Daten kann die Analyse aktualisiert werden. Die Stichprobe deckt die meisten Industrienationen ab, für die vergleichbare Immobilienpreisdaten verfügbar sind, darunter acht Länder des Euroraums.⁸ Dabei zeigt sich, dass aufgrund von Faktoren, die im Wohnungsmarkt begründet liegen könnten, zwischen den Euro-Ländern recht große Unterschiede mit Blick auf die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Geldpolitik bestehen. Eine länderübergreifende Analyse unter Einbeziehung weiterer Industrienationen kann zur Erklärung dieser Unterschiede beitragen. Das Modell umfasst die folgenden Variablen: die privaten Konsumausgaben, die Verbraucherpreise, die Kreditvergabe an die privaten Haushalte, die realen Wohnimmobilienpreise, einen Zinssatz und den realen effektiven Wechselkurs.⁹ Als Zinssatz wird der Leitzins oder alternativ der Schattenzins nach Krippner¹⁰ verwendet, da dieser für viele Länder verfügbar ist, in denen die Zentralbanken Wertpapierankäufe getätigt haben. Darüber hinaus wird eine Reihe von Auslandsvariablen einbezogen, um für den Einfluss globaler

⁷ Siehe R. G. Gelos, T. Mancini Griffoli, M. Narita, F. Grinberg, U. Rawat und S. Khan, [Has Higher Household Indebtedness Weakened Monetary Policy Transmission?](#), Working Paper des IWF, Nr. 2019/011, Internationaler Währungsfonds, 2019. Eine Analyse der Daten für Schweden findet sich in: P. Di Casola und J. Iversen, [Monetary policy with high household debt and low interest rates](#), Staff Memo, Sveriges riksbank, 2019; P. Stockhammar, I. Strid und T. Tornese, [How has the impact of the policy rate on consumption changed when the debt-to-income ratio has risen?](#), Economic Commentary, Nr. 9, Sveriges riksbank, 2022.

⁸ Die Immobilienpreisdaten stammen aus einer Datenbank der Federal Reserve Bank of Dallas. Eine Beschreibung des Datensatzes findet sich in: A. Mack und E. Martínez-García, [A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note](#), Working Paper Series des Globalisation and Monetary Policy Institute der Federal Reserve Bank of Dallas, Nr. 99, 2011. Das Modell berücksichtigt alle in der Datenbank enthaltenen Industrieländer mit Ausnahme der Schweiz (aufgrund einer kürzeren Datenverfügbarkeit) und Luxemburgs (aufgrund der länderspezifischen Besonderheiten).

⁹ Die Daten zu den Konsumausgaben und zu den Verbraucherpreisen stammen von der OECD, die Daten zur Kreditvergabe an private Haushalte und zum realen effektiven Wechselkurs von der BIZ. Der Schattenzins ist eine Messgröße der geldpolitischen Ausrichtung in Phasen, in denen sich die Zinsen in der Nähe der Nullzinsuntergrenze befinden. Der Schattenzins nach Krippner basiert auf einem Zinsstrukturmodell. Einzelheiten dazu finden sich in: L. Krippner, [Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments](#), Economics Letters, Bd. 118, Ausgabe 1, 2013, S. 135-138.

¹⁰ Ist kein Schattenzins verfügbar, wird die Rendite kurzfristiger Staatsanleihen herangezogen (dies ist bei Schweden der Fall).

Entwicklungen zu kontrollieren.¹¹ Es wird ein Identifikationsansatz verwendet, der eine Erweiterung der in anderen Untersuchungen verwendeten Methodik darstellt. Dabei werden Schocks, die durch die Wohnimmobiliennachfrage, die Geldpolitik oder das Hypothekenangebot bedingt sind, getrennt von gesamtwirtschaftlichen Nachfrage- und Angebotsschocks identifiziert.¹²

Der Maximaleffekt geldpolitischer Schocks auf die Wohnimmobilienpreise und den Konsum unterscheidet sich in den einzelnen Industrieländern erheblich.

Eine Straffung der Geldpolitik wirkt sich negativ auf die Wohnimmobilienpreise aus. Dieser Effekt fällt in Ländern, in denen die privaten Haushalte höher verschuldet sind, stärker aus. In Ländern mit einem höheren Anteil von Wohnraumeigentümern mit Hypotheken und einer höheren Verschuldung der privaten Haushalte haben geldpolitische Schocks einen stärker negativen Effekt auf den Konsum (siehe Abbildung B). So schlägt sich ein Anstieg des (Schatten-)Zinssatzes um 1 % in Deutschland und Italien, wo der Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken gering oder sehr gering ist, nur unwesentlich im privaten Konsum nieder, während der private Konsum in Dänemark und Norwegen um rund 2,5 % zurückgeht. Bis zum Ende des Stichprobenzeitraums gibt es jedoch nur schwache Hinweise darauf, dass ein höherer Anteil variabel verzinslicher Hypothekarkredite einen stärkeren Einfluss geldpolitischer Schocks auf den Konsum impliziert.¹³

¹¹ Für alle Länder außer den Vereinigten Staaten wird zusätzlich ein exogener Block von Auslandsvariablen („Auslandsblock“) berücksichtigt, um den Einfluss ausländischer Faktoren auf die in der Stichprobe enthaltenen kleinen offenen Volkswirtschaften zu erfassen. Dabei werden je nach Art der Handelsbeziehungen des jeweiligen Landes entweder ein Durchschnitt von US- und Euroraum-Variablen oder ausschließlich US-Daten verwendet. Zudem werden für die großen Euro-Länder (Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien) das aggregierte BIP des Euroraums und die Verbraucherpreise als endogener Block berücksichtigt, um dem Gewicht der großen Euro-Länder im Aggregat Rechnung zu tragen. Dies erfolgt in Anlehnung an M. Ciccarelli, F. Kuik und C. Martínez Hernández, *The asymmetric effects of weather shocks on euro area inflation*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2798, 2023. Zur Relevanz der Berücksichtigung eines Auslandsblocks in VAR-Modellen für kleine offene Volkswirtschaften siehe beispielsweise V. Corbo und P. Di Casola, *Drivers of consumer prices and exchange rates in small open economies*, Journal of International Money and Finance, Bd. 122, 2022.

¹² Zur Identifikation von Schocks werden Nullrestriktionen und kurzfristige Vorzeichenrestriktionen sowie der Ansatz der maximalen Prognosefehlervarianz verwendet. Es handelt sich hierbei um eine Erweiterung der Methodik von A. Calza et al., a. a. O., sowie A. Nocera und M. Roma, *House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2073, 2017. Der Ansatz der maximalen Prognosefehlervarianz stammt ursprünglich aus H. Uhlig, *What moves real GNP?*, Mimeo, 2003. Es wird unterstellt, dass sowohl der Immobiliennachfrageschock als auch der Hypothekenangebotsschock mit Verzögerung auf den Konsum, die Verbraucherpreise und den Zinssatz durchwirken. Dabei wird angenommen, dass der Hypothekenangebotsschock einen Gleichlauf zwischen den Wohnimmobilienpreisen und den Krediten an private Haushalte bewirkt, während der Immobiliennachfrageschock zum Großteil die Zerlegung der Prognosefehlervarianz der Wohnimmobilienpreise auf kurze Sicht erklärt. Ferner wird unterstellt, dass der geldpolitische Schock die Konsumausgaben und Verbraucherpreise mit Verzögerung beeinflusst. Zudem wird davon ausgegangen, dass ein Anstieg der Zinsen zu einem Rückgang der realen Wohnimmobilienpreise und der Kredite an private Haushalte führt und die lokale Währung stärkt.

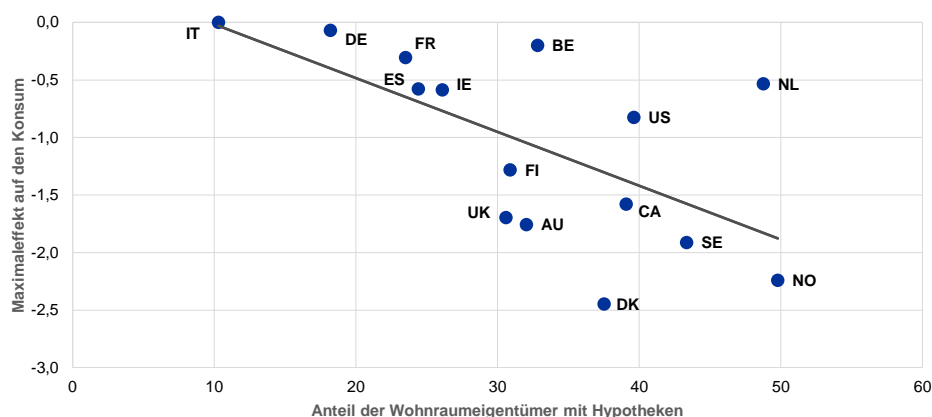
¹³ Die Daten beziehen sich auf neu vergebene Hypotheken und basieren auf C. Badarinza, J. Y. Campbell und T. Ramadorai, *What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages*, Management Science, Bd. 64, Nr. 5, 2018, S. 1975-2471. Zu den Bestimmungsfaktoren des Anteils variabel verzinslicher Hypothekarkredite im Euroraum siehe U. Albertazzi, F. Fringuellotti und S. Ongena, *Fixed Rate versus Adjustable Rate Mortgages: Evidence from Euro Area Banks*, Research Paper Series des Swiss Finance Institute, Nr. 20-99, 2023. Inwieweit der Anteil variabel verzinslicher Hypothekarkredite und die Schuldenlast der privaten Haushalte in geldpolitischen Straffungsphasen die Verbrauchererwartungen beeinflussen, wird in Kasten 2 des vorliegenden Wirtschaftsberichts erörtert.

Abbildung B

Maximaleffekt eines geldpolitischen Schocks in Form eines Zinsanstiegs um 1 % auf den Konsum nach Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken und Verschuldung der privaten Haushalte

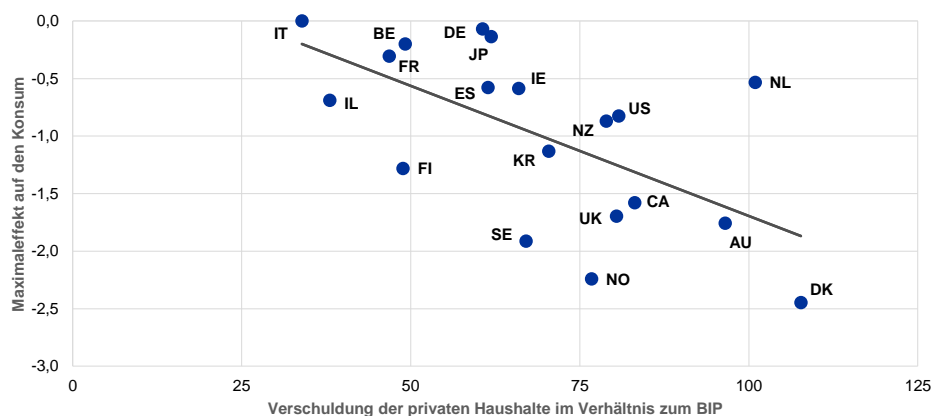
a) Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken

(in %)



b) Verschuldung der privaten Haushalte

(in %)



Quellen: OECD, BIZ und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die dargestellte Ländergruppe wurde nach Datenverfügbarkeit ausgewählt. Die jüngsten Angaben zu den Auswirkungen auf den Konsum beziehen sich auf das erste Quartal 2022. Grafik a: Die jüngsten Angaben zum Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken beziehen sich auf das Jahr 2020 oder früher. Grafik b: Die jüngsten Angaben zur Verschuldung der privaten Haushalte beziehen sich auf das erste Quartal 2022.

Bei der Beantwortung der Frage, weshalb die Transmission der Geldpolitik über die Wohnimmobilienmärkte nicht in allen Ländern gleich stark ist, spielen der Sicherheitenkanal und der Cashflow-Kanal eine zentrale Rolle. Dass sich geldpolitische Schocks von Land zu Land verschieden auswirken, könnte teilweise mit ihrem unterschiedlich starken Effekt auf die Wohnimmobilienpreise zusammenhängen. Um herauszufiltern, inwieweit diese Heterogenität auf den Sicherheitenkanal zurückzuführen ist, also damit zusammenhängt, dass der Sicherheitenwert von Wohnimmobilien in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark beeinflusst wird, wird im vorliegenden Kasten der Maximaleffekt auf den Konsum – normiert um den Maximaleffekt auf die Wohnimmobilienpreise – betrachtet. Die Ergebnisse zeigen, dass der Einfluss der Geldpolitik auf den Konsum auch nach einer solchen Normierung in jenen Ländern größer ist, die einen höheren

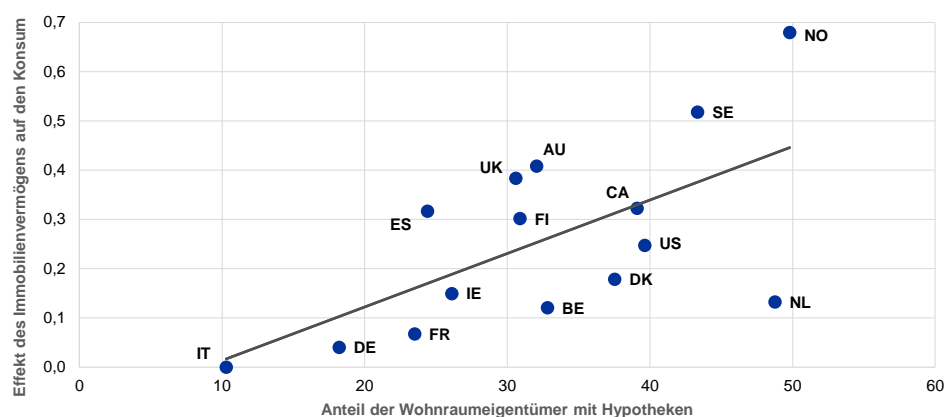
Anteil an Wohnraumeigentümern mit Hypothekarkrediten aufweisen (siehe Abbildung C, Grafik a). Somit scheint hier vor allem der Cashflow-Kanal relevant zu sein. Eine höhere Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum BIP impliziert eine größere Wirkung auf den Konsum. Nach Berücksichtigung des Maximizeffekts auf die Wohnimmobilienpreise schwächt sich dieser Zusammenhang jedoch ab. Schließlich ist anzumerken, dass der Maximizeffekt auf den Konsum nach einer Normierung um den Maximizeffekt auf die Wohnimmobilienpreise in Ländern mit einem höheren Anteil an variabel verzinslichen Hypothekarkrediten größer ist und dort auch früher eintritt (siehe Abbildung C, Grafik b). Dies untermauert die Auffassung, dass der Cashflow-Kanal für diesen Zusammenhang maßgeblich ist. Gleichwohl gibt es noch andere strukturelle Unterschiede zwischen den Hypothekenmärkten der europäischen Länder, die für die länderspezifischen Unterschiede bei der Transmission der Geldpolitik über die Wohnimmobilienmärkte mitverantwortlich sein könnten.

Abbildung C

Maximaleffekt des Wohnimmobilienvermögens auf den Konsum nach Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken und Anteil der variabel verzinslichen Hypothekarkredite

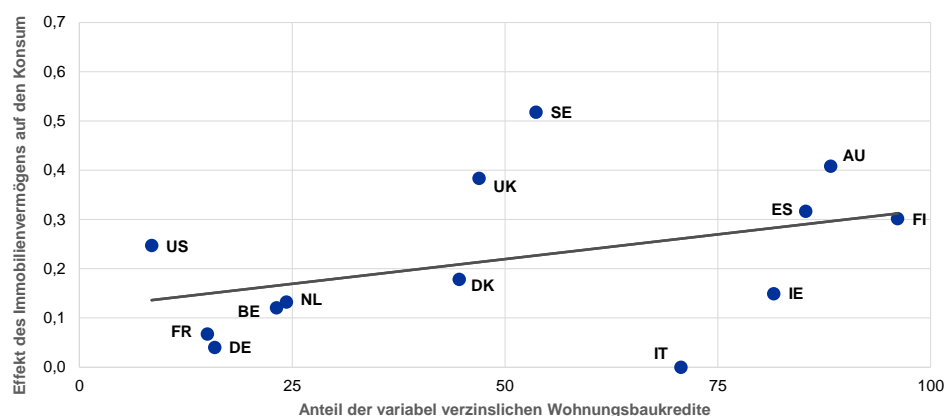
a) Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken

(in %)



b) Anteil der variabel verzinslichen Hypothekarkredite

(in %)



Quellen: OECD, Badarinza et al.*), Corsetti et al.**) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Maximaleffekt auf den Konsum ist normiert um den Maximaleffekt auf die Wohnimmobilienpreise. Die jüngsten Angaben zum Effekt des Wohnimmobilienvermögens beziehen sich auf das erste Quartal 2022. Die dargestellte Ländergruppe wurde nach Datenverfügbarkeit ausgewählt. Grafik a: Die jüngsten Angaben zum Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken beziehen sich auf das Jahr 2020 oder früher. Grafik b: Die jüngsten Angaben zum Anteil der variabel verzinslichen Hypothekarkredite beziehen sich auf das Jahr 2013.

*) C. Badarinza, J. Y. Campbell und T. Ramadorai, *What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages*, Management Science, Bd. 64, Nr. 5, 2018, S. 1975-2471.

**) G. Corsetti, J. B. Duarte und S. Mann, *One Money, Many Markets*, Journal of the European Economic Association, Bd. 20, Ausgabe 1, 2022, S. 513-548.

Im Vergleich zu früheren Zinserhöhungsphasen könnten der Sicherheiten- und der Cashflow-Kanal die über den Wohnimmobilienmarkt erfolgende geldpolitische Transmission im Euroraum nun verstärken. Insgesamt tragen diese Erkenntnisse zur laufenden Erörterung der geldpolitischen Transmission bei, denn sie machen deutlich, dass der Sicherheiten- und der Cashflow-Kanal von

großer Bedeutung sind.¹⁴ Mit Blick auf den Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken und die Verschuldung der privaten Haushalte liegen die größeren Euro-Länder eher am unteren Rand der Verteilung (siehe Abbildung C). Dementsprechend ist der Wohnimmobilienkanal, der über die verschuldeten Privathaushalte wirkt, in diesen Ländern schwächer ausgeprägt. Betrachtet man die Entwicklungen im Zeitverlauf, so ist der Anteil der variabel verzinslichen Hypothekarkredite im Eurogebiet in den vergangenen zehn Jahren gesunken, und zwar insbesondere in den Ländern, in denen solche Kredite zuvor weit verbreitet waren.¹⁵ Zugleich sind der Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken und die Verschuldung der Privathaushalte in vielen Ländern mittlerweile höher als in früheren Zinserhöhungszyklen. Insgesamt fällt der Anstieg allerdings moderat aus, und die Länder gleichen sich zunehmend an (siehe Abbildung D). Mithin könnte die Transmission geldpolitischer Impulse über den Wohnimmobilienkanal etwas stärker und die Heterogenität zwischen den Ländern geringer sein als in vergangenen Zinserhöhungsphasen. Diese Feststellung steht auch im Einklang mit einer Analyse der Folgen geldpolitischer Schocks für die Wohnungsbauinvestitionen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum: Auch hier ist ein stärkerer Effekt in Ländern mit einer höheren Haushaltsverschuldung zu erkennen.¹⁶

¹⁴ So legte die Sveriges riksbank in ihrer geldpolitischen Kommunikation vom September 2022 beispielsweise dar, dass aufgrund der gestiegenen Verschuldung der privaten Haushalte eine geringere geldpolitische Straffung erforderlich sei als in früheren Fällen, um denselben Effekt auf die Wirtschaft zu erzielen. Die Bank of England argumentierte hingegen im Juni 2023, dass ihre bisherigen Leitzinsanhebungen erst nach einiger Zeit ihre volle Wirkung entfalten würden, weil sich der Anteil festverzinslicher Hypotheken im Vereinigten Königreich erhöht habe.

¹⁵ Siehe P. R. Lane, [The euro area hiking cycle: an interim assessment](#), Dow Lecture am National Institute of Economic and Social Research, 16. Februar 2023.

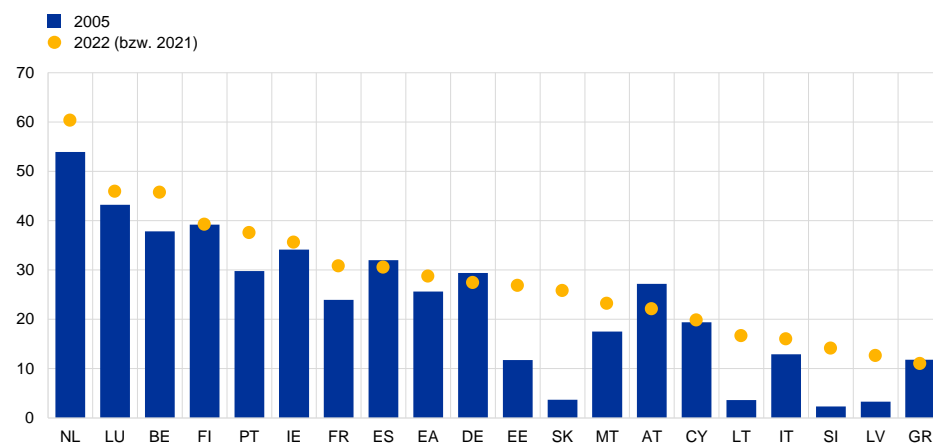
¹⁶ Siehe EZB, [Geldpolitik und Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

Abbildung D

Entwicklung des Anteils der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken und der Verschuldung der privaten Haushalte im Euroraum

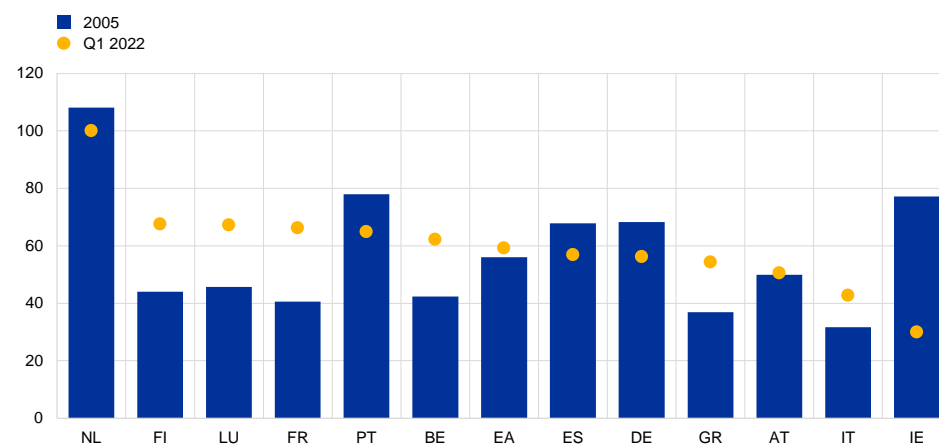
a) Anteil der Wohnraumeigentümer mit Hypotheken

(in %)



b) Verschuldung der privaten Haushalte

(in % des BIP)



Quellen: EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen und BIZ.

Anmerkung: Die dargestellte Ländergruppe wurde nach Datenverfügbarkeit ausgewählt. Grafik a: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf 2022 bzw. auf 2021, sofern keine Daten für 2022 verfügbar sind. Grafik b: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022. Die Datenquelle wurde in Übereinstimmung mit der in Abbildung B und C dargestellten Analyse gewählt.

Die Reaktion der Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor auf die Inflation im Euroraum

Cristina Checherita-Westphal und Aurelian Vlad

Trotz der jüngsten Rückgänge ist die Inflation im Euroraum nach wie vor erhöht. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, die Reaktion der Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor zu betrachten, um einen möglichen weiteren Druck auf die Löhne im privaten Sektor und die Kerninflation abschätzen zu können. Nur rund ein Fünftel der gesamtwirtschaftlichen Arbeitnehmerentgelte im Eurogebiet entfällt auf den öffentlichen Sektor. Dennoch kann dieser ein bedeutendes Signal für die Lohnverhandlungen im privaten Sektor aussenden. Somit kann eine Entgelterhöhung im öffentlichen Sektor sowohl direkt (über die gesamtwirtschaftliche Nachfrage) als auch indirekt (als Signal für Lohnänderungen im privaten Sektor) Einfluss auf die Inflation ausüben. Im vorliegenden Kasten werden die bisherigen Analysen der Projektionen zur Entwicklung der Entgelte im öffentlichen Sektor im Euroraum aktualisiert. Dabei wird auch auf die institutionellen Merkmale eingegangen, die für den Lohnsetzungsprozess im öffentlichen Sektor der verschiedenen Euro-Länder maßgeblich sind.¹ Die Analyse beruht auf den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2023 und wird durch einen Fragebogen untermauert, der von den Mitgliedern der Working Group on Public Finance (WGPF) des Europäischen Systems der Zentralbanken beantwortet wurde.²

Seit der Einführung des Euro sind die Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor im Allgemeinen stärker gestiegen als die Inflation. Im Jahr 2022 sind sie dann in realer Betrachtung deutlich gesunken, dürften sich aber im Projektionszeitraum von 2023 bis 2025 wieder teilweise erholen (siehe Abbildung A). Von 2001 bis 2021 erhöhten sich die Entgelte sowie das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im öffentlichen Sektor im Euroraum jährlich um durchschnittlich 2,3 %. Damit lag der Anstieg leicht über den Lohnsteigerungen im privaten Sektor (2,0 %) und war auch höher als die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate (1,7 %). Allerdings fiel die Entwicklung in den einzelnen Zeitabschnitten – vor allem in den Krisenphasen –

¹ Siehe beispielsweise C. Checherita-Westphal (Hrsg.), [Public wage and pension indexation in the euro area: an overview](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 299, 2022. Darin wird auch untersucht, welche Rolle die Entgelte im öffentlichen Sektor für die Lohndynamik im privaten Sektor spielen. Anhand einer Überprüfung der empirischen Literatur kommt das Papier zu dem Schluss, dass Panelstudien, deren Schwerpunkt auf den Euro-Ländern liegt, generell Belege für eine positive Korrelation zwischen den Entgelten im öffentlichen und im privaten Sektor und auch für einen wechselseitigen Kausalzusammenhang finden. Auf Einzelländerebene fällt die Evidenz – insbesondere im Hinblick auf die Kausalität – in mehreren Studien jedoch weniger eindeutig aus. Anhand verschiedener Stichproben von Euro-Staaten stellt das Papier eine enge positive Korrelation zwischen den Arbeitsentgelten im öffentlichen und im privaten Sektor fest, wobei der kausale Zusammenhang in beide Richtungen besteht. So deuten die Ergebnisse der Panelregression darauf hin, dass unter Berücksichtigung anderer Determinanten der privatwirtschaftlichen Löhne das Wachstum der Durchschnittslöhne im privaten Sektor um 0,3 bis 0,5 Prozentpunkte zunimmt, wenn das Wachstum der Entgelte im öffentlichen Sektor um 1 Prozentpunkt ansteigt.

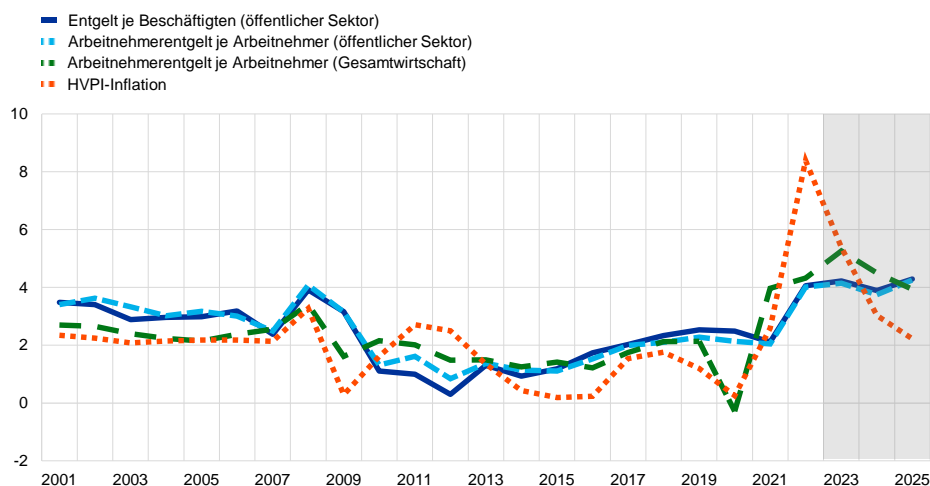
² Weitere Einzelheiten zur Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Inflation finden sich in: EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2023.

unterschiedlich aus. So stiegen die Entgelte im öffentlichen Sektor vor und während der Weltfinanzkrise stärker und zur Zeit der Staatsschuldenkrise langsamer als die Teuerung und die Entgelte im privaten Sektor. Als das Eurogebiet 2020 von der Coronakrise erfasst wurde, nahmen die Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor weiter stetig zu, was unter anderem Bonuszahlungen im Gesundheitswesen geschuldet war.³ Im Jahr 2022 war der Entgeltanstieg im öffentlichen Sektor im Euroraum dann real um 4,3 Prozentpunkte geringer. Dieser geringere Anstieg dürfte jedoch im Zeitraum von 2023 bis 2025 teilweise wieder umgekehrt werden, denn für die genannten Jahre wird eine durchschnittliche nominale Wachstumsrate von 4,1 % projiziert. Gleichwohl wird die Steigerung der nominalen Entgelte im öffentlichen Sektor den Projektionen zufolge von 2022 bis 2025 um insgesamt rund 2,5 Prozentpunkte hinter der Inflationsrate zurückbleiben. Bei Betrachtung des Zeitraums 2020-2025 verringert sich diese Differenz auf unter 1 Prozentpunkt, da dann auch die Auswirkungen der Coronakrise zum Tragen kommen.

Abbildung A

Entgeltanstieg im öffentlichen Sektor im Euroraum verglichen mit der Inflationsrate und sonstigen Indikatoren des Arbeitnehmerentgelts

(in % p. a.)



Quellen: Datenbank der Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2023 und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die in der Abbildung ausgewiesenen Entgeltdaten sind Jahreswachstumsraten. Bei den drei Euroraum-Aggregaten handelt es sich jeweils um den mit dem BIP gewichteten Durchschnitt der länderspezifischen Angaben. Die Daten zum Entgelt je Beschäftigten im öffentlichen Sektor (in diesem Kasten auch als Durchschnittsentgelt im öffentlichen Sektor bezeichnet) werden auf Landesebene ermittelt. Hierfür werden die in der jeweiligen Finanzstatistik unter „Löhne und Gehälter“ erfassten Ausgaben (hier auch staatliche Personalausgaben genannt) durch die Anzahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst geteilt. Die in der Finanzstatistik ausgewiesenen Arbeitnehmerentgelte umfassen in der Regel neben Löhnen und Gehältern auch die arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge.

Was die institutionellen Regelungen betrifft, so erfolgt nach wie vor nur bei einem recht geringen Anteil der Entgelte im öffentlichen Sektor des Euroraums (entsprechend rund einem Fünftel der gesamten staatlichen Personalausgaben) eine automatische Inflationsindexierung. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass die Inflation zunehmend als Bezugsgröße für die

³ Dabei ist zu beachten, dass der Rückgang der Entgelte in der Gesamtwirtschaft im Jahr 2020 und ihre teilweise Erholung im Jahr 2021 durch die Auswirkungen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung verzerrt sind, die von den Regierungen zur Sicherung der privatwirtschaftlichen Beschäftigung finanziert wurden. Dadurch ist kein stichhaltiger Vergleich mit dem Entgeltanstieg im öffentlichen Sektor möglich.

Lohnsetzung herangezogen wird. Im aktuellen WGPf-Fragebogen wurde eine vollständige oder teilweise Inflationsindexierung weiterhin nur für fünf Länder gemeldet, die im Jahr 2022 19 % der staatlichen Personalausgaben im Eurogebiet ausmachten. In zwei dieser Länder (Belgien und Luxemburg, auf die 5 % der staatlichen Personalausgaben im Euroraum entfielen) sind die Entgelte im öffentlichen Sektor vollautomatisch an einen vergangenheitsbezogenen Preisindex für die Lebenshaltungskosten gekoppelt. In Zypern und Malta findet eine ähnliche, aber begrenztere Indexierung statt. In Italien, auf das in dieser Ländergruppe der größte Anteil der staatlichen Personalausgaben im Euroraum (13 % im Jahr 2022) entfällt, werden die Tarifverträge alle drei Jahre neu verhandelt (zuletzt für die Zeiträume 2019-2021 und 2022-2024). Bei diesen Tarifverhandlungen wird der erwartete Preisauftrieb ohne Energie als Bezugsgröße verwendet, wobei ex post ein entsprechender Inflationsausgleich vorgenommen wird. In den übrigen Euro-Ländern spielt die Teuerungsrate zwar keine formelle Rolle bei der Lohnsetzung im öffentlichen Sektor, doch gibt es Hinweise darauf, dass sie dabei (u. a. bei den Tarifverhandlungen) zunehmend als Bezugsgröße herangezogen wird.⁴

Die Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor unterliegen zumeist förmlichen Tarifabschlüssen, die in der Regel ein bis drei Jahre lang gültig sind und danach neu verhandelt werden. In fünf Ländern (Frankreich, Griechenland, Lettland, Portugal, Spanien), auf die 2022 knapp 40 % der staatlichen Personalausgaben im Euroraum entfielen, gibt es keine horizontalen gesetzlichen Tarifvereinbarungen für den gesamten öffentlichen Sektor oder für bestimmte Teilsektoren. Hier werden die Entgelte im öffentlichen Sektor gewöhnlich im Zuge der Haushaltsberatungen angepasst. In den anderen Staaten weisen etwaige Tarifverträge eine unterschiedliche gesetzliche oder übliche Laufzeit auf. In Österreich, Litauen und der Slowakei beträgt sie ein Jahr, in Irland und Slowenien gut ein Jahr, in Estland, Finnland, Deutschland, Luxemburg und den Niederlanden rund zwei Jahre, in Zypern zwei bis drei Jahre, in Italien genau und in Kroatien und Malta mehr als drei Jahre.⁵

Unter Berücksichtigung der genannten Lohnsetzungsverfahren und sonstiger einschlägiger Faktoren dürfte das Wachstum der Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor auf Ebene des Eurogebiets wie auch in den meisten Euro-Ländern während des Projektionszeitraums insgesamt über der Inflationsrate liegen (siehe Abbildung B). So wird das projizierte Durchschnittsentgelt (je Beschäftigten) im Zeitraum 2023-2025 sowohl auf Euroraumebene als auch in

⁴ So wurde in Deutschland im April 2023 ein neuer Tarifvertrag für Bund und Kommunen abgeschlossen, der temporäre Inflationsausgleichsprämien von 3 000 € je Arbeitnehmer enthält. Diese werden von Juni 2023 bis Februar 2024 ausgezahlt und sind lohnsteuer- und sozialabgabenfrei. Mit dem Auslaufen dieser Prämien im Jahr 2024 werden die Bruttoentgelte 2025 etwas weniger stark steigen. Insgesamt sieht der Tarifabschluss Entgelterhöhungen von über 7 % im Jahr 2023 und fast 5 % im Folgejahr vor. Auf Bundesebene ergibt sich eine Steigerung der Arbeitsentgelte von rund 5,5 % im Jahr 2023 und 4 % im Jahr 2024.

⁵ In den Niederlanden variiert die Laufzeit je nach Tarifvertrag, liegt jedoch üblicherweise bei einem bis zwei Jahren. In Estland deckt der Tarifvertrag rund 15 % der Beschäftigten des öffentlichen Sektors ab, da er nur für das Gesundheitswesen gilt. In Finnland ist die Laufzeit von Tarifverträgen gesetzlich nicht festgelegt. Von Ausnahmen abgesehen gelten die Tarifabschlüsse dort meistens zwei Jahre. In Malta übersteigt die Laufzeit der Tarifverträge für den Zentralstaat deutlich jene anderer Länder. Im Durchschnitt beträgt sie 5,3 Jahre, wobei der aktuelle Abschluss mit einer Laufzeit von 2017 bis 2024 rund 7,5 Jahre lang gilt. Andere Teilsektoren des maltesischen Staates haben eigene Tarifabschlüsse, deren Laufzeit üblicherweise rund drei Jahre beträgt.

16 Euro-Ländern (auf die im Jahr 2022 60 % der staatlichen Personalausgaben im Eurogebiet entfielen) insgesamt kräftiger – und in einigen Ländern sogar erheblich kräftiger – steigen als die Teuerungsrate. Hierin spiegeln sich die vergangenheitsbezogene Indexierung oder die Teilkompensation realer Entgeltkürzungen im Jahr 2022 wider.⁶ Der Gesamtbetrag der staatlichen Personalausgaben im Euroraum, in dem sich auch die Entwicklung des Personalbestands niederschlägt, dürfte etwas stärker steigen (um insgesamt 14,3 % im Zeitraum 2023-2025, verglichen mit 12,4 % für das Durchschnittsentgelt im öffentlichen Sektor), dabei aber etwas unter dem nominalen BIP-Wachstum liegen (siehe Abbildung B, Grafik a).

Die für die einzelnen Länder projizierten Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor fallen sehr unterschiedlich aus. Grund hierfür sind vor allem das Inflationsgefälle und andere Faktoren wie z. B. die Haushaltslage.⁷ Hinter der jährlichen Entwicklung auf Euroraumebene verbergen sich länderspezifische Unterschiede. So weisen mehrere kleinere Volkswirtschaften mit hohen Inflationsraten (z. B. die baltischen Staaten) und Länder mit einer automatischen Entgeltindexierung 2023 ein überdurchschnittliches Entgeltwachstum auf. Im letzten Jahr des Projektionszeitraums (2025) dürfte das Wachstum des Entgelts im öffentlichen Sektor insgesamt zurückgehen, da die Inflation und die Auswirkungen der in einigen Ländern vorübergehend geleisteten Inflationsausgleichszahlungen wohl nachlassen werden. Zuweilen wird für 2025 aber auch ein stärkeres Entgeltwachstum als in den Vorjahren projiziert. Dies ist z. B. bei Ländern wie Italien der Fall, wo Tarifverträge erst mit deutlicher zeitlicher Verzögerung erneuert werden. Eine einfache Korrelationsanalyse auf Länderebene zeigt für den Projektionszeitraum, dass die Entgelte im öffentlichen Sektor in Ländern, die 2022 eine höhere Inflation verzeichneten, im Schnitt meist rascher als in anderen Euro-Staaten wachsen (siehe Abbildung B, Grafik b, erster Abschnitt). Dies spiegelt den vergangenheitsbezogenen (teilweisen) Inflationsausgleich wider. In der auf die Indexierungsart abstellenden Projektion fällt der durchschnittliche Anstieg der Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor in Ländern ohne automatische Inflationsindexierung kräftiger aus (siehe Abbildung B, Grafik b, zweiter Abschnitt). Dies könnte ein Zeichen dafür sein, dass a) die betreffenden Staaten (insbesondere die baltischen Länder und andere offenere Volkswirtschaften) dem Inflationschock 2022 stärker ausgesetzt waren und b) sich ein hohes Inflationsniveau auch dort, wo dies formell nicht vorgesehen ist, zunehmend in der nominalen Lohnsetzung niederschlägt. In der Unterscheidung nach finanzpolitischen Fundamentaldaten scheint in hoch verschuldeten Ländern eine stärkere Lohnzurückhaltung im öffentlichen Sektor zu herrschen (siehe Abbildung B, Grafik b, dritter Abschnitt).⁸

⁶ In den übrigen Ländern dürfte die Erhöhung der Durchschnittsentgelte im öffentlichen Sektor in etwa der Inflationsrate entsprechen (Irland, Frankreich) oder etwas darunter liegen (Griechenland, Italien; in Griechenland gilt 2023 noch ein Lohnstopp, in Italien kommen andere Elemente wie die Ausklammerung von Energie aus dem Referenzindex zum Tragen).

⁷ Die länderbezogenen Projektionen des Eurosystems zu den öffentlichen Finanzen sind grundsätzlich vertraulich, sodass sie hier nicht ausgewiesen werden.

⁸ Diese Korrelation gilt bei Ausklammerung der fünf Länder, in denen die Entgelte im öffentlichen Sektor automatisch inflationsindexiert sind (wobei die Differenz zwischen niedrig und hoch verschuldeten Staaten sogar höher ausfällt). Ein ähnliches Bild (mit einem etwas niedrigeren Korrelationskoeffizienten) ergibt sich, wenn als Schwellenvariable der am BIP gemessene öffentliche Finanzierungssaldo 2022 herangezogen wird.

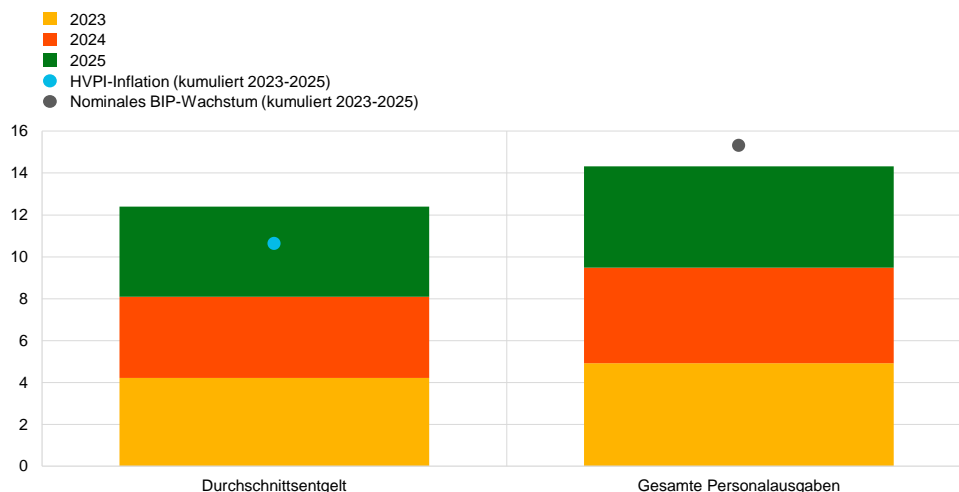
Betrachtet man schließlich die energie- und inflationsbezogenen staatlichen Hilfsmaßnahmen im Zeitraum 2021-2023, so fällt der für 2023-2025 projizierte Anstieg der Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor in Ländern mit höheren Unterstützungsleistungen etwas geringer aus (siehe Abbildung B, Grafik b, vierter Abschnitt).

Abbildung B

Projektionen zu den Arbeitsentgelten im öffentlichen Sektor im Euroraum 2023-2025

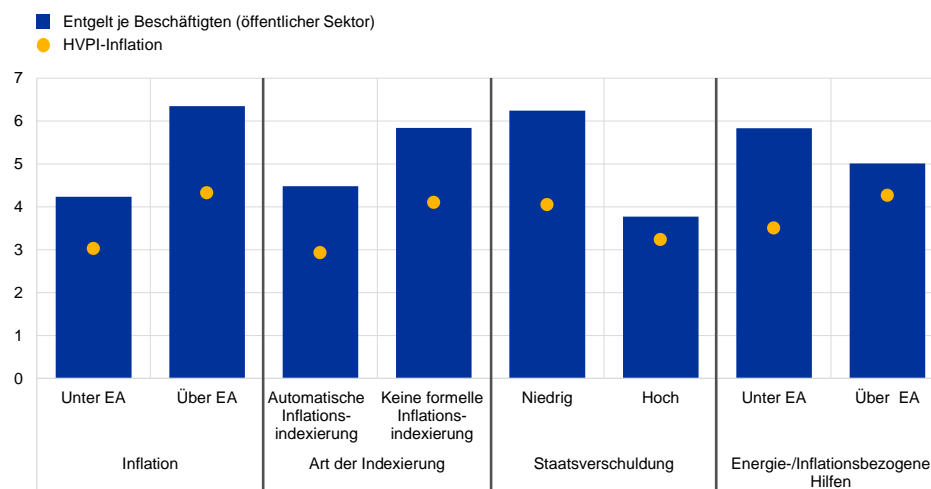
a) Wachstumsraten der Indizes für Entgelte im öffentlichen Sektor

(in %)



b) Durchschnittliche Wachstumsraten der Entgelte im öffentlichen Sektor nach Ländergruppen

(in %)



Quellen: Datenbank der Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2023 und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a entspricht die Kategorie „Durchschnittsentgelt“ jener in Abbildung A und Abbildung B, Grafik b. Sie umfasst Tarifverdienste und die Lohndrift. Die Tarifverdienste betreffen hier zumeist Entgelterhöhungen im öffentlichen Sektor infolge von Tarifabschlüssen (falls zutreffend) oder von ähnlichen Verfahren zur Anhebung der Grundlöhne. Die Lohndrift wird üblicherweise als Restgröße ermittelt, die konzeptionell folgende oder ähnliche Faktoren umfassen sollte: a) laufbahn-/beförderungsbezogene Entgelterhöhungen für die Beschäftigten; b) Effekte von Strukturänderungen und Teilzeitarbeit; c) außertarifliche Entgelte und Bonuszahlungen. Ausgewiesen sind Daten für das Aggregat des Euroraums (mit dem BIP gewichteter Durchschnitt länderspezifischer Angaben). In Grafik b ist für die jeweiligen Gruppen ein einfacher, nicht mit dem BIP gewichteter Durchschnitt der Euro-Länder ausgewiesen. Im Abschnitt „Inflation“ umfasst die Gruppe „über EA“ (bzw. „unter EA“) Länder, deren HVPI-Inflation 2022 über (unter) dem Aggregat des Euroraums (EA) lag. Im Abschnitt „Art der Indexierung“ gehören Belgien, Zypern, Italien, Luxemburg und Malta der Gruppe der automatischen (vollständigen oder teilweisen) Inflationsindexierung an, alle anderen Euro-Länder der Gruppe „keine formelle Inflationsindexierung“. Im Abschnitt „Staatsverschuldung“ sind Länder mit Schuldenquoten von über 90 % im Jahr 2022 (Belgien, Frankreich, Griechenland, Italien, Portugal, Spanien) der Gruppe „hoch“ zugeordnet, die anderen Länder der Gruppe „niedrig“. Im Abschnitt „Energie-/Inflationsbezogene Hilfen“ werden die Länder danach unterteilt, ob ihre kumulierte Brutto-Haushaltsbelastung, die aus den 2021-2023 geleisteten Hilfen resultiert, nach den Schätzungen des Eurosystems über/unter dem einfachen Mittel des Euroraums (EA) liegt.

In der näheren Zukunft dürften die Arbeitsentgelte im öffentlichen Sektor zwar keine signifikanten Zweitrundeneffekte auslösen, sollten aber weiterhin genau beobachtet werden. Auf Euroraumebene dürfte ihr Anstieg im Zeitraum 2023-2024 unter jenem im privaten Sektor liegen, im Jahr 2025 aber etwas darüber (die

Projektionen für 2025 sind im Übrigen mit höherer Unsicherheit behaftet). In den einzelnen Ländern sollte mittelfristig auch den Auswirkungen von Entgelterhöhungen im öffentlichen Sektor auf die Staatsfinanzen gebührende Beachtung geschenkt werden. Hier gilt es vor allem für hoch verschuldete und von starken alterungsbedingten Haushaltsbelastungen betroffene Länder, makroökonomische Stabilisierungsziele und Tragfähigkeitsaspekte miteinander in Einklang zu bringen.

Aufsatz

1 Die makroökonomischen Implikationen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft

Claus Brand, Günter Coenen, John Hutchinson und Arthur Saint Guilhem¹

1 Einleitung

Um schwere wirtschaftliche Schäden durch den Klimawandel abzuwenden, hat die Europäische Union Maßnahmen ergriffen, die darauf abstellen, die Treibhausgasemissionen bis zum Jahr 2050 auf netto null zu reduzieren. Das Netto-Null-Ziel der EU ist im europäischen Grünen Deal niedergelegt. In ihrem „Fit für 55“-Paket hat die EU zudem umfassende Maßnahmen skizziert, die die Treibhausgasemissionen bis 2030 um 55 % (gegenüber dem Stand von 1990) drosseln sollen.² Das Paket beinhaltet Anhebungen des CO₂-Preises sowie regulatorische Maßnahmen und sieht massive Klimaschutzinvestitionen („grüne Investitionen“) vor.

Höhere CO₂-Preise gelten im Allgemeinen als ein wirksames Instrument, wenn es darum geht, den Ausstoß an Treibhausgasen zu vermindern. CO₂-Preise bilden die externen gesellschaftlichen Kosten des Kohlenstoffausstoßes in wirtschaftlichen Transaktionen ab. Direkt beim Kohlenstoffgehalt der Produktion ansetzend, verteuern sie CO₂-intensive Herstellungsprozesse in Relation zu CO₂-ärmeren Produktionsweisen. Höhere CO₂-Preise schaffen somit Anreize zur Senkung des CO₂-Ausstoßes.³ Hierfür sind im Euroraum das Emissionshandelssystem der EU (EU-EHS), nationale CO₂-Steuern und sonstige nationale Umweltsteuern (etwa Verbrauchsteuern auf fossile Brennstoffe) vorhanden, die die Kohlenstoffemissionen direkt oder indirekt mit einem Preis belegen.

Die wirtschaftlichen Folgen höherer CO₂-Preise hängen von einer Vielzahl von Faktoren ab. Wirtschaftstätigkeit und Inflation werden von einer CO₂-Bepreisung vor allem über höhere Energiepreise beeinflusst. Dabei werden Effektivität und Wirkung von CO₂-Preiserhöhungen maßgeblich dadurch bestimmt, ob diese glaubwürdig

¹ In Zusammenarbeit mit Alina Bobasu, Kai Christoffel, Alistair Dieppe, Michael Dobrew, Marien Ferdinandusse, Alessandro Ferrari, Thaïs Massei, Romanos Priftis, Angela Torres Noblejas und Aurelian Vlad.

² Weitere Informationen zum europäischen Grünen Deal und zum „Fit für 55“-Paket der EU finden sich in: [Europäischer Grüner Deal – Erster klimaneutraler Kontinent werden](#) und in: [„Fit für 55“](#) (auf der Website der Europäischen Kommission bzw. des Europäischen Rates).

³ Eine umfassende Sichtung der Literatur zur CO₂-Bepreisung findet sich in: G. R. Timilsina, Carbon taxes, *Journal of Economic Literature*, Bd. 60(4), 2022, S. 1456-1502. Eine Erörterung der Komplementarität unterschiedlicher Instrumente der Politik des Übergangs zu weniger CO₂-Emissionen findet sich in: O. J. Blanchard, C. Gollier und J. Tirole, [The portfolio of economic policies needed to fight climate change](#), Working Paper des Peterson Institute for International Economics, Nr. 22-18, 2022.

umgesetzt werden und in die Investitions- und Konsumentscheidungen der Unternehmen und privaten Haushalte einfließen können. Die Auswirkungen höherer CO₂-Preise auf die Wirtschaft hängen auch von Verteilungseffekten ab. Dies gilt insbesondere für die privaten Haushalte, denn die regressive Wirkung steigender CO₂-Preise belastet Haushalte mit niedrigem Einkommen stärker als besserverdienende Haushalte.⁴ Eine Finanzpolitik, die die Einnahmen aus höheren Kohlenstoffpreisen an einkommensschwächere Haushalte zurücktransferiert, kann diese Verteilungseffekte zum Teil abmildern und die Akzeptanz in der Öffentlichkeit erhöhen. Alternativ können die genannten Einnahmen für die Subvention von Klimaschutzinvestitionen verwendet werden. Da aus höheren CO₂-Preisen Zielkonflikte zwischen Produktion und Inflation erwachsen, ist die entsprechende Wirkung aber auch von der Reaktion der Geldpolitik abhängig. Und letztlich hängen Effektivität und Wirkung auch von den auf globaler Ebene ergriffenen Maßnahmen zum ökologischen Wandel ab.

Vorliegender Aufsatz enthält eine modellbasierte Analyse der makroökonomischen Implikationen von höheren – die Transition zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft unterstützenden – CO₂-Preisen. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf dem Eurogebiet. Angesichts der hohen Unsicherheit bei der Einschätzung des Wirkungsbereichs höherer CO₂-Preise stützt sich die Analyse auf eine makroökonomische Modellreihe. Analog zum [Maßnahmenplan der EZB zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten](#) umfasst diese Reihe sowohl neu entwickelte Modelle als auch Modelle externen Ursprungs. In Abschnitt 2 wird aufgezeigt, wo sich der Euroraum mit Blick auf seine Verpflichtung zum Netto-Null-Ziel derzeit befindet. In Abschnitt 3 wird beschrieben, über welche Kanäle die höheren CO₂-Preise an die Wirtschaft weitergegeben werden und welche Modelle in der Analyse zum Einsatz kommen. Abschnitt 4 bietet einen Abriss des CO₂-Bepreisungsszenarios und Abschnitt 5 eine Erörterung der makroökonomischen Ergebnisse. In Abschnitt 6 werden Schlussfolgerungen gezogen.

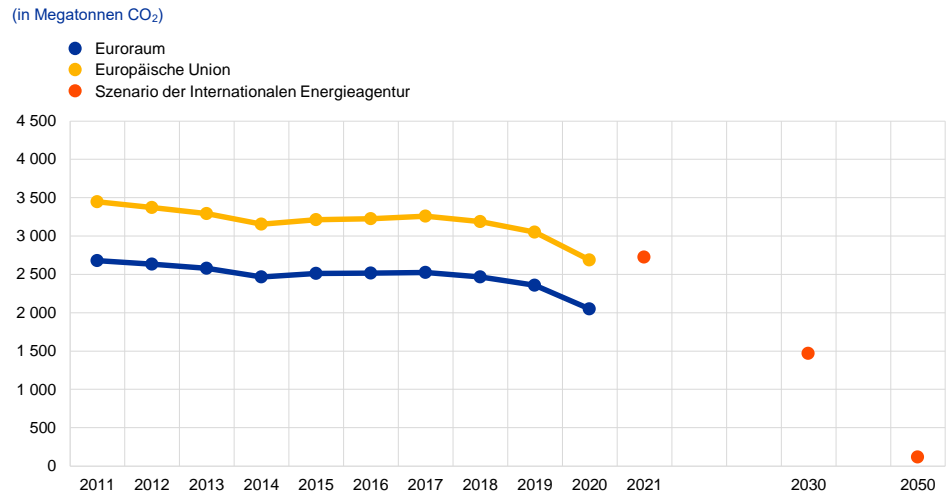
2 Wo steht der Euroraum im Transitionsprozess hin zu Netto-Null-Emissionen?

Um das Netto-Null-Ziel gemäß der EU-Zielsetzung zu erreichen, ist eine Beschleunigung der Emissionsverminderung im laufenden Jahrzehnt erforderlich. Wenngleich der CO₂-Ausstoß seit 1990 um 29 % verringert wurde, sind, wie in Abbildung 1 dargestellt, umfangreiche weitere Einsparungen notwendig. Nur so kann das Zwischenziel der EU, die Treibhausgasemissionen bis 2030 um 55 % (gemessen am Stand von 1990) zu senken, erreicht werden. Unter der Prämisse, dass auch die Emission anderer, nicht kohlenstoffhaltiger Treibhausgase im selben Maße zurückgeht, ist für die Erreichung dieser Ziele bis 2030 eine weitere Verringerung des CO₂-Ausstoßes um 46 % gegenüber dem Stand von 2021

⁴ Eine Erörterung der Verteilungseffekte der CO₂-Bepreisung auf die Konsumausgaben der verschiedenen Einkommensgruppen findet sich in: EZB, [Finanzpolitische Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet zur Eindämmung des Klimawandels](#), Wirtschaftsbericht 6/2022, September 2022.

vonnöten. Dies überträfe das Tempo, in dem die CO₂-Emissionen seit 1990 gesunken sind.

Abbildung 1
CO₂-Emissionen in der EU und im Euroraum



Quellen: Eurostat und World Energy Outlook (WEO) 2022 der Internationalen Energieagentur (IEA).
Anmerkung: Die roten Punkte stellen die EU-Zusagen gemäß WEO 2022 der IEA dar.

Es ist unwahrscheinlich, dass sich die angestrebte Senkung der Emissionen im Euroraum allein durch eine CO₂-Bepreisung erreichen lässt. Mithin beinhaltet das „Fit für 55“-Paket – neben der Anhebung der CO₂-Preise über ein stringenteres Emissionshandelssystem mit breiterer, sektorenübergreifender Anwendbarkeit – auch regulatorische Maßnahmen und die Förderung von Klimaschutzinvestitionen. Ergänzt wird es durch eine Reihe politischer Initiativen auf europäischer Ebene, wie etwa REPowerEU oder die Wasserstoff-Strategie der EU.⁵

Gemäß den durchschnittlichen effektiven CO₂-Preisen (netto) der OECD ist der Anteil der Kohlenstoffemissionen, der einer Besteuerung unterliegt, gering, wobei die CO₂-Sätze im Euroraum von Land zu Land sehr unterschiedlich ausfallen. Auf der Grundlage von Daten aus dem Jahr 2021 geht die OECD davon aus, dass die CO₂-Besteuerung in den EU-Ländern zu niedrig und zu fragmentiert ist, um die Netto-Null-Ziele der EU zu erreichen.⁶ Die OECD liefert eine harmonisierte zusammengesetzte Messgröße für den Preis von CO₂-Emissionen für eine Vielzahl von Ländern, indem sie durchschnittliche effektive CO₂-Preise (netto) schätzt. Diese Messgröße umfasst Verbrauchsteuern für Brennstoffe und Energie, direkte CO₂-Steuern und Emissionshandelssysteme auf Länderebene für sechs Wirtschaftszweige (Straßenverkehr, Nichtstraßenverkehr, Industrie, Landwirtschaft und Fischerei, Wohn- und Gewerbeimmobilien sowie Stromerzeugung). Wie Abbildung 2 verdeutlicht, sind die effektiven CO₂-Preise in den einzelnen Euro-Ländern sehr unterschiedlich (z. B. in den Niederlanden fast dreimal so hoch wie in Lettland). Gemäß den zuletzt verfügbaren Daten (für 2021) liegt der

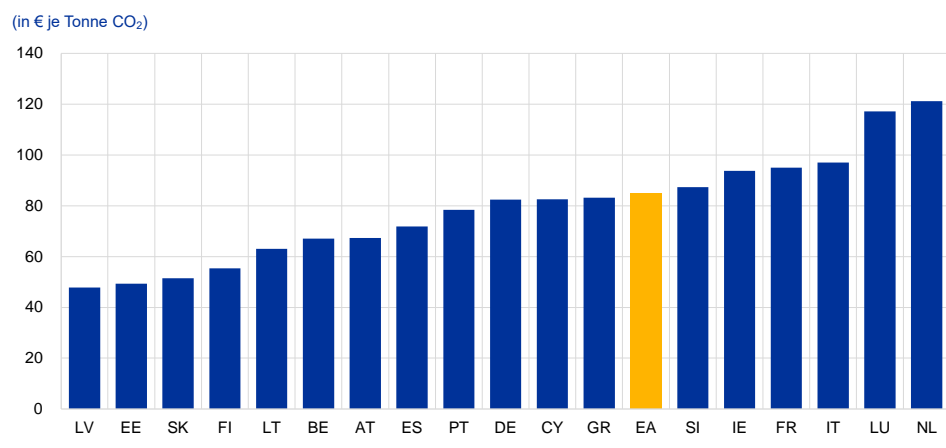
⁵ Siehe [Europäischer Grüner Deal – Erster klimaneutraler Kontinent werden](#) auf der Website der Europäischen Kommission einschließlich der dort aufgeführten Verweise.

⁶ Siehe A. Avgousti et al., [The Climate change challenge and fiscal instruments and policies in the EU](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 315, 2023.

durchschnittliche effektive CO₂-Preis für das Eurogebiet bei 85 € je Tonne. Der künftige Pfad der effektiven CO₂-Preise im Euroraum bildet die direkten und die indirekten Preiseffekte ab, die sich aus der Umsetzung des „Fit für 55“-Pakets und anderen Initiativen der Politik ergeben.

Abbildung 2

Durchschnittliche effektive CO₂-Preise in den Ländern des Euroraums im Jahr 2021 (alle Sektoren)



Quelle: OECD.

Anmerkung: Für Kroatien und Malta liegen keine Angaben vor. Reihenfolge der Länder nach effektivem CO₂-Preis abzüglich Subventionen für fossile Brennstoffe.

3 Übertragungskanäle höherer CO₂-Preise

Zweck einer CO₂-Steuer ist es, die Emissionen zu senken, indem die gesellschaftlichen Kosten der Freisetzung von Kohlenstoff in die privaten Transaktionen miteingerechnet und somit Anreize für eine umweltfreundlichere Energieerzeugung und -nutzung geschaffen werden. CO₂-Emissionen sind ein klassisches Beispiel einer negativen Externalität, denn ihre gesellschaftlichen Kosten übersteigen die privaten Kosten des Emissionsverursachers bei Weitem. CO₂-Steuern übertragen diese gesellschaftlichen Kosten auf die Emissionsverursacher, indem sie den Verbrauch fossiler Brennstoffe proportional zur Menge des emittierten Kohlenstoffs verteuern. Eine höhere CO₂-Steuer steigert somit die Kosten einer kohlenstoffintensiven Produktion in Relation zu einer weniger kohlenstoffintensiven Produktion. Sie setzt Anreize für einen Übergang hin zur Verwendung kohlenstoffärmerer Energieträger und für Innovationen in klimafreundlichere Technologien.⁷

Im Gegensatz zu anderen Maßnahmen zur Treibhausgasreduktion wie etwa Subventionen steigert eine CO₂-Steuer zumindest in der Transitionsphase die Staatseinnahmen. Die Besteuerung von Kohlenstoffemissionen generiert erhebliche fiskalische Einnahmen, solange die CO₂-Bemessungsgrundlage noch

⁷ Siehe P. Aghion, A. Dechezleprêtre, D. Hémous, R. Martin und J. Van Reenen, Carbon taxes, path dependency, and directed technical change: Evidence from the auto industry, Journal of Political Economy, Bd. 124(1), 2016, S. 1-51.

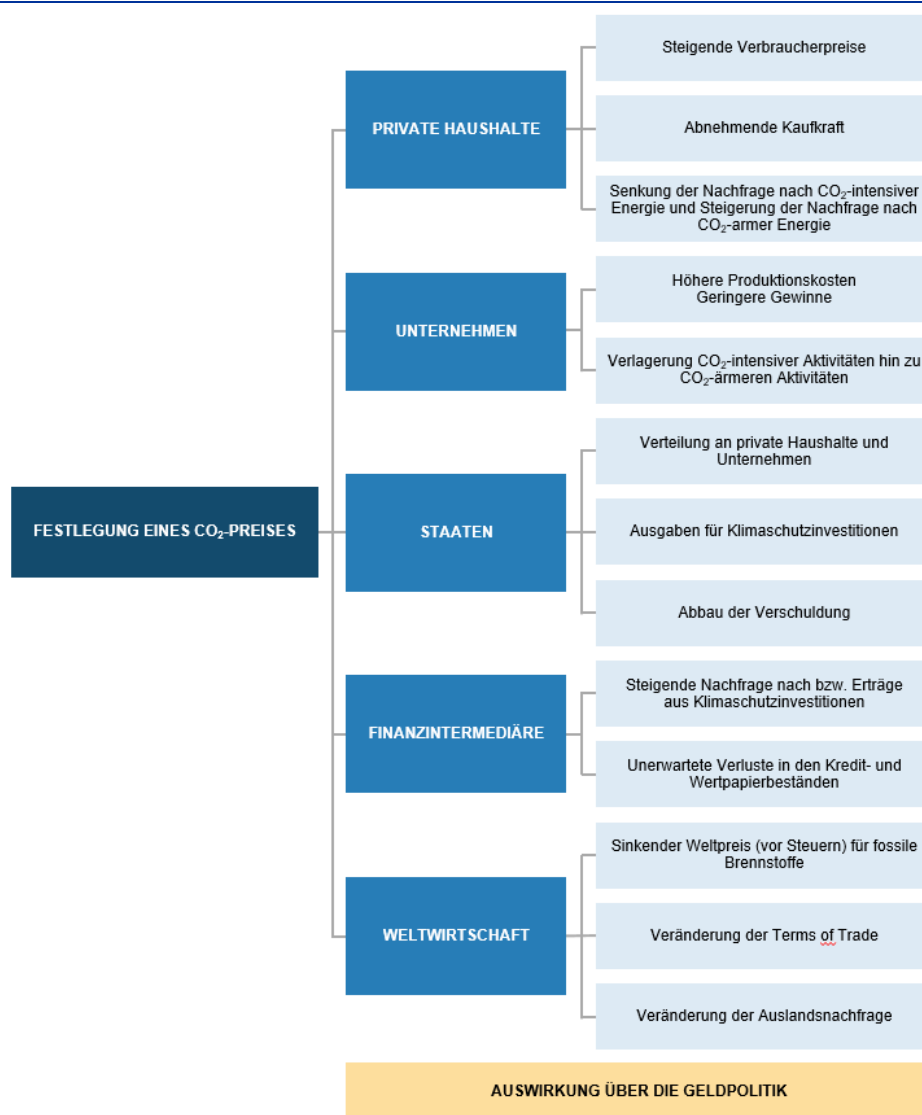
signifikant ist.⁸ Andere Reduktionsmaßnahmen hingegen sind entweder haushaltsneutral (z. B. regulatorische Vorgaben) oder können die öffentlichen Finanzen sogar belasten (etwa die Subventionierung grüner Technologien).

Eine Politik höherer CO₂-Preise überträgt sich durch die verschiedenen binnenwirtschaftlichen Sektoren (siehe Schaubild 1). Indem CO₂-Steuern Energie verteuern, verringern sie das reale Einkommen der privaten Haushalte und die Unternehmensgewinne – sodass die Binnennachfrage gedämpft wird –, was entweder direkt über die Verbraucherpreise oder indirekt über die Produktionskosten erfolgt. Dies kann durch Verteilungseffekte noch verstärkt werden. Daher fällt der Finanzpolitik eine wichtige Rolle zu, denn sie kann negative Nachfrageeffekte abmildern, indem sie die Einnahmen aus CO₂-Steuern an einkommensschwächere Haushalte zurücktransferiert. So wird der Konsum der Privathaushalte gestützt und die gesellschaftliche Akzeptanz dieser Steuer gefördert. Der größte Nachteil hierbei ist, dass auf diese Weise womöglich auch der Einfluss auf den Energieverbrauch nachlässt, was die Wirksamkeit der Steuer mit Blick auf die Emissionsreduktion schmälern würde. Alternativ könnten die Einnahmen dazu verwendet werden, Projekte des ökologischen Wandels zu finanzieren, wodurch Produktionseinbußen, die aus höheren Kohlenstoffpreisen resultieren, wirkungsvoller als durch sonstige Ausgabenmaßnahmen abgedeckt würden.⁹

⁸ Siehe [Finanzpolitische Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet zur Eindämmung des Klimawandels](#), a. a. O.

⁹ Siehe N. Batini, M. Di Serio, M. Fragetta, G. Melina und A. Waldron, [Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?](#), Working Paper des IWF, Nr. 2021/087, 2021. Hier wird nahegelegt, dass der Fiskalmultiplikator von Klimaschutzinvestitionen etwas größer als eins ist.

Schaubild 1
Übertragungskanäle der CO₂-Preise



Quelle: EZB.

Eine Politik höherer CO₂-Preise zielt zuvorderst darauf ab, den Übergang zu einer klimafreundlicheren Wirtschaft zu unterstützen. Höhere Kohlenstoffpreise sorgen dafür, dass sich steigende Produktionskosten in kohlenstoffintensiven Sektoren konzentrieren. Damit generieren sie Anreize für einen Wandel hin zur Nutzung erneuerbarer Energien und zum Einsatz klimafreundlicher Technologien in der Produktion. Wie effizient sich diese Anpassung vollzieht, hängt von Tempo und Umfang der sektoralen Reallokation und der technologischen Anpassung sowie der Fähigkeit der Finanzintermediäre ab, die Reallokation von Kapital zu unterstützen.

Auch die Geldpolitik spielt eine Rolle bei der Frage, wie sich die Bepreisung von CO₂ in der Wirtschaft niederschlägt. Da Nachfrage und Angebot dem Einfluss verschiedener Kanäle unterliegen, ist es nicht von vornherein klar, welche dieser Kanäle bei der Anpassung an höhere CO₂-Steuern den Ausschlag geben werden.

Die Reaktion der Geldpolitik hängt davon ab, ob negative Angebots- oder aber Nachfrageeffekte dominieren. Eine höhere CO₂-Bepreisung erzeugt eine energiepreisinduzierte Diskrepanz zwischen Gesamt- und Kerninflation. Ist eine Zentralbank in der Lage, einen derartigen Buckel bei der Entwicklung der Gesamtinflation „auszublenden“, wird sie auch die negative Wirkung der Energieverteuerung auf die Nachfrage abfedern können.

Darüber hinaus hängen die Folgen höherer CO₂-Preise im Euroraum auch davon ab, wie sich die Energiewende weltweit entwickeln wird. Die relativen Anpassungen der CO₂-Preise auf globaler Ebene schlagen sich dabei in den Terms of Trade von Energieimport- und -exportländern, der Auslandsnachfrage sowie der Wettbewerbsfähigkeit nieder.¹⁰ Je stärker die CO₂-Preise in der übrigen Welt angehoben werden, umso wirksamer tragen sie zur Senkung der globalen Emissionen bei.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass CO₂-Steuern die Wirtschaft in vielfältiger Weise beeinflussen und die Modellierung ihrer Wirkung erheblicher Unsicherheit unterliegt. In Kasten 1 wird die Modellreihe dargestellt, anhand derer die Auswirkungen beurteilt werden, um dieser Unsicherheit Rechnung zu tragen.

Kasten 1

Hauptmerkmale der Modellreihe

Romanos Priftis

CO₂-Steuern beeinflussen die Wirtschaft auf vielfältige Weise. Um der damit einhergehenden Unsicherheit Rechnung zu tragen, baut die Folgenabschätzung auf sechs makroökonomischen Modellen auf, die der EZB derzeit zur Verfügung stehen. Die in der Analyse verwendeten Modelle beinhalten allesamt eine Reihe von umweltspezifischen Faktoren und lassen sich in zwei Kategorien unterteilen: a) drei neu entwickelte interne dynamisch-stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle (DSGE-Modelle) und b) drei umfangreiche kommerzielle Modelle (siehe Tabelle A). Bei den DSGE-Modellen handelt es sich um Zweiländermodelle des Euroraums und der übrigen Welt sowie um Modelle, in denen der Euroraum eine geschlossene Volkswirtschaft bildet. Die kommerziellen Modelle sind Mehrländermodelle, mit denen sich die Folgen politischer Maßnahmen im Transitionsprozess zu einer CO₂-armen Wirtschaft in ihrer globalen Dimension untersuchen lassen. Diese Modelle sind Teil der laufenden Bemühungen der EZB, Aspekte des Klimawandels in ihrem makroökonomischen Modellportfolio zu berücksichtigen – ganz im Einklang mit ihrem Klimafahrplan, der im Zuge der Überprüfung der geldpolitischen Strategie erarbeitet wurde, und der EZB-weiten Klimaagenda.

¹⁰ Zu den Auswirkungen unterschiedlicher CO₂-Bepreisungsstrategien für die Abwanderung CO₂-intensiver Produktionslinien (CO₂-Leakage) siehe J. Böning, V. Di Nino und T. Folger, [Stop carbon leakage at the border](#), Der EZB-Blog, 1. Juni 2023.

Tabelle 1

Hauptmerkmale der Modellreihe

	NAWM-E	E-DSGE I (RR)	E-DSGE II (FNL)	G-Cubed	NiGEM-Modell	Oxford-Modell
Modelltyp	DSGE	DSGE	DSGE	Hybrid	Semistruktuell	Semistruktuell
Länderabdeckung	Zweiländermodell: Euroraum und übrige Welt	Euroraum	Euroraum	Mehrländermodell: global	Mehrländermodell: global	Mehrländermodell: global
Sektorenabdeckung	Eingeschränkt	Eingeschränkt	Eingeschränkt	Hoch	Eingeschränkt	Eingeschränkt
Energiesektor	Disaggregiert: zwei Energiearten für Verbrauch und Produktion	Disaggregiert: zwei Energiearten für Produktion	Disaggregiert: zwei Energiearten für Produktion mit Emissionsreduktion	Disaggregiert: mehrere Energiearten für Produktion	Aggregiert: mehrere Energiearten für Produktion	Aggregiert: mehrere Energiearten für Produktion
Weitergabe der CO₂-Steuer	Direkt und indirekt	Indirekt (einschl. über Bankensektor)	Indirekt	Indirekt	Indirekt	Direkt und indirekt
Zukunftsbezogen	Ja	Ja	Ja	Gemischt	Gemischt	Gemischt
Heterogenität der privaten Haushalte	Ja	Nein	Ja	Ja	Nein	Nein
Finanzpolitische Annahme	CO ₂ -Steuereinnahmen werden an private Haushalte weitergegeben			CO ₂ -Steuereinnahmen senken die Staatsverschuldung		
Geldpolitik	Modellspezifische Zinsregel					

Quelle: EZB.

Anmerkung: NAWM-E: Siehe G. Coenen, M. Lozej und R. Priftis, *Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector*, Working Paper Series der EZB, Nr. 2819, 2023. E-DSGE I: Siehe R. Priftis und R. Schoenle, *Energy shocks through the banking sector and the fiscal-monetary policy mix*, EZB (im Erscheinen). E-DSGE II: Siehe A. Ferrari und V. Nispi Landi, *Toward a green economy: the role of central bank's asset purchases*, International Journal of Central Banking, Bd. 19(4) (im Erscheinen). G-Cubed: Siehe W. J. McKibbin und P. J. Wilcoxon, *The theoretical and empirical structure of the G-Cubed model*, Economic Modelling, Bd. 16(1), 1998, S. 123-148. NiGEM-Modell (National Institute Global Econometric Model): Siehe A. Hantzsche, M. Lopresto und G. Young, *Using NiGEM in uncertain times: Introduction and overview of NiGEM*, National Institute Economic Review, Bd. 244, 2018, S. 1-14. Oxford-Modell (Global Economic Model von Oxford Economics): Siehe *Global Economic Model* auf der Website von Oxford Economics.

Die Modelle der Reihe umfassen die notwendigen ökologischen und makroökonomischen Faktoren, um die Weitergabe der CO₂-Steuern über den Energiesektor zu ermöglichen. Sie unterscheiden sich jedoch in Bezug auf die sektorale Granularität. Während in den DSGE-Modellen zwischen „schmutzigen“ und „sauberen“ Energien für Verbrauchs- und/oder Produktionszwecke unterschieden wird, erlauben die kommerziellen Modelle bei der Energieerzeugung eine Untergliederung in Strom, Gas, Öl, Kohle und erneuerbare Energien. Soweit der Energiesektor nicht aggregiert, sondern disaggregiert betrachtet wird, können kohlenstoffintensive Energiequellen in den Modellen substituiert werden, wenn sich ihre relativen Preise aufgrund von CO₂-Steuererhöhungen verschieben. Wegen dieser Reallokation sinkt der CO₂-Ausstoß als Nebeneffekt der Produktion im schmutzigen Energiesektor entsprechend.

Die makroökonomischen Effekte von Steuererhöhungen in den jeweiligen Modellen hängen von der Wirkungsweise und der relativen Bedeutung bestimmter Übertragungskanäle ab – so beispielsweise auch davon, wie stark private Haushalte oder Unternehmen mögliche künftige CO₂-Preissteigerungen in ihren aktuellen Ausgaben- oder Preissetzungsentscheidungen berücksichtigen. In nominaler Betrachtung beeinflussen CO₂-Steuern die Inflation vor allem über die Energiepreise. Zum einen geschieht dies direkt, nämlich über die Ausgaben für den Energieverbrauch, und zum anderen indirekt über die Produktionskosten der Unternehmen. In realer Rechnung dämpft eine CO₂-steuerbedingte Energieverteuerung die Binnennachfrage, indem sie das reale Einkommen der privaten Haushalte und die realen Unternehmensgewinne sinken lässt. Je stärker diese Effekte durch zukunftsgerichtete Erwartungen vorweggenommen werden, desto eher werden sie einen vorzeitigen Rückgang von Konsum und Investitionen nach sich ziehen. Analog dazu können sie die Unternehmen – in Vorwegnahme der Energieverteuerung – zu einer

vorzeitigen Erhöhung ihrer Preise veranlassen. Die Auswirkungen von CO₂-Steuern, insbesondere auf die Investitionen, hängen auch davon ab, ob finanzielle Verstärkungseffekte zum Tragen kommen. Kostenbedingt rückläufige Unternehmensgewinne können für fallende Vermögenspreise sorgen, was den Zugang der Unternehmen zu Bankkrediten einschränken würde.

Ein weiteres Unterscheidungskriterium ist die Frage, wie heterogen die privaten Haushalte in den Modellen sind, denn CO₂-Steuern sind regressiv und gehen mit Verteilungseffekten einher. So belasten steigende CO₂-Steuern Haushalte mit niedrigem Einkommen in größerem Maße als Haushalte mit höherem Einkommen. Dies verstärkt den negativen Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. An diesem Verteilungskanal zeigt sich, dass der Finanzpolitik eine wesentliche Rolle zufällt. Denn durch Umverteilung der CO₂-Steuereinnahmen an Haushalte mit geringerem Einkommen mittels zielgenauer Transferleistungen können die nachteiligen Nachfrageeffekte abgemildert werden. Verschiedene Ausgestaltungsmöglichkeiten der Finanzpolitik zur Verringerung solcher Nachfrageeffekte miteinander zu vergleichen, würde den Rahmen der vorliegenden Analyse sprengen. Deshalb wurden die Szenarioannahmen so kalibriert, dass die Finanzpolitik hinreichend passiv bleibt, sodass es auf der Nachfrageseite zu keinen Zweitrundeneffekten kommt. Beispielsweise wird unterstellt, dass die CO₂-Steuereinnahmen in Form einer Einmalzahlung an die privaten Haushalte zurückfließen oder – je nach Modell – zur Senkung der Staatsverschuldung eingesetzt werden.

In den verwendeten Modellen kommt zudem der Geldpolitik eine explizite Rolle zu, von der ein Einfluss auf die kurz- bis mittelfristigen makroökonomischen Auswirkungen der CO₂-Besteuerung ausgeht. Alle Modelle legen geldpolitische Gesetzmäßigkeiten nach Art der Taylor-Regel zugrunde. Dabei reagiert der Zinssatz – wenngleich je nach Modell in unterschiedlichem Grad – auf eine Messgröße der Inflation und der Konjunktur. Der konkrete Einfluss der Geldpolitik hängt von der Spezifikation der im jeweiligen Modell verwendeten Regel und der relativen Stärke der verschiedenen Übertragungskanäle der CO₂-Steuer ab.

4 Szenario einer CO₂-Besteuerung

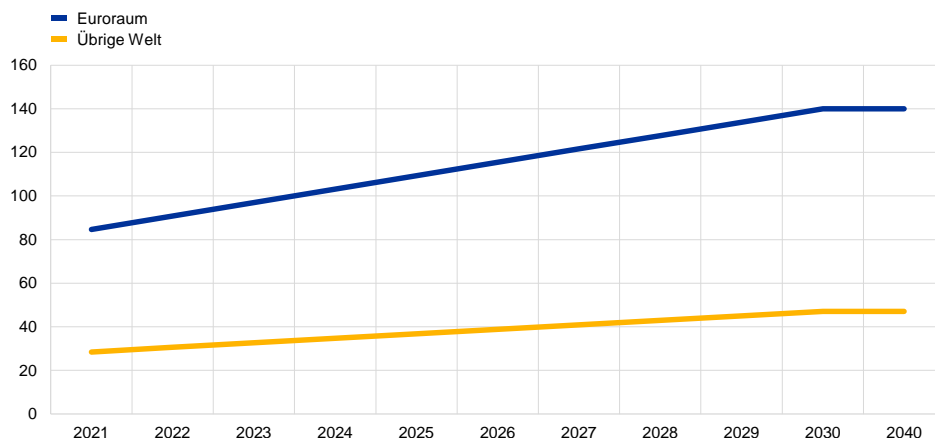
Die im vorliegenden Szenario zugrunde gelegten Ausgangspreise basieren auf den Schätzungen der effektiven CO₂-Preise der OECD für 2021 sowie auf dem Szenario der Netto-Null-Emissionen der Internationalen Energieagentur (IEA).

Die durchschnittlichen effektiven CO₂-Preise im Euroraum erhöhen sich im Szenario linear von 85 € je Tonne CO₂ im Jahr 2021 auf 140 € je Tonne CO₂ im Jahr 2030. Dies entspricht dem Zwischenziel der Industrieländer mit Netto-Nullzusagen, wie es im Szenario der IEA im World Energy Outlook 2022 berücksichtigt wird. Für die übrige Welt wird ein proportionaler Anstieg – ausgehend von niedrigeren Niveaus – angenommen (siehe Abbildung 3). Ob dieser Entwicklungspfad der effektiven CO₂-Preise ehrgeizig genug ist, ist ungewiss. Grund ist, dass die Schätzungen des CO₂-Preisziels je nach Institution sehr unterschiedlich ausfallen. Im Folgenden werden die Bezeichnungen CO₂-Preisszenario und CO₂-Steuerszenario für das vorliegende Szenario synonym verwendet, da die CO₂-Preise als Steuer in die Modelle eingehen.

Abbildung 3

Entwicklung des CO₂-Preises im Szenario

(in € je Tonne CO₂)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Die im CO₂-Steuerszenario gemessenen Auswirkungen werden mit einem Basisszenario verglichen, bei dem angenommen wird, dass sich die CO₂-Besteuerung nicht ändert und es zu keinen Klimaereignissen kommt, die die Wirtschaft im Betrachtungszeitraum negativ beeinflussen. Dieser Ansatz spiegelt wider, dass aus dem Klimawandel infolge der bestehenden Konzentration ausgestoßener Treibhausgase in der Atmosphäre zwar wirtschaftliche Schäden resultieren, Zeitpunkt und Ausmaß dieser Schäden jedoch nicht ohne Weiteres zu quantifizieren sind. Der Ansatz impliziert auch, dass das CO₂-Steuerszenario Wahrscheinlichkeit und Auftreten klimabedingter physischer Risiken in den kommenden Jahren nicht maßgeblich verringert. Die Annahme, dass keine Klimaschäden entstehen, wenn die CO₂-Steuern nicht erhöht werden, ist langfristig indes zweifelsohne unrealistisch.

Das vorliegende Szenario ist enger gefasst als jene des IWF oder des Network for Greening the Financial System (NGFS). Es wird unterstellt, dass die Finanzpolitik soweit möglich neutral ist und die Geldpolitik in ihrer Reaktion einer modellspezifischen Regel folgt (siehe Kasten 1). Während bei der IWF-Analyse alternative finanzpolitische Annahmen zugrunde gelegt werden, wurde hier angesichts des eher komplexen und diversen Modellportfolios bewusst ein einfacherer Ansatz gewählt, damit die Analyse nachvollziehbar bleibt.¹¹ Die Klimaszenarien des NGFS berücksichtigen eine Reihe alternativer physischer Risiken und Übergangspfade in Verbindung mit verschiedenen Klimaschutzmaßnahmen bis zum Jahr 2100, wobei Letztere so kalibriert sind, dass am Ende des Jahrhunderts bestimmte Temperaturziele erreicht werden.¹²

¹¹ Siehe IWF, Near-Term Macroeconomic Impact of Decarbonization Policies, [World Economic Outlook](#), Oktober 2022, Kapitel 3.

¹² Nähere Informationen finden sich im [NGFS-Szenariportal](#).

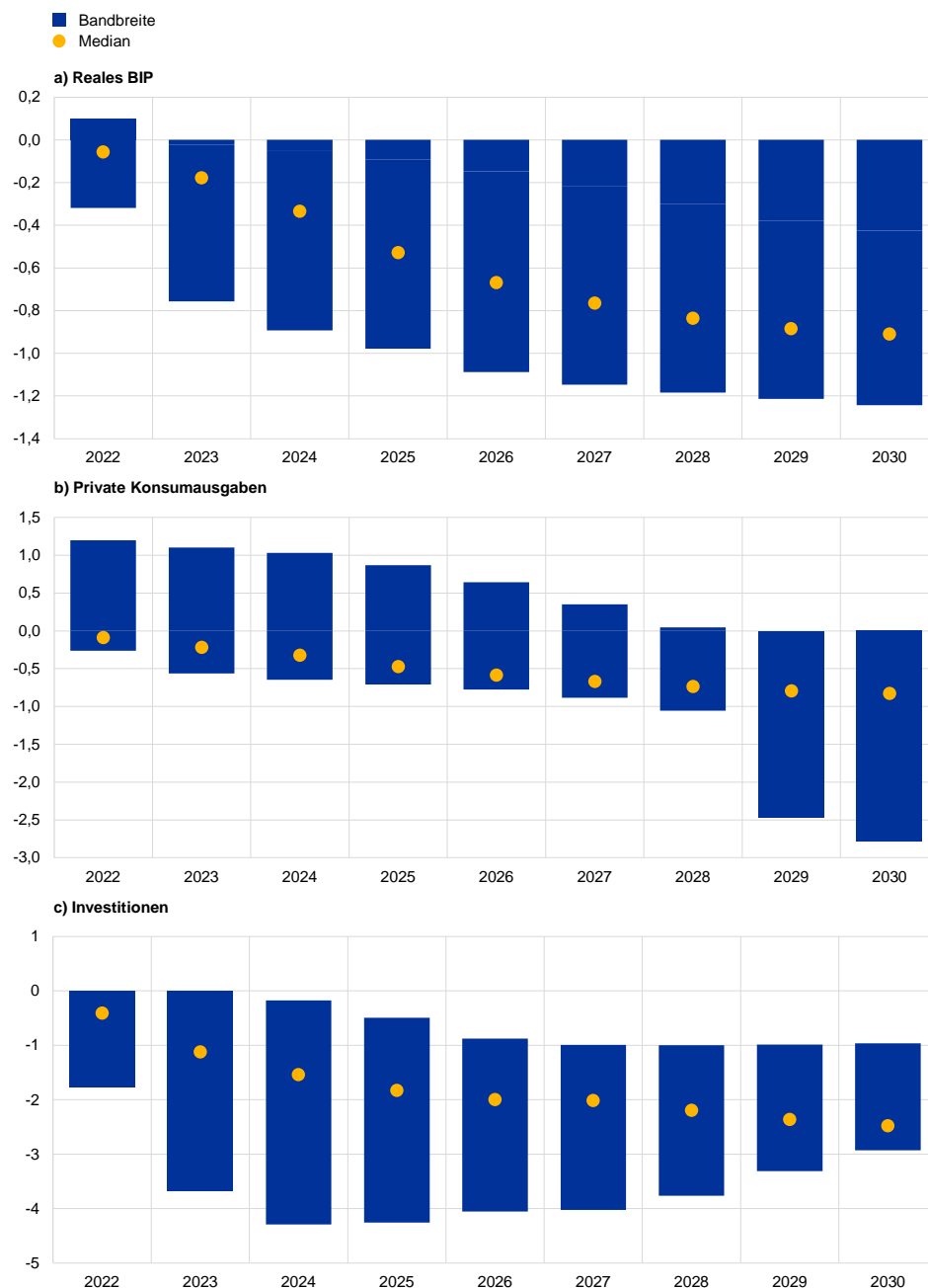
5 Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung im CO₂-Steuerszenario

Insgesamt sind die im CO₂-Steuerszenario ermittelten Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf das reale BIP eher begrenzt (siehe Abbildung 4, Grafik a). Der BIP-Effekt baut sich während des Betrachtungshorizonts relativ langsam auf, wobei sich bis 2030 ein permanenter Effekt auf das BIP-Niveau einstellt. Konkret fällt das BIP gegenüber dem Basisszenario im Jahr 2030 um 0,5 % bis 1,2 % niedriger aus. Dies impliziert ein im Jahresdurchschnitt etwa 0,1 Prozentpunkte niedrigeres BIP-Wachstum im Szenariozeitraum. Die Ergebnisse sind über die Modelle hinweg im Allgemeinen recht breit gestreut, was den unterschiedlichen Auswirkungen auf die privaten Konsumausgaben und insbesondere die Investitionen geschuldet ist. Dabei zeigen dynamisch-stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle (DSGE-Modelle), die finanzielle Friktionen berücksichtigen, die stärksten BIP-Einbußen.

Abbildung 4

Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf das BIP und auf ausgewählte Komponenten

(Abweichung vom Basisszenario in %)



Quellen: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM-Modell und Oxford-Modell.
Anmerkung: Dargestellt sind die im CO₂-Steuerszenario ermittelten Auswirkungen (Bandbreite und Median) einer CO₂-Besteuerung auf das reale BIP, die privaten Konsumausgaben und die Unternehmensinvestitionen im Euroraum von 2022 bis 2030.

Die privaten Konsumausgaben verringern sich in allen Modellen, da die höheren Energiepreise das Einkommen der privaten Haushalte vermindern (siehe Abbildung 4, Grafik b). Aufgrund der Einkommensverluste reduzieren die privaten Haushalte ihren Konsum. Sofern sie durch Energiepreissteigerungen bedingte künftige Einkommensverluste in ihre gegenwärtigen

Ausgabenentscheidungen einfließen lassen, werden solche Einschränkungen bei den Konsumausgaben vorgezogen. Dies ist in den Modellen mit vorausschauenden privaten Haushalten der Fall. In Modellen mit stärker vergangenheitsorientierten Haushalten ist der geringere Konsum hingegen in erster Linie auf einen Rückgang des aktuell verfügbaren Einkommens zurückzuführen, sodass es erst allmählich, im Laufe der Zeit zu Auswirkungen kommt. Auch durch die Finanzpolitik wird die Reaktion der Konsumausgaben in den jeweiligen Modellen beeinflusst. Modellspezifische alternative Ausgestaltungen der finanzpolitischen Reaktion auf eine höhere CO₂-Besteuerung führen zu unterschiedlichen Auswirkungen auf das Einkommen und die privaten Konsumausgaben. So simulieren einige Modelle beispielsweise dadurch Haushaltsneutralität, indem die Steuereinnahmen pauschal an die privaten Haushalte weitergereicht werden, was als eine Art Puffer fungiert, der die negativen Auswirkungen auf das Einkommen und den Konsum begrenzt.¹³

In allen Modellen lässt sich ein – wenn auch unterschiedlich starker – Investitionsrückgang beobachten, da höhere Energiepreise die Unternehmensgewinne schmälern (siehe Abbildung 4, Grafik c). Bei sinkenden Unternehmensgewinnen werden weniger Investitionen getätigt. Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass es infolge der rückläufigen Gewinne zu Wertverlusten bei den Sachanlagen der Unternehmen (z. B. beim Schattenpreis des Kapitals – insbesondere im Bereich der fossilen Brennstoffe) und zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen kommt. In den DSGE-Modellen ist dieser Kanal stärker ausgeprägt als in den breit angelegten kommerziellen Modellen, in denen die Reaktion der Investitionstätigkeit von den Kapitalnutzungskosten abhängt. Hinter dem aggregierten Investitionspfad kann sich eine erhebliche sektorale Reallokation von Kapital verbergen, bei der ein robustes Investitionswachstum bei den erneuerbaren Energien durch sehr umfangreiche Kapitalverluste im Bereich der fossilen Brennstoffe überkompensiert wird.

Was die Inflation anbelangt, so ist der Effekt zwar ebenfalls moderat und nimmt gegen Ende des Betrachtungshorizonts allmählich ab, doch es ergeben sich gewisse Unterschiede bei der kurzfristigen Inflationsentwicklung (siehe Abbildung 5, Grafik a und b). In einigen Modellen stellt sich der Effekt früher ein, weil die Unternehmen ihre Preise stärker vorausschauend festlegen und auch künftige Energiepreiserhöhungen berücksichtigen. In anderen Modellen wiederum, in denen das Preissetzungsverhalten der Unternehmen eher vergangenheitsorientiert ist, tritt ein langsamerer Inflationseffekt zutage. Die Kerninflation (gemessen als Inflation ohne die direkten Auswirkungen der Energiepreise) wird kaum beeinflusst. Insgesamt tendiert der Effekt auf die Inflation zum Ende des Szenariozeitraums in allen Modellen gegen null, doch das Preisgefüge verschiebt sich bis 2030 auf ein permanent höheres Niveau.

Der durch das CO₂-Steuerszenario erzeugte Zielkonflikt für die Geldpolitik scheint begrenzt (siehe Abbildung 5, Grafik c). Gemessen an der Reaktion der kurzfristigen Nominalzinsen reagiert die Geldpolitik bei allen Modellen verhalten. Die

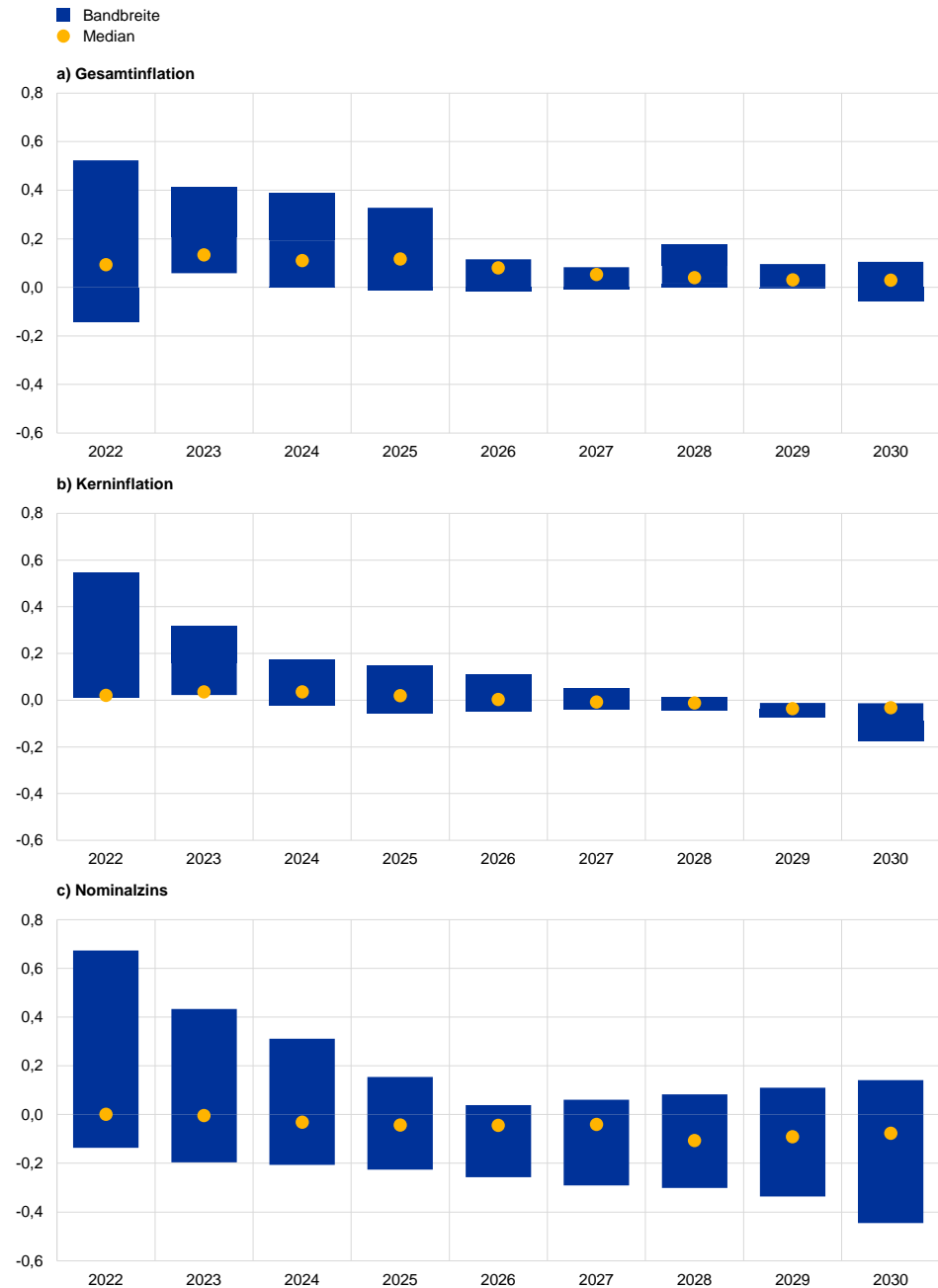
¹³ Die Sensitivitätsanalyse auf Basis von NAWM-E zeigt, dass durch gezielte Transfers von Steuereinnahmen den regressiven Effekten einer CO₂-Steuererhöhung auf einkommensschwache Haushalte entgegengewirkt werden kann. Siehe Coenen et al., a. a. O.

Zinssätze entwickeln sich innerhalb einer engen Bandbreite. In Modellen mit stärker angebotsseitigen Effekten (vor allem auf die Inflation) kommt es zu einem Anstieg der Zinsen, in Modellen mit stärker nachfrageseitigen Effekten zu einem Rückgang. Insgesamt lässt sich eine leichte Lockerung des geldpolitischen Kurses feststellen, wenn Nachfrage- und Angebotseffekte ausgeglichen sind. Dies zeigt sich darin, dass der Zinssatz in realer Rechnung in allen Modellen sinkt.

Abbildung 5

Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf die Inflationsmessgrößen und auf die Reaktion der Geldpolitik

(Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)



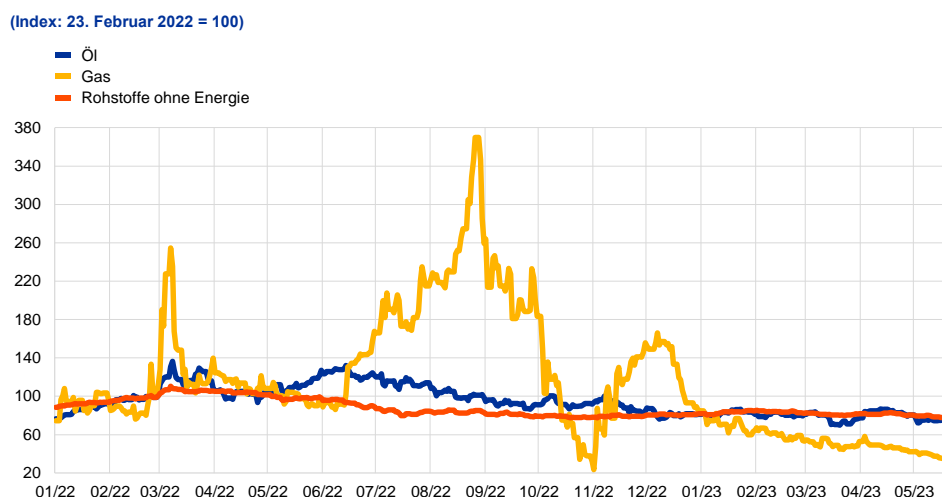
Quellen: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM-Modell und Oxford-Modell.

Anmerkung: Dargestellt sind die im CO₂-Steuerszenario ermittelten Auswirkungen (Bandbreite und Median) einer CO₂-Besteuerung auf die Gesamtinflation, die Kerninflation und den kurzfristigen Nominalzins im Euroraum von 2022 bis 2030. Die Messgrößen der Kerninflation beziehen sich nur auf NAWM-E, G-Cubed und das Oxford-Modell.

In dem geringen Einfluss der CO₂-Steuererhöhung auf die Inflation zeigt sich auch, dass sich eine höhere CO₂-Steuer in ihrer wirtschaftlichen Wirkungsweise von einem Energieangebotsschock unterscheidet. Um die spezifische Auswirkung zu verdeutlichen, kann der geringe Effekt auf die Inflation mit

jenem eines Energieangebotsschocks verglichen werden. Der angenommene Anstieg der CO₂-Preise wird schrittweise, aber persistent und vorhersehbar umgesetzt, sodass sich die Wirtschaft darauf einstellen kann. Darüber hinaus wirkt sich ein solcher Preisanstieg der Kohlenstoffemissionen proportional zum jeweiligen CO₂-Ausstoß auf die Preise und Produktionskosten von Gütern aus. Ein Energieangebotsschock hingegen tritt in der Regel unerwartet auf, ist deutlich größer und eher temporärer Art. Die Energiepreise werden zudem undifferenziert oder nicht im Verhältnis zu ihrem CO₂-Gehalt angepasst. Zu beobachten ist dies an der Entwicklung der Gaspreise seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine (siehe Abbildung 6). Diese stiegen zu Beginn des Einmarschs und in den Folgemonaten drastisch an, verringerten sich in den vergangenen Monaten jedoch wieder merklich. Unterdessen wiesen die Ölpreise zwar ebenfalls starke Schwankungen auf, die allerdings deutlich geringer ausfielen als die extremen Gaspreisfluktuationen. Ausschlaggebend für die Preisschwankungen beim Gas waren Befürchtungen, es könnte im Jahresverlauf 2022 zu Engpässen in der Gasversorgung im Eurogebiet kommen.

Abbildung 6
Entwicklung der Rohstoffpreise



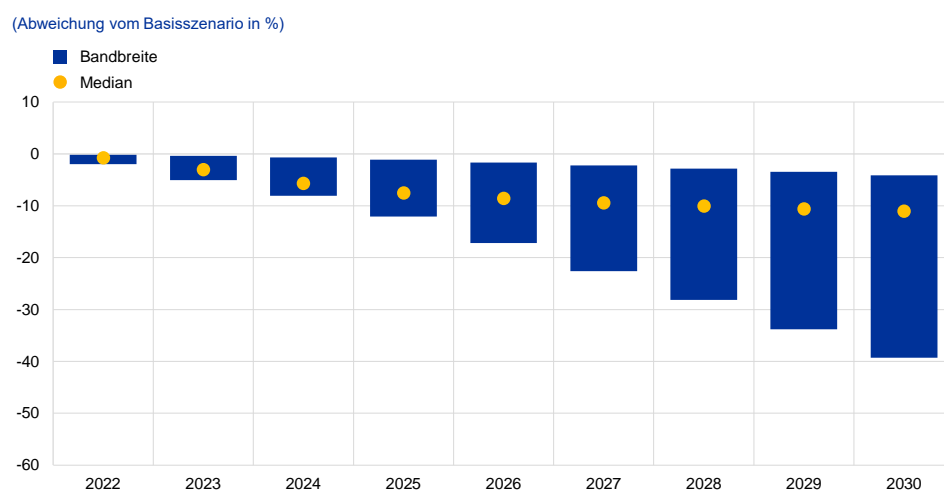
Quellen: Refinitiv, HWWI und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gaspreise beziehen sich auf den Dutch TTF. Die Daten sind auf die Werte indiziert, die am Tag vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar 2022 verzeichnet wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 22. Mai 2023 (Öl und Gas) bzw. auf den 19. Mai 2023 (Rohstoffe ohne Energie).

Modellsimulationen deuten darauf hin, dass Anpassungen der CO₂-Preise allein womöglich nicht ausreichen werden, um die ehrgeizigen Emissionsziele der EU zu erreichen (siehe Abbildung 7). Die in den verschiedenen Modellen geschätzten CO₂-Emissionsreduktionen, die durch einen CO₂-Preisanstieg erzielt werden, weisen eine sehr große Streuung auf. Modelle, die sich durch geringe Elastizitäten der Substitution zwischen kohlenstoffintensiven Technologien und erneuerbaren Energien, hohe Kapitalanpassungskosten und ein weniger reagibles Angebot an erneuerbaren Energien auszeichnen, zeigen bei einem gegebenen Einfluss auf die Produktion in der Regel einen geringeren Rückgang der CO₂-Emissionen. Insgesamt deutet der Median der breit gestreuten Schätzungen darauf hin, dass sich die CO₂-Emissionen bis 2030 um etwa 11 % verringern

werden. Damit ist der Beitrag – gemessen am Zwischenziel der EU, den CO₂-Ausstoß von 2021 bis 2030 um 46 % zu senken – lediglich begrenzt. In dieser Lücke und in der Streubreite zwischen den Modellen spiegeln sich die modellspezifischen Übertragungskanäle wider, insbesondere mit Blick auf die Elastizität der Substitution kohlenstoffintensiver Brennstoffe durch kohlenstoffarme Brennstoffe. Das umfassendere Szenario der Netto-Null-Emissionen der IEA enthält darüber hinaus ein breites Spektrum an politischen Maßnahmen, die sich nicht nur auf CO₂-Preise beschränken. In Kasten 2 werden die globale Dimension der Umsetzung einer CO₂-Steuer und ihre Auswirkungen näher erörtert.

Abbildung 7
Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf die CO₂-Emissionen



Quellen: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM-Modell und Oxford-Modell.
Anmerkung: Dargestellt sind die im CO₂-Steuerszenario ermittelten Auswirkungen (Bandbreite und Median) einer CO₂-Besteuerung auf die CO₂-Emissionen im Euroraum von 2022 bis 2030.

Ein größeres Angebot an erneuerbaren Energien und technologische Effizienzgewinne sowie ein ausreichend hoher CO₂-Preis werden in ihrem Zusammenwirken dazu beitragen, die Lücke mit Blick auf die Senkung der Emissionen zu schließen. So deuten beispielsweise Simulationen auf Basis von NAWM-E darauf hin, dass ein Angebotsanstieg bei erneuerbaren Energien oder Effizienzgewinne bei ihrer Erzeugung um jeweils 10 % den CO₂-Ausstoß um zusätzliche 2 Prozentpunkte verringern würden (siehe Coenen et al., a. a. O.). In diesen Fällen sinken die CO₂-Emissionen stärker, selbst wenn die Einbußen beim BIP geringer ausfallen. Auch Maßnahmen, die eine höhere Substitutionselastizität zwischen kohlenstoffintensiven Energieträgern und erneuerbaren Energien fördern, würden zu einer Verringerung der Emissionen beitragen. Auf Basis von NAWM-E würde eine höhere Elastizität als im Modell angenommen ebenfalls zu einer zusätzlichen Emissionssenkung von rund 3,5 Prozentpunkten führen. Voraussetzung hierfür ist, dass sich das Angebot an erneuerbaren Energien entsprechend anpasst.

Das CO₂-Steuerszenario generiert zusätzliche Einnahmen, die für Investitionen in den Klimaschutz verwendet werden könnten. Bei einer sukzessiven Erhöhung der CO₂-Steuer belaufen sich die durchschnittlichen Jahreseinnahmen 2030 auf 0,3 % bis 1,1 % des BIP. Eine genaue Aufschlüsselung der Gesamtinvestitionen liegt

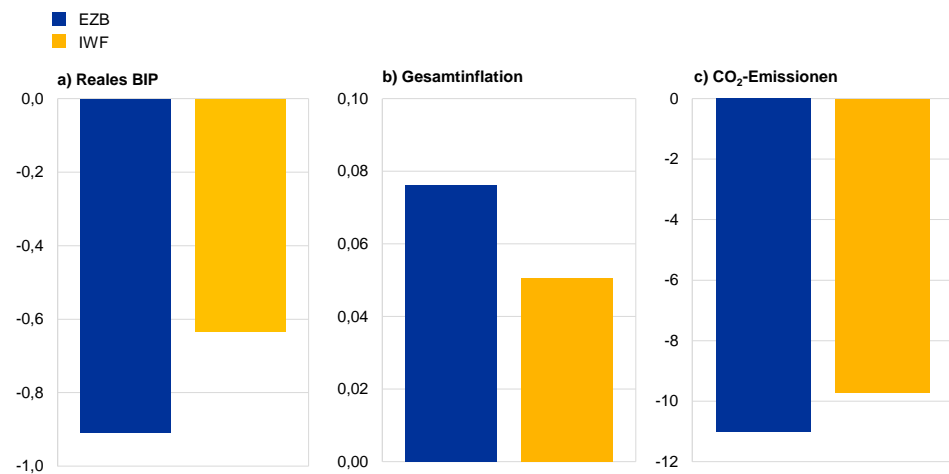
zwar nicht vor, doch laut Schätzungen der Europäischen Kommission werden im Zeitraum von 2021 bis 2030 pro Jahr rund 1 000 Mrd. € (6 % des BIP) an privaten und öffentlichen Investitionen benötigt, um das Ziel des „Fit für 55“-Pakets zu erreichen. Es ist daher wohl unwahrscheinlich, dass der öffentliche Anteil an diesen Investitionen allein durch die im vorliegenden Szenario generierten CO₂-Steuereinnahmen finanziert werden kann.¹⁴

Die Ergebnisse des CO₂-Steuerszenarios stimmen weitgehend mit jenen des IWF überein (siehe Abbildung 8). Eine vergleichbare Analyse des IWF im [World Economic Outlook](#) vom Oktober 2022 zeigt, dass bei Vorliegen einer Erhöhung der CO₂-Steuer in etwa derselben Größenordnung die Ergebnisse in Bezug auf den Effekt auf das BIP, die Inflation und den CO₂-Ausstoß in derselben Bandbreite liegen.¹⁵ Um einen aussagekräftigen Vergleich zwischen den beiden Analysen zu ermöglichen, wird die vom IWF angesetzte CO₂-Steuererhöhung im Euroraum auf die im vorliegenden Szenario verwendete CO₂-Steuererhöhung normiert. Im Hauptszenario des IWF erhöht sich die CO₂-Steuer um 135 \$ je Tonne CO₂, verglichen mit 55 € je Tonne CO₂ im Benchmark-Szenario des vorliegenden Beitrags.

Abbildung 8

Vergleich der modellbasierten Ergebnisse mit IWF-Schätzungen

(Grafik a: Abweichung vom Basisszenario im Jahr 2030 in %; Grafik b: Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten, Jahresdurchschnitt 2022-2030; Grafik c: Abweichung vom Basisszenario im Jahr 2030 in %)



Quellen: NAWM-E, E-DSGE I + II, G-Cubed, NiGEM-Modell, Oxford-Modell und GMMET-Modell des IWF.

Anmerkung: Grafik a zeigt die im CO₂-Steuerszenario ermittelten Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf das reale BIP im Jahr 2030, Grafik b die durchschnittlichen Auswirkungen auf die Gesamtinflation von 2022 bis 2030 und Grafik c die Auswirkungen auf die CO₂-Emissionen im Jahr 2030. Für die EZB-Modelle werden Medianeffekte ausgewiesen. Die geschätzten Effekte des IWF wurden reskaliert, um eine Erhöhung der CO₂-Steuern in derselben Größenordnung abzubilden.

¹⁴ Siehe Europäische Kommission, [Die EU-Wirtschaft nach COVID-19: Auswirkungen auf die wirtschaftspolitische Steuerung](#), Oktober 2021.

¹⁵ Bei der IWF-Analyse werden alternative Maßnahmenpakete berücksichtigt, wie die Staatseinnahmen aus der CO₂-Steuererhöhung verwendet werden können. Siehe IWF, Near-Term Macroeconomic Impact of Decarbonization Policies, [World Economic Outlook](#), Oktober 2022, Kapitel 3. Der Vergleich bezieht sich auf den Fall, in dem Steuereinnahmen als Transferleistungen an private Haushalte erfolgen, was aus fiskalischer Sicht am neutralsten ist und der DSGE-modellbasierten Analyse im vorliegenden Aufsatz entspricht.

Kasten 2

Die globale Dimension einer CO₂-Steuer: eine Sensitivitätsanalyse

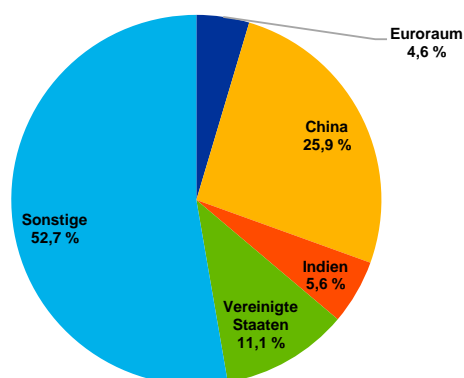
Alina Bobasu, Alistair Dieppe, John Hutchinson, Arthur Saint-Guilhem und Aurelian Vlad

Der Beitrag des Euroraums zu den weltweiten CO₂-Emissionen betrug im Jahr 2021 rund 5 % (siehe Abbildung A). Folglich würde sich eine CO₂-Besteuerung in der übrigen Welt deutlich auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auch des Euroraums sowie auf die Verringerung des weltweiten CO₂-Ausstoßes, die Wettbewerbsfähigkeit und die Terms of Trade auswirken. Im vorliegenden Kasten wird anhand einer Sensitivitätsanalyse auf Basis des Oxford-Modells und des NiGEM-Modells untersucht, welche Auswirkungen verschiedene Annahmen zur CO₂-Besteuerung in der übrigen Welt auf die Wirtschaft des Eurogebiets und auf die weltweiten CO₂-Emissionen hätten. Ein Ergebnis ist: Je einheitlicher und ambitionierter der Anwendungsbereich der globalen CO₂-Steuer, desto stärker der Rückgang der weltweiten Nachfrage nach fossilen Brennstoffen und des CO₂-Ausstoßes, und umso größer fallen auch die negativen Folgen für die Wirtschaft des Euroraums aus. In der Summe unterstreichen die Ergebnisse, wie wichtig eine international abgestimmte klimapolitische Zusammenarbeit ist.

Abbildung A

CO₂-Emissionen weltweit

(in %)



Quelle: IEA, *Global Energy Review: CO₂ emissions in 2021*, 2022.

Anmerkung: Dargestellt ist der Anteil der einzelnen Regionen an den weltweiten jährlichen CO₂-Emissionen auf Basis der IEA-Analyse.

Mit Blick auf eine CO₂-Steuer in der übrigen Welt werden zwei Szenarien betrachtet, die sich in ihren Annahmen von dem im Haupttext beschriebenen Benchmark-Szenario unterscheiden. In Szenario 1 erreicht die CO₂-Steuer in der übrigen Welt bis 2030 in ihrer Höhe das gleiche Niveau wie im Euroraum. In Szenario 2 bleibt der CO₂-Ausstoß in der übrigen Welt unbesteuert. Die Szenarien 1 und 2 können als Ober- bzw. Untergrenze des Benchmark-Szenarios¹⁶ gelten.

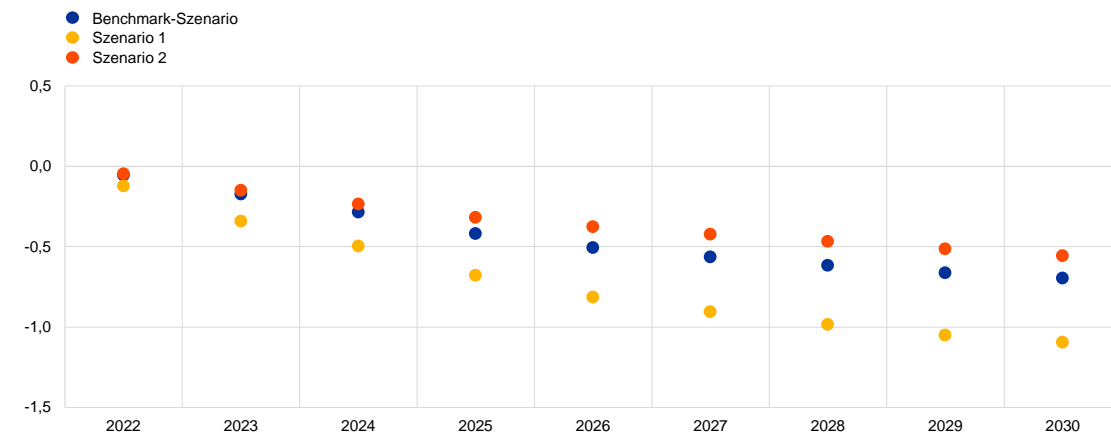
In allen der drei verglichenen Szenarien geht das BIP des Euroraums stetig zurück. Am stärksten ausgeprägt ist dieser Rückgang dabei in Szenario 1 (siehe Abbildung B), in dem die in der übrigen Welt implementierte höhere CO₂-Steuer die Auslandsnachfrage im Eurogebiet dämpft, was sich wiederum negativ im BIP des Euroraums niederschlägt. In Szenario 2 ist der Effekt auf das BIP des Euroraums geringer als im Benchmark-Szenario, weil die von der Auslandsnachfrage ausgehende Bremswirkung hier schwächer ausfällt.

¹⁶ In beiden Szenarien werden feste Wechselkurse unterstellt.

Abbildung B

Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf das reale BIP des Euroraums

(Abweichung vom Basisszenario in %, Jahresdurchschnitt)



Quellen: NiGEM-Modell, Oxford-Modell und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die durchschnittlichen Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf das reale BIP des Euroraums von 2022 bis 2030 in drei verschiedenen Szenarien auf Basis des Oxford-Modells und des NiGEM-Modells, wobei unterschiedliche Annahmen zugrunde gelegt werden, was die CO₂-Besteuerung in der übrigen Welt betrifft.

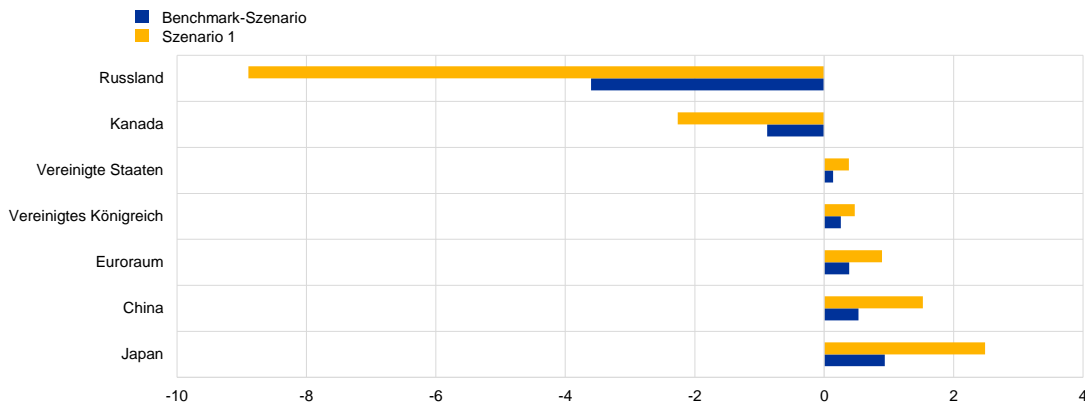
Im Einklang mit der Beschreibung der globalen Übertragungskanäle in Abschnitt 3 führt die Erhöhung der CO₂-Steuer in energieimportierenden Länder zu einer Verbesserung der Terms of Trade (d. h. der Menge an Waren, die ein Land für eine bestimmte Menge an Exportgütern kaufen kann), während sie in Ländern, die Rohstoffe exportieren, eine Verschlechterung herbeiführt (siehe Abbildung C, Grafik a). Diese Verschlechterung der Terms of Trade von Rohstoffexporteuren liegt daran, dass wegen der CO₂-Preiserhöhungen sowohl die weltweite Nachfrage nach fossilen Brennstoffen als auch deren Preise (vor Steuern) bis zum Ende des Szenariozeitraums sinken. Dieser Effekt unterscheidet sich von dem Effekt von Energieangebotsschocks, bei denen sich eine Verteuerung fossiler Brennstoffe positiv auf die Terms of Trade rohstoffexportierender Länder auswirkt. Für den Euroraum ist vor allem in Szenario 1 insgesamt gesehen auf lange Sicht eine allgemeine Verbesserung der Terms of Trade festzustellen, weil letztlich die relative Erhöhung der Exportpreise die der Importpreise übersteigt.

Abbildung C

Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf die Terms of Trade und die Energieintensität in Bezug auf fossile Brennstoffe

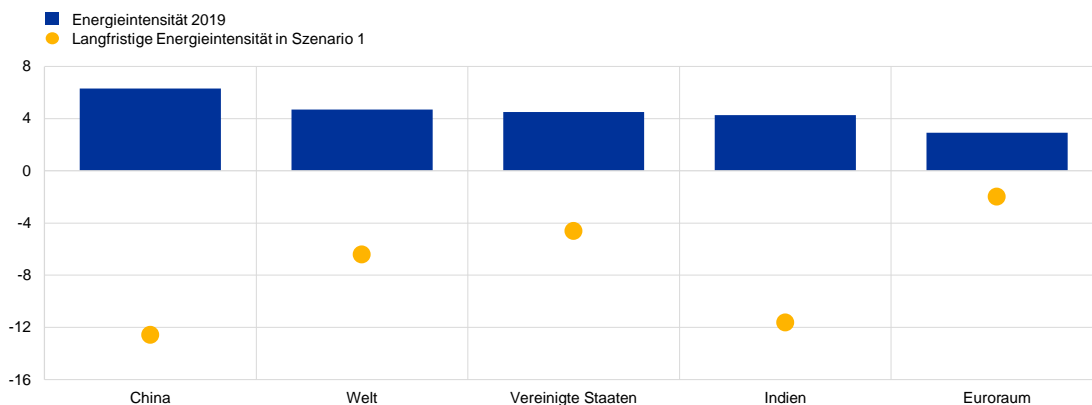
a) Terms of Trade

(Abweichung vom Basisszenario in %)



b) Energieintensität in Bezug auf fossile Brennstoffe: historische und modellbasierte Ergebnisse

(in Megajoule je USD-BIP im Jahr 2017 in US-Dollar zu Kaufkraftparitäten; Abweichung vom Basisszenario in %)



Quellen: NiGEM-Modell, Oxford-Modell und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die Veränderung der langfristigen Terms of Trade für das Benchmark-Szenario und für Szenario 1. Grafik b zeigt die Veränderung der Energieintensität in Szenario 1. Die Ergebnisse basieren auf dem Durchschnitt des Oxford-Modells und des NiGEM-Modells.

Die Untersuchung zeigt auch, dass bei einem gegebenen Anstieg der CO₂-Preise die Verringerung der Emissionen und die impliziten gesamtwirtschaftlichen Effekte von Land zu Land unterschiedlich ausfallen, je nachdem, wie stark dieses auf fossile Brennstoffe zurückgreift. So würde sich die Energieintensität in Bezug auf fossile Brennstoffe in Ländern, die sich stärker auf solche Energieträger stützen (z. B. China), durch eine Besteuerung auch am stärksten verringern (siehe Abbildung C, Grafik b). Hingegen würden Länder, die einen geringeren Verbrauch an fossilen Energien haben, einen schwächeren Rückgang verzeichnen. Dies verdeutlicht, dass der Grenznutzen aus der CO₂-Bepreisung in Form einer Verringerung der Energieintensität bei fossilen Brennstoffen in erster Linie von kohlenstoffintensiven Volkswirtschaften kommen dürften. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass dieser Nutzen mit zunehmendem Umsetzungsgrad der Maßnahmen im Laufe der Zeit sinken wird.

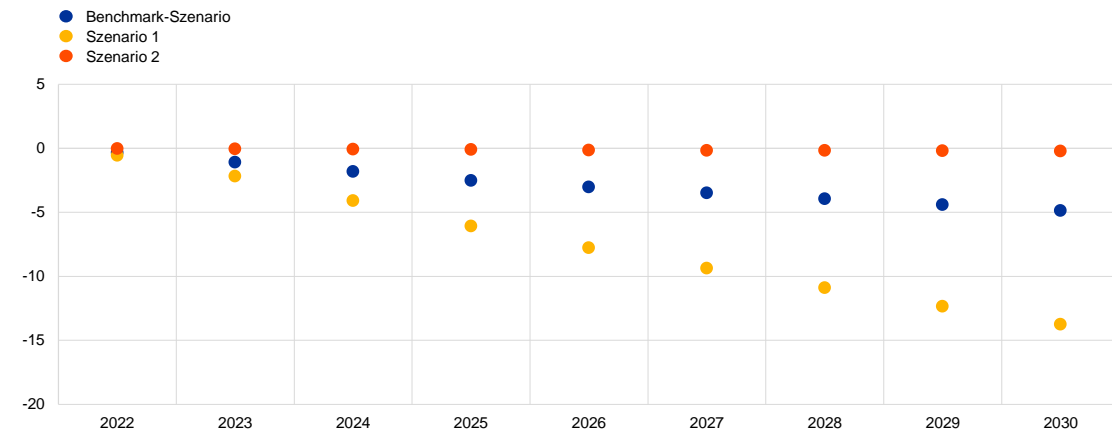
Je einheitlicher und ehrgeiziger die globale Politik bei der CO₂-Besteuerung ist, desto höhere CO₂-Einsparungen könnten erreicht werden – wenngleich die globalen Klimaziele dennoch verfehlt würden (siehe Abbildung D). Insgesamt sinken die weltweiten CO₂-Emissionen in Szenario 1

bis 2030 um rund 15 %, was etwa dem Dreifachen des Benchmark-Szenarios entspricht. Diese Entwicklungen stehen in deutlichem Gegensatz zu Szenario 2, in dem lediglich der Euroraum, nicht aber die übrige Welt, eine CO₂-Steuer einführt. In diesem Fall sind die weltweiten CO₂-Einsparungen verschwindend gering.

Abbildung D

Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf die weltweiten CO₂-Emissionen

(Abweichung vom Basisszenario in %)



Quellen: NiGEM-Modell und Oxford-Modell.

Anmerkung: Dargestellt sind die durchschnittlichen Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf die weltweiten CO₂-Emissionen von 2022 bis 2030 in drei verschiedenen Szenarien auf Basis des Oxford-Modells und des NiGEM-Modells, wobei unterschiedliche Annahmen zugrunde gelegt werden, was die CO₂-Besteuerung in der übrigen Welt betrifft.

Insgesamt zeigen die Beispielszenarien, wie wichtig die internationale Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Klimapolitik ist und dass der CO₂-Preis hinreichend hoch sein muss, wobei eine breite Palette an Klimaschutzinstrumenten zum Einsatz kommen sollte, die auf die einzelnen Länder zugeschnitten sind.

Entscheidet sich eine Zentralbank dafür, die direkten Inflationseffekte einer CO₂-Besteuerung auszublenden, um den Rückgang der Produktionsleistung einzudämmen, müsste sie über einen längeren Zeitraum hinweg eine höhere Gesamtinflation tolerieren (siehe Abbildung 9). Zur Untersuchung dieses Zielkonflikts der Zentralbank wurde eine zusätzliche Sensitivitätsanalyse mit NAWM-E durchgeführt. In dieser beispielhaften Analyse wird davon ausgegangen, dass die Zentralbank einer einfachen Taylor-Regel folgt. Sie kann sich dann entweder dafür entscheiden, die direkte inflationäre Wirkung des steuerbedingten Energiepreisanstiegs zu bekämpfen, indem sie sich auf die Stabilisierung der Gesamtinflation konzentriert. Oder sie kann beschließen, diese direkten Effekte auszublenden, um sich auf die Kerninflation (also die Inflation ohne Energie) zu fokussieren.¹⁷ Dem Modell zufolge führt die Steuererhöhung in beiden Fällen zu einem Produktionsrückgang und einem Inflationsanstieg, allerdings ist der Effekt

¹⁷ Eine normative Analyse der Reaktion der Geldpolitik auf einen CO₂-Steuerschokk innerhalb eines stilisierten neuklassischen Modells findet sich in: C. Olovsson und D. Vestin, *Greenflation?*, Working Paper Series der Sveriges riksbank, Nr. 420, 2023. Die Analyse deutet darauf hin, dass die optimale Reaktion der Geldpolitik darin besteht, die steuerbedingte Energieverteuerung auszublenden und sich auf die Kerninflation zu konzentrieren.

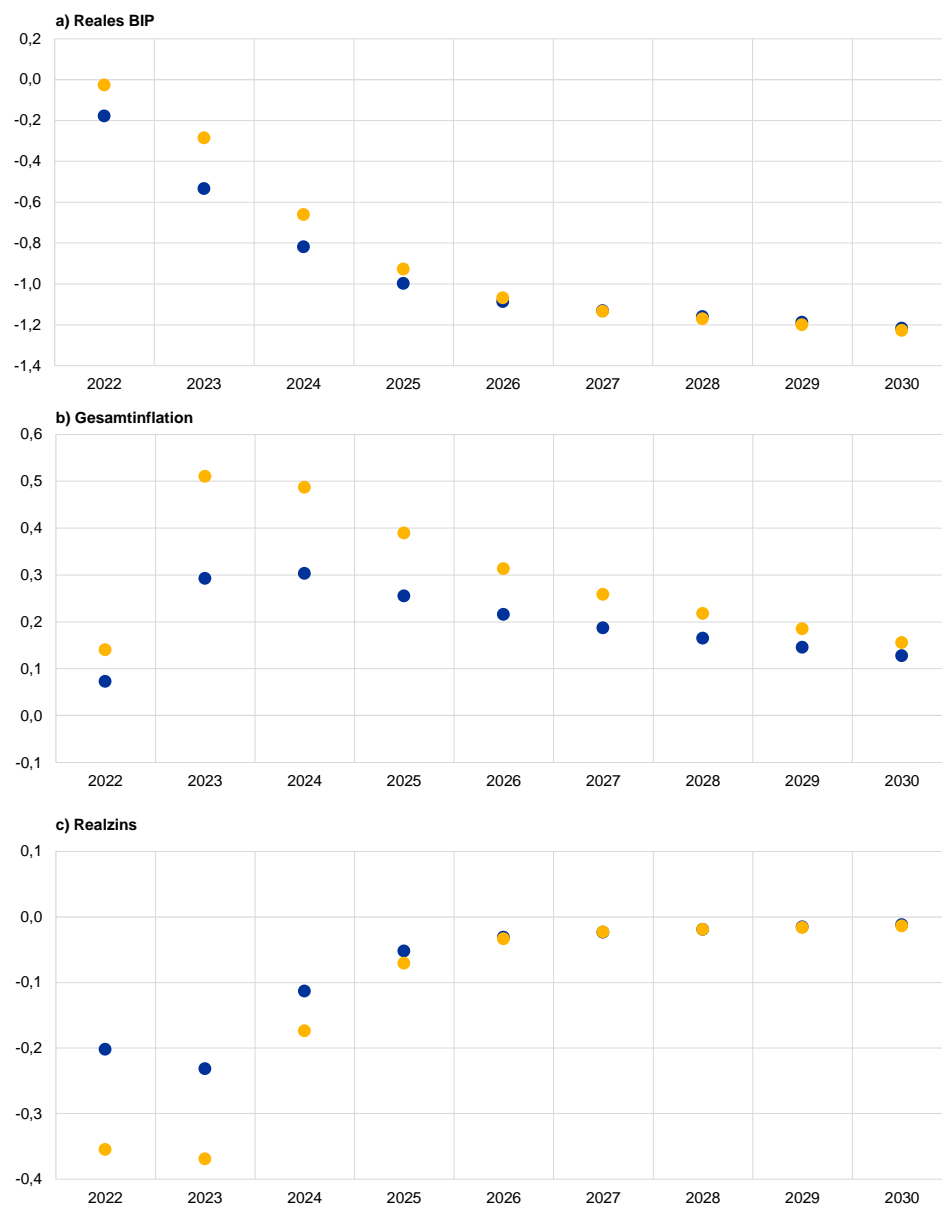
unterschiedlich stark ausgeprägt. Liegt der Fokus der Zentralbank darauf, den Rückgang der Produktionsleistung zu begrenzen, der durch eine Bekämpfung der direkten Inflationswirkung des steuerbedingten Energiepreisanstiegs entstünde, kann sie die Energiepreisfolgen außer Acht lassen und sich auf die Stabilisierung der Kerninflation konzentrieren. Ein solcher Ansatz würde, wie aus dem kräftigeren Rückgang des realen Zinssatzes ersichtlich, zu einer stärkeren Lockerung des geldpolitischen Kurses führen und somit die Produktionsverluste begrenzen. Allerdings nimmt die Zentralbank dafür eine höhere Gesamtinflation in Kauf. Außerdem führt dieser Ansatz zu einer deutlich langwierigeren Abweichung der Gesamtinflation von ihrem Zielwert als der Ansatz, bei dem sich die Zentralbank auf die Stabilisierung der Gesamtinflation konzentriert. Daher kann es für die Geldpolitik zu einem Verlust an Glaubwürdigkeit kommen. Unter Umständen nimmt auch das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen zu. Tritt dieser Fall ein, müsste die Geldpolitik ihren Ansatz korrigieren und entschlossen handeln, da sie sich höheren Kosten mit Blick auf die Stabilisierung von Produktion und Inflation gegenübersehen. Eine sehr energische Reaktion der Zentralbank könnte aber auch dazu führen, dass die Kerninflation dauerhaft unter das Inflationsziel sinkt.

Abbildung 9

Geldpolitik und Zielkonflikt zwischen Produktion und Inflation: Sensitivitätsanalyse

(Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)

- Reaktion auf die Gesamtinflation
- Reaktion auf die Kerninflation



Quelle: NAWM-E.

Anmerkung: Dargestellt sind die im CO₂-Steuerszenario ermittelten Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf das reale BIP, die Gesamtinflation und den kurzfristigen Realzins im Euroraum von 2022 bis 2030. In den zugrunde liegenden Simulationen folgt die Geldpolitik einer Taylor-Zinsregel und reagiert entweder auf die Gesamtinflation oder auf die Kerninflation im Zusammenspiel mit einer Reaktion auf die Produktionslücke. Standardmäßig beinhaltet die Zinsregel im Modell hingegen eine Reaktion auf die Kerninflation und die Produktionslücke.

6 Schlussbemerkungen

Modellbasierte Schätzungen, die untersuchen, wie sich eine mögliche CO₂-Besteuerung in den Jahren bis 2030 auswirken wird, deuten darauf hin,

dass sich die Folgen für die Produktionsleistung und die Inflation in Grenzen halten. Gleichzeitig lassen sie aber auch erkennen, dass der Beitrag zur Erreichung der CO₂-Reduktionsziele der EU ebenfalls begrenzt ist. Eine höhere CO₂-Bepreisung wirkt sich vor allem über eine Verteuerung von Energie auf die Produktion und die Inflation aus. Die Folgen hängen aber auch von Verteilungseffekten, weltweiten Maßnahmen zum ökologischen Wandel, der Finanz- und Geldpolitik sowie von der Fähigkeit der Finanzintermediäre ab, die Reallokation von Kapital zu unterstützen. Steigen die CO₂-Preise im Einklang mit dem IEA-Szenario von Netto-Null-Emissionen im Jahr 2050, sind die Auswirkungen auf das BIP und die Inflation im Euroraum im laufenden Jahrzehnt moderat. Die Geldpolitik sieht sich indes mit einem leichten Zielkonflikt zwischen Produktion und Inflation konfrontiert, da sie bestrebt ist, mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Gleichzeitig ist die geschätzte Verringerung des CO₂-Ausstoßes begrenzt und entspricht lediglich etwa einem Viertel des Zwischenziels der EU. Durch höhere CO₂-Preise könnten auch höhere Einsparungen erzielt werden, doch würde dies größere Auswirkungen auf die Inflation und das BIP und einen größeren Zielkonflikt für die Geldpolitik bedeuten. In jedem Fall ist zur Erreichung der EU-Klimaziele, wie im „Fit für 55“-Paket dargelegt, ein Instrumentarium aus einer ambitionierten CO₂-Bepreisung, zusätzlichen Regulierungsmaßnahmen und technologischen Innovationen vonnöten.

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 ECB Data Portal abgerufen werden:	https://data.ecb.europa.eu/
Ausführliche Tabellen finden sich im Abschnitt „Publications“ im ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Methodische Definitionen sind im Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal enthalten:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
Begriffserläuterungen und Abkürzungen finden sich im Statistikglossar der EZB:	www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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	-4,0	-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	2,6	4,4	0,8
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	0,8	2,8	-1,4
Q2	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,1	-0,2	0,0
Q3	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,5	-0,4	1,4
Q4	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-1,8	-1,8	-1,8
2022 Juli	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,2	0,5	1,9
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,0	-0,4	2,6
Sept.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,5	-0,4	1,4
Okt.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,7	0,5
Nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-1,0	-1,3	-0,6
Dez.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-1,8	-1,8	-1,8

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 Konjunkturentwicklung

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	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2020	11 517,2	11 110,8	5 956,0	2 577,9	2 527,3	1 228,1	687,4	605,0	49,6	406,4	5 210,1	4 803,7
2021	12 402,4	11 909,3	6 324,2	2 731,1	2 720,9	1 384,2	762,1	567,3	133,2	493,1	6 131,7	5 638,6
2022	13 422,1	13 183,8	7 056,4	2 885,3	3 014,9	1 560,4	842,7	604,2	227,3	238,3	7 385,1	7 146,8
2022 Q2	3 328,3	3 258,2	1 741,3	713,9	745,0	389,0	205,7	148,4	58,0	70,1	1 854,3	1 784,2
Q3	3 373,8	3 347,8	1 798,0	723,2	766,2	393,9	216,1	154,2	60,4	26,1	1 907,0	1 881,0
Q4	3 442,6	3 370,7	1 823,6	741,0	771,1	396,6	217,1	155,5	35,0	71,9	1 893,1	1 821,2
2023 Q1	3 503,1	3 373,7	1 844,7	728,8	783,8	406,7	221,7	153,4	16,5	129,4	1 888,3	1 758,9
<i>In % des BIP</i>												
2022	100,0	98,2	52,6	21,5	22,5	11,6	6,3	4,5	1,7	1,8	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2022 Q2	0,8	0,8	0,9	-0,1	0,8	0,0	1,1	2,6	-	-	1,8	1,9
Q3	0,4	1,1	1,3	0,0	1,0	-0,9	2,9	3,1	-	-	1,1	2,6
Q4	-0,1	-0,6	-1,0	0,6	-0,6	-0,8	-1,0	0,7	-	-	-0,3	-1,5
2023 Q1	0,0	-0,8	-0,3	-1,6	0,6	1,3	1,7	-2,3	-	-	0,2	-1,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020	-6,0	-5,7	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,9	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,5	4,2	3,8	4,3	3,8	6,5	8,7	-7,5	-	-	11,1	8,7
2022	3,4	3,6	4,5	1,4	2,9	1,9	4,3	3,5	-	-	7,1	8,1
2022 Q2	4,2	4,4	5,9	1,0	2,7	2,0	1,9	5,8	-	-	8,3	9,2
Q3	2,4	3,5	2,7	0,6	4,7	1,4	8,1	8,3	-	-	7,6	10,6
Q4	1,8	1,2	1,5	0,9	0,8	0,2	5,7	-3,5	-	-	4,3	3,2
2023 Q1	1,1	0,5	0,8	-1,0	1,9	-0,5	4,7	4,1	-	-	2,7	1,8
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2022 Q2	0,8	0,8	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-	-
Q3	0,4	1,1	0,6	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,7	-	-
Q4	-0,1	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,6	-	-
2023 Q1	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,8	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2020	-6,0	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,5	4,3	2,1	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,4	-	-
2022	3,4	3,6	2,4	0,3	0,6	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-
2022 Q2	4,2	4,3	3,0	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,0	-	-
Q3	2,4	3,4	1,4	0,1	1,0	0,2	0,5	0,4	0,8	-1,0	-	-
Q4	1,8	1,1	0,8	0,2	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,0	0,7	-	-
2023 Q1	1,1	0,6	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,6	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2020	10 378,7	177,1	2 008,3	549,5	1 802,5	546,9	484,5	1 214,4	1 203,8	2 067,5	324,1	1 138,5
2021	11 117,7	189,8	2 184,9	596,5	2 008,1	591,5	501,3	1 251,0	1 292,3	2 163,9	338,4	1 284,7
2022	12 082,8	221,6	2 420,0	660,1	2 321,1	624,1	513,3	1 303,6	1 393,0	2 254,2	371,8	1 339,3
2022 Q2	2 987,0	54,5	602,6	163,4	575,8	154,3	125,4	320,6	345,5	552,9	92,0	341,3
Q3	3 039,3	57,2	602,6	165,6	593,0	157,4	128,5	325,5	350,0	564,7	94,8	334,6
Q4	3 118,9	58,1	634,1	170,8	598,3	159,0	134,5	334,3	358,4	576,9	94,5	323,7
2023 Q1	3 184,2	59,2	659,6	179,8	604,3	161,7	139,9	342,5	363,0	578,3	95,9	318,9
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2022	100,0	1,8	20,0	5,5	19,2	5,2	4,2	10,8	11,5	18,7	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2022 Q2	0,8	-0,2	0,4	-0,1	1,8	1,7	0,0	0,3	1,1	-0,2	4,1	1,1
Q3	0,7	0,4	0,6	-1,0	1,0	1,4	0,0	-0,2	0,4	1,1	3,0	-2,1
Q4	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-1,1	0,6	-0,3	0,3	0,2	0,3	-2,4	0,9
2023 Q1	0,3	0,6	-0,2	2,4	0,4	1,0	-1,1	0,7	0,4	0,0	1,7	-3,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020	-5,9	0,1	-6,2	-5,2	-14,1	2,1	0,4	-0,7	-5,6	-2,8	-17,7	-7,2
2021	5,3	-0,4	7,5	3,8	7,9	7,5	3,8	1,8	6,1	3,5	4,2	6,6
2022	3,5	-0,1	1,7	1,5	7,9	5,3	-0,7	1,9	4,7	1,6	11,7	2,0
2022 Q2	4,4	-0,4	1,9	2,0	11,4	5,4	-0,6	2,2	5,5	1,3	16,6	2,9
Q3	2,6	0,0	1,9	1,0	4,7	6,2	-1,0	1,3	3,7	1,2	7,0	0,3
Q4	2,1	-0,3	1,5	-0,1	2,8	3,9	-0,8	1,2	3,2	2,0	6,7	-1,2
2023 Q1	1,6	1,0	0,7	1,0	2,1	4,9	-1,4	1,0	2,2	1,2	6,5	-3,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2022 Q2	0,8	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
Q3	0,7	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-
Q4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-
2023 Q1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,3	0,0	1,5	0,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4	-
2022 Q2	4,4	0,0	0,4	0,1	2,0	0,3	0,0	0,3	0,6	0,3	0,5	-
Q3	2,6	0,0	0,4	0,1	0,9	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
Q4	2,1	0,0	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,6	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,0	24,9	6,6
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,2	6,4	24,5	3,2	2,4	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-1,4	-1,4	-1,2	-2,6	-1,9	0,8	-3,6	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,1
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	-0,2	3,3	0,5	4,7	1,1	1,0	3,0	2,0	1,0
2022	2,3	2,5	1,1	-0,4	1,2	3,2	3,3	5,7	0,0	3,0	3,0	1,5	1,7
2022 Q2	2,8	3,0	1,0	0,2	1,3	3,6	4,7	6,0	0,3	2,8	3,4	1,6	1,9
Q3	1,8	2,0	1,1	-0,7	1,3	3,3	2,0	6,2	-0,3	4,1	2,4	1,4	0,9
Q4	1,6	1,7	0,7	-0,8	1,0	2,2	1,7	4,5	0,4	3,3	2,1	1,3	1,0
2023 Q1	1,6	1,7	1,3	-1,1	1,2	1,5	2,2	4,5	1,1	2,5	2,0	1,2	0,9
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,0	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,5	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,3	3,5	2,5	1,1	14,0	21,9	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-8,0	-7,2	-11,2	-3,4	-7,4	-6,1	-14,5	-1,8	-2,1	-5,1	-8,3	-2,3	-12,3
2021	5,4	5,2	6,5	0,1	4,6	9,2	6,7	7,3	2,9	6,9	7,5	3,1	5,8
2022	3,5	3,6	3,0	-1,0	1,0	3,4	7,4	5,8	-0,2	4,9	4,1	0,7	5,9
2022 Q2	3,7	3,9	2,8	-1,4	0,4	2,9	9,8	5,4	-1,0	5,1	3,9	-0,1	6,7
Q3	2,6	2,8	1,3	-0,5	1,9	3,5	3,3	7,2	0,2	4,9	3,7	1,2	2,4
Q4	2,3	2,3	2,1	-0,5	1,4	3,4	3,0	5,0	1,2	3,7	3,2	1,2	2,8
2023 Q1	1,9	2,1	1,0	-0,3	1,7	1,6	2,7	4,2	1,4	1,6	2,4	1,3	1,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,6	-6,8	-11,3	-3,7	-2,5	-5,8	-6,4	-3,2	-9,5
2021	3,9	3,5	6,0	-0,1	4,8	5,6	6,2	2,5	1,7	5,8	4,4	1,1	4,8
2022	1,1	1,1	1,8	-0,6	-0,2	0,2	3,9	0,1	-0,2	1,8	1,0	-0,8	4,2
2022 Q2	0,9	0,8	1,8	-1,6	-0,9	-0,6	4,8	-0,5	-1,3	2,3	0,5	-1,7	4,7
Q3	0,7	0,9	0,2	0,2	0,6	0,3	1,3	0,9	0,5	0,8	1,2	-0,3	1,5
Q4	0,7	0,6	1,4	0,3	0,4	1,2	1,3	0,4	0,8	0,4	1,0	-0,1	1,8
2023 Q1	0,3	0,5	-0,2	0,8	0,5	0,1	0,5	-0,3	0,3	-0,9	0,5	0,1	0,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- 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	12,963	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,319	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,817	3,1	11,341	6,8	2,7	9,083	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,654	7,2	3,1
2022 Q2	167,794	3,1	11,299	6,7	2,7	9,038	5,9	2,261	14,6	5,704	6,4	5,595	7,1	3,2
Q3	167,971	3,0	11,427	6,8	2,5	9,058	5,9	2,369	15,2	5,746	6,4	5,681	7,2	3,1
Q4	168,630	3,0	11,227	6,7	2,5	8,973	5,9	2,254	14,3	5,599	6,2	5,628	7,1	3,1
2023 Q1	169,496	3,0	11,149	6,6	2,5	8,963	5,8	2,185	13,8	5,592	6,2	5,556	7,0	3,0
2022 Dez.	-	-	11,290	6,7	-	9,043	5,9	2,247	14,2	5,651	6,3	5,639	7,1	-
2023 Jan.	-	-	11,268	6,7	-	9,016	5,9	2,251	14,2	5,645	6,3	5,623	7,1	-
Febr.	-	-	11,196	6,6	-	8,958	5,8	2,238	14,1	5,639	6,3	5,557	7,0	-
März	-	-	11,110	6,6	-	8,888	5,8	2,222	14,0	5,603	6,2	5,507	6,9	-
April	-	-	11,071	6,5	-	8,855	5,8	2,215	13,9	5,594	6,2	5,477	6,9	-
Mai	-	-	11,014	6,5	-	8,788	5,7	2,226	13,9	5,562	6,2	5,452	6,8	-

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	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,2	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,6	8,1	1,5	6,0	5,0	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,4	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,1	0,3	6,3	-1,4	6,2	5,8	-1,6	11,1	12,5	12,4	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,6	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,7	2,9	7,7	13,3	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,6	9,9	3,0	-1,3	0,8	-0,5	-1,6	-0,6	3,3	9,1	1,5
Q4	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,0	0,3	-2,5	-5,0	-1,5	3,1	6,2	15,3
2023 Jan.	1,0	2,3	-5,6	8,6	3,4	-7,7	0,5	-1,8	-4,6	0,0	4,8	6,2	12,1
Febr.	2,0	2,9	-5,0	9,9	3,6	-4,1	2,2	-2,4	-4,7	-0,8	0,4	4,1	11,6
März	-1,3	-0,6	-4,5	-1,6	6,1	-6,5	-0,7	-3,3	-6,3	-1,6	1,8	4,7	30,8
April	0,2	1,0	-6,0	8,6	-0,2	-8,7	0,4	-2,9	-4,6	-1,2	-3,1	3,1	19,4
Mai	-2,2	-1,8	-5,4	2,5	-3,0	-6,2	0,1	-2,9	-3,5	-2,1	-2,2	.	20,3
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,0
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2023 Jan.	0,7	0,5	1,2	0,3	-1,5	-1,1	3,3	0,9	1,8	-1,6	-	-	-8,7
Febr.	1,8	1,5	0,8	1,7	1,0	0,7	2,2	-0,3	-0,3	-0,1	-1,2	-	3,0
März	-4,4	-5,5	-1,0	-14,9	-0,3	-1,1	-1,8	-0,4	-0,8	-0,7	0,4	-	-1,5
April	1,0	0,5	-0,9	14,7	-2,6	-0,3	-0,6	0,0	-0,3	0,3	-2,4	-	-1,1
Mai	0,2	1,3	0,5	1,0	0,1	-1,1	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,3	-	-0,5
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	1,5

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	-11,6	-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	-7,4	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q3	97,2	1,8	81,9	-26,8	2,9	-6,7	7,5	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	95,3	-0,9	81,2	-24,5	3,1	-4,8	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,3	0,1	81,1	-19,7	1,3	-1,0	9,4	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	96,9	-5,1	-	-17,0	-0,5	-4,1	7,5	-	44,7	46,4	54,5	52,3
2023 Febr.	99,3	0,1	-	-19,0	1,5	-0,4	9,1	-	48,5	50,1	52,7	52,0
März	98,9	-0,8	-	-19,1	0,9	-1,8	8,9	-	47,3	50,4	55,0	53,7
April	98,9	-2,9	81,2	-17,5	0,7	-1,0	9,7	90,0	45,8	48,5	56,2	54,1
Mai	96,4	-5,3	-	-17,4	-0,3	-5,3	7,1	-	44,8	46,4	55,1	52,8
Juni	95,3	-7,2	-	-16,1	-2,0	-6,0	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
Juli	-	-	-	-15,1	-	-	-	-	42,7	42,9	51,1	48,9

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen 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	
2020	19,6	95,2	-0,1	4,2	-1,7	5,6	4,8	46,0	24,6	81,1	3,7	-12,0	2,5
2021	17,5	95,4	1,5	3,8	17,4	8,0	8,2	48,6	26,6	78,9	5,5	7,5	3,4
2022	13,5	92,7	0,0	2,6	12,4	1,4	6,9	48,7	23,8	74,1	3,0	9,3	2,0
2022 Q2	14,6	95,2	0,2	2,8	16,6	4,4	10,1	48,8	24,7	74,0	4,8	-4,3	3,2
Q3	13,9	94,4	0,0	2,8	10,6	3,0	9,1	49,0	24,1	74,1	4,2	25,0	3,0
Q4	13,5	93,0	-0,7	2,6	6,5	1,5	6,9	48,7	23,8	72,1	2,9	2,3	2,0
2023 Q1	13,4	91,3	0,5	2,4	5,4	2,8	5,4	48,6	23,9	70,2	2,4	1,3	1,5

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

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

2 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-	Ausgaben
	Ein-	Ausgaben	Saldo	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q2	1 307,5	1 343,4	-35,9	721,3	753,4	316,8	278,9	227,7	222,0	41,6	89,2	116,1	11,6
Q3	1 356,3	1 444,0	-87,7	755,1	806,6	320,0	319,8	238,5	229,2	42,7	88,5	25,4	16,1
Q4	1 360,4	1 365,1	-4,8	749,2	751,0	312,2	267,8	256,3	263,8	42,6	82,5	58,3	35,7
2023 Q1	1 377,6	1 340,3	37,3	750,2	694,1	322,4	299,3	265,0	272,0	40,0	75,0	34,6	31,1
2022 Dez.	442,4	438,5	3,9	242,9	239,1	101,3	87,6	84,2	84,4	14,0	27,3	40,5	25,9
2023 Jan.	460,6	455,6	5,0	247,4	244,1	108,3	97,7	90,7	90,2	14,2	23,6	11,6	13,4
Febr.	454,7	442,7	11,9	248,3	228,5	106,6	96,9	86,5	92,5	13,3	24,8	5,9	4,4
März	462,3	441,9	20,4	254,6	221,4	107,4	104,7	87,8	89,2	12,5	26,6	17,1	13,2
April	433,5	429,7	3,8	232,2	215,3	108,2	104,2	79,7	82,5	13,4	27,7	6,4	5,7
Mai	460,4	451,3	9,1	249,8	227,3	109,6	103,4	86,3	94,0	14,6	26,7	5,2	3,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2023 Mai	5 430,1	5 479,0	-48,9	2 981,9	2 950,7	1 278,7	1 186,0	1 003,5	1 011,4	166,1	330,9	138,5	96,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2023 Mai	39,8	40,1	-0,4	21,8	21,6	9,4	8,7	7,4	7,4	1,2	2,4	1,0	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-	Ein-	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 Q2	20,3	45,5	714,2	359,0	126,0	216,0	577,5	812,6	511,4	111,9	164,0	516,4	108,2
Q3	20,2	47,6	729,6	365,4	133,5	217,1	589,5	856,4	529,4	117,0	168,8	534,1	108,0
Q4	14,9	20,2	733,2	361,0	139,8	221,4	604,7	797,3	482,1	114,0	169,9	517,8	97,1
2023 Q1	8,6	0,4	722,4	345,9	137,6	223,9	595,4	725,1	425,3	113,3	160,5	499,6	77,7
2022 Dez.	9,2	8,6	236,3	115,2	46,0	73,3	196,6	256,1	154,6	35,5	55,5	165,6	30,4
2023 Jan.	11,1	10,2	239,5	115,0	45,0	74,2	194,9	252,2	149,6	39,2	53,7	169,1	30,1
Febr.	7,6	1,5	241,3	115,4	45,8	75,9	199,2	243,5	143,0	37,4	54,3	168,1	24,4
März	7,5	-8,9	241,6	115,5	46,7	73,9	201,3	229,3	132,6	36,7	52,5	162,3	23,1
April	-4,1	-12,3	232,4	108,6	46,5	72,1	191,6	240,3	141,1	37,3	55,3	168,2	25,7
Mai	-2,3	-12,9	239,1	.	.	.	197,2	240,0	.	.	.	169,0	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q2	2,2	11,6	106,9	106,3	102,0	117,6	106,2	121,7	121,8	124,5	120,5	123,0	143,4
Q3	2,8	14,9	106,6	104,8	105,9	114,5	106,3	124,0	121,7	123,7	121,2	122,9	140,2
Q4	1,5	3,5	107,1	103,9	109,6	114,6	106,8	119,8	116,1	120,0	121,5	120,5	144,8
2023 Q1	1,6	-1,3	106,3	101,8	105,3	116,9	105,9	114,7	111,5	119,3	115,5	117,0	142,2
2022 Nov.	2,5	4,2	108,1	104,9	112,8	114,0	108,0	119,6	115,9	121,8	121,1	121,3	139,6
Dez.	-1,1	-3,4	105,6	100,8	107,9	115,7	105,3	117,2	114,2	113,3	119,9	116,7	147,0
2023 Jan.	2,9	4,1	106,0	101,9	103,7	117,0	104,8	117,8	115,0	122,0	116,8	118,2	151,6
Febr.	-0,4	-0,6	106,8	101,3	105,4	118,8	106,6	117,1	114,1	118,3	117,1	118,2	143,8
März	2,2	-6,9	106,1	102,3	106,8	115,0	106,3	109,2	105,6	117,6	112,6	114,5	131,2
April	-6,6	-4,9	102,5	98,0	105,6	112,2	102,7	118,5	115,3	121,9	118,2	120,4	159,4

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- bereinigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		2	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel												3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	2,8	1,9	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	1,5	10,0	9,5	
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,4	2,7	1,8	-6,0	1,2	8,1	7,3	
Q2	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,7	-4,3	1,3	6,1	6,8	
2023 Jan.	120,3	8,6	5,3	11,7	4,4	0,6	1,1	0,3	0,7	0,6	0,4	8,7	8,2	
Febr.	121,2	8,5	5,6	11,1	4,8	0,6	1,0	3,1	0,6	-1,1	0,5	8,6	7,8	
März	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,3	0,2	-2,2	0,4	7,0	5,9	
April	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,1	-0,9	0,6	7,0	6,4	
Mai	123,2	6,1	5,3	6,8	5,0	-0,1	0,4	-0,5	0,2	-2,1	0,1	6,1	6,2	
Juni	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,5	0,7	0,2	-0,7	0,4	5,2	7,7	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Woh- nungs- mieten					
								14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2022 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
Q2	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
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	13,5	14,6	10,0	5,2	6,2	2,3	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0
Mai	12,5	13,4	9,6	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	4,7	0,7	7,6	4,1
Juni	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3

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 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	0,6	
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	0,8	
2022 Q2	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	16,3	7,5	95,4	12,4	9,2	2,3	
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	0,4	
Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,6	
2023 Q1	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,2	0,3	.	
2022 Dez.	162,6	24,5	13,0	12,3	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,6	-	-	-	
2023 Jan.	157,7	14,8	11,7	11,1	11,2	7,3	14,8	18,8	8,8	20,1	-	-	-	
Febr.	156,5	12,7	9,9	10,3	9,4	7,4	14,6	18,3	8,7	15,9	-	-	-	
März	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-	
April	149,4	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,1	-	-	-	
Mai	146,5	-1,5	0,6	3,4	-1,5	5,6	9,4	9,3	6,4	-13,3	-	-	-	

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	109,5	2,1	2,8	2,2	1,5	3,7	5,9	7,8	59,8	29,6	21,5	37,2	29,1	22,2	37,1
2022	114,7	4,7	6,8	6,7	4,2	7,7	12,5	17,5	95,0	18,1	29,0	9,0	19,2	28,2	9,9
2022 Q3	115,0	4,7	7,5	7,5	4,6	7,8	13,5	19,6	98,3	14,4	30,0	1,5	14,7	26,9	2,3
Q4	117,4	5,8	7,0	8,6	5,7	7,4	9,9	12,6	86,6	5,3	13,8	-2,3	4,9	12,2	-3,1
2023 Q1	119,5	6,2	5,5	8,1	4,1	6,4	5,2	3,8	75,8	-10,5	-5,2	-15,1	-11,2	-6,4	-16,4
Q2	-	-	-	-	-	-	-	-	71,6	-18,4	-16,4	-20,3	-18,6	-16,3	-21,3
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,6	0,4	-8,9	-6,0	-1,7	-10,4
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,9	-1,7	-13,4	-8,7	-3,1	-14,7
März	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-17,9	-13,2	-22,1	-18,1	-13,5	-23,2
April	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,1	-14,7	-23,1	-19,2	-14,8	-24,2
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,4	-18,1	-20,7	-19,6	-17,9	-21,7
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-16,4	-16,4	-16,5	-16,8	-16,1	-17,6

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

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	2,0	-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 Q3	46,2	54,6	27,7	40,8	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	23,8	43,5	26,0	27,2	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,5	30,2	18,1	11,9	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
2023 Febr.	22,9	43,4	25,9	25,8	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
März	17,8	41,4	23,5	21,5	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
April	11,5	34,9	19,5	15,4	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
Mai	6,5	30,3	18,7	12,4	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
Juni	4,4	25,4	16,1	8,0	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
Juli	.	.	.	.	.	35,5	61,2	44,6	55,8

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	100,0	3,1	3,6	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,3	1,2	1,4	0,8	1,1	1,5	1,3
2022	105,7	4,4	3,7	6,6	4,8	3,7	2,9
2022 Q2	108,7	4,7	4,2	6,6	5,5	3,4	2,6
Q3	102,3	3,4	2,8	5,5	3,7	3,2	3,0
Q4	113,8	5,5	5,0	7,4	5,6	5,5	3,1
2023 Q1	103,0	5,0	4,6	6,1	5,3	4,4	4,3

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	110,2	4,5	-1,0	2,1	5,0	7,7	-0,1	-0,1	1,2	3,6	6,2	16,5
2021	110,2	0,0	2,9	-3,1	4,2	-1,8	2,5	0,5	4,1	1,1	0,7	-0,2
2022	113,7	3,2	4,7	3,1	5,4	1,5	3,6	4,3	4,6	3,3	3,4	-3,3
2022 Q2	112,6	2,7	5,6	3,5	4,9	0,7	3,3	4,7	4,2	2,6	2,9	-6,2
Q3	113,9	3,2	4,4	1,9	5,5	1,8	3,0	3,9	6,2	3,5	3,7	-1,1
Q4	116,2	4,6	5,4	2,9	7,0	4,0	4,2	4,7	3,9	4,9	4,6	-1,0
2023 Q1	118,8	5,9	4,0	6,2	5,0	6,6	4,6	7,4	5,2	6,6	3,8	-0,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2020	107,0	-0,4	1,7	-2,4	-1,2	-3,9	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,3	4,5	4,7	5,4	5,3	3,2	4,9	4,2	2,1	3,1
2022	115,9	4,3	5,0	3,5	3,6	6,0	3,2	3,5	3,4	5,0	3,5	6,3
2022 Q2	114,9	4,2	5,0	4,1	3,3	7,1	2,8	3,8	3,7	4,7	2,6	7,4
Q3	116,4	3,7	5,2	2,6	3,2	4,4	3,0	3,2	3,4	4,7	3,5	4,8
Q4	118,3	4,8	6,1	3,4	4,6	5,1	3,5	3,5	1,7	6,0	5,3	4,6
2023 Q1	120,3	5,4	6,1	5,7	4,5	6,5	5,0	4,7	3,7	6,8	3,9	5,4
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2020	97,1	-4,7	2,7	-4,4	-5,9	-10,8	0,1	0,0	-1,4	-3,7	-3,7	-15,1
2021	100,9	4,0	-0,6	7,8	0,5	7,4	2,7	2,6	0,8	3,0	1,4	3,2
2022	102,0	1,0	0,2	0,4	-1,7	4,4	-0,4	-0,8	-1,1	1,6	0,1	9,9
2022 Q2	102,1	1,4	-0,6	0,6	-1,5	6,3	-0,5	-0,9	-0,5	2,1	-0,3	14,4
Q3	102,2	0,5	0,7	0,6	-2,2	2,6	0,0	-0,7	-2,7	1,2	-0,2	6,0
Q4	101,8	0,2	0,6	0,5	-2,3	1,0	-0,6	-1,1	-2,1	1,0	0,7	5,6
2023 Q1	101,2	-0,5	2,1	-0,5	-0,5	-0,1	0,4	-2,5	-1,4	0,2	0,1	5,5
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2020	113,8	5,8	4,3	2,9	5,0	7,0	3,1	1,8	4,4	5,9	5,3	6,8
2021	114,3	0,4	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	2,8	1,7	0,5	0,4	1,3	-0,8
2022	117,9	3,2	5,9	3,8	3,8	1,6	3,4	3,7	2,6	3,8	4,5	2,9
2022 Q2	116,7	3,4	6,8	4,9	5,2	1,6	3,8	4,9	3,0	4,0	4,4	3,4
Q3	118,4	2,8	5,1	2,0	3,0	2,4	2,2	2,3	2,9	3,1	3,8	3,8
Q4	120,4	4,1	7,0	3,0	3,2	3,7	3,4	2,9	1,2	5,1	5,6	3,4
2023 Q1	121,9	4,9	4,7	5,3	4,3	5,6	5,1	4,5	4,4	6,1	3,8	4,6
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2020	104,7	2,1	3,6	1,3	1,0	0,5	3,9	2,5	4,7	2,9	-0,5	-6,2
2021	104,7	0,0	-0,6	2,8	-4,9	1,1	0,1	0,9	-4,8	-1,3	0,4	-1,5
2022	104,6	-0,1	0,9	0,6	-1,8	0,5	-0,5	-0,6	-2,8	0,6	0,9	5,5
2022 Q2	104,6	0,5	1,0	1,5	-0,9	1,5	0,0	0,4	-2,7	1,6	1,4	9,3
Q3	104,9	-0,2	0,6	0,0	-2,5	1,3	-0,9	-1,2	-3,4	0,0	0,1	4,5
Q4	104,4	-0,5	0,3	0,2	-3,4	-0,2	-1,0	-1,9	-2,5	0,0	0,8	3,8
2023 Q1	103,6	-0,8	1,3	-1,0	-0,6	-0,5	0,7	-2,8	-0,5	-0,2	0,0	4,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	SOFR	TONAR
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2022 Dez.	1,57	1,72	2,06	2,56	3,02	4,05	-0,07
2023 Jan.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,30	-0,02
Febr.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,54	-0,02
März	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
April	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
Mai	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05
Juni	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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 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
Mai	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65
Juni	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56

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 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
Mai	456,4	4 319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4 146,2	30 147,5
Juni	455,5	4 324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4 345,4	32 754,5

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 Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	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 1 Jahr	Mehr als 5 Jahre	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 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	1,40	1,91	5,95	15,90	6,66	6,42	7,00	3,99	3,08	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	7,60	4,27	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Febr.	0,12	1,17	1,89	2,20	6,59	16,07	7,39	7,08	7,80	4,57	3,66	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
März	0,15	1,20	2,09	2,26	6,76	16,06	7,84	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
April	0,18	1,24	2,26	2,42	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,91	4,11	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
Mai ^(p)	0,21	1,30	2,44	2,48	7,18	16,25	8,35	7,60	8,33	5,08	4,23	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58

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 Juni	-0,05	-0,14	1,05	1,72	1,84	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	3,76	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	3,74	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Febr.	0,31	2,30	2,81	3,82	4,39	4,54	4,71	4,05	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,85
März	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
April	0,44	2,80	3,11	4,40	4,86	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,68	4,39
Mai ^(p)	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,08	5,16	4,75	4,84	4,00	4,46	4,56	4,05	4,57

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	FMKGs	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	FMKGs	Darunter: Zentralstaaten		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Kurzfristig														
2020	1 489,1	429,7	126,5	52,5	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 412,3	427,9	131,7	49,9	88,0	764,7	674,9	387,7	138,4	79,7	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1 371,9	466,8	143,4	50,3	94,7	667,0	621,7	481,8	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,2
2023 Jan.	1 384,2	515,6	135,0	48,9	92,3	641,3	594,2	512,7	222,2	107,9	40,3	50,5	132,1	112,5
Febr.	1 374,4	529,2	137,5	51,5	94,2	613,4	569,4	495,0	224,6	98,4	35,1	49,1	122,8	96,2
März	1 423,4	536,6	135,7	50,7	96,4	654,7	603,4	583,5	239,4	122,3	38,7	53,3	168,5	131,0
April	1 454,0	564,9	133,7	47,6	102,3	653,1	603,5	510,7	218,1	100,9	31,9	60,2	131,5	103,3
Mai	1 453,9	581,6	133,1	46,3	103,1	636,1	599,6	512,5	243,1	114,2	34,1	53,9	101,4	86,5
Juni	1 469,1	584,6	124,3	43,9	89,4	670,8	634,6	510,4	225,5	109,6	31,7	47,4	127,8	107,8
Langfristig														
2020	19 287,7	4 076,8	3 105,9	1 259,3	1 544,8	10 560,1	9 773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 936,6	4 183,6	3 395,3	1 341,8	1 600,1	10 757,4	9 936,5	317,6	68,0	84,7	34,3	23,1	141,8	128,3
2022	17 902,1	3 973,7	3 269,9	1 332,2	1 392,7	9 265,9	8 553,9	299,3	78,4	74,0	29,0	16,4	130,6	121,1
2023 Jan.	18 272,4	4 085,5	3 290,1	1 319,9	1 424,3	9 472,4	8 746,8	377,2	153,1	46,0	10,1	26,6	151,4	135,6
Febr.	18 187,5	4 082,1	3 292,7	1 323,9	1 414,0	9 398,7	8 675,3	354,2	99,1	54,3	12,9	17,9	182,9	165,8
März	18 412,7	4 105,5	3 283,6	1 321,1	1 412,0	9 611,7	8 876,1	338,6	84,4	70,2	30,1	15,6	168,5	155,9
April	18 411,0	4 118,3	3 283,6	1 317,8	1 415,4	9 593,8	8 873,4	308,9	73,0	76,1	22,2	16,4	143,3	137,5
Mai	18 570,2	4 190,9	3 331,4	1 352,9	1 422,5	9 625,3	8 907,8	371,3	100,0	99,5	56,0	27,4	144,3	135,9
Juni	18 664,9	4 200,5	3 343,2	1 362,3	1 425,2	9 696,0	8 975,9	389,4	113,0	75,4	28,4	31,4	169,6	157,9

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	FMKGs	Darunter: Zentralstaaten					
							1				
Umlauf											
2020	20 776,8	4 506,5	3 232,5	1 311,8	1 641,6	11 396,2	10 495,7	8 517,5	473,6	1 336,4	6 706,4
2021	21 348,9	4 611,5	3 527,0	1 391,7	1 688,1	11 522,2	10 611,3	10 414,3	599,8	1 556,4	8 257,1
2022	19 274,0	4 440,5	3 413,3	1 382,6	1 487,4	9 932,8	9 175,6	8 746,7	524,7	1 363,1	6 858,3
2023 Jan.	19 656,6	4 601,2	3 425,2	1 368,9	1 516,6	10 113,6	9 341,0	9 485,5	596,0	1 470,2	7 418,7
Febr.	19 561,9	4 611,3	3 430,2	1 375,4	1 508,2	10 012,1	9 244,7	9 622,7	630,1	1 495,0	7 497,0
März	19 836,1	4 642,0	3 419,4	1 371,9	1 508,4	10 266,4	9 479,4	9 643,2	558,6	1 447,5	7 636,5
April	19 865,1	4 683,2	3 417,3	1 365,5	1 517,7	10 246,9	9 476,9	9 695,0	566,2	1 441,9	7 686,4
Mai	20 024,1	4 772,5	3 464,6	1 399,2	1 525,6	10 261,4	9 507,4	9 418,4	545,3	1 400,7	7 471,9
Juni	20 134,0	4 785,1	3 467,5	1 406,3	1 514,6	10 366,8	9 610,5	9 724,2	587,7	1 484,1	7 651,8
Wachstumsraten¹⁾											
2022 Nov.	3,8	5,3	5,2	1,4	0,5	3,2	3,8	0,0	-1,5	1,4	-0,2
Dez.	3,6	4,7	4,5	-0,1	1,0	3,2	3,8	0,0	-1,8	1,2	-0,1
2023 Jan.	3,9	7,0	3,7	-0,3	0,7	3,1	3,7	0,0	-2,2	0,6	0,1
Febr.	4,1	7,8	2,9	-0,9	1,3	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
März	3,7	6,9	2,1	-1,8	-0,2	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
April	4,2	8,0	1,5	-2,6	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
Mai	4,3	9,0	2,1	0,2	0,5	3,6	4,5	-0,1	-2,6	0,5	-0,1
Juni	5,0	9,7	3,3	1,8	0,8	4,2	5,1	-0,4	-2,3	1,6	-0,7

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	89,5	75,5	87,5	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,2	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,2	83,7	66,3	81,2	116,8	90,8
2022 Q3	94,0	89,3	92,2	81,9	64,4	79,6	114,5	88,9
Q4	95,9	91,8	94,6	84,5	65,4	81,7	117,3	91,7
2023 Q1	97,4	92,6	96,5	86,3	68,6	84,0	120,2	93,1
Q2	98,3	93,2	97,9	.	.	.	122,1	94,2
2023 Jan.	97,3	92,5	96,3	-	-	-	119,9	92,9
Febr.	97,3	92,6	96,5	-	-	-	120,1	93,1
März	97,5	92,8	96,7	-	-	-	120,5	93,3
April	98,6	93,6	97,6	-	-	-	122,3	94,5
Mai	98,1	93,0	97,8	-	-	-	121,7	93,8
Juni	98,3	93,1	98,4	-	-	-	122,5	94,3
				Veränderung gegen Vormonat in %				
2023 Juni	0,2	0,1	0,6	-	-	-	0,7	0,5
				Veränderung gegen Vorjahr in %				
2023 Juni	2,5	2,7	5,1	-	-	-	5,0	4,5

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	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	48,383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	49,215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	49,313	10,630	1,005	1,053
2022 Q3	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	49,138	10,619	0,973	1,007
Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	49,208	10,938	0,983	1,021
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	49,202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	49,488	11,469	0,978	1,089
2023 Jan.	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	49,242	11,205	0,996	1,077
Febr.	7,324	23,712	7,445	384,914	142,377	4,742	0,886	49,087	11,172	0,990	1,072
März	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	49,263	11,228	0,991	1,071
April	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	49,365	11,337	0,985	1,097
Mai	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	49,477	11,370	0,975	1,087
Juni	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	49,600	11,677	0,976	1,084
				Veränderung gegen Vormonat in %							
2023 Juni	2,2	0,4	0,0	-0,5	2,8	-1,6	-1,4	0,2	2,7	0,1	-0,3
				Veränderung gegen Vorjahr in %							
2023 Juni	9,8	-4,1	0,1	-6,6	8,2	-4,0	0,1	0,3	10,2	-4,7	2,6

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2022 Q2	32 312,5	31 585,7	726,9	12 488,2	10 282,9	11 594,6	13 006,6	28,5	7 079,3	8 296,2	1 122,0	16 312,4
Q3	32 357,3	31 562,6	794,7	12 741,7	10 485,1	11 275,1	12 693,3	37,1	7 167,7	8 384,1	1 135,7	16 437,5
Q4	30 995,1	30 507,8	487,3	12 132,7	10 013,1	11 152,5	12 716,7	68,0	6 527,7	7 778,0	1 114,3	15 425,2
2023 Q1	31 605,7	31 273,6	332,1	12 307,7	9 926,6	11 324,3	13 378,3	30,8	6 809,3	7 968,7	1 133,6	15 719,0
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2023 Q1	231,3	228,8	2,4	90,1	72,6	82,9	97,9	0,2	49,8	58,3	8,3	115,0
Transaktionen												
2022 Q2	-2,2	-50,2	48,0	96,2	-50,2	-121,9	-92,2	26,3	-5,2	92,2	2,3	-
Q3	-85,2	-49,0	-36,2	10,1	-23,4	-173,4	4,2	38,5	32,4	-29,8	7,3	-
Q4	-531,8	-590,4	58,6	-265,5	-250,7	95,5	86,7	-4,1	-367,0	-426,4	9,3	-
2023 Q1	404,2	356,6	47,6	58,3	3,7	61,6	158,0	15,5	287,2	194,9	-18,5	-
2022 Dez.	-583,0	-625,4	42,5	-267,4	-271,5	53,5	-3,2	-7,7	-366,2	-350,7	4,8	-
2023 Jan.	183,2	162,5	20,8	-2,8	-8,5	58,0	26,0	-0,6	137,4	145,0	-8,7	-
Febr.	97,7	97,2	0,5	54,0	1,0	14,8	42,9	10,4	30,0	53,4	-11,4	-
März	123,2	96,9	26,3	7,2	11,3	-11,2	89,2	5,7	119,9	-3,5	1,6	-
April	5,4	34,9	-29,5	1,8	-5,3	40,4	7,3	1,0	-35,9	32,9	-1,8	-
Mai	83,2	61,6	21,5	25,9	60,7	37,7	-23,4	13,2	5,0	24,3	1,4	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2023 Mai	-208,3	-284,9	76,6	-203,5	-258,0	22,9	280,9	67,1	-94,2	-307,7	-0,5	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2023 Mai	-1,5	-2,1	0,6	-1,5	-1,9	0,2	2,1	0,5	-0,7	-2,3	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											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5									
Bestände													
2020	1 363,7	8 906,5	10 270,1	1 026,7	2 449,4	3 476,1	13 746,3	101,8	627,0	4,4	733,1	14 479,4	
2021	1 469,7	9 831,1	11 300,9	916,1	2 506,4	3 422,5	14 723,3	118,0	647,2	21,5	786,7	15 510,0	
2022	1 538,5	9 783,0	11 321,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 265,8	123,3	649,9	46,4	819,7	16 085,5	
2022 Q3	1 538,2	10 180,3	11 718,6	1 175,8	2 552,7	3 728,4	15 447,0	120,4	598,0	48,8	767,3	16 214,3	
Q4	1 538,5	9 783,0	11 321,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 265,8	123,3	649,9	46,4	819,7	16 085,5	
2023 Q1	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,2	15 185,8	103,2	681,3	93,4	877,9	16 063,7	
Q2 ^(p)	1 534,8	9 179,7	10 714,4	1 868,4	2 534,0	4 402,4	15 116,9	113,3	698,7	89,4	901,3	16 018,2	
2023 Jan.	1 540,7	9 729,3	11 270,0	1 458,2	2 560,6	4 018,8	15 288,8	133,8	634,5	49,6	817,9	16 106,8	
Febr.	1 539,6	9 593,3	11 132,9	1 544,7	2 557,5	4 102,2	15 235,2	124,2	651,9	80,7	856,8	16 092,0	
März	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,2	15 185,8	103,2	681,3	93,4	877,9	16 063,7	
April	1 536,8	9 373,2	10 910,0	1 702,4	2 537,5	4 239,9	15 149,8	101,5	687,1	86,3	874,9	16 024,7	
Mai	1 537,1	9 280,9	10 818,0	1 765,4	2 527,8	4 293,2	15 111,2	112,9	690,8	96,8	900,5	16 011,7	
Juni ^(p)	1 534,8	9 179,7	10 714,4	1 868,4	2 534,0	4 402,4	15 116,9	113,3	698,7	89,4	901,3	16 018,2	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2020	139,2	1 265,5	1 404,7	-33,8	86,3	52,5	1 457,2	19,6	111,0	1,2	131,7	1 589,0	
2021	107,4	915,6	1 023,0	-121,6	66,7	-55,0	968,0	12,1	20,9	14,4	47,3	1 015,3	
2022	68,8	-46,6	22,2	427,3	56,7	484,1	506,3	3,7	3,0	77,4	84,2	590,5	
2022 Q3	10,2	57,1	67,3	160,5	21,8	182,3	249,6	2,7	-11,0	38,7	30,3	279,9	
Q4	0,3	-361,7	-361,4	212,5	13,9	226,4	-135,0	4,8	52,0	-1,3	55,4	-79,6	
2023 Q1	4,3	-379,4	-375,1	261,1	-11,8	249,3	-125,8	-20,6	31,2	48,8	59,4	-66,5	
Q2 ^(p)	-9,3	-248,7	-258,0	221,0	-32,7	188,3	-69,8	10,1	17,2	-1,9	25,4	-44,3	
2023 Jan.	0,9	-101,6	-100,7	74,9	-0,9	74,0	-26,7	9,9	-15,5	4,7	-0,9	-27,6	
Febr.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	28,9	36,2	-22,5	
März	4,4	-139,1	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	15,2	24,1	-16,3	
April	-7,3	-69,8	-77,1	56,8	-12,2	44,6	-32,5	-1,5	5,8	-5,6	-1,3	-33,8	
Mai	0,3	-99,7	-99,4	59,3	-9,8	49,5	-49,9	10,8	3,6	8,8	23,3	-26,7	
Juni ^(p)	-2,3	-79,2	-81,5	104,9	-10,7	94,2	12,7	0,7	7,7	-5,1	3,4	16,1	
Wachstumsraten													
2020	11,4	16,4	15,7	-3,2	3,7	1,5	11,8	24,4	21,3	-	21,8	12,3	
2021	7,9	10,3	10,0	-11,8	2,7	-1,6	7,0	12,0	3,3	371,3	6,5	7,0	
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	520,2	11,3	3,8	
2022 Q3	6,5	5,1	5,3	23,6	2,3	8,0	5,9	-4,5	-1,3	331,2	7,4	6,0	
Q4	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	520,2	11,3	3,8	
2023 Q1	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,7	23,8	2,1	
Q2 ^(p)	0,4	-9,2	-8,0	85,5	-0,4	24,0	-0,5	-2,5	14,7	343,1	23,1	0,6	
2023 Jan.	3,8	-2,0	-1,3	49,6	2,1	15,2	2,6	2,6	5,7	243,6	13,4	3,1	
Febr.	2,9	-4,0	-3,1	59,1	1,7	17,5	1,7	-6,1	11,6	459,4	20,9	2,6	
März	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,7	23,8	2,1	
April	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,8	21,0	0,5	-13,7	14,9	352,0	21,5	1,5	
Mai	0,7	-8,1	-7,0	80,9	0,2	22,5	-0,1	-10,1	15,3	419,5	23,9	1,0	
Juni ^(p)	0,4	-9,2	-8,0	85,5	-0,4	24,0	-0,5	-2,5	14,7	343,1	23,1	0,6	

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	1 120,6	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	1 275,5	227,8	546,3
2022	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 300,8	235,0	560,0
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	1 493,4	243,9	551,9
2022 Q4	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 300,8	235,0	560,0
2023 Q1	3 342,8	2 600,9	600,8	132,6	8,4	8 391,0	5 443,3	568,3	2 378,6	0,9	1 202,8	231,7	576,6
2023 Q2 ^(p)	3 338,3	2 508,5	685,8	132,3	11,7	8 380,6	5 310,1	703,7	2 365,9	0,9	1 181,1	230,6	564,8
2023 Jan.	3 375,9	2 697,2	536,6	134,6	7,4	8 439,1	5 563,9	485,3	2 389,1	0,8	1 271,1	237,0	558,9
2023 Febr.	3 380,1	2 663,2	573,2	134,5	9,2	8 419,4	5 511,0	521,9	2 385,8	0,7	1 223,4	225,0	571,9
2023 März	3 342,8	2 600,9	600,8	132,6	8,4	8 391,0	5 443,3	568,3	2 378,6	0,9	1 202,8	231,7	576,6
2023 April	3 336,7	2 572,1	622,8	131,6	10,1	8 376,6	5 398,7	608,1	2 368,9	0,9	1 213,8	227,0	560,5
2023 Mai	3 308,0	2 531,8	632,7	131,9	11,6	8 378,8	5 361,8	656,8	2 359,2	0,9	1 217,9	226,6	555,8
2023 Juni ^(p)	3 338,3	2 508,5	685,8	132,3	11,7	8 380,6	5 310,1	703,7	2 365,9	0,9	1 181,1	230,6	564,8
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	160,2	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	159,4	-9,5	46,6
2022	120,2	-90,0	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	0,4	7,6	14,7
2022 Q3	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	89,5	11,4	-18,5
2022 Q4	11,6	-100,4	113,0	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-168,1	-7,4	8,4
2023 Q1	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,1	120,0	-9,7	0,1	-97,5	-2,1	12,7
2023 Q2 ^(p)	-4,4	-92,0	84,8	-0,6	3,3	-10,1	-116,1	135,3	-29,2	-0,1	-20,5	-0,9	-14,5
2023 Jan.	0,6	-40,9	40,5	-0,6	1,6	13,1	-25,0	37,3	0,9	-0,1	-30,0	1,0	-2,4
2023 Febr.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,1	-10,2	12,6
2023 März	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,3	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,4	7,1	2,5
2023 April	-4,2	-27,7	22,7	-1,0	1,8	-13,9	-44,2	40,0	-9,6	-0,1	14,4	-4,4	-18,6
2023 Mai	-33,4	-43,0	8,1	0,3	1,2	0,6	-37,7	48,1	-9,8	0,1	-0,9	-0,8	-5,0
2023 Juni ^(p)	33,1	-21,3	54,1	0,1	0,3	3,2	-34,2	47,2	-9,8	-0,1	-34,0	4,3	9,1
Wachstumsraten													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	16,0	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	14,2	-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	0,3	3,4	2,7
2022 Q3	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	14,3	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	0,3	3,4	2,7
2023 Q1	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-8,7	0,6	3,5
2023 Q2 ^(p)	0,7	-12,6	125,3	2,1	10,3	1,1	-4,4	96,8	-0,3	20,8	-14,1	0,5	-2,1
2023 Jan.	3,2	-4,9	82,0	3,9	-28,1	3,3	1,9	31,7	2,2	-3,1	-4,4	-0,1	3,4
2023 Febr.	2,6	-7,0	98,1	4,1	-20,6	2,6	0,4	42,9	1,8	-25,6	-8,6	-2,9	4,7
2023 März	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-8,7	0,6	3,5
2023 April	1,2	-10,1	108,1	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,7	0,9	-7,0	-9,0	1,0	-1,4
2023 Mai	0,3	-11,8	119,1	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,1	0,3	18,9	-10,1	-1,4	-3,2
2023 Juni ^(p)	0,7	-12,6	125,3	2,1	10,3	1,1	-4,4	96,8	-0,3	20,8	-14,1	0,5	-2,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen			
												Bereinigte Kredite ²⁾
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	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 177,9	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2022 Q3	6 359,6	1 002,3	5 333,0	15 421,7	13 051,1	13 204,2	5 165,6	6 613,7	1 110,6	161,2	1 546,0	824,6
2022 Q4	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 177,9	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2023 Q1	6 358,0	995,7	5 337,4	15 415,4	13 014,0	13 204,5	5 131,2	6 665,9	1 078,4	138,5	1 552,0	849,4
2023 Q2 ^(p)	6 269,4	985,9	5 258,1	15 421,6	12 979,2	13 205,9	5 130,6	6 633,6	1 071,0	144,0	1 576,3	866,1
2023 Jan.	6 379,3	996,3	5 358,1	15 422,7	13 028,2	13 223,8	5 141,4	6 655,3	1 084,5	147,0	1 557,9	836,6
2023 Febr.	6 347,5	997,3	5 325,3	15 417,3	13 023,1	13 214,7	5 140,2	6 659,9	1 074,4	148,6	1 548,5	845,7
2023 März	6 358,0	995,7	5 337,4	15 415,4	13 014,0	13 204,5	5 131,2	6 665,9	1 078,4	138,5	1 552,0	849,4
2023 April	6 319,0	981,6	5 312,2	15 422,9	13 000,9	13 202,5	5 125,1	6 666,8	1 064,5	144,6	1 564,3	857,7
2023 Mai	6 262,0	990,6	5 245,8	15 445,5	13 000,6	13 228,2	5 135,3	6 631,6	1 092,1	141,6	1 582,6	862,3
2023 Juni ^(p)	6 269,4	985,9	5 258,1	15 421,6	12 979,2	13 205,9	5 130,6	6 633,6	1 071,0	144,0	1 576,3	866,1
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	177,1	9,9	166,4	634,5	623,2	680,3	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,5
2022 Q3	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,6	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
2022 Q4	44,4	4,1	39,7	3,5	-31,7	11,4	-17,4	27,4	-27,5	-14,2	22,6	12,5
2023 Q1	-80,5	-19,8	-60,6	-5,9	7,0	4,0	-2,6	14,1	3,3	-7,8	-20,8	7,9
2023 Q2 ^(p)	-87,1	-9,7	-77,8	8,0	-29,9	2,6	3,5	-29,7	-9,2	5,5	23,9	14,1
2023 Jan.	-57,5	-17,7	-39,7	-3,5	12,9	7,3	1,6	1,4	9,3	0,6	-15,2	-1,2
2023 Febr.	2,2	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-7,4	-2,3	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
2023 März	-25,2	-3,2	-21,9	6,7	2,0	4,1	-2,0	8,3	5,7	-10,0	2,6	2,0
2023 April	-34,3	-14,0	-20,5	9,2	-9,3	1,9	-2,7	2,0	-14,7	6,2	12,2	6,4
2023 Mai	-63,4	8,9	-72,8	18,2	-5,5	17,8	8,0	-35,2	24,9	-3,1	17,0	6,7
2023 Juni ^(p)	10,6	-4,5	15,4	-19,4	-15,1	-17,2	-1,8	3,6	-19,4	2,5	-5,3	1,1
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 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
2022 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	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
2023 Q2 ^(p)	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,1
2023 Jan.	1,4	-0,6	1,8	3,8	4,4	4,9	5,3	3,4	9,7	-12,6	1,0	-0,7
2023 Febr.	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	5,0	3,2	6,2	-11,0	0,3	0,6
2023 März	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
2023 April	-0,8	-2,9	-0,5	2,5	2,9	3,3	3,8	2,6	2,7	-9,5	-1,3	3,2
2023 Mai	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,2	-13,0	2,3	2,6
2023 Juni ^(p)	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,1

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	5 127,0	5 135,7	963,3	1 079,4	3 084,3	6 633,3	6 832,7	717,6	5 215,0	700,7
2022 Q3	5 165,6	5 148,4	1 008,0	1 068,1	3 089,5	6 613,7	6 806,5	714,0	5 195,4	704,2
Q4	5 127,0	5 135,7	963,3	1 079,4	3 084,3	6 633,3	6 832,7	717,6	5 215,0	700,7
2023 Q1	5 131,2	5 145,0	940,2	1 093,0	3 098,0	6 665,9	6 871,4	723,6	5 236,1	706,3
Q2 ^(p)	5 130,6	5 144,0	924,4	1 086,7	3 119,5	6 633,6	6 866,4	725,5	5 207,6	700,4
2023 Jan.	5 141,4	5 151,8	955,0	1 086,3	3 100,1	6 655,3	6 864,0	720,0	5 223,1	712,2
Febr.	5 140,2	5 149,7	945,3	1 092,0	3 103,0	6 659,9	6 868,2	721,7	5 228,3	709,9
März	5 131,2	5 145,0	940,2	1 093,0	3 098,0	6 665,9	6 871,4	723,6	5 236,1	706,3
April	5 125,1	5 142,6	929,9	1 094,3	3 100,8	6 666,8	6 871,9	725,1	5 237,6	704,0
Mai	5 135,3	5 146,0	924,5	1 096,2	3 114,6	6 631,6	6 870,3	726,1	5 204,3	701,3
Juni ^(p)	5 130,6	5 144,0	924,4	1 086,7	3 119,5	6 633,6	6 866,4	725,5	5 207,6	700,4
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	308,4	78,5	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 Q3	139,1	139,2	55,4	39,9	43,8	58,7	59,5	4,9	55,6	-1,8
Q4	-17,4	7,5	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 Q1	-2,6	3,7	-20,8	10,9	7,3	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
Q2 ^(p)	3,5	0,4	-14,3	-4,5	22,4	-29,7	-3,2	3,4	-27,9	-5,2
2023 Jan.	1,6	-1,2	-7,9	3,0	6,5	1,4	10,2	0,0	2,2	-0,8
Febr.	-2,3	-1,0	-10,4	5,6	2,5	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
März	-2,0	6,0	-2,5	2,2	-1,7	8,3	5,4	2,6	7,5	-1,9
April	-2,7	0,5	-9,1	3,1	3,3	2,0	2,6	2,0	1,8	-1,9
Mai	8,0	-0,1	-6,6	1,3	13,3	-35,2	-3,4	1,3	-33,8	-2,8
Juni ^(p)	-1,8	0,0	1,4	-8,9	5,7	3,6	-2,4	0,0	4,1	-0,5
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	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 Q3	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
Q4	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Q1	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Q2 ^(p)	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,6
2023 Jan.	5,3	6,1	7,5	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,1
Febr.	5,0	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,3
März	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
April	3,8	4,7	1,6	8,6	2,9	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0
Mai	3,2	4,0	-0,7	8,2	2,8	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
Juni ^(p)	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,6

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2020	723,2	6 955,9	1 913,6	42,2	1 990,8	3 009,2	1 441,4	487,2	136,7	141,1
2021	762,6	6 886,1	1 837,3	37,1	1 997,2	3 014,4	1 377,7	435,7	128,5	136,8
2022	683,4	6 736,7	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,7	1 333,6	410,2	137,8	147,6
2022 Q3	642,5	6 764,3	1 801,9	30,6	2 096,5	2 835,4	1 318,8	520,9	148,0	146,7
2022 Q4	683,4	6 736,7	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,7	1 333,6	410,2	137,8	147,6
2023 Q1	580,0	6 895,3	1 792,7	35,0	2 171,2	2 896,4	1 434,7	330,8	152,1	165,8
2023 Q2 ^(p)	477,7	6 954,8	1 807,4	40,3	2 227,9	2 879,2	1 468,5	291,2	168,6	172,6
2023 Jan.	564,5	6 842,3	1 784,4	32,5	2 158,3	2 867,0	1 350,5	361,0	155,5	157,0
2023 Febr.	553,6	6 818,8	1 785,7	33,8	2 177,0	2 822,3	1 336,2	363,3	154,6	159,6
2023 März	580,0	6 895,3	1 792,7	35,0	2 171,2	2 896,4	1 434,7	330,8	152,1	165,8
2023 April	586,5	6 907,2	1 807,3	35,8	2 168,6	2 895,5	1 443,2	333,3	153,3	161,9
2023 Mai	483,6	6 979,3	1 805,9	37,7	2 213,1	2 922,6	1 449,5	317,5	172,9	184,1
2023 Juni ^(p)	477,7	6 954,8	1 807,4	40,3	2 227,9	2 879,2	1 468,5	291,2	168,6	172,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-66,4	145,5	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-110,7	-98,7	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,6	-89,8	-5,2	14,7	111,9	-72,0	-193,4	10,5	17,9
2022 Q3	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-42,2	10,9	-18,6	-10,6
2022 Q4	40,8	64,4	-15,2	0,3	57,9	21,4	51,7	-73,8	-10,2	1,0
2023 Q1	-110,1	85,4	8,3	4,0	63,9	9,1	72,0	-76,7	15,0	18,9
2023 Q2 ^(p)	-102,1	83,3	13,9	5,0	56,5	8,0	89,0	-73,0	16,5	6,7
2023 Jan.	-125,1	45,8	0,2	1,6	48,4	-4,3	2,0	-47,8	17,7	9,4
2023 Febr.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,0	8,4	-18,5	-0,2	3,0
2023 März	26,2	22,8	8,0	1,1	9,3	4,3	61,5	-10,4	-2,5	6,5
2023 April	6,5	23,3	15,4	0,8	4,1	3,0	24,3	-3,2	1,2	-3,9
2023 Mai	-102,7	40,3	-4,2	1,9	31,0	11,6	-12,2	-31,7	19,6	22,2
2023 Juni ^(p)	-5,9	19,7	2,6	2,3	21,4	-6,6	76,9	-38,2	-4,3	-11,5
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	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2022 Q3	-7,4	-0,4	-4,8	-18,6	-2,0	3,7	-	-	4,4	4,2
2022 Q4	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
2023 Q2 ^(p)	-37,7	3,3	-2,2	30,5	8,5	2,7	-	-	1,7	10,2
2023 Jan.	-23,0	1,2	-4,4	-9,0	2,9	3,6	-	-	-7,2	-1,8
2023 Febr.	-25,2	1,8	-3,8	-4,4	3,5	4,0	-	-	-7,6	0,2
2023 März	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
2023 April	-23,9	2,3	-2,3	3,9	5,0	3,2	-	-	-16,0	-5,3
2023 Mai	-35,0	3,2	-2,5	21,2	7,5	3,3	-	-	-4,8	8,2
2023 Juni ^(p)	-37,7	3,3	-2,2	30,5	8,5	2,7	-	-	1,7	10,2

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	-2,0
2022 Q2	-3,2	.	.	.	.	-1,7
Q3	-3,3	.	.	.	.	-1,7
Q4	-3,6	.	.	.	.	-2,0
2023 Q1	-3,7	.	.	.	.	-2,0

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben					
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge	Arbeitsnehmer- 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	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 Q2	47,3	46,5	13,5	13,2	15,0	0,8	50,5	45,6	10,0	5,9	1,5	23,2	4,9
Q3	47,3	46,5	13,7	13,1	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
Q4	47,0	46,3	13,6	13,0	14,9	0,8	50,7	45,6	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2023 Q1	46,8	46,0	13,5	12,9	14,9	0,8	50,5	45,4	9,9	5,8	1,7	22,8	5,1

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 Q2	94,0	2,9	13,5	77,5	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,7	2,9	13,6	76,3	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,4	2,7	13,3	75,4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	91,2	2,6	12,9	75,8	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote ²⁾	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenzial	Nachrichtlich: Nettoneuverschuldung
			Insgesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva					Neubewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen	Sonstige			
				Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Anteile an Investmentfonds					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	2,0	-0,3	-0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,6	2,8	
2022 Q2	-3,9	1,7	0,5	1,0	0,8	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	-6,1	3,6	
Q3	-4,5	1,7	-0,3	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,2	0,4	-0,6	-5,9	2,7	
Q4	-3,9	2,0	-0,3	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,6	-0,6	-5,5	2,8	
2023 Q1	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,6	-5,2	2,4	

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾						
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen	
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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
2022 Q1	13,5	12,4	4,6	1,2	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
Q4	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	13,6	12,4	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
April	13,4	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,4	0,9
Mai	13,4	12,2	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
Juni	13,4	12,1	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,3	1,9	2,0	2,8	1,1

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 Q2	-4,0	-1,7	-0,5	0,6	-2,8	-4,9	-4,1	-0,3	-7,4	0,9
Q3	-3,7	-2,3	-0,3	1,5	-3,1	-4,1	-4,2	0,5	-7,8	2,6
Q4	-3,9	-2,7	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2023 Q1	-4,5	-3,0	-1,2	2,0	-2,7	-4,4	-4,5	0,5	-8,2	2,4
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 Q2	108,5	67,6	16,8	50,5	183,0	116,1	113,2	73,1	149,3	95,4
Q3	106,5	67,0	15,9	48,5	175,8	115,6	113,5	70,4	145,9	91,4
Q4	105,1	66,2	18,4	44,4	171,3	113,2	111,8	68,8	144,4	86,5
2023 Q1	107,4	65,9	17,2	43,5	168,3	112,8	112,4	69,5	143,5	84,0
	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 Q2	-4,4	0,8	0,9	-6,5	-0,3	-1,9	0,1	-3,2	-3,3	-1,3
Q3	-4,1	0,8	0,8	-5,6	-0,5	-2,5	1,0	-3,0	-2,7	-0,9
Q4	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	-0,1	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,8
2023 Q1	-4,1	-1,2	-0,3	-4,9	-0,1	-3,4	0,1	-3,1	-2,5	-0,8
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 Q2	41,7	39,6	25,3	53,7	50,0	82,6	123,1	73,5	59,2	72,5
Q3	40,0	37,3	24,6	52,8	48,2	81,4	119,9	72,4	57,5	71,8
Q4	40,8	38,4	24,6	53,2	50,1	78,5	113,9	69,9	57,8	72,9
2023 Q1	42,9	38,4	28,0	53,6	48,3	80,6	113,8	69,5	57,9	72,5

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 26. Juli 2023.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-23-005-DE-N (Online-Version)