



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2023



Inhalt

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	4
Überblick	4
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	10
2 Konjunktorentwicklung	17
3 Preise und Kosten	26
4 Finanzmarktentwicklungen	33
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	39
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	47
Kästen	51
1 Risiken für die globalen Nahrungsmittelrohstoffpreise durch El Niño	51
2 Wie zeigen sich die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft in den Ländern des Euroraums und den einzelnen Wirtschaftssektoren?	57
3 Jüngste Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum und ihre Bestimmungsfaktoren	64
4 Was sind aus Verbrauchersicht die Haupttreiber der jüngsten Inflationsentwicklung?	70
5 Klimawandel, klimafreundliche Unternehmensinvestitionen im Euroraum und deren Finanzierung – Ergebnisse aus der SAFE-Umfrage	78
6 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 10. Mai bis zum 1. August 2023	89
7 Kapitalausschüttungen der Banken und ihre Bedeutung für die Geldpolitik	95
8 Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Unterstützung des Finanzsektors 15 Jahre nach der internationalen Finanzkrise	103
Aufsätze	107
1 Die Leistungsbilanz des Euroraums nach dem Pandemie- und Energieschock	107
2 Wie der Klimawandel das Produktionspotenzial beeinflusst	126

3	Zehn Jahre SESFOD – Ein Rückblick auf die EZB-Umfrage zu den Kreditbedingungen an den Märkten für auf Euro lautende wertpapierbesicherte Finanzierungen und OTC-Derivate	145
---	--	-----

Statistik		167
------------------	--	------------

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Überblick

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. Um den Fortschritt in Richtung dieses Ziels zu verstärken, beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 14. September 2023, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben.

Die Zinserhöhung spiegelt die Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission wider. Den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2023 zufolge dürfte die durchschnittliche Teuerung 2023 bei 5,6 %, 2024 bei 3,2 % und 2025 bei 2,1 % liegen. Dies stellt für 2023 und 2024 eine Korrektur nach oben und für 2025 eine Korrektur nach unten dar. Die Aufwärtsrevision für 2023 und 2024 spiegelt in erster Linie ein höheres Niveau der Energiepreise wider. Der zugrunde liegende Preisdruck bleibt hoch, obgleich bei den meisten Indikatoren eine Abschwächung eingesetzt hat. Die Fachleute der EZB haben die projizierte Entwicklung der durchschnittlichen Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel geringfügig nach unten korrigiert: auf 5,1 % für 2023, 2,9 % für 2024 und 2,2 % für 2025. Die bisherigen Zinserhöhungen des EZB-Rats zeigen nach wie vor eine starke Wirkung. Die Finanzierungsbedingungen haben sich weiter verschärft und dämpfen zunehmend die Nachfrage. Dies ist ein wichtiger Faktor bei der Rückführung der Inflation zum Zielwert. Aufgrund der zunehmenden Auswirkungen dieser geldpolitischen Straffung auf die Binnennachfrage und der Abschwächung des internationalen Handels haben die Fachleute der EZB ihre Projektionen zum Wirtschaftswachstum erheblich gesenkt. Sie erwarten für die Wirtschaft des Euroraums nun ein Wachstum von 0,7 % für 2023, 1,0 % für 2024 und 1,5 % für 2025.

Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung ist der EZB-Rat der Auffassung, dass die EZB-Leitzinsen ein Niveau erreicht haben, das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird. Die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden dafür sorgen, dass die EZB-Leitzinsen so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt werden. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen. Die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats werden vor allem auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren.

Konjunkturentwicklung

Die wirtschaftliche Entwicklung dürfte in den nächsten Monaten weiterhin verhalten ausfallen. Sie hat in der ersten Jahreshälfte im Wesentlichen stagniert, und die jüngsten Indikatoren deuten darauf hin, dass sie auch im dritten Quartal schwach war. Eine geringere Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets und die Auswirkungen der restriktiven Finanzierungsbedingungen dämpfen das Wachstum, unter anderem durch niedrigere Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen. Auch im Dienstleistungssektor, der sich bislang als widerstandsfähig erwiesen hatte, verlangsamt sich nun das Wachstum. Im Laufe der Zeit sollte die wirtschaftliche Dynamik zunehmen, da sich die Realeinkommen – gestützt durch eine sinkende Inflation, steigende Löhne und einen starken Arbeitsmarkt – erhöhen dürften. Dies wird den Konsumausgaben zugutekommen.

Der Arbeitsmarkt hat sich trotz der konjunkturellen Abkühlung bislang robust entwickelt. Die Arbeitslosenquote blieb im Juli auf ihrem historischen Tiefstand von 6,4 %. Zwar ist die Beschäftigung im zweiten Quartal um 0,2 % gewachsen, die Dynamik lässt jedoch nach. Auch im Dienstleistungssektor, der seit Mitte 2022 eine wichtige Triebfeder des Beschäftigungswachstums gewesen ist, entstehen nun weniger Arbeitsplätze.

Die kurzfristigen Wachstumsaussichten im Euroraum haben sich eingetrübt. Mittelfristig sollte die Wirtschaft aber allmählich wieder zu einem moderaten Wachstum zurückkehren, da sich sowohl die Binnen- als auch die Auslandsnachfrage erholen. Trotz der erhöhten Auftragsrückstände im verarbeitenden Gewerbe und des Rückgangs der hohen Energiepreise nahm die Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet im ersten Halbjahr 2023 nur verhalten zu. Darüber hinaus haben diese Effekte größtenteils nachgelassen. Angesichts der verschärften Finanzierungsbedingungen, des geringen Unternehmer- und Verbrauchervertrauens sowie der schwachen Auslandsnachfrage vor dem Hintergrund einer Aufwertung des Euro deuten die Konjunkturindikatoren in der kurzen Frist auf eine Stagnation hin. Ab 2024 wird sich das Wachstum voraussichtlich beschleunigen, da sich die Auslandsnachfrage ihrem vor der Pandemie beobachteten Trend nähert und sich die Realeinkommen verbessern. Diese Entwicklung dürfte durch eine rückläufige Inflation, einen kräftigen Anstieg der Nominallohne und eine nach wie vor niedrige, wenn auch leicht zunehmende Arbeitslosigkeit gestützt werden. Das Wachstum wird jedoch weiterhin gedämpft, da die geldpolitische Straffung der EZB und die ungünstigen Kreditangebotsbedingungen auf die Realwirtschaft durchwirken und die finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen nach und nach zurückgenommen werden. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP wird den Erwartungen zufolge zunächst von 3,4 % im Jahr 2022 auf 0,7 % im Jahr 2023 sinken. Danach dürfte sie wieder anziehen, und zwar 2024 auf 1,0 % und 2025 auf 1,5 %. Im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2023 wurde der Ausblick für das BIP-Wachstum für 2023 um 0,2 Prozentpunkte, für 2024 um 0,5 Prozentpunkte und für 2025 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Vor dem Hintergrund sich verschlechternder Umfrageindikatoren, restriktiverer Finanzierungsbedingungen – einschließlich ungünstigerer Kreditangebotseffekte –

und des stärkeren Euro-Wechselkurses spiegelt dies eine deutliche Abwärtsrevision der kurzfristigen Aussichten wider.

Mit dem Abklingen der Energiekrise sollten die Regierungen die entsprechenden Stützungsmaßnahmen weiter zurücknehmen. Dies ist entscheidend, um zu verhindern, dass sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöht, was andernfalls eine noch stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern. Politische Maßnahmen zur Verbesserung der Angebotskapazitäten des Euroraums – die durch die vollständige Umsetzung des Programms „Next Generation EU“ gefördert würden – können dazu beitragen, dass der Preisdruck auf mittlere Sicht zurückgeht. Gleichzeitig können sie den ökologischen Wandel unterstützen. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte vor Ende des laufenden Jahres abgeschlossen werden. Außerdem sollte die Entwicklung in Richtung einer Kapitalmarktunion beschleunigt werden.

Inflation

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge sank die Inflation im Juli auf 5,3 %, blieb dann aber im August auf diesem Niveau.¹ Ihr Rückgang wurde unterbrochen, da die Energiepreise gegenüber Juli anstiegen. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln hat sich gegenüber ihrem Höchststand vom März verringert, belief sich im August aber immer noch auf fast 10 %. In den kommenden Monaten wird der starke Preisanstieg vom Herbst 2022 aus den Jahresraten herausfallen, was zu einem Rückgang der Inflation führen wird.

Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel betrug im August 5,3 % nach 5,5 % im Juli. Der Preisauftrieb bei Waren schwächte sich im August auf 4,8 % ab, verglichen mit 5,0 % im Juli und 5,5 % im Juni. Gründe hierfür waren bessere Angebotsbedingungen, vorangegangene Energiepreistrübkänge, ein nachlassender Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Produktionskette und eine schwächere Nachfrage. Bei den Dienstleistungen verringerte sich die Teuerung leicht auf 5,5 %. Sie blieb aber aufgrund hoher Ausgaben für Urlaubsreisen und Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie eines kräftigen Lohnwachstums auf erhöhtem Niveau. Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer blieb im zweiten Quartal 2023 konstant bei 5,5 %. Unterdessen erhöhte sich der Beitrag der Arbeitskosten zur jährlichen binnenwirtschaftlichen Inflation, was auch mit einer geringeren Produktivität zusammenhing. Der Beitrag der Gewinne hingegen sank erstmals seit Anfang 2022.

Bei den meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation setzt nun ein Rückgang ein, da Angebot und Nachfrage stärker übereinstimmen und der Effekt

¹ Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 13. September 2023. Der endgültigen Datenveröffentlichung vom 19. September 2023 zufolge sank die HVPI-Inflation im August auf 5,2 %, verglichen mit 5,3 % im Juli. Das Ergebnis lag damit 0,1 Prozentpunkte unter der Schnellschätzung.

vergänger Energiepreiserhöhungen abklingt. Gleichwohl ist der binnenwirtschaftliche Preisdruck nach wie vor hoch.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Einige Indikatoren haben sich aber erhöht und müssen genau beobachtet werden.

Die Gesamtinflation im Eurogebiet dürfte im Projektionszeitraum weiter zurückgehen. Ausschlaggebend hierfür sind der nachlassende Kostendruck, die rückläufigen Lieferengpässe und die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung. Auch die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird den Projektionen zufolge allmählich sinken, dürfte jedoch bis Anfang 2024 über der Gesamtinflation liegen. Zuzuschreiben ist die projizierte Disinflation dem Umstand, dass die Effekte der vergangenen Energiepreisschocks und des sonstigen Preisdrucks nachlassen. Durch ihr starkes Wachstum werden die Arbeitskosten nach und nach zum wichtigsten Treiber der HVPI-Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel. Das Lohnwachstum dürfte sich ab Mitte 2023 allmählich verlangsamen, über den gesamten Projektionszeitraum jedoch hoch bleiben. Zurückzuführen ist dies auf die gestiegenen Mindestlöhne und den höheren Inflationsausgleich vor dem Hintergrund eines angespannten, wenn auch sich abkühlenden Arbeitsmarkts. Die Gewinnmargen, die im vergangenen Jahr deutlich gestiegen sind, dürften mittelfristig einen Puffer mit Blick auf die Überwälzung der Arbeitskosten auf die Endpreise bilden. Darüber hinaus sollte die restriktivere Geldpolitik die zugrunde liegende Inflation in zunehmendem Maße dämpfen. Unter der Annahme, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen beim Inflationsziel der EZB verankert bleiben, dürfte die am HVPI gemessene Gesamtinflation von durchschnittlich 8,4 % im Jahr 2022 auf 5,6 % im Jahr 2023, auf 3,2 % im Jahr 2024 und auf 2,1 % im Jahr 2025 zurückgehen und den Zielwert im dritten Quartal 2025 erreichen. Im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2023 wurde die HVPI-Inflation für 2023 und 2024 aufgrund gestiegener Terminpreise für Energie nach oben revidiert. Für 2025 erfolgte eine Abwärtskorrektur, da die Auswirkungen der Euro-Aufwertung, die verschärften Finanzierungsbedingungen und die schwächere Konjunkturlage die HVPI-Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel dämpfen dürften.

Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte sich verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine kräftigere Wirkung entfaltet als erwartet oder sich die Weltwirtschaft abschwächt, beispielsweise aufgrund einer weiteren Konjunkturabkühlung in China. Es ist umgekehrt 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 ihre Ausgaben erhöhen.

Aufwärtsrisiken für die Inflation ergeben sich unter anderem aus einer etwaigen erneuten Zunahme des Kostendrucks bei Energie und Nahrungsmitteln. Widrige Witterungsverhältnisse und die fortschreitende Klimakrise allgemein könnten

Nahrungsmittel stärker verteuern als erwartet. 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 oder einer Eintrübung des wirtschaftlichen Umfelds außerhalb des Euroraums, würde indes vor allem mittelfristig einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die geldpolitische Straffung wirkt nach wie vor stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Refinanzierungskosten der Banken haben sich erneut erhöht, da Sparer täglich fällige Einlagen durch besser verzinsten Termineinlagen ersetzen und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB auslaufen. Die Zinsen für Unternehmens- und für Hypothekarkredite stiegen im Juli abermals, und zwar auf durchschnittlich 4,9 % bzw. 3,8 %.

Die Kreditentwicklung hat sich weiter abgeschwächt. Die Kreditvergabe an Unternehmen wies im Juli eine Jahreswachstumsrate von 2,2 % auf, verglichen mit 3,0 % im Juni. Bei der Kreditvergabe an private Haushalte war ebenfalls ein schwächeres Wachstum von 1,3 % zu verzeichnen, verglichen mit 1,7 % im Vormonat. Auf Basis der Daten aus den vergangenen drei Monaten ging die Kreditvergabe an private Haushalte auf das Jahr hochgerechnet um 0,8 % zurück. Das ist der stärkste Rückgang seit Einführung des Euro. Angesichts der schwachen Kreditvergabe und der Verkürzung der Bilanz des Eurosystems sank das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 von 0,6 % im Juni auf ein Allzeittief von -0,4 % im Juli. In annualisierter Betrachtung schrumpfte M3 in den vergangenen drei Monaten um 1,5 %.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf seiner Sitzung am 14. September 2023 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend wurden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 20. September 2023 auf 4,50 %, 4,75 % bzw. 4,00 % 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 von Rückzahlungen der Banken im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wird der EZB-Rat in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte und deren fortlaufende Rückzahlung zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen.

Fazit

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. Um den Fortschritt in Richtung dieses Ziels zu verstärken, beschloss der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 14. September 2023, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Auf Grundlage seiner aktuellen Beurteilung ist der EZB-Rat der Auffassung, dass die EZB-Leitzinsen ein Niveau erreicht haben, das – wenn es lange genug aufrechterhalten wird – einen erheblichen Beitrag zu einer zeitnahen Rückkehr der Inflation auf den Zielwert leisten wird. Die zukünftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden dafür sorgen, dass die EZB-Leitzinsen so lange wie erforderlich auf ein ausreichend restriktives Niveau festgelegt werden. Bei der Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird der EZB-Rat auch künftig einen datengestützten Ansatz verfolgen.

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.

Nach einer kräftigen Erholung Anfang 2023 dürfte die Weltwirtschaft im weiteren Jahresverlauf in moderaterem Tempo wachsen, was in erster Linie auf eine langsamere wirtschaftliche Erholung Chinas zurückzuführen ist. Die Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum gemäß den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für den Euroraum vom September stimmen indes nach wie vor weitgehend mit den Eurosystem-Projektionen vom Juni überein: Über den Projektionszeitraum hinweg bleibt das globale Wachstum zwar insgesamt stabil, doch haben sich die Länderbeiträge verändert. So wurde der Wachstumsausblick für China deutlich nach unten korrigiert, das reale BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten aber nach oben revidiert. Letzteres lag darin begründet, dass sich die US-Wirtschaft bislang als widerstandsfähig erwiesen hat. Das im laufenden Jahr schwache Wachstum des Welthandels spiegelt die Zusammensetzung der globalen Wirtschaftsleistung wider. Diese wird derzeit von Ländern mit einer geringeren Handelsintensität (Schwellenländern), von bestimmten Nachfragekomponenten (Konsum) und von bestimmten Produkten (Dienstleistungen) getragen. Der Welthandel dürfte über den verbleibenden Projektionszeitraum wieder zunehmen und sich weitgehend im Einklang mit der globalen Konjunktur entwickeln. Gegenüber den Projektionen vom Juni wurden sowohl das globale Importwachstum als auch das Wachstum der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums für 2023 nach unten revidiert. Geschuldet war dies hauptsächlich weiteren Abwärtskorrekturen von Daten für frühere Zeiträume und unerwartet schwachen Ergebnissen für das zweite Quartal (die zum Stichtag für die Erstellung der Projektionen unter den Schätzungen lagen). Der Anstieg der Auslandsnachfrage bleibt im restlichen Verlauf des Projektionszeitraums indes mit dem der Projektionen vom Juni vergleichbar. Die globale am VPI gemessene Gesamtinflationsrate schwächt sich allmählich ab, der zugrunde liegende Inflationsdruck ist jedoch – besonders in den Industrieländern – noch immer hoch. Allerdings legen die Projektionen nahe, dass die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums aufgrund der Entwicklung der Rohstoffpreise merklich sinken werden.

Nach einem starken Jahresauftakt schwächt sich die weltwirtschaftliche Entwicklung nun ab, was vor allem auf eine langsamere konjunkturelle Erholung in China zurückzuführen ist. Laut den September-Projektionen dürfte

sich das weltweite Wachstum in der zweiten Jahreshälfte verringern. Die aktuellen Projektionen stimmen zwar weiterhin größtenteils mit denen vom Juni überein, doch haben sich die zugrunde liegenden Länderbeiträge verändert.² In wichtigen Industrieländern, darunter den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, erwies sich die Konjunktur als überraschend robust. In China gab sie unterdessen stärker nach als zuvor angenommen, da sich erneut Probleme im Wohnimmobiliensektor zeigten und die konsumgetriebene Erholung belasteten. Die erwartete Abschwächung der weltwirtschaftlichen Aktivität wird auch durch die aktuellen Hochfrequenzdaten bestätigt. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor ist dem

² Da in diesem Abschnitt vor allem die weltwirtschaftlichen Entwicklungen betrachtet werden, ist der Euroraum bei Verweisen auf weltweite und/oder globale Aggregate von Konjunkturindikatoren jeweils nicht enthalten.

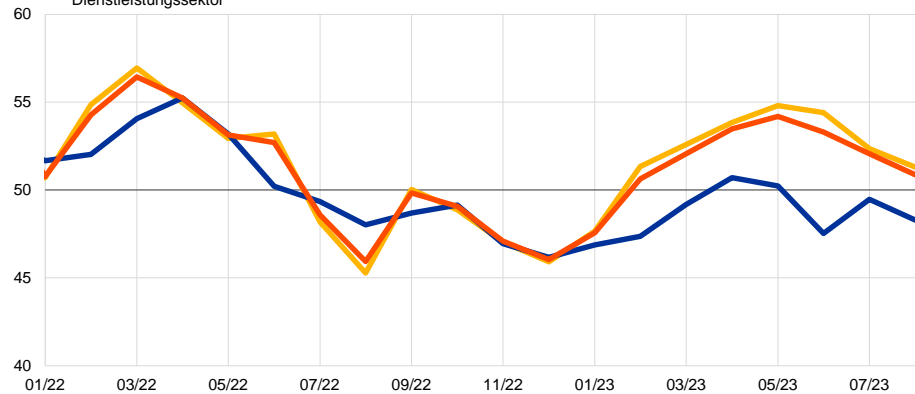
Trend nach weiterhin rückläufig, wenngleich er sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern oberhalb der Wachstumsschwelle blieb. Eine ähnliche Entwicklung war auch bei der Dienstleistungskomponente des EMI zu beobachten. Demgegenüber sank die Komponente für das verarbeitende Gewerbe in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften noch weiter in den kontraktiven Bereich, während sie in den Schwellenländern leicht zunahm. Damit verringerte sich der Abstand zur Dienstleistungsbranche (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1
Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion in den Industrie- und Schwellenländern nach Sektoren

a) Industrieländer (ohne Euroraum)

(Diffusionsindizes)

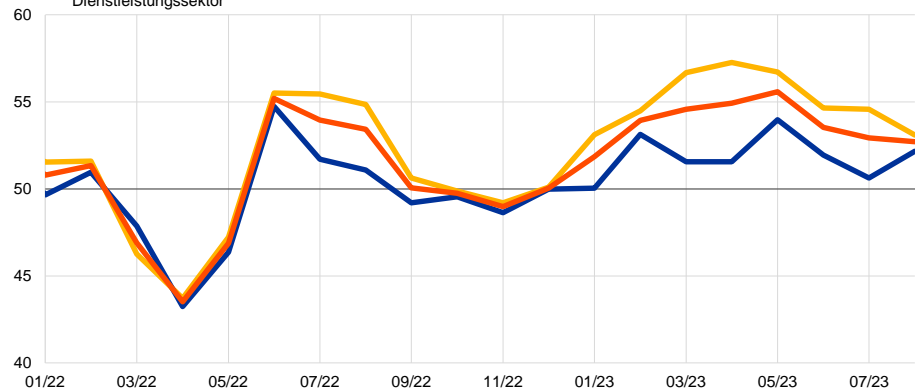
- Dienstleistungssektor
- Verarbeitendes Gewerbe
- EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor



b) Schwellenländer

(Diffusionsindizes)

- Dienstleistungssektor
- Verarbeitendes Gewerbe
- EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor



Quellen: S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023.

In der Gesamtbetrachtung haben sich die globalen Wachstumsaussichten in den Projektionen vom September gegenüber denen vom Juni wenig verändert, doch wurde der Ausblick für die großen Volkswirtschaften neu bewertet. Das globale reale BIP wird sich den jüngsten Projektionen zufolge im Jahr 2023 um

3,2 %, 2024 um 3,0 % und 2025 um 3,2 % erhöhen. Gegenüber den Projektionen vom Juni wurden somit nur geringfügige Korrekturen vorgenommen (+0,1 Prozentpunkte für 2023 und je -0,1 Prozentpunkte für 2024 und 2025). Allerdings wurden die Wachstumsaussichten für China aufgrund der erwähnten Entwicklungen im dortigen Wohnimmobiliensektor deutlich nach unten revidiert.³ Der Ausblick für die konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern wurde hingegen für 2023 nach oben korrigiert, wofür die robustere Arbeitsmarktlage ausschlaggebend war. Allerdings dürften sich die Wachstumsaussichten im Verlauf des Projektionszeitraums weiter eintrüben. Die Schwellenländer sind nach wie vor wichtige Impulsgeber für das Weltwirtschaftswachstum, auch wenn die nun projizierten Zuwächse etwas geringer sind als in den Juni-Projektionen vorhergesagt.

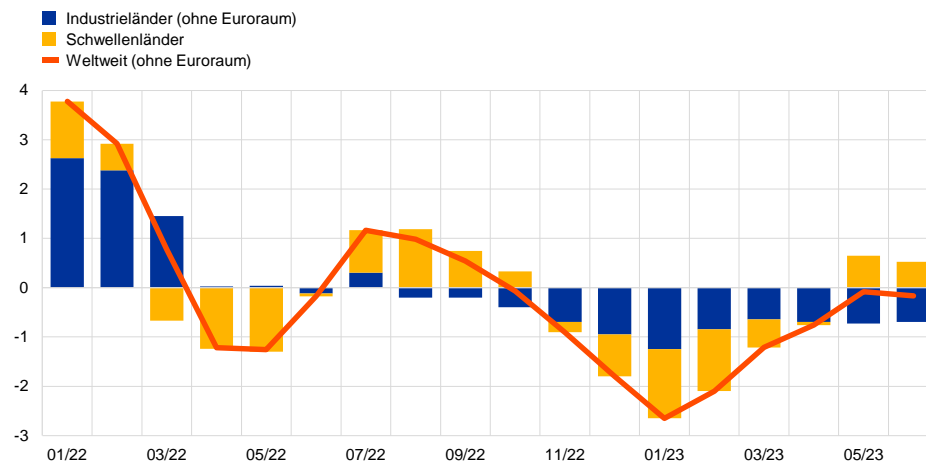
Das Wachstum des Welthandels dürfte im laufenden Jahr schwach bleiben und sich danach allmählich erholen.

Die schleppende Entwicklung des Welthandels im laufenden Jahr steht im Gegensatz zu einer relativ robusten globalen Konjunktur. Die weltweiten Importe werden den Projektionen zufolge 2023 nur geringfügig ansteigen (+0,2 %), da die Einfuhren in den Industrieländern schrumpfen dürften. Darin schlagen sich die schwache Nachfrage infolge der restriktiveren Finanzierungsbedingungen sowie Kompositionseffekte nieder, die unter anderem mit der Erholung nach der Pandemie zusammenhängen. Es gibt nach wie vor drei sich gegenseitig verstärkende Kompositionseffekte, die die verhaltene Handelsdynamik in diesem Jahr erklären: So wird die Wirtschaftsentwicklung derzeit von Regionen mit einer geringeren Handelsintensität (Schwellenländer), von bestimmten Nachfragekomponenten (Konsum) und von bestimmten Produkten (Dienstleistungen) getragen. Die Schwäche des Welthandels hat allerdings bereits ihre Talsohle erreicht. Im weiteren Jahresverlauf dürfte sich die Entwicklung allmählich verbessern. Dies ergibt sich aus den jüngsten Daten zum globalen Warenhandel (siehe Abbildung 2) und ist auch Ausdruck der kräftigen Belebung des Dienstleistungshandels nach dem Ende der Pandemie (z. B. im Tourismus). Für die Zeitspanne 2024-2025 wird damit gerechnet, dass der Welthandel noch etwas mehr Fahrt aufnimmt und sich stärker im Einklang mit dem realen BIP ausweitet. So wird für 2024 ein Wachstum von 3,2 % und für 2025 von 3,3 % erwartet. Die Auslandsnachfrage des Euroraums dürfte 2023 weitgehend unverändert bleiben und in den Jahren 2024 und 2025 jährlich um jeweils 3 % zunehmen. Gegenüber den Projektionen vom Juni 2023 wurden sowohl das globale Importwachstum als auch das Wachstum der Auslandsnachfrage des Eurogebiets für 2023 nach unten revidiert (um 1,1 Prozentpunkte bzw. -0,4 Prozentpunkte). Geschuldet war dies hauptsächlich weiteren Abwärtskorrekturen von Daten zum Jahreswechsel und unerwartet schwachen Einfuhren im zweiten Quartal (die zum Stichtag für die Erstellung der Projektionen unter den Schätzungen lagen). Für die Jahre 2024 und 2025 fallen die Abwärtskorrekturen mit rund 0,1 Prozentpunkten pro Jahr geringer aus.

³ Anfang September kündigten die chinesischen Behörden weitere Stützungsmaßnahmen für den Immobilienmarkt an, darunter eine Senkung der Zinsen für bestehende Hypothekarkredite und eine Verringerung des Eigenanteils. Diese Schritte wurden nach dem Stichtag für die Projektionen beschlossen. Daher lässt sich noch nicht beurteilen, ob sie ausreichen werden, um den projizierten Rückgang im Immobilienbereich im restlichen Jahresverlauf zu stoppen.

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 Juni 2023.

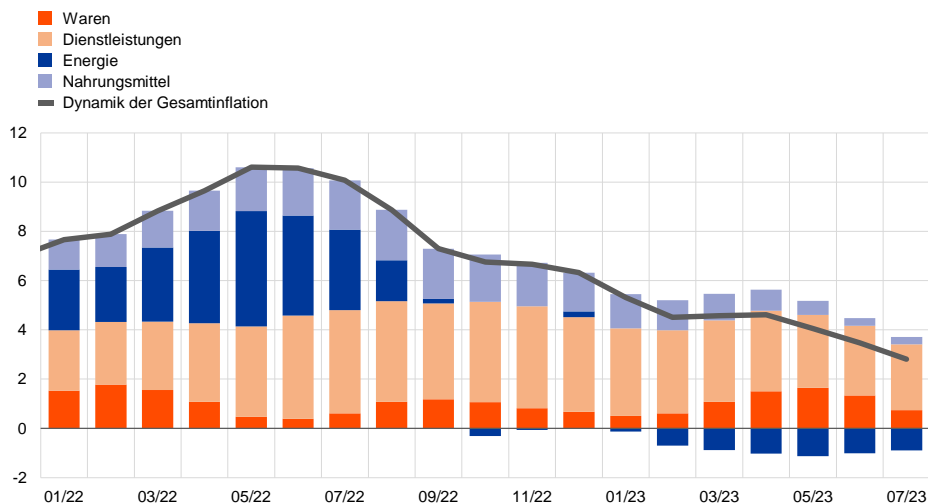
Aufgrund der niedrigeren Preise für Energie und Nahrungsmittel ist die am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate weltweit gesunken. Die Kerninflation bleibt indes hoch.

In den OECD-Mitgliedstaaten erhöhte sich die VPI-Gesamtinflation leicht von 5,7 % im Juni auf 5,9 % im Juli, während die VPI-Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) von 6,6 % auf 6,7 % kletterte. Verantwortlich hierfür war in erster Linie die jährliche Teuerungsrate in der Türkei, die im Juli sprunghaft um 10 Prozentpunkte auf 48 % anstieg. Ohne die Türkei gerechnet blieb die Gesamtinflation im Juli weitgehend stabil (4,4 % nach 4,5 % im Juni). Die Kerninflation gab leicht nach und verringerte sich von 5,2 % im Juni auf 5,0 %. Die anhaltend hohe Kerninflation lässt sich größtenteils auf die Dienstleistungen zurückführen. Der Preisauftrieb bei Waren schwächte sich indessen deutlich ab, da sich die weltweiten Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage an den Gütermärkten verringerten. Die Inflationsdynamik – gemessen als annualisierte prozentuale Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum – schwächte sich im Juli ab. So ging die Gesamtrate von 3,5 % im Juni auf 2,8 % zurück (siehe Abbildung 3) und die Kernrate von 5,3 % auf 4,3 %. Die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums sind seit Mitte 2022 rückläufig. Maßgeblich hierfür sind die sinkenden Rohstoffpreise und die sukzessive Abschwächung des binnen- und außenwirtschaftlichen Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen. Im Vergleich zu den Juni-Projektionen wurden die Exportpreise der Wettbewerber für das laufende Jahr nach unten revidiert. Grund hierfür ist ein langsamerer Anstieg der Ausfuhrpreise wichtiger Handelspartner des Euroraums. Für 2024 wurden die Exportpreise der Wettbewerber indes leicht nach oben korrigiert, was höheren Rohstoffpreisen zuzuschreiben ist.

Abbildung 3

Dynamik der Gesamtinflation in den OECD-Staaten

(annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Angaben ohne die Türkei. Die Beiträge der jeweils dargestellten Komponenten der OECD-Gesamtinflation wurden unter Verwendung verfügbarer Länderdaten ermittelt, die zusammengenommen 84 % des OECD-Aggregats ausmachen. Dabei wurde der Bottom-up-Ansatz verwendet. Die Inflation bei Waren wird als Restbetrag des Beitrags der gesamten Waren abzüglich des Beitrags von Energie und Nahrungsmitteln berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2023.

Da Saudi-Arabien und Russland vereinbart haben, ihre Produktionskürzungen zu verlängern, liegen die Rohölpreise nun auf einem höheren Niveau als in den Projektionen vom Juni angenommen.

Anfang September weiteten Saudi-Arabien und Russland ihre zunächst nur für einen Monat angesetzten Produktionsenkungen auf den Rest des Jahres 2023 aus. Die Drosselung der Ölförderung entspricht rund 1,3 % des weltweiten Ölangebots und kommt zu den bereits beschlossenen Förderkürzungen der OPEC+-Gruppe hinzu. Dies wird zu einer weiteren Anspannung am Ölmarkt führen, der nach Angaben der Internationalen Energieagentur inzwischen ein Angebotsdefizit aufweist. Die Effekte der Produktionskürzungen bildeten ein Gegengewicht zur verhalteneren Nachfrage Chinas. Die europäischen Gaspreise wiesen eine gewisse Volatilität auf, die vor dem Hintergrund von Lieferengpässen aufgrund von Förderausfällen in Norwegen und zuletzt auch von Streiks an Flüssiggasterminals in Australien zu sehen ist. Seit den Juni-Projektionen sind die Gasnotierungen jedoch gesunken, weil die EU ihr Ziel, die Gasspeicher auf 90 % zu füllen, bereits drei Monate früher als geplant erreichte. Dies impliziert zwar, dass die angebotsseitigen Risiken auf kurze Sicht begrenzt bleiben, völlig ausgeschlossen werden können sie indes nicht, da es noch längere Zeit zu Angebotsausfällen kommen kann. Allgemein reagiert der europäische Gasmarkt weiterhin sehr empfindlich auf Lieferstörungen, wie die zuletzt durch Förderausfälle und Streiks ausgelöste Preisvolatilität gezeigt hat.

Die Finanzierungsbedingungen wurden auf internationaler Ebene sowohl in den Industrie- als auch den Schwellenländern etwas restriktiver gestaltet.

In den Vereinigten Staaten war die moderate Verschärfung der Finanzierungsbedingungen vor allem auf einen Anstieg der langfristigen Staatsanleiherenditen sowie eine Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollar zurückzuführen. Dies wurde teilweise durch die

positive Risikostimmung am Markt für Unternehmensanleihen in den USA ausgeglichen. Hintergrund für diese Entwicklungen waren unerwartet positive makroökonomische Daten und ein weiter nachlassender Inflationsdruck. Auch in anderen Industrie- und Schwellenländern wurden die Finanzierungsbedingungen etwas verschärft, was zumeist höheren Langfristzinsen zuzuschreiben war. In den Schwellenländern trug auch die schwächere Notierung der Landeswährungen gegenüber dem US-Dollar zu einer gewissen Verschärfung der Finanzierungsbedingungen bei. So konnten einige Zentralbanken nach einer Reihe frühzeitiger und aggressiver Zinsanhebungen eine Zinspause einlegen und in einigen Fällen sogar die Zinsen senken, während die Renditeabstände von Staatsanleihen und die Aktienbewertungen stabil blieben.

In den Vereinigten Staaten konnte sich die Konjunktur zwar weiterhin gut behaupten, doch dürfte sie sich zum Jahresende hin abschwächen, da die straffere Geldpolitik die Wirtschaftsentwicklung bremst. Die jüngsten Daten zu den Ausgaben der privaten Haushalte und zur Aktivität im Dienstleistungssektor lassen darauf schließen, dass das BIP-Wachstum im dritten Quartal abermals kräftig ausfallen wird. Dennoch wird erwartet, dass die Konsumausgaben der privaten Haushalte angesichts einer etwas weniger angespannten Arbeitsmarktlage etwas langsamer steigen. Restriktivere Kreditrichtlinien dürften die Investitionen belasten und im Zeitraum von 2024 bis 2025 zu einem positiven BIP-Zuwachs führen, der jedoch unterhalb des Potenzialwachstums bleiben dürfte. Für 2025 wird eine zögerliche Erholung des realen BIP-Wachstums projiziert. Die VPI-Gesamtinflationsrate kletterte im Juli leicht auf 3,2 % (nach 3,0 % im Juni), was einem kleineren inflationssenkenden Beitrag der Energiekomponente geschuldet war. Die Kerninflation sank unterdessen nur geringfügig von 4,8 % im Juni auf 4,7 % im Juli. Dies geschah vor dem Hintergrund eines weiter nachlassenden Preisdrucks bei Waren. Bei den Dienstleistungen wird der anhaltende moderate Rückgang der Inflation bei Wohnraum indessen zum Teil durch die wieder zunehmenden Preisanstiege im Bereich der Transport- und Freizeitdienstleistungen aufgewogen. Die Gesamtteuerungsrate dürfte sich abschwächen, auch wenn das Lohnwachstum – das zwar rückläufig, aber immer noch kräftig ist – einen persistenten Aufwärtsdruck auf die Inflation ohne Wohnungsdienstleistungen ausübt.

Das Wachstum in China verlor im zweiten Quartal erheblich an Schwung. Nach einer kräftigen Erholung im ersten Quartal 2023, zu der es im Zuge der Lockerung der coronabedingten Eindämmungsmaßnahmen kam, verlangsamte sich die Wachstumsdynamik im zweiten Jahresviertel merklich. Grund war ein erneuter Abschwung am Wohnimmobilienmarkt, der auch das Verbrauchervertrauen in Mitleidenschaft zog. Während sich die Konsumententwicklung insbesondere im Bereich der Dienstleistungen weiter normalisierte, fielen der Außenbeitrag und die privaten Investitionen schwächer aus als in den Projektionen vom Juni vorhergesagt. Die bis August verfügbaren Hochfrequenzindikatoren deuten auf eine anhaltende Schwäche am Wohnimmobilienmarkt und ein geringeres Wachstum bei den Dienstleistungen hin; zugleich dürfte sich die Geschäftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe etwas stabilisiert haben. Die VPI-Gesamtteuerungsrate fiel im Juli mit -0,3 % gegenüber dem Vorjahr in den negativen Bereich. Die jährliche VPI-Kerninflation nahm indes weiter zu (+0,8 %), wofür vor allem die Dienstleistungspreise maßgeblich waren. Im

Vormonatsvergleich zogen die Preissteigerungen sowohl bei der Gesamt- als auch der Kerninflation leicht an, nachdem in den Vormonaten Rückgänge verbucht worden waren. Dies deutet darauf hin, dass die jährliche Inflation bald anziehen könnte, wenngleich die schleppende Nachfrage aus dem In- und Ausland den Inflationsdruck begrenzen dürfte.

In Japan beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2023 deutlich, wobei sich auch die Dynamik der einzelnen Komponenten

veränderte. Während sich die Binnennachfrage zu Jahresbeginn als wichtiger Wachstumsmotor erwies, war der überraschend kräftige Zuwachs im zweiten Quartal fast ausschließlich durch die Nettoexporte bedingt, wohingegen die Binnennachfrage stagnierte. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Konjunktur weiterhin auf einem moderaten Wachstumskurs bleiben. Es wird zwar davon ausgegangen, dass sich die Binnennachfrage im dritten Quartal etwas erholt, doch wird sich das Wachstum im Vergleich zur ersten Jahreshälfte wohl im Zuge einer Erholung der Importe verlangsamen. Die jährliche Gesamtinflation lag im Juli unverändert bei 3,3 %, da der nachlassende Preisauftrieb bei Energie durch eine stärkere Verteuerung von Nahrungsmitteln sowie höhere Beherbergungskosten und Mobilfunkgebühren kompensiert wurde. Die Kerninflation erhöhte sich im selben Monat leicht von 2,6 % auf 2,7 %. Dies spiegelt die zugrunde liegende Preisdynamik der Unternehmen wider. Die Gesamtinflation dürfte sich im zweiten Halbjahr angesichts eines geringeren Kostendrucks abschwächen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der jüngsten Verlangsamung des Erzeugerpreisanstiegs und den sinkenden Importpreisen.

Im Vereinigten Königreich war die Wachstumsdynamik im vergangenen Jahr angesichts der hohen Inflation und der sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen gedämpft, wenngleich sie eine gewisse

Widerstandsfähigkeit erkennen ließ. Das Wirtschaftswachstum dürfte auch in den kommenden Quartalen verhalten bleiben, weil sich der Inflationsdruck beharrlicher hält als in den Juni-Projektionen erwartet. Zudem sehen sich private Haushalte und Unternehmen vor dem Hintergrund der weiteren geldpolitischen Straffung mit höheren Zinsen konfrontiert. Aus den jüngsten Umfragedaten gehen zusätzliche Abwärtsrisiken für die kurzfristigen Aussichten hervor, wobei der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in den vergangenen vier Monaten um sechs Punkte gesunken ist. Die Konjunktur dürfte im kommenden Jahr anziehen – gestützt durch die Erholung der Reallöhne, wenn die Inflation weiter nachlässt. Die VPI-Gesamtinflation verzeichnete im Juli einen kräftigen Rückgang, und zwar von 7,9 % im Juni auf dann 6,8 %. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem deutlich geringere Energiekosten und ein langsamerer Anstieg der Nahrungsmittelpreise. Unterdessen blieb die Kerninflation unverändert bei 6,9 %, was auf eine anhaltend hohe Preissteigerung bei den Dienstleistungen zurückzuführen war. Die Gesamtinflation dürfte mit der Zeit zurückgehen und Anfang 2025 das 2 %-Ziel der Bank of England erreichen.

2 Konjunktorentwicklung

Die Wirtschaft des Euroraums stagnierte im ersten Halbjahr im Wesentlichen. Im zweiten Quartal 2023 stieg das reale BIP wie bereits im ersten Jahresviertel um 0,1 %. Die jüngsten Indikatoren deuten auch für das dritte Quartal auf eine schwache Wirtschaftsleistung hin. Eine geringere Nachfrage nach Exporten des Eurogebiets und die Auswirkungen der restriktiven Finanzierungsbedingungen dämpfen das Wachstum, unter anderem durch niedrigere Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen. Die Konjunkturverlangsamung breitet sich auf alle Wirtschaftszweige aus. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe ist seit dem vierten Quartal 2022 rückläufig. Sie dürfte weiter schwach bleiben, da die noch aus Auftragsrückständen resultierenden Impulse nachlassen und sich der Auftragseingang nach wie vor verhalten entwickelt. Im Dienstleistungssektor, der sich bislang als widerstandsfähiger erwiesen hatte, waren zu Beginn des dritten Quartals deutliche Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen. Dies lässt darauf schließen, dass die Dienstleistungsnachfrage nun schwinden könnte, nachdem sie durch das Ende der Pandemie einen Schub erhalten hatte. Mit der Zeit sollte die wirtschaftliche Dynamik wieder zunehmen, da eine sinkende Inflation, steigende Löhne und ein starker Arbeitsmarkt für eine Zunahme der Realeinkommen sorgen dürften, was den Konsumausgaben zugutekommen sollte.

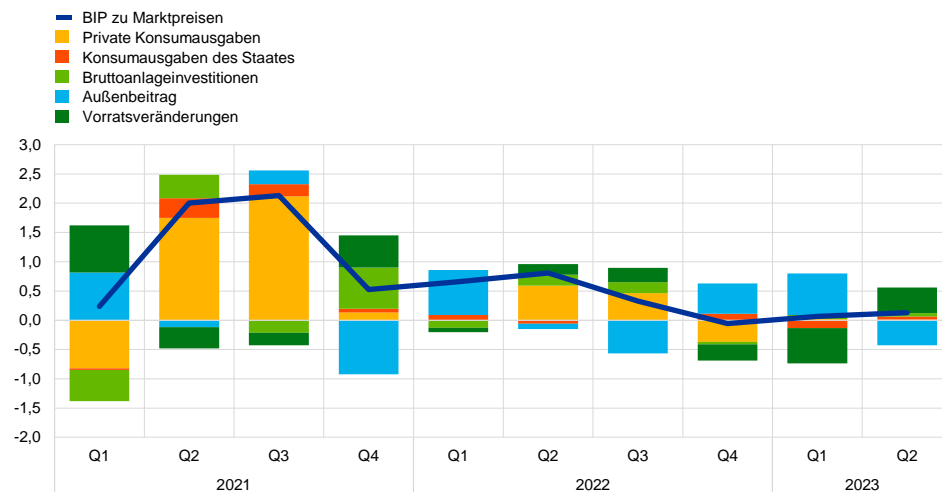
Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2023. Demnach wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr auf 0,7 % sinken und in den Jahren 2024 und 2025 wieder auf 1,0 % bzw. 1,5 % steigen. Gegenüber den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Juni 2023 wurden die Aussichten für das BIP-Wachstum für den gesamten Projektionszeitraum nach unten korrigiert, und zwar für 2023 um 0,2 Prozentpunkte, für 2024 um 0,5 Prozentpunkte und für 2025 um 0,1 Prozentpunkte. Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind abwärtsgerichtet.

Das Wirtschaftswachstum des Euroraums belief sich im zweiten Quartal 2023 auf 0,1 %, wobei die Entwicklung in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich verlief. Der von den Vorratsveränderungen und in geringerem Maße auch von der Binnennachfrageausgehende positive Wachstumsbeitrag wurde durch einen negativen Außenbeitrag teilweise ausgeglichen (siehe Abbildung 4). Das moderate Wirtschaftswachstum spiegelt unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Sektoren wider: Im Dienstleistungssektor nahm die Aktivität zu, wohingegen sie im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe rückläufig war. Hinter dem moderaten Wirtschaftswachstum verbergen sich auch erhebliche Divergenzen zwischen den größten Euro-Ländern, da diese unterschiedlich stark von der Verlangsamung des globalen Warenhandels und der Erholung im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen betroffen waren. In Frankreich erhöhte sich das BIP im Vorquartalsvergleich um 0,5 % und in Spanien um 0,4 %, in Deutschland blieb es unverändert. In Italien und den Niederlanden verringerte es sich indes um 0,4 % bzw. 0,3 %.

Abbildung 4

Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

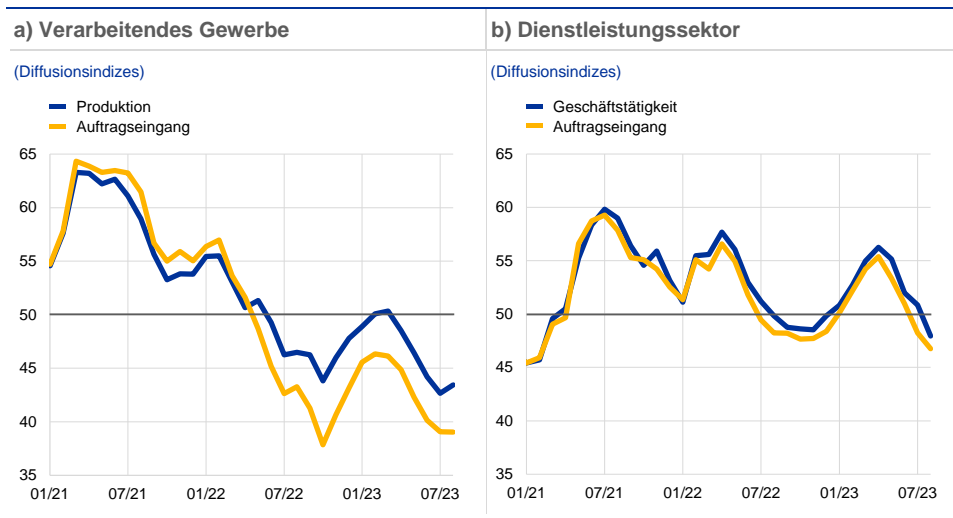
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023.

Die Wirtschaftstätigkeit dürfte im dritten Quartal 2023 schwach bleiben. Die aktuellen Umfrageergebnisse deuten auf ein verhaltenes Wirtschaftswachstum im dritten Quartal hin. Ausschlaggebend hierfür sind neben einer anhaltenden Schwäche im verarbeitenden Gewerbe auch eine konjunkturelle Verlangsamung im Dienstleistungssektor, der sich bislang als widerstandsfähig erwiesen hatte. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums fiel im Juli und August noch tiefer unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten. So verharrte der EMI für das verarbeitende Gewerbe im kontraktiven Bereich, da die Unterstützung durch die verbesserten Lieferkettenbedingungen nicht mehr zum Tragen kommt, die Auftragsrückstände abnehmen und der Auftragseingang rückläufig ist (siehe Abbildung 5, Grafik a). In den letzten Monaten griff die Schwäche jedoch auch auf den Dienstleistungssektor über. Dort sank der EMI im August unter die Wachstumsschwelle (siehe Abbildung 5, Grafik b), worin der nachlassende Effekt des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie auf die Dienstleistungsnachfrage zum Ausdruck kommt. Dieser war bis zuletzt maßgeblich für das Wachstumsgefälle zwischen dem verarbeitenden Gewerbe und den kontaktintensiven Dienstleistungen verantwortlich.⁴ Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung war im August sektorübergreifend erneut rückläufig und wies somit auf eine erhebliche Abschwächung der Wachstumsdynamik im dritten Quartal hin. Das Verbrauchervertrauen sank im August geringfügig. Damit wurde die Erholung, die seit Ende 2022 zu beobachten gewesen war, unterbrochen. Der Indikator liegt deutlich unter seinem langfristigen Durchschnitt. Diese Entwicklung deutet auf trübe Aussichten für die Binnennachfrage hin. Insgesamt lassen die aktuellen Indikatoren auch für das dritte Quartal ein schwaches

⁴ Eine Analyse der Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft und der unterschiedlichen Konjunktorentwicklung in den einzelnen Euro-Ländern und Wirtschaftssektoren findet sich in Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

BIP-Wachstum erwarten, da die gedämpfte Auslandsnachfrage und die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen das Wirtschaftswachstum im Euroraum belasten dürften.

Abbildung 5
Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne (Teil-)Sektoren



Quelle: S&P Global Market Intelligence.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023.

Der Arbeitsmarkt blieb im zweiten Quartal widerstandsfähig, aber das Beschäftigungswachstum verlangsamte sich im Zuge der Konjunkturabschwächung.

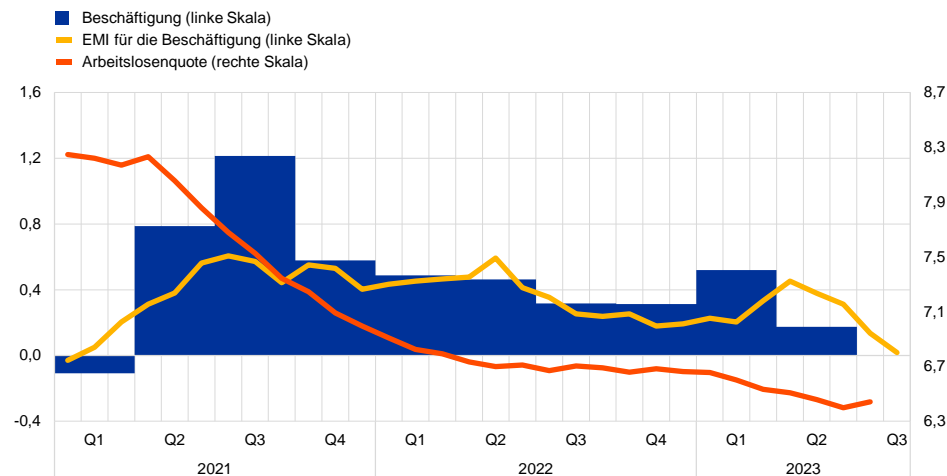
Die Beschäftigung und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden stiegen im zweiten Quartal des laufenden Jahres um jeweils 0,2 %. Seit dem Schlussquartal 2019 hat sich die Beschäftigung um 3,3 % erhöht und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden um 1,9 % (siehe Abbildung 6). Daraus ergibt sich ein Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden um 1,4 %. Grund hierfür ist neben anderen Faktoren die anhaltende Arbeitskräftehortung (d. h., ein Teil des Arbeitseinsatzes wird von einem Unternehmen im Verlauf des Produktionsprozesses zu jedem gegebenen Zeitpunkt nicht voll ausgeschöpft). Die implizite Zahl der Erwerbspersonen nahm Schätzungen zufolge von Januar bis Juli um rund 600 000 zu, wobei sich das Wachstum jedoch seit April verlangsamt hat.⁵ Die Arbeitslosenquote belief sich im Juli auf 6,4 % und blieb gegenüber dem Vormonat praktisch unverändert. Sie liegt damit weiterhin auf dem niedrigsten Stand seit der Euro-Einführung. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist noch immer hoch; die Vakanzquote lag weitgehend stabil bei 3,0 % und damit 0,2 Prozentpunkte unter ihrem seit Beginn der Zeitreihe verzeichneten Höchststand.

⁵ Eine Analyse der jüngsten Entwicklung der Erwerbsbevölkerung und ihrer Bestimmungsfaktoren findet sich in Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 6

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden 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 zweite Quartal 2023 (Beschäftigung), August 2023 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Juli 2023 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten auf eine weitere Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im dritten Quartal 2023 hin.

Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor ging von 51,4 Punkten im Juli auf 50,2 Punkte im August zurück. Ein Wert unterhalb der Schwelle von 50 Punkten signalisiert einen Beschäftigungsabbau. Der Indikator ist seit April, als er sich auf 54,5 Punkte belief, deutlich gesunken. Im Dienstleistungssektor fiel der jüngste Rückgang deutlicher aus. Der EMI hielt sich dort dennoch im expansiven Bereich, während er im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten liegt. Mit Blick auf die Teilsektoren des Dienstleistungsgewerbes zeigt sich, dass der Beschäftigungsabbau in den enger mit dem verarbeitenden Gewerbe verbundenen Bereichen, wie Verkehr und freiberufliche Dienstleistungen, stärker ausgeprägt war.

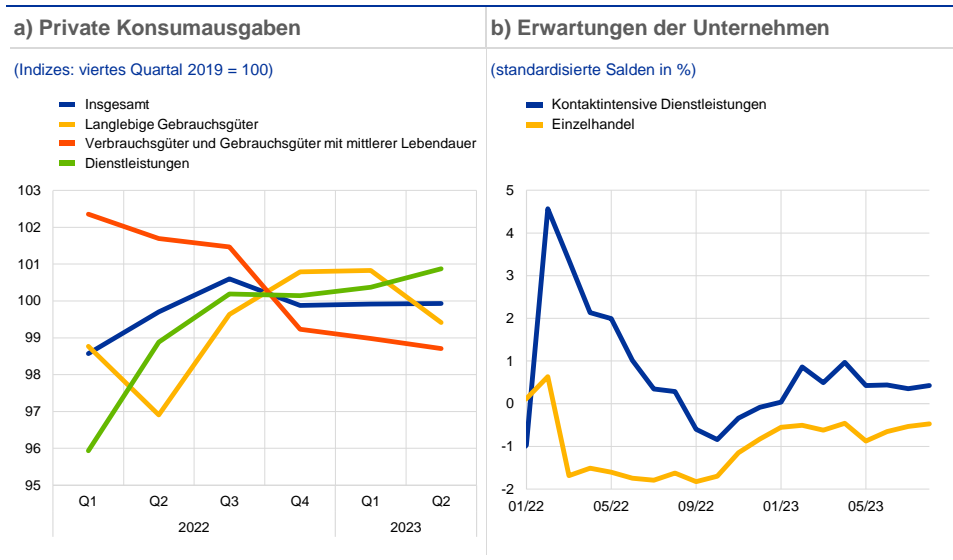
Die privaten Konsumausgaben stagnierten im zweiten Quartal 2023, da der anhaltende Rückgang des Warenkonsums die nach wie vor positive Nachfrage nach Dienstleistungen ausglich (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die

Einzelhandelsumsätze erhöhten sich im zweiten Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal um lediglich 0,1 %. Im Juli verringerten sie sich um 0,2 %. Die Pkw-Neuzulassungen sanken im zweiten Jahresviertel um 0,5 %, stiegen im Juli jedoch wieder um 3,7 % an. Im Gegensatz zu den rückläufigen Ausgaben für Waren, insbesondere für Gebrauchsgüter und Nahrungsmittel, nahm der Dienstleistungskonsum der privaten Haushalte im zweiten Quartal um 0,5 % zu. Er profitierte dabei immer noch von den anhaltenden Effekten des Wiederhochfahrens der Wirtschaft.⁶

⁶ Siehe hierzu auch Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 7

Indikatoren der realen privaten Konsumausgaben



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik a ist das Niveau der Komponenten der privaten Konsumausgaben (Inländerkonzept) auf das Niveau der privaten Konsumausgaben insgesamt (Inländerkonzept) skaliert. In Grafik b sind die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen in den nächsten drei Monaten für den Zeitraum von 2005 bis 2019 und die erwartete Geschäftstätigkeit im Einzelhandel in den nächsten drei Monaten für den Zeitraum von 1985 bis 2019 standardisiert. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (Grafik a) bzw. August 2023 (Grafik b).

Während die Umfragen auf eine anhaltende Schwäche des Warenkonsums hindeuten, wurden die Erwartungen hinsichtlich der Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen noch nicht nach unten korrigiert. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher ging im August erstmals seit Ende 2022 wieder zurück und lag nach wie vor unter seinem langfristigen Durchschnitt. Diese Entwicklung spiegelt die sinkenden Erwartungen der privaten Haushalte im Hinblick auf die allgemeine Wirtschaftslage und die eigene finanzielle Situation wider. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich größerer Anschaffungen und jener für die Erwartungen zum Einzelhandelsgeschäft entwickelten sich weiterhin verhalten. Im Gegensatz dazu sind bei der erwarteten Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen seit Mai des laufenden Jahres keine deutlichen Abwärtskorrekturen zu erkennen (siehe Abbildung 7, Grafik b). Hier wurde auch im August ein Wert über dem historischen Durchschnitt verzeichnet. In der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom Juli gingen die Erwartungen hinsichtlich der Anschaffung von Haushaltsgeräten und anderer größerer Anschaffungen zurück, was auf eine anhaltend schwache Entwicklung der Ausgaben für Gebrauchsgüter hindeutet, während sich die erwartete Nachfrage bei Buchungen von Urlaubsreisen nach wie vor robust entwickelte. Die Übertragung der restriktiveren Finanzierungsbedingungen auf die Realwirtschaft dürfte zu einer geringeren Kreditaufnahme der privaten Haushalte führen, die Sparanreize auf hohem Niveau halten und das Wachstum der Konsumausgaben auf kurze Sicht weiterhin dämpfen.

Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen verlangsamte sich im zweiten Quartal 2023 merklich und dürfte auch im dritten Quartal sinken. Werden die

volatilen Daten zu den Investitionen in geistiges Eigentum in Irland nicht berücksichtigt, ergibt sich für die Investitionen ohne Bauten im Euroraum im zweiten Vierteljahr ein deutlicher Wachstumsrückgang auf 0,4 % gegenüber dem Vorquartal nach 1,2 % im ersten Vierteljahr.⁷ Die Wachstumsverlangsamung war über die Länder hinweg recht breit angelegt. Allerdings fiel sie nach Anlagegütern unterschiedlich aus. Während die Investitionen in Fahrzeuge wieder zunahmen und die Investitionen in geistiges Eigentum ihrem langfristigen Durchschnitt entsprechend anstiegen, gingen die Ausrüstungsinvestitionen ohne Fahrzeuge leicht zurück (siehe Abbildung 8).⁸ Der EMI für die Produktion im Investitionsgütersektor sank im August tief in den kontraktiven Bereich, wobei sich sowohl der Auftragseingang als auch die Auftragsbestände erneut verringerten. Das Vertrauen nimmt weiter ab. Der jüngsten Umfrage der Europäischen Kommission zufolge gab ein Viertel der Unternehmen im Investitionsgütergewerbe eine unzureichende Nachfrage als Produktionshemmnis an. Der Ausblick ist nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet. Earnings Calls im August lassen darauf schließen, dass sich die Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne seit letzten Herbst verbessert hat; sie zeichnet den Bruttobetriebsüberschuss der Unternehmen tendenziell recht genau nach, auch wenn beide Indikatoren der jüngsten Entwicklung nachlaufen. Außerdem ist den Earnings Calls zu entnehmen, dass der anhaltende Bedarf an klimafreundlichen und digitalen Investitionen, die auch über das Programm „Next Generation EU“ (NGEU) finanziert werden, ebenso wie ein größerer Arbeitskräftemangel in einigen Sektoren weitere Investitionsanreize bieten.⁹ Allerdings wird die Investitionstätigkeit angesichts der weltweiten Konjunkturabschwächung und sich verschlechternder Kreditbedingungen nach wie vor erheblich ausgebremst.¹⁰ So werden die Finanzierungsrisiken laut den Earnings Calls weiterhin so hoch eingeschätzt wie nie zuvor. Der dreimal pro Jahr erstellte S&P Global Business Outlook Survey deutet unterdessen darauf hin, dass die Investitionen in den kommenden zwölf Monaten geringer ausfallen werden. Darin spiegelt sich eine Verschlechterung der Unternehmenserwartungen hinsichtlich der künftigen Geschäftstätigkeit und Ertragslage wider.

⁷ Insgesamt stiegen die Investitionen im zweiten Quartal 2023 um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal an, nachdem sie im ersten Quartal um 0,2 % gesunken waren. Grund hierfür war die hohe Volatilität der Daten zu den Investitionen in geistiges Eigentum in Irland. Nähere Informationen zu den längerfristigen Auswirkungen dieser Volatilität finden sich in: EZB, [Immaterielle Anlagegüter multinationaler Unternehmen in Irland: Auswirkungen auf das BIP des Euroraums](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

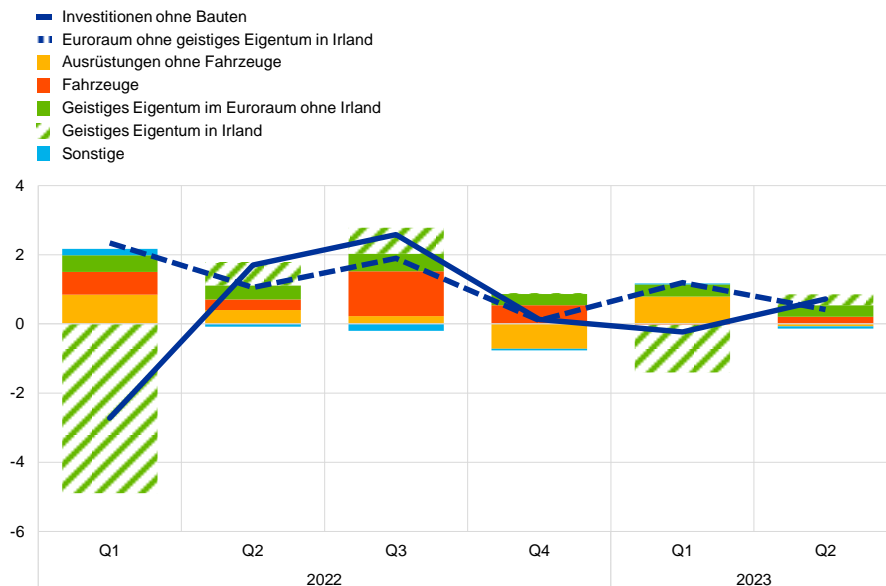
⁸ Von den sechs Euro-Ländern, die eine Beschleunigung im zweiten Quartal meldeten, verzeichnete lediglich Frankreich eine Verbesserung, die sich nicht allein aus einer Verlangsamung im ersten Quartal ergab.

⁹ Nähere Einzelheiten zur Methodik der Daten zu den Earnings Calls finden sich in: EZB, [Earnings Calls – neue Erkenntnisse zu den Gewinnen sowie den Investitions- und Finanzierungsbedingungen von Unternehmen](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2023, Juni 2023. Die Auswirkungen des Klimawandels auf die Investitionen sind auch Gegenstand von Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

¹⁰ Der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli 2023 zufolge wird ein weiterer Rückgang der Nachfrage von Unternehmen nach langfristigen Krediten für Anlageinvestitionen im dritten und vierten Quartal 2023 erwartet. Die höheren Zinsen und die damit verbundenen Kreditangebotsbeschränkungen dürften sich laut den jüngsten Projektionen für den Euroraum stärker dämpfend auf die Unternehmensinvestitionen auswirken (siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2023).

Abbildung 8 Investitionen ohne Bauten nach Anlagegütern

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Investitionen in geistiges Eigentum umfassen vor allem immaterielles geistiges Eigentum. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023.

Die Wohnungsbauminvestitionen gingen im zweiten Quartal 2023 zurück und dürften auf kurze Sicht weiter sinken.

Im zweiten Quartal 2023 verringerten sich die Wohnungsbauminvestitionen im Quartalsvergleich um 1,0 %, nachdem sie im ersten Jahresviertel 2023 noch um 0,8 % gestiegen waren. Die kurzfristigen Indikatoren deuten auf einen weiteren Rückgang in den kommenden Quartalen hin. Die Produktion im Hochbau nahm im Juni erheblich ab, woraus sich ein statistischer Unterhang beim Wachstum im dritten Quartal ergibt. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit im Hochbau in den vergangenen drei Monaten ging im Juli und August gegenüber dem Durchschnittswert des zweiten Quartals deutlich zurück. Der EMI für die Produktion im Wohnungsbau sank weiter unter die Wachstumsschwelle und verzeichnete im August mit 35,7 Punkten den bislang niedrigsten Stand des Jahres. Die schwachen Aussichten für die Wohnungsbauminvestitionen stehen mit dem signifikanten Abwärtstrend bei den Baugenehmigungen für Wohngebäude im Einklang, der sich auch zunehmend in einer schlechteren Einschätzung der Auftragslage seitens der Unternehmen in der Umfrage der Europäischen Kommission widerspiegelt. Gemessen an der vierteljährlichen Umfrage der Europäischen Kommission zu den kurzfristigen Renovierungsvorhaben und Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich hat sich die Stimmung in Bezug auf Wohnimmobilien im dritten Quartal 2023 leicht eingetrübt. Ursächlich hierfür sind vor allem der deutliche Zinsanstieg und seine Folgen für die Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien. Bis zu einem gewissen Grad wird diese Entwicklung jedoch durch die sinkenden Wohnimmobilienpreise ausgeglichen. Die Dynamik der Wohnungsbauminvestitionen wird durch die schlechtere Finanzierbarkeit von

Wohnimmobilien und die Verschärfung der Vergabekriterien für Wohnungsbaukredite beeinträchtigt.

Das Exportwachstum blieb im zweiten Quartal 2023 verhalten, was auf die schwache globale Nachfrage, die vorangegangene Aufwertung des Euro und die hohen Energiepreise zurückzuführen war. Das Exportvolumen wies im zweiten Quartal ein negatives Wachstum gegenüber dem Vorquartal auf. Grund hierfür war der schwache Welthandel, der die Auslandsnachfrage nach Waren des Euroraums dämpfte. Außerdem hat die Aufwertung des Euro, die im September 2022 begann, die Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets geschwächt. Auch die 2022 verzeichneten Energiepreissteigerungen trugen – insbesondere in den energieintensiven Sektoren – zur Exportschwäche bei. Zugleich scheint der in den vergangenen Quartalen beobachtete Abbau der Auftragsrückstände als wichtige Stütze der Exporte an Bedeutung zu verlieren. Abzulesen ist dies an der Auftragslage im Exportgeschäft, die wieder ihr Vorpandemieniveau erreicht hat. Das Importwachstum kehrte sich im zweiten Quartal leicht ins Positive, nachdem es im ersten Quartal eingebrochen war. Im Vergleich zum Vorjahr sind die Importe jedoch angesichts der schwachen Binnennachfrage gesunken. Insgesamt leistete der Außenhandel im zweiten Quartal einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum. Zukunftsgerichtete Indikatoren legen nahe, dass das Ausfuhrvolumen im Eurogebiet auf kurze Sicht schwach bleiben wird. Die bislang beobachtete relative Exportstärke des Dienstleistungssektors scheint zu schwinden, da dessen Exportunternehmen eine Verschlechterung der Auftragslage meldeten. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich der Nachfragestau bei den Dienstleistungen infolge der nach der Pandemie erfolgten Wiederaufnahme kontaktintensiver Dienstleistungen verringert hat. Zudem strahlt die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe, in dem die Exporteure eine weitere Verringerung des Auftragseingangs meldeten, bis zu einem gewissen Grad auf den Dienstleistungssektor aus.

Über die kurze Frist hinaus dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum – gestützt durch einen Anstieg der Realeinkommen – erholen. Das BIP-Wachstum wird sich den Erwartungen zufolge erhöhen, da sich der nachlassende Inflationsdruck und das robuste Wachstum der Arbeitseinkommen stützend auswirken dürften und somit eine Erholung des real verfügbaren Einkommens und der privaten Konsumausgaben ermöglichen sollten. Allerdings dürfte der Einfluss dieser positiven Faktoren durch die Auswirkungen der höheren Zinssätze und restriktiveren Kreditangebotsbedingungen, die zunehmend auf die Realwirtschaft durchwirken, ausgeglichen werden.

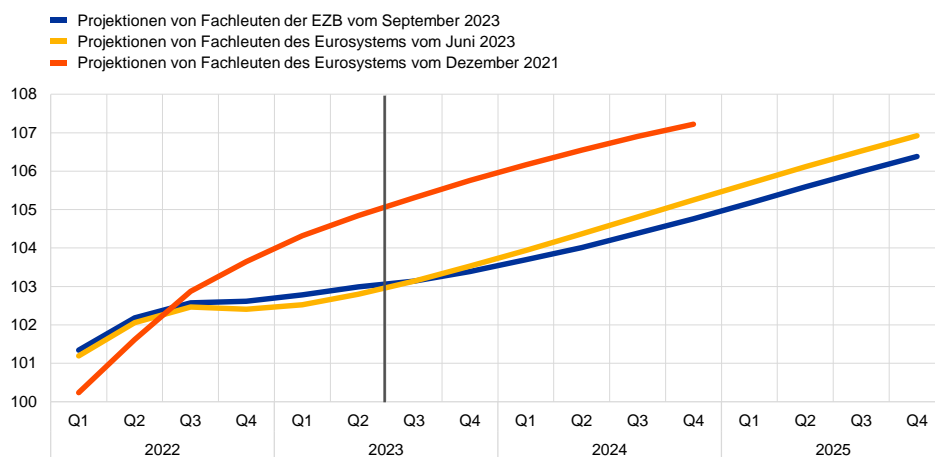
Den von Fachleuten der EZB erstellten Euroraum-Projektionen vom September 2023 zufolge wird sich die Jahreswachstumsrate des realen BIP 2023 auf 0,7 % verringern und in den Jahren 2024 und 2025 wieder auf 1,0 % bzw. 1,5 % steigen (siehe Abbildung 9). Gegenüber den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2023 wurden die Aussichten für das BIP-Wachstum für 2023 um 0,2 Prozentpunkte, für 2024 um 0,5 Prozentpunkte und für 2025 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Den Ausschlag für die deutliche Abwärtsrevision der kurzfristigen Aussichten gaben die sich verschlechternden

Umfrageindikatoren, die restriktiveren Finanzierungsbedingungen (einschließlich ungünstigerer Kreditangebotseffekte) und der stärkere Euro.

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind abwärtsgerichtet. Das Wachstum könnte sich verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine kräftigere Wirkung entfaltet als erwartet oder sich die Weltwirtschaft abschwächt, beispielsweise aufgrund einer weiteren Konjunkturabkühlung in China. Es ist umgekehrt 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 ihre Ausgaben erhöhen.

Abbildung 9 Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

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



Quellen: Eurostat und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023.
Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums.

3 Preise und Kosten

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge lag die Inflationsrate im August 2023 bei 5,3 % und wies damit gegenüber Juli keine Veränderung auf.¹¹ Hinter dieser konstanten Gesamtinflation verbargen sich niedrigere Teuerungsraten für alle wichtigen Teilkomponenten. Eine Ausnahme bildete die Energiekomponente, deren Änderungsrate weniger negativ war als im Vormonat. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergeben sich unter anderem aus einer etwaigen erneuten Zunahme des Kostendrucks bei Energie und Nahrungsmitteln. Widrige Witterungsverhältnisse und die fortschreitende Klimakrise allgemein könnten Nahrungsmittel stärker verteuern als erwartet. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation gingen erneut zurück, wenngleich sie nach wie vor ein erhöhtes Niveau aufwiesen, das unter anderem einen hohen Lohndruck widerspiegelt. 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. Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2023 davon aus, dass die Gesamtinflation weiter sinken und sich in den Jahren 2023, 2024 und 2025 im Schnitt auf 5,6 %, 3,2 % bzw. 2,1 % belaufen wird.

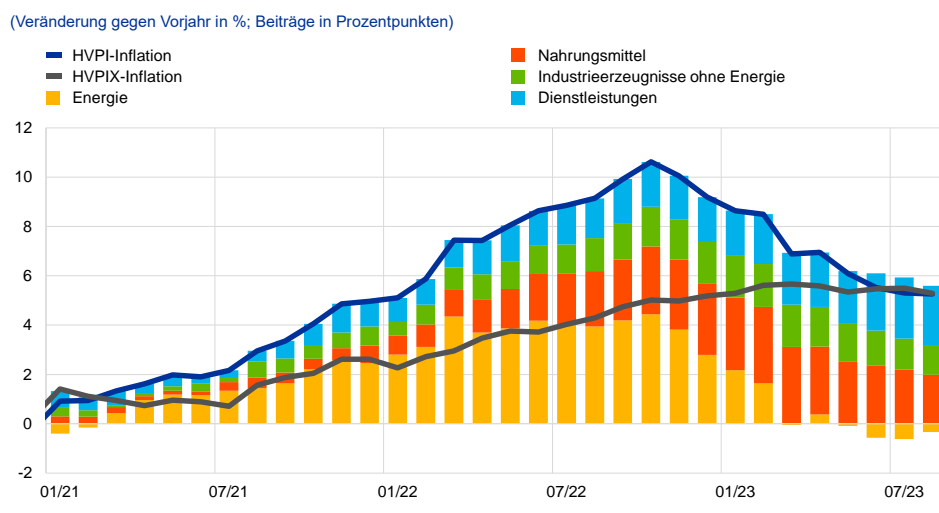
Die am HVPI gemessene Teuerung, die nach einem Höchststand im Oktober 2022 neun Monate in Folge zurückgegangen war, blieb im August 2023 unverändert (siehe Abbildung 10). In der konstanten

Gesamtinflationsrate von 5,3 % spiegelten sich niedrigere Raten für Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen wider, die durch die weniger negative Inflationsentwicklung bei Energie ausgeglichen wurden. Der Anstieg der Teuerung bei Energie von -6,1 % im Juli auf -3,3 % im August ist auf eine starke monatliche Zunahme aufgrund höherer Öl- und damit höherer Kraftstoffpreise zurückzuführen. Bei den Nahrungsmitteln ging der Preisauftrieb weiter von 10,8 % im Juli auf 9,8 % im August zurück. Grund hierfür waren niedrigere Inflationsraten sowohl für unverarbeitete als auch für verarbeitete Nahrungsmittel. Dabei blieb die Teuerung bei verarbeiteten Nahrungsmitteln im August jedoch mit 10,4 % im zweistelligen Bereich, da sich die jüngste Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette noch nicht in den Einzelhandelspreisen niederschlug. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX-Inflation) sank im August auf 5,3 % nach 5,5 % im Juli. Zuzuschreiben war dies einem leichten Rückgang bei den beiden Hauptkomponenten Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen. Die Teuerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie verringerte sich weiter von 5,0 % im Juli auf 4,8 % im August, was auf das Nachlassen des durch die Lieferengpässe und die Energiepreise bedingten Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen und die schwächere Nachfrage zurückzuführen war. Insgesamt blieb der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen mit 5,4 % im Juni, 5,6 % im Juli und 5,5 % im August persistenter. Hierfür dürften auch

¹¹ Laut den endgültigen Daten von Eurostat wurde die Gesamtinflationsrate für August nach dem Stichtag auf 5,2 % nach unten korrigiert.

die Entwicklung im Reise- und Gastgewerbe sowie das hohe Lohnwachstum eine Rolle gespielt haben.

Abbildung 10
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten



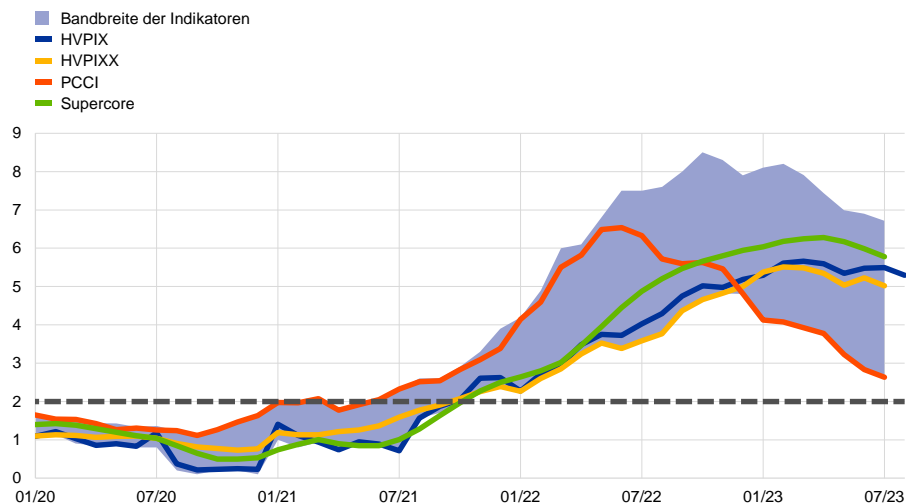
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023 (Schnellschätzung).

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation gingen weiter zurück, wengleich sie insgesamt auf einem hohen Niveau blieben. Ursächlich hierfür waren die nachlassende Wirkung der vorangegangenen Energiepreis- und Lieferkettenschocks sowie die Missverhältnisse zwischen Angebot und Nachfrage (siehe Abbildung 11). Zwar liegen für die Teuerung nach dem HVPIX Angaben für August vor, doch beziehen sich die aktuellsten verfügbaren Daten für die anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation auf Juli. Im Juli wiesen die meisten Indikatoren einen Rückgang ihrer Jahreswachstumsraten auf. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Positionen umfasst, sank von 6,0 % im Juni auf 5,8 % im Juli. Im selben Zeitraum ging die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 2,8 % auf 2,6 % zurück. Auch wenn die Indikatoren zumeist rückläufig sind, ist die Unsicherheit hinsichtlich der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation nach wie vor hoch, wie sich an der großen Bandbreite der Werte dieser Messgrößen und ihren erhöhten Niveaus ablesen lässt.

Abbildung 11

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

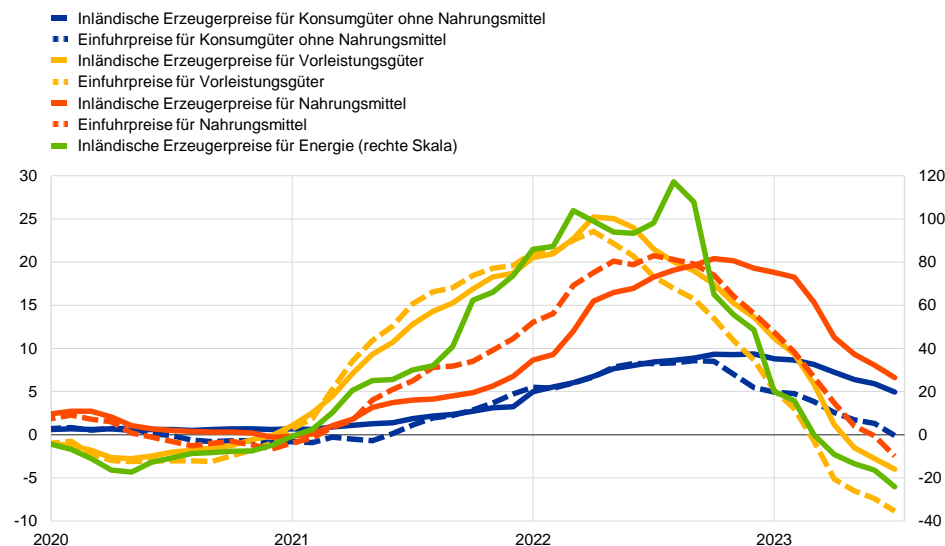
Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPIX, HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX), getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %), PCCI und gewichteter Median. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2023 (Schnellschätzung des HVPIX) bzw. Juli 2023 (übrige Angaben).

Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hat sich erneut abgeschwächt, da sich die kumulierten Effekte vergangener Preisschocks weiter auflösten (siehe Abbildung 12). Auf den vorgelagerten Stufen verringerte sich der Preisdruck im Juli nochmals deutlich. Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter befindet sich seit Mai im negativen Bereich und sank von -2,8 % im Juni auf -4,0 % im Juli. Unterdessen gingen die Einfuhrpreise für diese Güter auf -8,9 % zurück. Die Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie, die seit April negativ ist, verringerte sich im Juli deutlich auf -24,3 % nach -16,5 % im Juni, was auf die nachlassenden Effekte der vorangegangenen Energiepreisschocks zurückzuführen war. Auf den nachgelagerten Stufen sank die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Juli auf 5,0 %. Dies bestätigt, dass sich bei den Konsumgütern der kumulierte Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen allmählich abschwächt. Gleiches gilt für den Preisdruck im Bereich der Nahrungsmittel. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise für verarbeitete Nahrungsmittel ging im Juli weiter zurück, wenngleich sie mit 6,6 % auf einem hohen Niveau blieb. Die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für diese Produktkategorien fiel weiter und wurde negativ. Die in den vergangenen Monaten verzeichneten Kursbewegungen des Euro beeinflussen nach wie vor Ausmaß und Entwicklung der Importpreisdynamik, wobei die jüngste Aufwertung der Gemeinschaftswährung dazu beiträgt, dass sich der Preisdruck verringert.

Abbildung 12

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 Juli 2023.

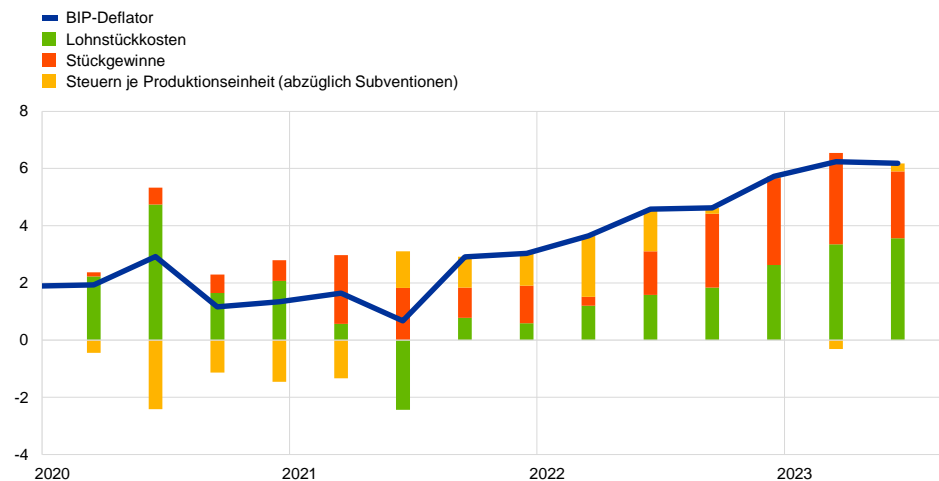
Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck blieb im zweiten Quartal 2023 stabil, da die steigenden Beiträge der Arbeitskosten durch niedrigere Gewinnbeiträge ausgeglichen wurden

(siehe Abbildung 13). Die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators war im zweiten Quartal 2023 mit 6,2 % gegenüber dem Vorquartal unverändert. Der Beitrag der Stückgewinne zum BIP-Deflator sank unterdessen von 3,2 Prozentpunkten auf 2,3 Prozentpunkte. Dadurch wurde der größere Beitrag der Lohnstückkosten, der sich im selben Zeitraum von 3,3 Prozentpunkten auf 3,6 Prozentpunkte erhöhte, und jener der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) kompensiert. Der Anstieg der Lohnstückkosten war auf ein negativeres Jahreswachstum der Arbeitsproduktivität zurückzuführen, während die jährliche Steigerung des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer mit 5,5 % keine Veränderung aufwies. Auch der Zuwachs der Tarifverdienste blieb im zweiten Quartal 2023 mit 4,3 % gegenüber 4,4 % im Vorquartal weitgehend konstant. Zukunftsgerichtete Informationen aus den jüngsten Tarifabschlüssen lassen noch keine klaren Signale für einen Wendepunkt beim Lohnwachstum erkennen.

Abbildung 13

Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

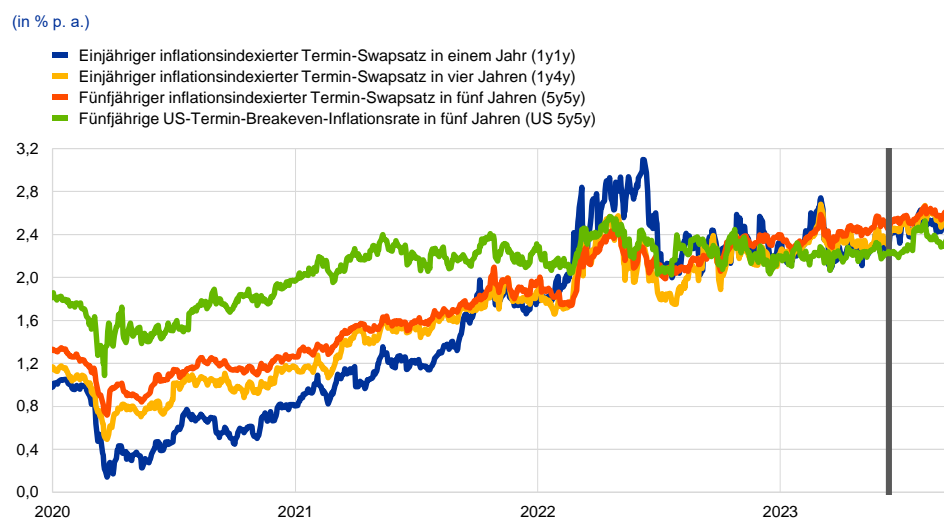
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023. Sowohl das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer als auch die Arbeitsproduktivität wirken sich auf die Entwicklung der Lohnstückkosten aus.

Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und die um Risikoprämien bereinigten marktbasieren Messgrößen des Inflationenausgleichs lagen nach wie vor bei rund 2 %.

Sowohl gemäß dem von der EZB für das dritte Quartal 2023 durchgeführten Survey of Professional Forecasters als auch gemäß der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten vom September 2023 belief sich der Median der längerfristigen Erwartungen auf 2,0 %. Die marktbasieren Indikatoren des Inflationenausgleichs, die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren, nahmen im Berichtszeitraum über alle Laufzeiten hinweg zu, da die höheren Energiepreise und die Persistenz der zugrunde liegenden Inflation die Marktteilnehmer dazu veranlassten, ihre Inflationaussichten nach oben zu revidieren (siehe Abbildung 14). Ausgeglichen wurden diese Faktoren jedoch teilweise dadurch, dass sich der Wachstumsausblick für den Euroraum gegen Ende des Berichtszeitraums unerwartet stark eintrübte. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr erhöhte sich um etwa 20 Basispunkte auf 2,6 %. Am längeren Ende stieg der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren um 15 Basispunkte auf rund 2,6 % und lag damit geringfügig unter seinem Mehrjahreshoch von Anfang August. Obwohl die Entwicklung der längerfristigen inflationsindexierten Swapsätze im Euroraum einen ähnlichen Verlauf aufweist wie jene der längerfristigen Breakeven-Inflationsraten in den Vereinigten Staaten, sind die Indikatoren für das Eurogebiet im historischen Vergleich nach wie vor hoch. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass diese marktbasieren Messgrößen des Inflationenausgleichs kein direktes Maß für die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie Risikoprämien zur Kompensation des Inflationsrisikos enthalten. Modellbasierte Schätzungen deuten darauf hin, dass die Inflationsrisikoprämien bei kürzeren Laufzeiten erheblich zum Anstieg des von den Märkten geforderten Inflationenausgleichs beitragen und bei längeren Laufzeiten für den Großteil des Anstiegs verantwortlich sind. Was die Verbraucherseite anbelangt, so war der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Juli 2023 zufolge der

Median der Erwartungen für die Gesamtinflation im Jahr 2024 mit 3,4 % unverändert, während sich die Erwartungen für die Gesamtinflation in drei Jahren von 2,3 % auf 2,4 % erhöhten. Die in der Umfrage enthaltenen Messgrößen der Unsicherheit im Hinblick auf die Teuerung sind zwar gegenüber ihren Höchstständen leicht gesunken, weisen aber nach wie vor ein relativ hohes Niveau auf.

Abbildung 14
Marktbasierte Indikatoren des Inflationsausgleichs



Quellen: Refinitiv, Bloomberg und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2023.

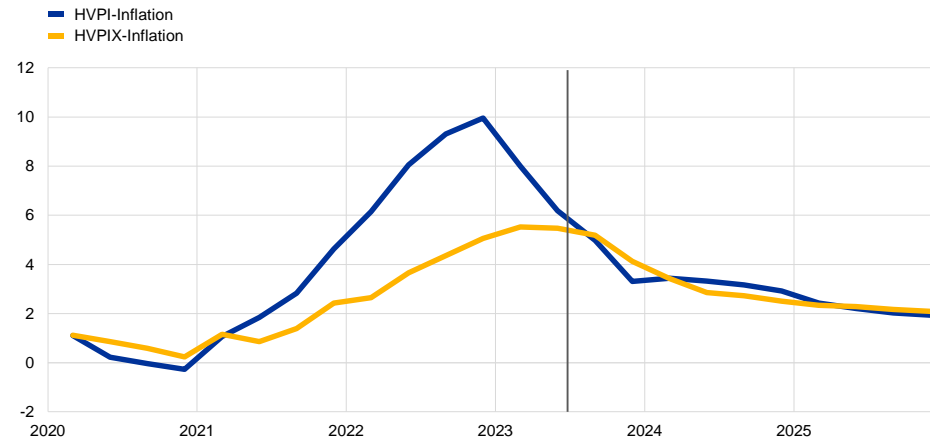
Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2023 davon aus, dass die Gesamtinflation weiterhin sinken wird, und beziffern sie für die Jahre 2023, 2024 und 2025 im Schnitt auf 5,6 %, 3,2 % bzw. 2,1 % (siehe Abbildung 15). Der disinflationäre Pfad in Richtung des Zielwerts von 2 % spiegelt die nachlassenden Effekte der vergangenen Energiepreisschocks und anderer Faktoren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette sowie die Tatsache wider, dass die längerfristigen Inflationserwartungen nach wie vor verankert sind. Zunächst spielen auch starke abwärtsgerichtete Basiseffekte im Zusammenhang mit der Teuerung bei Energie und Nahrungsmitteln eine Rolle. Das Lohnwachstum dürfte sich ab Mitte 2023 allmählich verringern, wenngleich es über den Projektionszeitraum hinweg voraussichtlich hoch bleiben und zum wichtigsten Bestimmungsfaktor der HVPIX-Inflation werden wird. Zuzuschreiben ist diese Entwicklung den gestiegenen Mindestlöhnen und dem höheren Inflationsausgleich vor dem Hintergrund eines angespannten, sich aber abkühlenden Arbeitsmarkts. Die Gewinnmargen, die im vergangenen Jahr deutlich gestiegen sind, dürften mittelfristig einen Puffer für die Weitergabe der Arbeitskosten an die Endpreise bilden. Darüber hinaus sollte die zugrunde liegende Inflation in zunehmendem Maße durch die straffere Geldpolitik gedämpft werden. Gegenüber den Projektionen vom Juni 2023 wurden die Projektionen für die Gesamtinflation für 2023 und 2024 aufgrund des höheren Preispfads für Energie um je 0,2 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Für 2025 wurden sie um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert, was dem dämpfenden Effekt

der Euro-Aufwertung, der restriktiveren Finanzierungsbedingungen und der schwächeren Konjunkturlage geschuldet ist.

Abbildung 15

Teuerung nach dem HVPI und HVPIX im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023.

Anmerkung: Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2025 (Projektionen). Die Euroraum-Projektionen der EZB vom September 2023 wurden Ende August fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 22. August 2023. Sowohl die historischen als auch die Ist-Daten für die HVPI- und die HVPIX-Inflation werden vierteljährlich ausgewiesen.

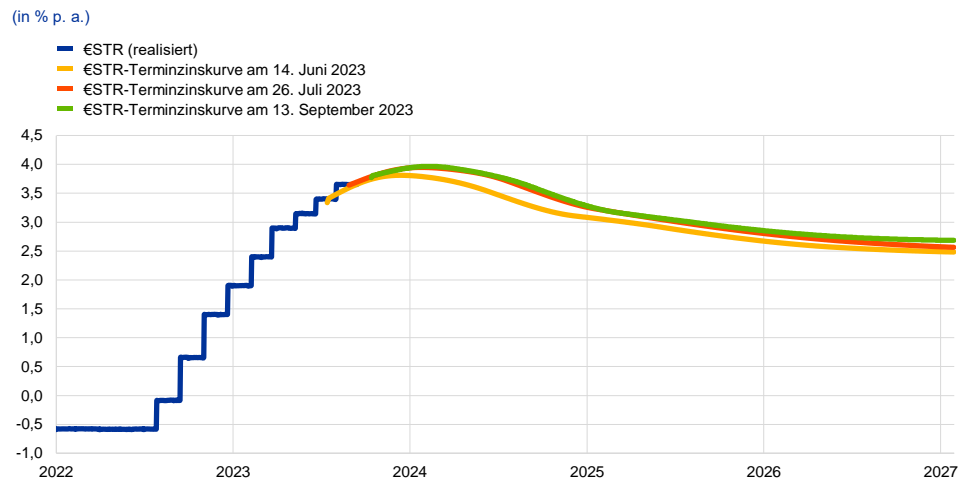
4 Finanzmarktentwicklungen

Die Lage an den Finanzmärkten des Euroraums veränderte sich im Berichtszeitraum (15. Juni bis 13. September 2023) trotz einiger zwischenzeitlicher Schwankungen insgesamt nur wenig. Die Kurzfristzinsen im Euroraum stiegen, weil sich die Erwartungen hinsichtlich einer geldpolitischen Straffung angesichts eines gewissen Aufwärtsdrucks auf den Inflationsausblick verfestigten. Abgemildert wurden diese Leitzinserwartungen durch schwächere binnenwirtschaftliche Daten zur Realwirtschaft und eine etwas moderatere Wachstumsdynamik der globalen Wirtschaftstätigkeit. Infolgedessen lag der Höchstwert der Terminzinskurve des €STR (Euro Short-Term Rate) am Ende des Berichtszeitraums bei 4,0 % im ersten Quartal 2024. Eine moderate weitere geldpolitische Straffung wurde somit eingepreist. Die Langfristzinsen im Eurogebiet stiegen zwar parallel zu den marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs an, jedoch in geringerem Umfang, da die Staatsanleiherenditen durch Sorgen über die Konjunkturentwicklung belastet wurden. Die Renditeabstände von Staatsanleihen zeigten sich gegenüber den unerwartet schlechten gesamtwirtschaftlichen Daten widerstandsfähig. Zudem zog die angekündigte Einstellung von Reinvestitionen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im Juli 2023 keine nennenswerte Reaktion nach sich. Die Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Hochzinssegment nahmen leicht zu, was der hohen Anfälligkeit solcher Emittenten gegenüber dem Konjunkturzyklus entspricht. Die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum gingen trotz der Erholung von Bankwerten zurück, da schwächere Gewinnaussichten die Aktienmarktbeurteilung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften drückten. An den Devisenmärkten war in handelsgewichteter Rechnung eine Aufwertung des Euro zu beobachten.

Am Ende des Berichtszeitraums lag der Höchstwert der €STR-Terminzinskurve bei rund 4,0 % im ersten Quartal 2024 und somit auf einem etwas höheren Niveau als zu Beginn des Berichtszeitraums Mitte Juni (siehe Abbildung 16). Der Referenzzins €STR belief sich im Berichtszeitraum auf durchschnittlich 3,5 % und entwickelte sich nahezu im Gleichlauf mit dem Zinssatz für die Einlagefazilität. Diesen hatte der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung am 15. Juni 2023 um 25 Basispunkte (von 3,25 % auf 3,5 %) und auf seiner Sitzung am 27. Juli 2023 um weitere 25 Basispunkte (von 3,5 % auf 3,75 %) angehoben. Die Überschussliquidität verringerte sich um 463 Mrd. € auf 3 681 Mrd. €, was in erster Linie auf die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) zurückzuführen war. Die auf dem €STR basierenden Terminzinssätze für den Overnight Index Swap (OIS) stiegen nach der Sitzung vom Juni im kurzen und mittleren Laufzeitenbereich an, da die Marktteilnehmer ihre Leitzinserwartungen nach oben revidierten. In der Folge gingen die Terminzinssätze aufgrund einer Verschlechterung der binnenwirtschaftlichen und globalen makroökonomischen Aussichten etwas zurück. Gegen Ende des Berichtszeitraums stiegen sie jedoch wieder, da sich die Erwartungen hinsichtlich einer geldpolitischen Straffung weiter festigten. Der Beschluss des EZB-Rats vom Juli, die Leitzinsen anzuheben und die Mindestreserven mit 0 % zu verzinsen, hatte keine signifikanten Auswirkungen auf die Terminzinssätze. Am Ende des Berichtszeitraums lag der Höchstwert der Terminzinskurve bei rund 4,0 % im ersten

Quartal 2024 und somit etwas weiter in der Zukunft als von den Terminzinssätzen Mitte Juni impliziert. Die aus der Kurve abgeleiteten Leitzinserwartungen entsprechen weitgehend den Umfrageergebnissen.

Abbildung 16
€STR-Terminzinssätze



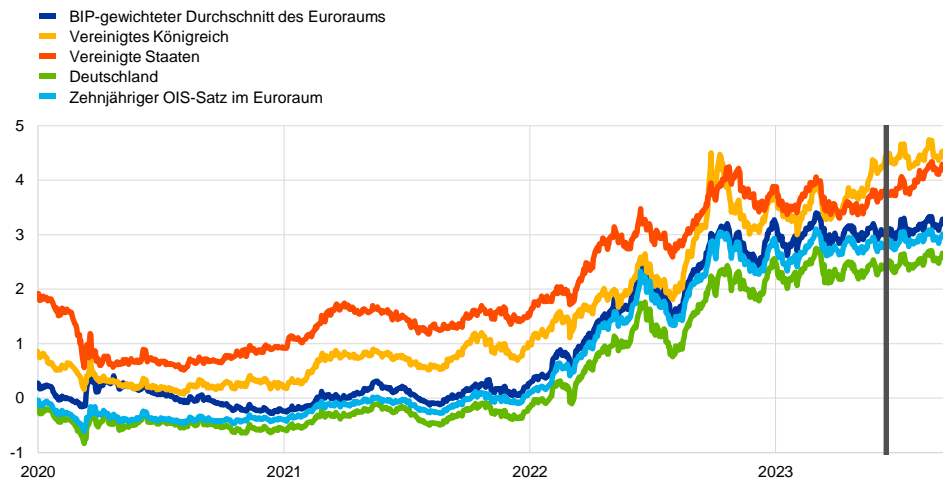
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Terminzinnskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum erhöhten sich leicht und zeichneten somit den Anstieg ihrer Pendanten in den Vereinigten Staaten nur teilweise nach (siehe Abbildung 17). Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet wiesen einen moderaten Anstieg auf, wobei sich der zehnjährige OIS-Satz über den Berichtszeitraum hinweg um 14 Basispunkte auf rund 3,0 % erhöhte. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum stieg in ähnlichem Umfang auf 3,3 %. Die langfristigen Zinssätze folgten der Entwicklung der marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs, die vor allem aufgrund höherer Inflationsrisikoprämien zunahmen (siehe Abschnitt 3). Die Renditen langfristiger Staatsanleihen stiegen in den Vereinigten Staaten stärker als im Euroraum, was den günstigeren gesamtwirtschaftlichen Aussichten für die USA geschuldet war. Die divergierenden gesamtwirtschaftlichen Aussichten belasteten die Langfristzinsen im Eurogebiet, vor allem als im späteren Verlauf des Berichtszeitraums unerwartet schlechte makroökonomische Daten zu einer partiellen Umkehr der vorherigen Anstiege führten. Die Inversion der risikofreien Zinsstrukturkurve schwächte sich im Berichtszeitraum zwar leicht ab, bleibt aber auf einem historisch hohen Niveau.

Abbildung 17

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

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

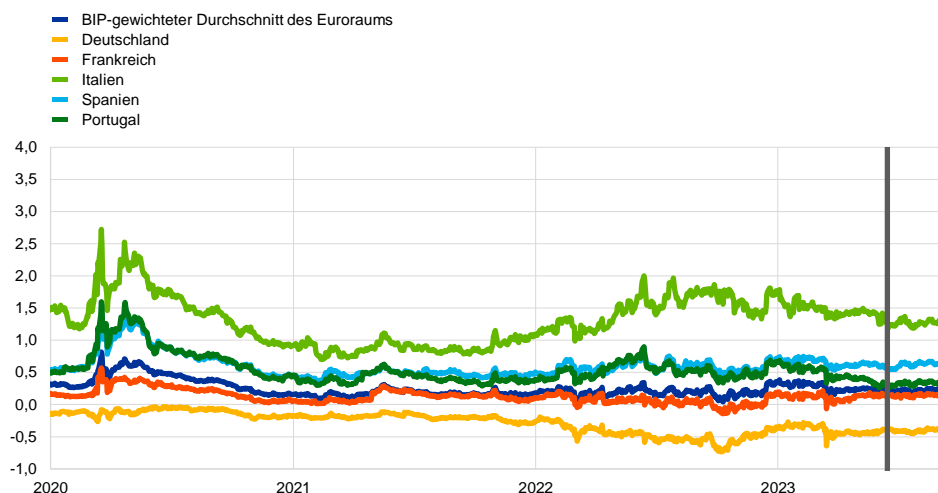
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 15. Juni 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2023.

Trotz der Eintrübung der Konjunkturaussichten und der Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen des APP weiteten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen aus dem Euroraum nur leicht aus (siehe Abbildung 18). Der BIP-gewichtete durchschnittliche Renditeabstand von Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber dem €STR-basierten OIS-Satz vergrößerte sich im Berichtszeitraum um 6 Basispunkte und lag nur leicht über dem Niveau, das vor Beginn der Normalisierung des geldpolitischen Kurses der EZB vorherrschte. Die Renditeabstände von Staatsanleihen der verschiedenen Länder weiteten sich unterschiedlich stark aus, wobei die Spreads in Italien und Spanien mit 20 bzw. 15 Basispunkten die größte Zunahme verzeichneten. Die Staatsanleihemärkte erwiesen sich nicht nur gegenüber der Verschlechterung des makroökonomischen Ausblicks, sondern auch gegenüber der geringeren Marktpräsenz des Eurosystems als widerstandsfähig. Die Tatsache, dass trotz der Einstellung der Reinvestitionen im Rahmen des APP im Juli und des üblichen Sommertiefs bei den Liquiditätsbedingungen kein signifikanter Aufwärtsdruck auf die Spreads bestand, lässt darauf schließen, dass private Anleger weiterhin ohne größere Schwierigkeiten die Anleihen absorbieren, die nicht mehr vom Eurosystem angekauft werden.

Abbildung 18

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

(in Prozentpunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 15. Juni 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2023.

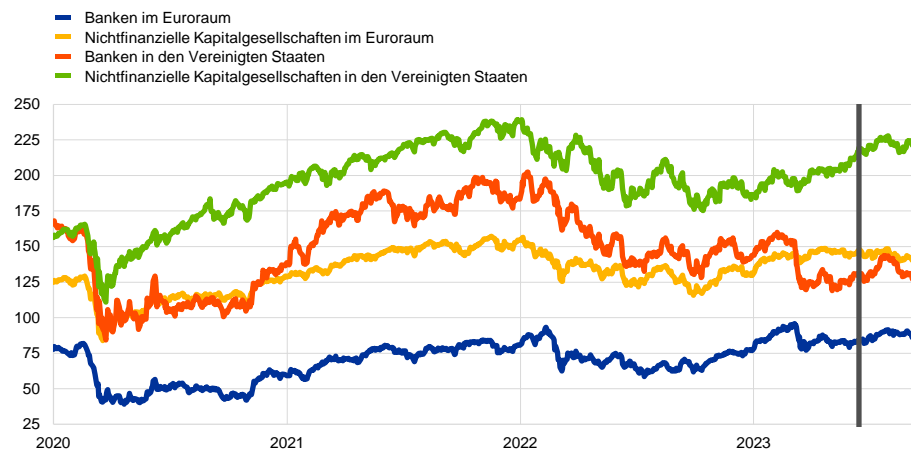
Die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften weiteten sich angesichts einer Verschlechterung der binnenwirtschaftlichen Lage leicht aus. Im Hochzinssegment nahmen sie um 5 Basispunkte zu. Finanzielle Kapitalgesellschaften verzeichneten hingegen einen Spreadrückgang. Diese gegenläufige Entwicklung zeigt, dass die risikoreicheren nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stärker von der Eintrübung der Konjunkturaussichten betroffen sind als die finanziellen Kapitalgesellschaften, die weiterhin vom Zinsanstieg profitieren. Die Bruttoemission von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Hochzinssegment blieb verhalten, während die Emissionstätigkeit im Investment-Grade-Bereich eine ähnliche Dynamik aufwies wie in den Vorjahren und somit die Entwicklung der Renditeabstände über das gesamte Ratingspektrum hinweg widerspiegelte.

Die Aktienkurse im Euroraum gaben im Berichtszeitraum nach, da schwächere Gewinnaussichten die Aktienmarktbeurteilung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften drückten (siehe Abbildung 19). Die marktbreiten Aktienindizes im Eurogebiet sanken im Berichtszeitraum um 2,9 %, während ihre Pendanten in den Vereinigten Staaten einen Anstieg um 1,1 % verzeichneten. Grund für die schwächere Entwicklung im Euroraum waren Kurseinbußen bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, die wiederum auf unerwartet schlechte Gewinne und auf Abwärtskorrekturen der Gewinnerwartungen zurückzuführen waren. Am stärksten gaben die Notierungen in den Sektoren Nicht-Basiskonsumgüter, Industrie und Technologie nach, die von der Verschlechterung der binnenwirtschaftlichen und globalen makroökonomischen Aussichten stark beeinträchtigt werden. Die Notierungen der Bankaktien im Euroraum stiegen hingegen um 3,9 % und schnitten somit besser ab als diejenigen in den Vereinigten Staaten.

Abbildung 19

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2016 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

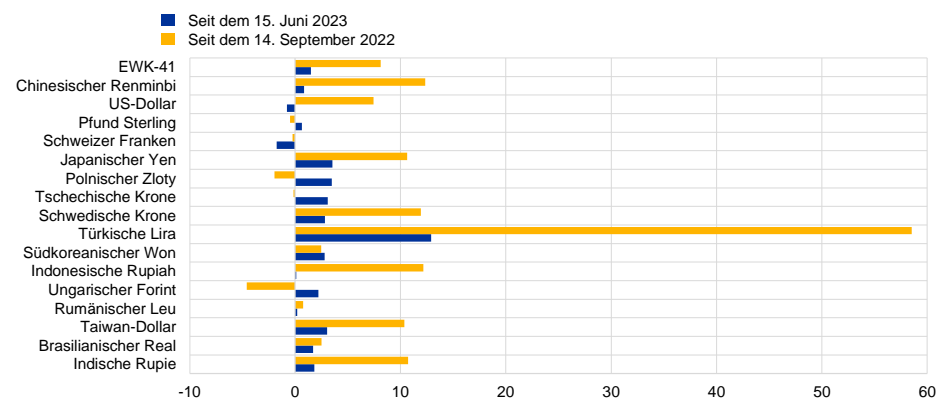
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 15. Juni 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. September 2023.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf, wengleich er sich gegenüber dem US-Dollar geringfügig abschwächte (siehe Abbildung 20). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums – stieg im betrachteten Zeitraum leicht an (um 1,5 %). Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse gegenüber anderen wichtigen Währungen betrifft, so wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht ab (-0,8 %), da die jüngsten Wirtschaftsdaten in den Vereinigten Staaten positiver ausfielen als im Euroraum. Dementsprechend wurde die Aufwertung des Euro in nominaler effektiver Rechnung durch einen Wertzuwachs gegenüber den meisten anderen Währungen getragen. So gewann der Euro an Wert gegenüber dem japanischen Yen (um 3,5 %) und dem chinesischen Renminbi (um 0,8 %). Letzteres ist vor dem Hintergrund geldpolitischer Interventionen der chinesischen Behörden zu sehen, die dazu dienten, dem mit einer Verschlechterung der Wachstumsaussichten verbundenen Abwärtsdruck auf ihre Währung entgegenzuwirken. Auch gegenüber der türkischen Lira wertete der Euro auf (um 12,9 %); vor dem Hintergrund der Leitzinsanhebungen durch die türkische Zentralbank stabilisierte er sich jedoch in den letzten Wochen.

Abbildung 20

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 13. September 2023.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die geldpolitische Straffung der EZB wirkte weiterhin stark auf die allgemeinen Finanzierungsbedingungen durch. Die Finanzierungskosten der Banken nahmen weiter zu und spiegelten damit die erneut gestiegenen Einlagenzinsen und den anhaltenden Abbau der Überschussliquidität wider. Auch die Zinssätze im Aktivgeschäft der Banken erhöhten sich im Juli abermals und erreichten den höchsten Stand seit 2008 (Kredite an Unternehmen) bzw. 2012 (Kredite an private Haushalte). Die Kosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die marktbasierende Fremdfinanzierung und insbesondere für die Eigenfinanzierung nahmen im Zeitraum vom 15. Juni bis zum 13. September 2023 zu. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte blieb auch im Juli dieses Jahres schwach. Ursächlich hierfür waren die höheren Kreditzinsen, eine gesunkene Kreditnachfrage infolge von Kürzungen bei der Ausgabenplanung und restriktiveren Kreditrichtlinien sowie ein solides Niveau an einbehaltenen Gewinnen. Zugleich war bei den Geldmengenaggregaten im Juli der stärkste je gemessene jährliche Rückgang zu beobachten. Gründe hierfür waren das gedämpfte Kreditwachstum und eine Bilanzverkürzung des Eurosystems.

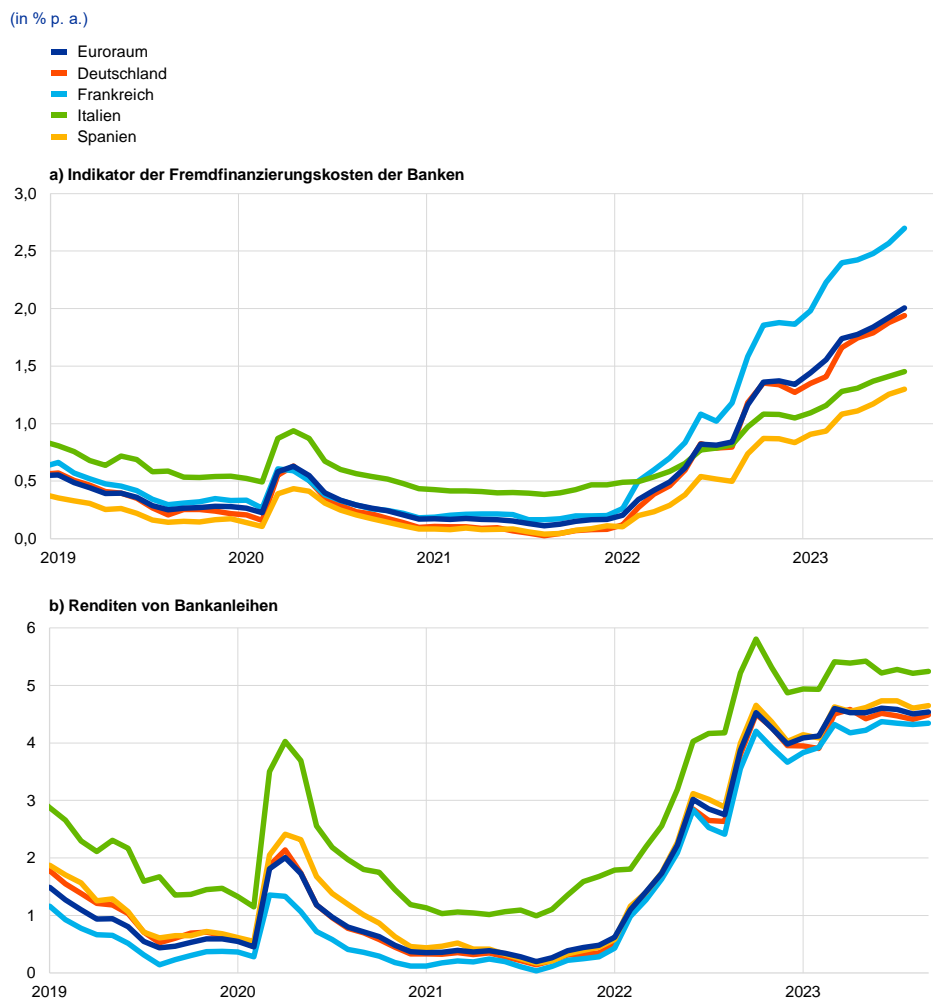
Die Finanzierungskosten der Banken im Eurogebiet nahmen abermals zu. Zurückzuführen war dies auf die erneut gestiegenen Einlagenzinsen. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum erhöhte sich im Juli 2023 weiter und erreichte den höchsten Stand seit über zehn Jahren (siehe Abbildung 21, Grafik a). Da die Renditen von Bankanleihen weitgehend stabil blieben (siehe Abbildung 21, Grafik b) und sich in den längeren Laufzeitbereichen im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen entwickelten, ist dieser Anstieg in erster Linie durch die höheren Einlagenzinsen bedingt.¹² Letztere erhöhten sich stetig weiter, allerdings mit gewissen Unterschieden zwischen den einzelnen Instrumenten und Sektoren (beispielsweise waren die Einlagenzinsen für Unternehmen höher als für private Haushalte). Die Anleger reagieren auf die wachsende Zinsdifferenz zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen, indem sie ihre Bestände mit täglicher Fälligkeit in Termineinlagen und in andere höher verzinsliche Instrumente umschichten. Da die Banken ihre Einlagenzinsen in sehr unterschiedlichem Maße an die höheren Leitzinsen der EZB anpassen haben, hat sich zudem eine Umverteilung der Einlagen zwischen den Banken ergeben. So haben Sparer Einlagen von Banken mit weniger attraktiven Zinskonditionen abgezogen und sie stattdessen bei Instituten angelegt, die ihre Einlagenzinsen zügiger angehoben haben. Vor dem Hintergrund des Auslaufens der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) und der sinkenden Bestände an täglich fälligen Einlagen emittieren die Banken seit September 2022 verstärkt Anleihen, die zu einem über den Einlagenzinsen und den EZB-Leitzinsen liegenden Satz verzinst werden. Das Auslaufen der GLRGs hat auch zu einer Verringerung der Überschussliquidität geführt (wenngleich noch immer reichlich Liquidität vorhanden ist). Dadurch greifen die Banken vermehrt auf

¹² Wenn die höheren Kosten für die Kreditaufnahme am Interbankenmarkt ebenfalls in die Berechnung des Indikators der Finanzierungskosten der Banken eingeflossen wären, wären die gesamten Finanzierungskosten seit Beginn des Zinserhöhungszyklus noch deutlicher gestiegen. Allerdings wäre das Ausgangsniveau dann niedriger gewesen.

Schuldverschreibungen und Geldmarktinstrumente zurück und konkurrieren aktiver um Einlagen.

Abbildung 21

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums



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 Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2023 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 13. September 2023 (Renditen von Bankanleihen).

Die Bankbilanzen waren trotz eines schwächeren wirtschaftlichen Umfelds insgesamt robust. In den ersten Monaten des laufenden Jahres verbesserten die Banken ihre Kapitalausstattung trotz höherer Ausschüttungszusagen weiter (siehe Kasten 7). Der jüngste Stresstest hat bestätigt, dass die Banken im Euroraum in einem adversen Szenario gegen finanzielle und wirtschaftliche Schocks gewappnet sind. Ein gut kapitalisiertes Bankensystem ist von entscheidender Bedeutung, um eine nachhaltige Kreditvergabe an die Realwirtschaft unter angemessenen Bedingungen sicherzustellen. Trotz steigender Finanzierungskosten und eines geringeren Volumens an ausgereichten Krediten verbesserte sich die Ertragslage

der Banken Anfang 2023 aufgrund der höheren Nettozinsmargen. Zugleich nahm der Anteil der notleidenden Kredite angesichts der schwächeren Konjunkturaussichten geringfügig zu, während die Kosten für die Risikovorsorge gering blieben.

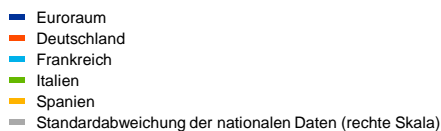
Die Kreditzinsen sind schneller gestiegen als in früheren Zinserhöhungsphasen, was vor allem auf das höhere Tempo der

Leitzinsanhebungen zurückzuführen ist. Die EZB hat ihre Leitzinsen in kurzer Zeit erheblich angehoben, und zwar von Juli 2022 bis zum 13. September 2023 um insgesamt 425 Basispunkte. Dies wirkt inzwischen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken durch: Die Kreditzinsen steigen, und die Kreditrichtlinien werden deutlich restriktiver. Dabei haben die Kreditzinsen für Unternehmen stärker zugelegt als für private Haushalte, und zwar länderübergreifend (siehe Abbildung 22) und über alle Zinsbindungsfristen hinweg. Die Bankzinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften kletterten im Juli auf 4,93 % und damit auf ihren höchsten Stand seit Ende 2008. Im Juni 2023 hatten sie noch bei 4,78 % und im Juni 2022 – also vor Beginn des Zinsanhebungszyklus durch die EZB – bei 1,83 % gelegen. Die Kreditzinsen zogen auf breiter Front an, wobei der größte Anstieg bei den Ausleihungen mit einer Zinsbindungsfrist von mehr als einem Jahr zu beobachten war. Zwischen den einzelnen Ländern gab es allerdings gewisse Unterschiede. Der Abstand zwischen den Bankzinsen für kleine und große Unternehmenskredite im Euroraum weitete sich im Juli leicht auf 48 Basispunkte aus. Im historischen Vergleich blieb er aber stabil auf einem niedrigen Niveau, wobei auch hier eine gewisse Heterogenität zwischen den Euro-Ländern zu beobachten war. Die Bankzinsen für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte erhöhten sich im Juli ebenfalls und erreichten mit 3,75 % den höchsten Stand seit Januar 2012 (nach 1,97 % im Juni 2022 und 3,70 % im Juni 2023). Der Anstieg im Juli war auf höhere Zinssätze bei festverzinslichen und mehr noch bei variabel verzinslichen Hypothekarkrediten zurückzuführen. Auch hier waren nationale Unterschiede zu verzeichnen. Den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Juli 2023 zufolge erwarten die Umfrageteilnehmer, dass sich die Hypothekenzinsen in den nächsten zwölf Monaten etwas oberhalb des aktuellen Niveaus stabilisieren werden. Darin kommt möglicherweise zum Ausdruck, dass der Zinsstraffungszyklus inzwischen eine fortgeschrittene Phase erreicht hat. Ein Großteil der Befragten schätzte die Kreditrichtlinien als restriktiv ein und rechnete damit, dass es in den nächsten zwölf Monaten schwieriger werden wird, Wohnungsbaukredite zu erhalten.

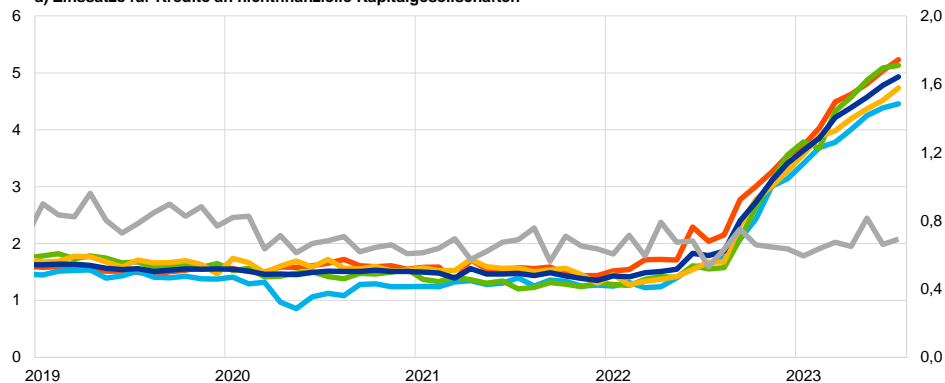
Abbildung 22

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

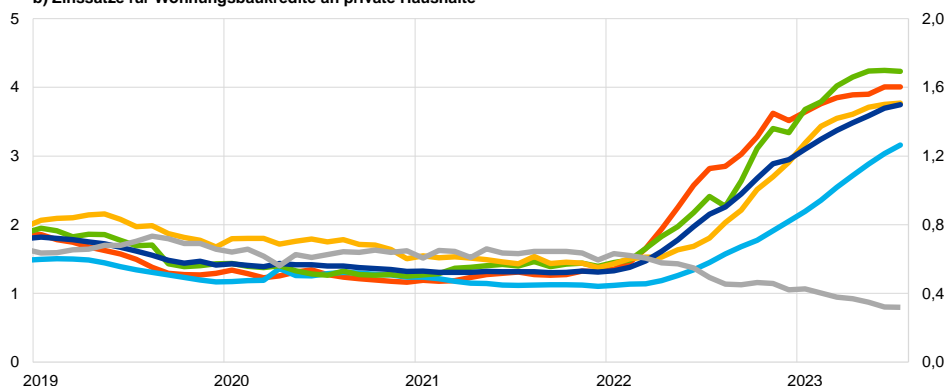
(in % p. a.; Standardabweichung)



a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quelle: EZB.

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

Vom 15. Juni bis zum 13. September 2023 verteuerten sich für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften die marktbasierende Fremdfinanzierung und insbesondere auch die Finanzierung über Eigenkapital. Im Juli 2023 lagen die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Finanzierung über die Aufnahme von Eigenkapital) bei 6,2 % und waren damit gegenüber dem vorangegangenen Monat im Wesentlichen unverändert (siehe Abbildung 23).¹³ Dies war darauf zurückzuführen, dass die Kosten für die Finanzierung über Eigenkapital und die marktbasierende Fremdfinanzierung von Ende

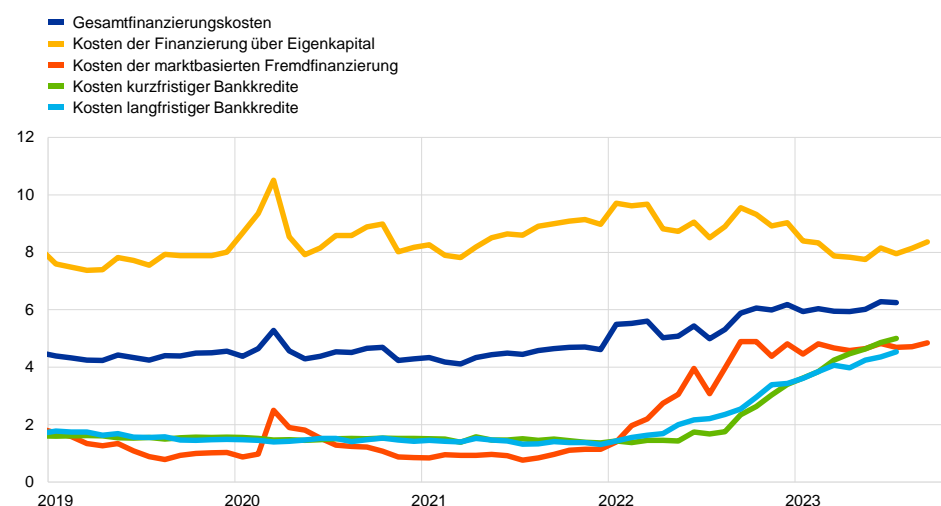
¹³ Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme sind Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Juli 2023 verfügbar.

Juni bis Ende Juli rückläufig waren und so die gestiegenen Kosten für kurz- und für langfristige Bankkredite ausgeglichen wurden. Dadurch blieben die Gesamtfinanzierungskosten im Juli in der Nähe der erhöhten Werte, die im September 2022 und zuvor zuletzt Ende 2011 verzeichnet worden waren.¹⁴ Im Berichtszeitraum insgesamt (d. h. bis zum 13. September 2023) verteuerte sich allerdings sowohl die marktbasierende Fremdfinanzierung als auch die Finanzierung über Eigenkapital. Bei der marktbasierenden Fremdfinanzierung war dies der Zunahme der risikofreien Zinssätze und den etwas höheren Renditeaufschlägen bei Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Hochzinssegment geschuldet (siehe Abschnitt 4). Die erhebliche Zunahme der Eigenkapitalkosten im Verlauf des Berichtszeitraums war ebenfalls auf den gestiegenen risikofreien Zinssatz (näherungsweise bestimmt durch den zehnjährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps) sowie auf eine höhere Aktienrisikoprämie zurückzuführen.

Abbildung 23

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 basieren auf monatlichen Daten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierenden Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgößen. Bei den Kosten der marktbasierenden Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 13. September 2023 (tägliche Daten) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Juli 2023 (monatliche Daten).

Angesichts der gestiegenen Kreditzinsen, einer geringeren Kreditnachfrage und restriktiverer Kreditrichtlinien blieb die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im Juli weiter verhalten. Die

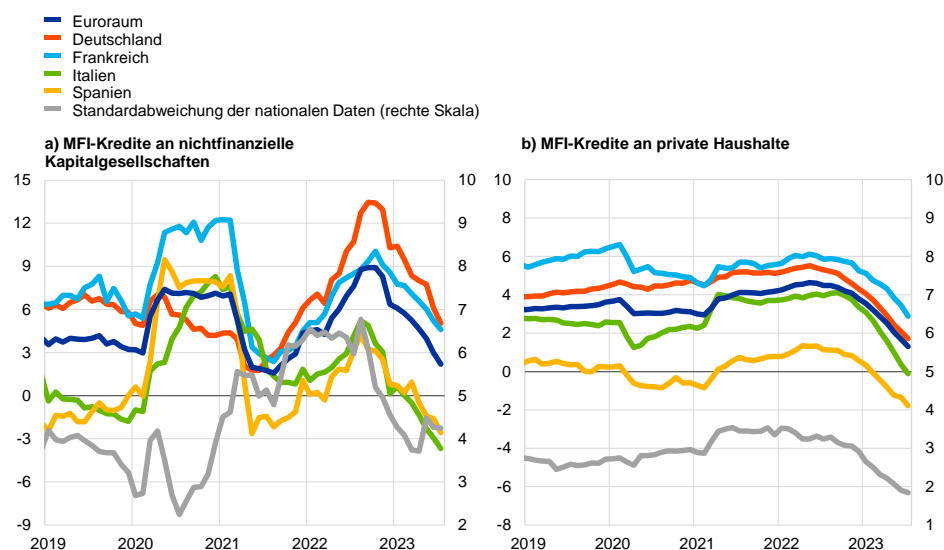
Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sank im Juli auf 2,2 %, nachdem sie im Juni noch bei 3,0 % gelegen hatte (siehe Abbildung 24, Grafik a). Gestützt wurde sie indes weiterhin von Basiseffekten. Die Abschwächung der Kreditdynamik war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten, allerdings mit gewissen Unterschieden zwischen den Ländern. Zurückzuführen war

¹⁴ Welche Auswirkungen die Finanzierungskosten auf die Investitionen haben, die die Unternehmen im Euroraum zur Verringerung der Risiken von Naturkatastrophen und zur Erfüllung strengerer Klimavorgaben tätigen, wird in Kasten 5 in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts erörtert.

sie auf einen Einbruch der Kreditnachfrage, der zum Teil mit den gestiegenen Kreditzinsen und entsprechenden Kürzungen bei der Ausgabenplanung zusammenhing, zum Teil aber auch mit einer weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien. Die monatlichen Kreditströme an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften liegen seit November 2022 fast bei null, und die Kreditströme an private Haushalte sind seit Mai 2023 negativ. 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 1,7 % im Juni auf 1,3 % im Juli (siehe Abbildung 24, Grafik b). Zu diesem Rückgang trugen alle Komponenten bei, also Wohnungsbaukredite, Konsumentenkredite wie auch Kredite an Einzelunternehmen (d. h. Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit). Die monatlichen Nettokreditströme an private Haushalte waren den dritten Monat in Folge negativ. Dadurch sank die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate – ein Indikator der kurzfristigen Kreditentwicklung – auf -0,8 % und damit auf den niedrigsten Stand in der Geschichte des Euroraums.

Abbildung 24
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Kredite der monetären Finanzinstitute (MFIs) sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall 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 Juli 2023.

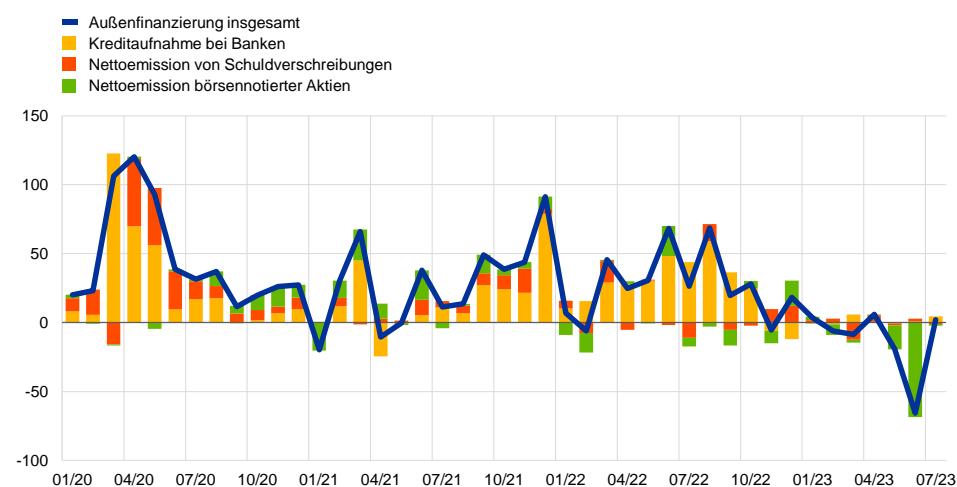
Das Wachstum der Außenfinanzierung (netto) der Unternehmen im Euroraum schwächte sich im zweiten Quartal 2023 weiter ab und kam im Juli fast zum Erliegen, was unter anderem mit dem geringeren Finanzierungsbedarf der Unternehmen zusammenhing. Die Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung (netto) sank von 1,8 % im April 2023 auf 0,3 % im Juli (siehe Abbildung 25). In diesem Zeitraum lagen die Kreditströme fast bei null. Ursächlich hierfür waren der geringere Finanzierungsbedarf der Unternehmen aufgrund der stockenden Konjunktur, solide einbehaltene Gewinne, der fortgesetzte Anstieg der Kreditzinsen und die restriktiveren Kreditrichtlinien der Banken. Auch die Nettoemission von

Schuldverschreibungen stagnierte, weil sich die anhaltenden Bruttoemissionen und die Tilgungen in etwa die Waage hielten. Die Nettoemission börsennotierter Aktien war ebenfalls schwach. Im Mai und Juni fiel sie aufgrund von Sonderfaktoren sogar negativ aus: Unter anderem kaufte ein multinationales Unternehmen Aktien zurück, während ein anderes großes Unternehmen verstaatlicht wurde. Was Erstemissionen sowie Fusionen und Übernahmen betrifft, ist die Dynamik am Aktienmarkt seit 2022 allgemein eher verhalten.

Abbildung 25

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum (netto)

(monatliche Ströme; in Mrd. €)



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

Anmerkung: Die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (netto) ist die Summe aus Bankkrediten (d. h. MFI-Krediten), der Nettoemission von Schuldverschreibungen und der Nettoemission börsennotierter Aktien. Die MFI-Kredite sind um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2023.

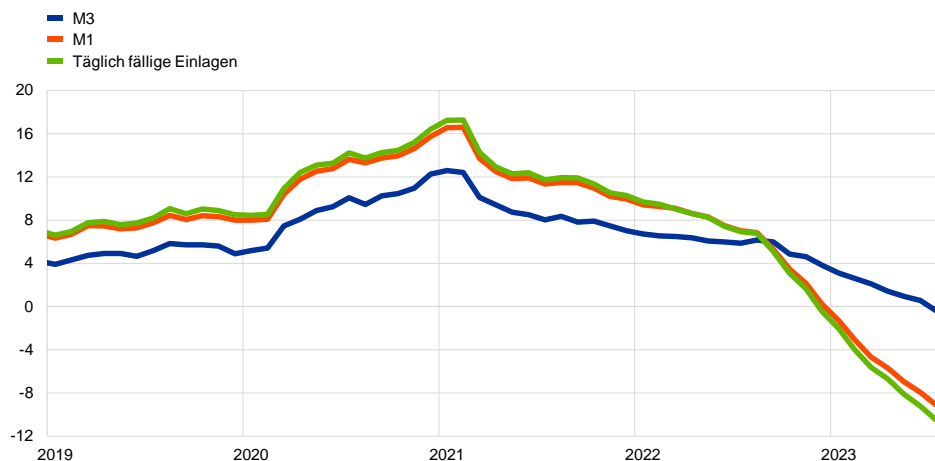
Die Bestände an täglich fälligen Einlagen nahmen im Juli weiter ab; ursächlich hierfür waren Mittelumschichtungen in Instrumente mit einer höheren Verzinsung.

Nachdem die täglich fälligen Einlagen im Juni im Vorjahresvergleich um 9,2 % zurückgegangen waren, sank ihr jährliches Wachstum im Juli noch weiter in den negativen Bereich (auf -10,5 %). Dies ist der stärkste Rückgang seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 (siehe Abbildung 26). Zwar steigen die Zinsen allgemein an, doch hat sich der Abstand zwischen der Verzinsung von Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen erneut ausgeweitet. Dies hat die Opportunitätskosten liquider Anlageformen in die Höhe getrieben und leistet der Umschichtung von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen weiter Vorschub. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass sich die Zinssätze für täglich fällige Einlagen langsamer an die Leitzinsänderungen angepasst haben als die Zinssätze für Termineinlagen. Dieser große Zinsabstand schafft einen starken Anreiz für private Haushalte und Unternehmen, ihre täglich fälligen Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist in Termineinlagen umzuschichten. Das außergewöhnliche Ausmaß der Umschichtungen lässt sich damit erklären, dass die EZB ihre geldpolitischen Zügel diesmal rascher angezogen hat als in früheren Straffungszyklen.

Abbildung 26

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2023.

Bedingt durch das verhaltene Kreditwachstum und die Bilanzverkürzung des Eurosystems schrumpften die Geldmengenaggregate im Euroraum im Juli in jährlicher Betrachtung so stark wie noch nie.

Das Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats (M1) fiel im Juli noch weiter in den negativen Bereich (auf -9,2 % nach -8,0 % im Juni); dies ist die mit Abstand größte je verzeichnete Geldmengenkontraktion. Auch die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) rutschte erstmals seit Februar 2010 ins Negative. Sie sank von 0,6 % im Juni auf -0,4 % im Juli (siehe Abbildung 26) und damit auf den niedrigsten Wert seit dem Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion. Ursächlich für diesen Einbruch waren ein hoher monatlicher Abfluss sowie Basiseffekte. Die anhaltenden monatlichen Abflüsse sind auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Erstens ist der Beitrag der Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen zur Geldmengendynamik in den letzten Monaten auf null gesunken. Zweitens hat sich das Wertpapierportfolio des Eurosystems verkleinert, seit im Juli 2023 die Wiederanlage der Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten gehaltenen Wertpapiere beendet wurde. Hierdurch wird dem Finanzsystem Liquidität entzogen. Hinzu kommt, dass die Banken ihre Finanzierung von der Emission langfristiger Anleihen auf die Hereinnahme von Einlagen umstellen. Auch dies trägt dazu bei, dass das M3-Wachstum im negativen Bereich verbleibt. Bislang wurde der negative Beitrag der anderen Komponenten jedoch teilweise durch die monetären Zuflüsse aus der übrigen Welt abgedeckt. Diese Zuflüsse spiegeln die Präferenz ausländischer Anleger für Wertpapiere aus dem Euroraum wider, da diese relativ attraktive Renditen aufweisen und gegenwärtig ein anhaltend hohes Vertrauen genießen. Ohne diesen positiven Impuls wäre die monetäre Dynamik im Euroraum noch weiter ins Negative gerutscht.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Die Fachleute der EZB erwarten in ihren Projektionen vom September 2023, dass sich der öffentliche Finanzierungssaldo im Euroraum im laufenden und im nächsten Jahr moderat verbessern und 2025 leicht verschlechtern wird. Der fiskalische Kurs im Eurogebiet dürfte 2023 weitgehend neutral, 2024 deutlich restriktiv und 2025 wieder weitgehend neutral ausfallen. Insgesamt zeigt sich im Projektionszeitraum eine gewisse finanzpolitische Straffung. Den Projektionen zufolge wird die Schuldenquote im Euroraum von 91 % im Jahr 2022 auf etwa 88 % im Jahr 2025 sinken, damit aber noch immer deutlich über ihrem Vorpandemiestand liegen. Mit dem Abklingen des Energiepreisschocks sollten die Regierungen die entsprechenden Stützungsmaßnahmen weiterhin zügig und koordiniert zurücknehmen. Anderenfalls könnte sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöhen, was eine noch stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung schrittweise zu verringern. In einer am 5. Juli 2023 veröffentlichten Stellungnahme forderte die EZB die Gesetzgeber der Europäischen Union nachdrücklich auf, sich so bald wie möglich, spätestens jedoch bis Ende 2023, auf eine Reform des Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung in der EU zu einigen.

Die Fachleute der EZB erwarten in ihren Projektionen vom September 2023, dass sich der öffentliche Finanzierungssaldo im Euroraum im laufenden und im nächsten Jahr moderat verbessern und 2025 leicht verschlechtern wird.¹⁵

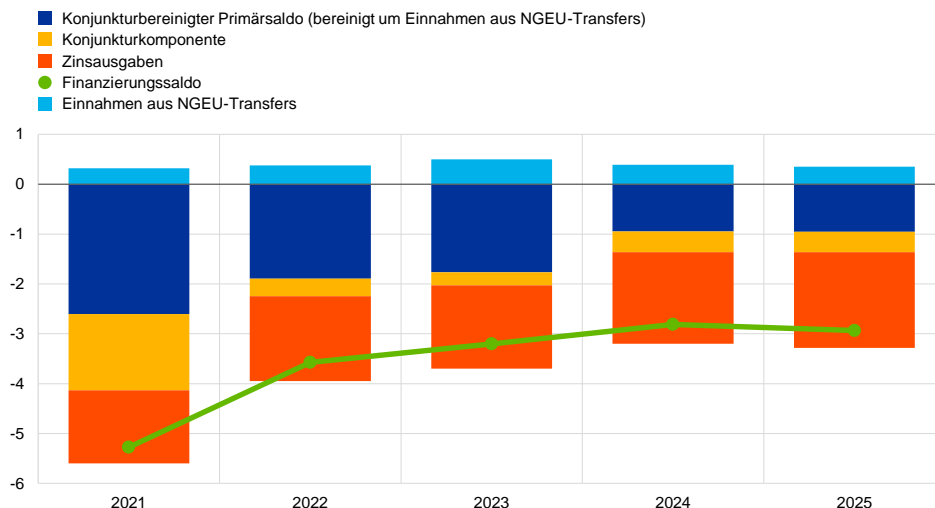
So dürfte das euroraumweite Haushaltsdefizit in Relation zum BIP zunächst sinken – 2023 auf 3,2 % und 2024 auf 2,8 % – und 2025 auf 2,9 % steigen (siehe Abbildung 27). Grund für den projizierten Defizitrückgang ist die Erwartung, dass sich das konjunkturbereinigte Primärdefizit verringern und die Konjunkturkomponente weitgehend stabil bleiben wird. Die Zinsausgaben dürften über den Projektionszeitraum hinweg leicht ansteigen. Der erwartete Rückgang des konjunkturbereinigten Primärdefizits im Euroraum ist darauf zurückzuführen, dass die Regierungen die finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen auslaufen lassen, die sie als Reaktion auf den Energiepreisschock und die hohe Inflation ergriffen hatten. Den aktuellen Schätzungen zufolge werden diese Maßnahmen euroraumweit im laufenden Jahr 1,4 % des BIP betragen. Danach wird ihr Anteil am BIP deutlich sinken – auf 0,4 % im Jahr 2024 und rund 0,2 % im Jahr 2025.

¹⁵ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2023.

Abbildung 27

Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung

(in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023.

Anmerkung: „NGEU“ steht für das Aufbauprogramm „Next Generation EU“. Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder (einschließlich Kroatiens).

Der fiskalische Kurs dürfte 2023 weitgehend neutral, 2024 deutlich restriktiv und 2025 wieder weitgehend neutral ausfallen.¹⁶ Aus der jährlichen Veränderung der finanzpolitischen Unterstützung in den einzelnen Ländern, bereinigt um erhaltene Transfers im Rahmen des Programms Next Generation EU (NGEU), lässt sich ablesen, dass die Finanzpolitik im Eurogebiet während des Projektionszeitraums insgesamt gestrafft werden dürfte. Es wird damit gerechnet, dass diese Straffung großenteils im Jahr 2024 erfolgt, wenn etwa 75 % der von den Regierungen der Euro-Länder geleisteten energie- und inflationsbezogenen Hilfen auslaufen. Für 2025 rechnen die EZB-Fachleute mit einem neutralen finanzpolitischen Kurs: Die Energiehilfen werden zwar weiter zurückgenommen, doch dieser Effekt wird durch einen Anstieg der Investitionen – finanziert mithilfe des NGEU-Programms und durch höhere Verteidigungsausgaben – teilweise ausgeglichen. Die durchschnittlichen Entgelte im öffentlichen Sektor und staatlichen Renten werden indes nicht zu der insgesamt für den Projektionszeitraum erwarteten Straffung der Finanzpolitik beitragen; sie dürften sich in den Jahren 2024 und 2025 schneller erhöhen als das allgemeine Preisniveau, und die Ausgaben dafür insgesamt dürften mindestens mit der Rate des nominalen Potenzialwachstums steigen.

Gemäß den Projektionen wird die Schuldenquote im Euroraum weiterhin über ihrem Vorpandemiestand liegen. Sie dürfte 2023 auf 89 % sinken und sich in

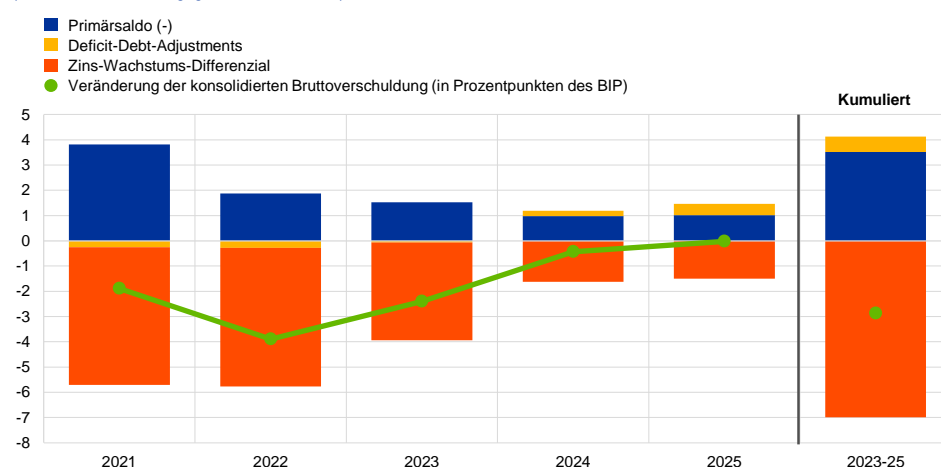
¹⁶ Der fiskalische Kurs spiegelt die Richtung und das Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die Einnahmen aus den NGEU-Transfers aus dem EU-Haushalt keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie in diesem Kontext aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, *Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet*, Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

den beiden darauffolgenden Jahren weitgehend stabilisieren. Die Schuldenquote war im Jahr 2020 um etwa 13 Prozentpunkte auf rund 97 % gestiegen. Der Schuldenstand dürfte 2023 auf rund 89 % des BIP sinken und in den beiden Folgejahren nochmals leicht zurückgehen. Hinter der für 2024 und 2025 projizierten Entwicklung steht die Erwartung, dass die negative Differenz zwischen dem nominalen Durchschnittszins der Staatsschulden und dem nominalen BIP-Wachstum (Zins-Wachstums-Differenzial) deutlich geringer sein wird als im Zeitraum von 2021 bis 2023 (siehe Abbildung 28). Darüber hinaus dürften sowohl die Primärdefizite als auch die positiven Deficit-Debt-Adjustments potenziell schuldenstandserhöhend wirken. Auch wenn die Schuldenquote im Euroraum von 2023 bis 2025 um mehr als 3 Prozentpunkte sinkt, dürfte sie am Ende des Projektionszeitraums noch immer knapp 5 Prozentpunkte über ihrem Vorpandemiestand liegen.

Abbildung 28

Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder (einschließlich Kroatiens).

Der euroraumweite Finanzierungssaldo für das laufende Jahr blieb gegenüber den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Juni 2023 unverändert. Für die Jahre 2024 und 2025 wird nun allerdings mit einer etwas geringeren Verbesserung gerechnet. Die Abwärtskorrekturen für 2024 und 2025 sind vor allem darauf zurückzuführen, dass nun höhere Primärausgaben – unter anderem durch gestiegene Aufwendungen für Arbeitslosenunterstützung infolge der eingetrübten Konjunkturerwartungen – erwartet werden, wodurch sich auch die Projektion für den Primärsaldo verändert. Werden die Revisionen für den gesamten Projektionszeitraum um konjunkturelle Effekte bereinigt, dürften sie vernachlässigbar gering ausfallen.

Mit dem Abklingen des Energiepreisschocks sollten die Regierungen entsprechende Stützungsmaßnahmen zügig und koordiniert zurücknehmen.

Anderenfalls könnte sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöhen, was eine noch stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern

und die hohe öffentliche Verschuldung schrittweise zu verringern. Erreichen ließe sich dies am besten innerhalb eines soliden EU-weiten Rahmens für die wirtschafts- und haushaltspolitische Koordinierung und Überwachung. In ihrer [Stellungnahme vom 5. Juli 2023](#) begrüßt die EZB die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU. Die Stellungnahme enthält zudem mehrere spezifische, technische Anmerkungen und Vorschläge, die darauf abzielen, den neuen Rahmen weiter zu verbessern und ihn noch transparenter und berechenbarer zu machen. Insbesondere forderte die EZB die Gesetzgeber der Europäischen Union nachdrücklich auf, so bald wie möglich, spätestens jedoch bis Ende 2023, eine Einigung über die Reform des Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung in der EU zu erzielen. Diese ist unabdingbar, um die Erwartungen hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit und eines nachhaltigen und integrativen Wachstums zu verankern, zumal die im Stabilitäts- und Wachstumspakt der EU enthaltene allgemeine Ausweichklausel bis dahin deaktiviert sein wird. Gelingt es nicht, sich rasch auf einen glaubwürdigen, transparenten und berechenbaren finanzpolitischen Rahmen zu einigen und diesen umzusetzen, könnte dies zu Unsicherheit führen und die notwendige Haushaltskonsolidierung sowie den Anstoß von Reformen und Investitionen verzögern.

Kästen

1 Risiken für die globalen Nahrungsmittelrohstoffpreise durch El Niño

Jakob Feveile Adolfsen und Marie-Sophie Lappe

Gegen Ende des laufenden Jahres ist nahezu sicher mit dem Auftreten des El-Niño-Phänomens zu rechnen. Daraus erwachsen Risiken für die internationalen Nahrungsmittelrohstoffpreise. Die US-amerikanische Ozeanografie- und Wetterbehörde (National Oceanic and Atmospheric Administration – NOAA) meldete im Juni, dass die Voraussetzungen für ein Auftreten von El Niño gegeben seien. Es sei somit wahrscheinlich, dass sich zum Jahresende eine El-Niño-Episode entwickeln werde. Ein El-Niño-Ereignis liegt definitionsgemäß dann vor, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Oberflächentemperatur im östlichen äquatornahen tropischen Pazifik über fünf sich überschneidende Dreimonatszeiträume in Folge mindestens 0,5 Grad Celsius über dem 30-jährigen Durchschnitt liegt.¹ Die jüngste Wetterprognose lässt mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 % darauf schließen, dass es im Schlussquartal 2023 zu einer El-Niño-Episode kommt. Die Wahrscheinlichkeit, dass diese Episode stark ausfallen wird (mit einer Temperaturabweichung von mindestens 1,0 Grad Celsius über dem Schwellenwert von 0,5 Grad, der für das El-Niño-Phänomen gilt), liegt bei 66 % (siehe Abbildung A).² Die diesjährige El-Niño-Episode bedeutet eine Abkehr von den vorangegangenen drei Jahren, als die kältere Entsprechung des Wetterphänomens, La Niña, dominierte.³ El Niño dürfte sich auf Nahrungsmittelangebot und -preise in äquatornahen Ländern und auf globaler Ebene auswirken, da die Wetterentwicklung weltweit beeinflusst wird. Im vorliegenden Kasten werden die voraussichtlichen Auswirkungen des El-Niño-Phänomens auf die internationalen Nahrungsmittelrohstoffe erörtert. Zudem werden die Risiken für die Nahrungsmittelrohstoffpreise untersucht, die sich aus einem starken El Niño ergeben würden. Der Kasten beschäftigt sich in erster Linie mit den Folgen eines starken El Niño, welcher die Effekte, die im kommenden Jahr auf die Nahrungsmittelrohstoffpreise wirken, noch verschärfen könnte. Verschiedene Studien zeigen jedoch, dass die Entstehung von El-Niño-Bedingungen – unabhängig

¹ Gemäß der [Definition](#) der NOAA handelt es sich bei El Niño um die warme Phase der Oszillation im äquatorialen Pazifik (auch als El Niño/Südliche Oszillation bezeichnet). In der neutralen Phase der Oszillation treiben Passatwinde – beständige Ost-West-Winde rund um den Äquator – warmes Wasser von Südamerika nach Asien, wo es schneller verdunstet. Dadurch entsteht ein Auftrieb, bei dem kaltes Wasser aus den Tiefen des Ozeans an die Meeresoberfläche steigt und das warme Wasser ersetzt. Bei El Niño verlangsamen sich die Passatwinde, und das warme Wasser wird nach Südamerika zurückgedrückt, wodurch sich der Auftrieb abschwächt oder sogar zum Erliegen kommt.

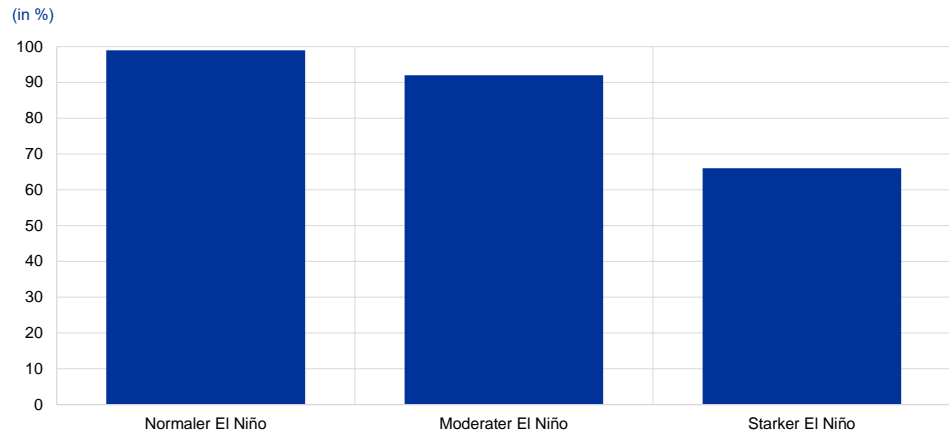
² Historisch gesehen kam es seit 1950 in 8 von 23 Fällen zu einem starken Verlauf.

³ Die Definition von La Niña ähnelt jener von El Niño, allerdings treten hierbei negative Anomalien der Oberflächentemperatur des Meeres auf. Eine La-Niña-Phase entsteht durch ungewöhnlich starke Passatwinde, die den Auftrieb verstärken.

von deren Intensität – die internationalen Nahrungsmittelrohstoffe beeinflussen dürfte.⁴

Abbildung A

Wahrscheinlichkeiten eines El-Niño-Ereignisses im vierten Quartal 2023



Quelle: NOAA.

Anmerkung: Die NOAA definiert ein normales El-Niño-Ereignis als eine Erhöhung der Oberflächentemperatur des Meeres um mindestens 0,5 Grad Celsius über dem langfristigen Durchschnitt. Ein „moderater El Niño“ und ein „starker El Niño“ sind definiert als Temperaturanstieg um mindestens 1,0 bzw. 1,5 Grad Celsius über dem langfristigen Durchschnitt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 10. August 2023.

Der Nahrungsmittelanbau weltweit, besonders aber rund um den Äquator, dürfte durch die komplexen, aus El Niño resultierenden Wettereffekte beeinflusst werden.

El Niño geht mit häufigeren Extremwetterereignissen einher. Diese fallen je nach Region sehr unterschiedlich aus. So führt El Niño typischerweise in Südamerika und den südlichen US-Bundesstaaten zu Hitzewellen mit Starkregen, während er in den nördlichen US-Bundesstaaten Dürren auslöst. Aus der Komplexität der daraus entstehenden klimatischen Verlaufsmuster ergibt sich, dass sich El Niño unterschiedlich auf die Ernteerträge auswirkt, und zwar abhängig von den angebauten Pflanzenarten und der Vegetationsperiode, aber auch von der jeweiligen Region. Außerdem dürften die Auswirkungen auf die Ernteerträge zwischen den verschiedenen El-Niño-Zyklen variieren. Schätzungen zum historischen Einfluss des El-Niño-Phänomens auf die Ernteerträge verdeutlichen, wie unterschiedlich die Auswirkungen auf verschiedene Agrarprodukte sind, selbst innerhalb eines Landes. In den Vereinigten Staaten folgt auf eine El-Niño-Episode offenbar eine bessere Ernte von Sojabohnen, wohingegen die Ernteerträge von

⁴ Der Schwerpunkt dieses Kastens liegt auf den internationalen Nahrungsmittelrohstoffpreisen und nicht auf den Verbraucherpreisen für Nahrungsmittel im Euroraum, die in geringerem Maße beeinflusst werden dürften. Peersman (2022) zeigt, dass Veränderungen der Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe auf mittlere Sicht für nahezu 30 % der Volatilität der Inflation im Euroraum verantwortlich sind. Siehe G. Peersman, [International Food Commodity Prices and Missing \(Dis\)inflation in the Euro Area](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 104, Nr. 1, 2022, S. 85-100. Subventionen für heimische Produzenten im Rahmen der Gemeinsamen Agrarpolitik der EU federn die Effekte von Veränderungen der globalen Nahrungsmittelrohstoffpreise auf die Verbraucherpreise für Nahrungsmittel im Eurogebiet teilweise ab. Siehe beispielsweise G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez und L. Onorante, [Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#), International Journal of Central Banking, Bd. 8, Nr. 1, 2012, S. 179-217.

Weizen und Mais in der Regel schlechter ausfallen.⁵ Zudem hat El Niño historisch gesehen zwar positive Effekte auf die Sojabohnenerträge in den USA und in Südamerika, in Asien sind jedoch der Tendenz nach Ernteeinbußen zu verzeichnen.⁶ Die komplexen Folgen machen es schwierig, die Implikationen von El Niño für die Weltmarktpreise von Nahrungsmittelrohstoffen vorherzusagen. Die Untersuchung der preislichen Auswirkungen wird zusätzlich durch die Substitution zwischen verschiedenen Nahrungsmittelrohstoffen erschwert. Landwirte betrachten Sojabohnen und Mais bis zu einem gewissen Grad als Substitut des jeweils anderen Produkts und wechseln daher von Zeit zu Zeit zwischen den beiden Anbaukulturen, je nachdem, welche Preise aktuell an den Terminbörsen aufgerufen werden. Dies impliziert, dass eine mögliche Verringerung der Erträge bei Mais auf die Preise von Sojabohnen übergreifen könnte. Zugleich könnten die Preiseffekte bei Mais durch diesen Substitutionseffekt etwas gedämpft werden. Überdies ließen die El-Niño-Episoden 1982-1983 den Fischbestand in Asien und Australien sinken, wodurch sich die Nachfrage nach Viehfutter von Fisch hin zu Sojabohnen verlagerte.⁷ In Anbetracht dieser Komplexität und da Ernteerträge nur einer von vielen Faktoren sind, die die weltweiten Nahrungsmittelrohstoffpreise beeinflussen, wäre es irreführend, die auf die Ernteerträge wirkenden Effekte direkt auf Preiseffekte zu extrapolieren.

Historische Analysen deuten darauf hin, dass ein normaler El Niño Aufwärtseffekte auf die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe ausübt.

Der Einfluss von El Niño auf die Preise wird in zahlreichen Studien untersucht. Brenner (2002) kommt zu dem Ergebnis, dass die El-Niño-Oszillation knapp 20 % der seit 1963 weltweit verzeichneten Teuerung bei den Rohstoffen ausmacht und dass die realen Rohstoffpreise sechs bis zwölf Monate nach Eintreten eines normalen El-Niño-Ereignisses tendenziell rund 3 % stärker steigen. Den größten Beitrag zur Preissteigerung leisten hier die Nahrungsmittelrohstoffe.⁸ Cashin et al. (2017) dokumentieren die unterschiedlichen Auswirkungen von El-Niño-Schocks auf die Wirtschaftsaktivität in verschiedenen Ländern seit 1972. Dabei kam es in den meisten Ländern zu einer Verteuerung der Rohstoffe ohne Energie.⁹ Insgesamt stellen Cashin et al. fest, dass El Niño einen Aufwärtseffekt von etwa 5 % auf die globalen Rohstoffpreise ohne Energie hat und dass dieser Effekt sechs bis

⁵ In den USA profitierte der Sojaanbau vor allem von den im Sommer vorherrschenden günstigen Wachstumsbedingungen im Mittleren Westen, während in Asien Hitzewellen und Dürren zu Schäden an den Sojapflanzen führten. Die Maisernte wurde in den Vereinigten Staaten aufgrund der tendenziell auf El Niño folgenden Trockenheit im Südosten des Landes überwiegend negativ beeinflusst.

⁶ Auf Grundlage von T. Iizumi, J. J. Luo, A. J. Challinor, G. Sakurai, M. Yokozawa, H. Sakuma, M. E. Brown und T. Yamagata, [Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops](#), Nature Communications, 5, Nr. 3712, 2014.

⁷ Siehe A. D. Brenner, [El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?](#), The Review of Economics and Statistics, Bd. 84, Nr. 1, 2002, S. 176-183.

⁸ Siehe A. D. Brenner, a. a. O.

⁹ Siehe P. Cashin, K. Mohaddes und M. Raissi, [Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño](#), Journal of International Economics, Bd. 106, 2017, S. 37-54.

sechzehn Monate andauert.¹⁰ Weitere Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Teuerung in Ländern mit einer höheren Gewichtung von Nahrungsmitteln im Inflationsindex stärker auf ein El-Niño-Ereignis reagiert. Den betreffenden Studien zufolge hat eine El-Niño-Episode unabhängig von ihrem Ausmaß erhebliche Auswirkungen auf die Nahrungsmittelrohstoffpreise und führt generell zu Preissteigerungen.

Die globalen Preise für Nahrungsmittelrohstoffe könnten um bis zu 9 % steigen, sollten sich die derzeitigen El-Niño-Bedingungen zu einem starken Verlauf entwickeln. Während die Bedingungen für El Niño bereits erfüllt sind und 2023 nahezu mit Sicherheit zum El-Niño-Jahr erklärt wird, besteht eine größere Ungewissheit hinsichtlich der Stärke des El-Niño-Ereignisses.¹¹ Historische Schätzungen unter Berücksichtigung der Entwicklung des globalen Konjunkturzyklus sowie der Dünger- und Energiepreise lassen auf Folgendes schließen: Die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe würden sich durch einen Temperaturanstieg an der Meeresoberfläche, der dem Übergang von einem normalen zu einem starken El Niño entspricht, bis zu zwei Jahre lang erhöhen. Dabei würde 16 Monate nach Beginn der starken El-Niño-Episode der höchste Preisanstieg von 9 % verzeichnet (siehe Abbildung B, Grafik a). Dies ergibt sich aus den höheren Risiken und einer möglichen Verschärfung von Extremwetterereignissen, die ein starker El Niño im Vergleich zu einem normalen mit sich bringen würde. Die Aufwärtsrisiken für die Nahrungsmittelrohstoffpreise, die sich aus der Entwicklung eines starken El-Niño-Phänomens ergeben, sind für Sojabohnen, Mais und Reis besonders ausgeprägt, während die erwarteten Preiseffekte für Weizen zwar nach oben gerichtet, aber unerheblich sind und für Kaffee und Kakao bei etwa null liegen (siehe Abbildung B, Grafik b).

¹⁰ Cashin et al., a. a. O., verwenden eine Messgröße, die nicht auf der Temperatur basiert. Eine Unterscheidung zwischen einer normalen und einer starken El-Niño-Episode ist daher nicht möglich. Den Erkenntnissen der Autoren zufolge tragen zusätzlich zum Effekt auf die Nahrungsmittelrohstoffpreise auch die Metallnotierungen zum Preisanstieg bei Rohstoffen ohne Energie bei. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass Extremwetterereignisse den Bergbau beeinflussen, wie in Chile zu beobachten war. Siehe P. Cashin, K. Mohaddes und M. Raissi, [El Niño: Good Boy or Bad?](#), Finance and Development, Bd. 53, Nr. 1, 2016, S. 30-33.

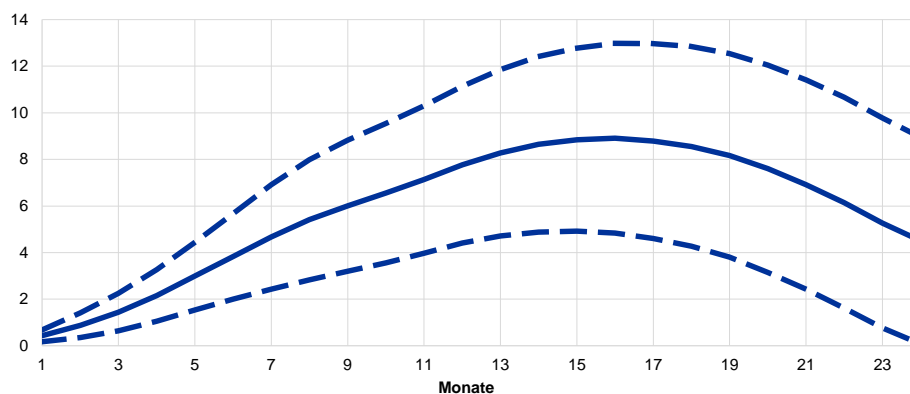
¹¹ Die Differenz zwischen einem normalen El Niño (Anomalie von 0,5 Grad Celsius) und einem starken El Niño (Anomalie von 1,5 Grad Celsius) beträgt 1,0 Grad Celsius. Die aktuell geschätzten El-Niño-Wahrscheinlichkeiten sind in Abbildung A dargestellt.

Abbildung B

Geschätzte Auswirkungen des Übergangs von einem normalen zu einem starken El Niño auf die Weltmarktpreise für Nahrungsmittelrohstoffe

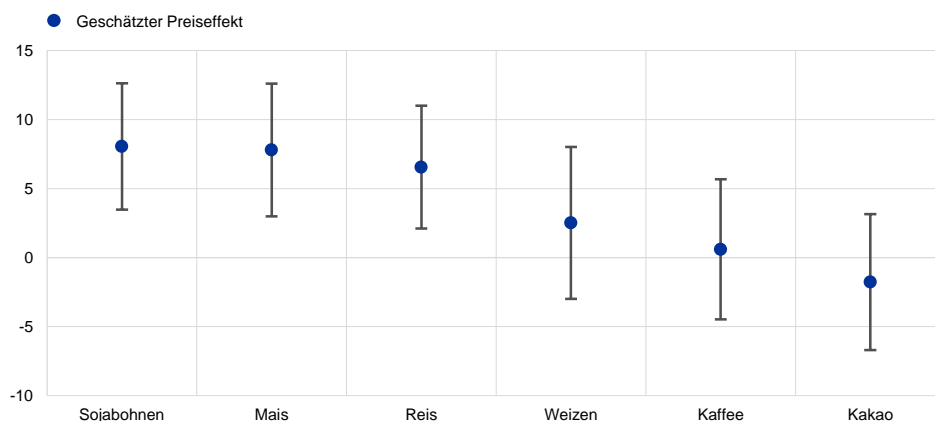
a) Preiseffekte nach Beginn einer starken El-Niño-Periode

(Veränderung in %)



b) Auswirkungen auf die Preise ausgewählter Nahrungsmittelrohstoffe

(Veränderung in %)



Quellen: Haver Analytics, NOAA und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der geschätzte Preiseffekt zeigt den Einfluss einer Erhöhung der Oberflächentemperatur des Meeres um 1,0 Grad Celsius während des Auftretens von El-Niño-Phänomenen. Dabei werden die Dünger- und Ölpreise als Vorleistungskosten der Nahrungsmittelproduktion und die globale Industriekonjunktur als Indikator für den globalen Konjunkturzyklus berücksichtigt. Die Impuls-Antwort-Funktionen werden anhand lokaler Projektionen geschätzt (siehe dazu Ö. Jordà, *Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections*, American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, 2005, S. 161-182). Die Abbildungen zeigen Konfidenzintervalle von 68 %. Grafik b stellt den geschätzten Preiseffekt nach 16 Monaten auf Basis der maximalen Reaktion des Aggregats der Nahrungsmittelrohstoffpreise in Grafik a dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Die Finanzmärkte berücksichtigen bereits künftige Preissteigerungen, aber auch eine höhere Preisunsicherheit. Die Entwicklung von El Niño einzubeziehen, verbessert die Prognosegenauigkeit hinsichtlich der Volatilität der Terminpreise für Nahrungsmittelrohstoffe.¹² Dementsprechend könnte es sein, dass die Händler von Rohstoffderivaten die Aussichten in Bezug auf das El-Niño-Phänomen im Terminhandel einpreisen. Mit Blick auf die drei wichtigsten Kulturpflanzen (Sojabohnen, Mais und Weizen) erhöhten sich die Terminkurse in der Woche nach der Meldung der NOAA vom 8. Juni, wonach die Bedingungen für El Niño erfüllt

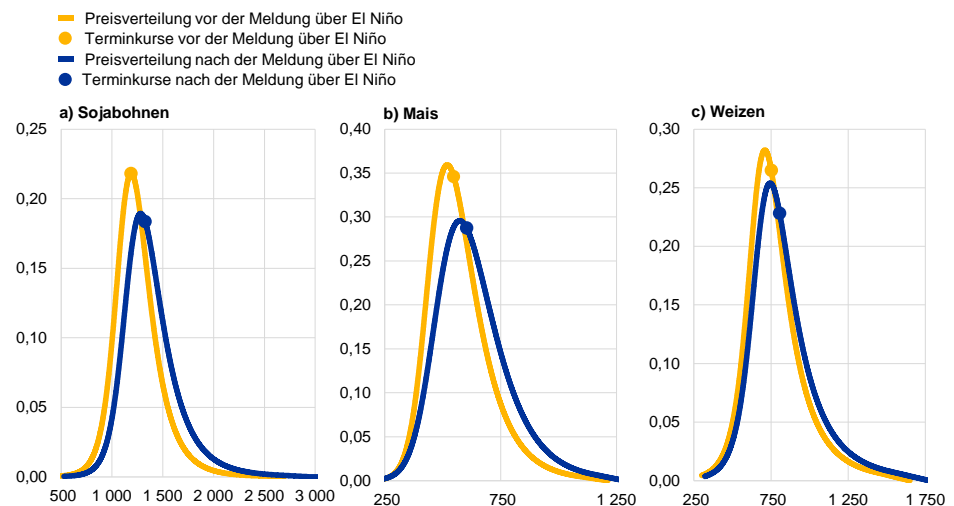
¹² Su et al. zeigen, dass die Einbeziehung von El-Niño-Entwicklungen die Prognose der Volatilität der Terminpreise am US-amerikanischen Getreidemarkt verbessert. Siehe Y. Su, C. Liang, L. Zhang und Q. Zeng, *Uncover the response of the U.S. grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation*, International Review of Economics & Finance, Bd. 81, 2022, S. 98-112.

seien. Dabei wurde die Wahrscheinlichkeit, dass sich gegen Jahresende ein starkes El-Niño-Phänomen entwickeln könnte, auf rund 50 % beziffert (siehe Abbildung C).¹³ Bei Sojabohnen und Mais nahmen sowohl das Preisniveau als auch die Preisunsicherheit für den Sommer 2024 deutlich zu. Die Preise für Sojabohnen und Mais stiegen um 12 % bzw. 10 %, während sich die Standardabweichung der Verteilungen um 24 % bzw. 23 % erhöhte. Marktanalysten zufolge spiegelten diese Entwicklungen vor allem die ungünstigen Witterungsbedingungen in der nördlichen Hemisphäre Anfang Juni wider, wobei die Entwicklung von El Niño für zusätzliche Unsicherheit in Bezug auf die Ernteaussichten sorgte. Der Einfluss auf Weizen, der in der Vergangenheit stets weniger empfindlich auf starke El-Niño-Ereignisse reagiert hat, war geringer. So stiegen die Weizenpreise lediglich um 7 % und die Standardabweichung um 13 %. Insgesamt spiegeln die Veränderungen der aus Optionen abgeleiteten Preisverteilung einen möglichen Aufwärtsdruck auf die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe und eine höhere Preisunsicherheit wider, die durch die aktuelle klimatische Entwicklung im Zusammenhang mit El Niño ausgelöst wird.

Abbildung C

Aus Optionen abgeleitete Preisverteilung vor und nach der Meldung über El Niño

(x-Achse: in USD je Bushel; y-Achse: in %)



Anmerkung: Die Berechnung der aus Optionen abgeleiteten risikoneutralen Verteilungen erfolgt gemäß F. Black und M. Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy, Bd. 81, Nr. 3, 1973, S. 637-654. Sie basiert auf den Terminkontrakten der Chicagoer Warenterminbörse mit Datum Juli 2024 für Sojabohnen, Mais und die US-Weizensorte „harter roter Winterweizen“ (Hard Red Winter Wheat). In den risikofreien Zinssatz fließen die Zinssätze für Tagesgeld-Swaps ein. Die Preisunsicherheit wird anhand der Breite der aus Optionen abgeleiteten Verteilungen gemessen. Die Stichtage vor und nach der Meldung über El Niño waren der 7. Juni 2023 bzw. der 16. Juni 2023.

¹³ Das Gewicht von Sojabohnen und Mais im HWWI-Index für Nahrungs- und Genussmittel (auf Basis der Einfuhren der WWU-Länder) beläuft sich auf jeweils 14 %, das Gewicht von Weizen auf 8 %.

2 Wie zeigen sich die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft in den Ländern des Euroraums und den einzelnen Wirtschaftssektoren?

Niccolò Battistini und Johannes Gareis

Der vorliegende Kasten befasst sich mit den zuletzt beobachteten Unterschieden der Konjunkturentwicklung in den einzelnen Euro-Ländern und Wirtschaftssektoren und beurteilt die Bedeutung der Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach Aufhebung der Pandemiebeschränkungen im vergangenen Jahr. Das Wirtschaftswachstum im Euroraum hat sich seit Anfang 2022 deutlich abgeschwächt. Zudem war es ungleich über Länder und Sektoren hinweg verteilt. Die Wachstumsdifferenzen haben sich inzwischen zwar verringert, bestehen aber weiterhin fort. Sie spiegeln eine Zweiteilung der Wirtschaft wider: Das verarbeitende Gewerbe wächst relativ verhalten, was unter anderem auf die niedrigere Nachfrage weltweit und die restriktiveren Finanzierungsbedingungen im Euroraum zurückzuführen ist. Der Dienstleistungssektor zeigt sich hingegen relativ robust, da er durch die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft gestützt wird. Jüngste Umfrageergebnisse legen jedoch nahe, dass sich dieses Gefälle bald verringern könnte. Denn während der vom Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgehende Impuls schwächer wird, kommen andere Kräfte sektorübergreifend stärker zum Tragen.

Die Wachstumsunterschiede zwischen den Ländern des Euroraums waren Anfang 2023 noch relativ groß, wohingegen sie auf Sektorebene dem Vorpandemieniveau entsprachen. Um der unterschiedlichen Wirtschaftskraft der Länder und Sektoren Rechnung zu tragen, wird die Streuung des Wachstums auf Basis der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Zuwachses der realen Bruttowertschöpfung in allen Ländern des Euroraums (ohne Irland) sowie in allen Sektoren gemessen.¹ Beide Messgrößen erreichten nach Ausbruch der Coronapandemie nie dagewesene Höchstwerte, sanken 2022 jedoch deutlich, wenn auch in unterschiedlichem Tempo (siehe Abbildung A, Grafik a). Im ersten Quartal 2023 war die Streuung des Wirtschaftswachstums zwischen den Ländern weiterhin höher als vor der Pandemie, intersektoral lag sie indes bereits wieder auf dem Vorpandemieniveau. Die größeren Unterschiede im Wachstum zwischen den einzelnen Ländern hängen offenbar damit zusammen, dass das Wachstum bei den kontaktintensiven Dienstleistungen noch immer sehr viel stärker divergiert. Dort war die Streuung gegenüber dem in der Pandemie verzeichneten Höchststand zwar rückläufig, blieb im historischen Vergleich aber hoch (siehe Abbildung A, Grafik b).² Im verarbeitenden Gewerbe waren die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern indes wieder so groß wie vor der Pandemie.

¹ Siehe auch EZB, [Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet verbreitert sich](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/2017, Februar 2017.

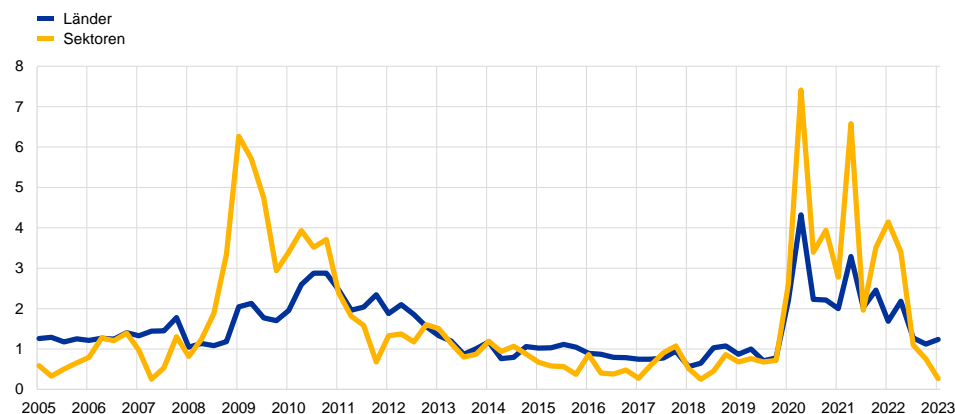
² Als kontaktintensive Dienstleistungen gelten der Groß- und Einzelhandel sowie Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie (gemäß der Wirtschaftszweigsystematik von NACE Rev. 2).

Abbildung A

Streuung des Wachstums der Wertschöpfung

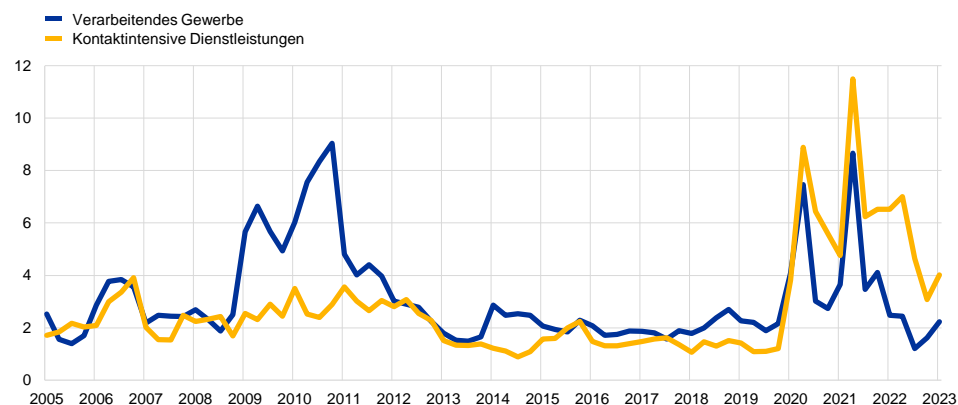
a) Streuung des Wachstums der Wertschöpfung im Euroraum auf Länder- und Sektorebene

(in Prozentpunkten)



b) Euroraumweite Streuung des Wachstums der Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und bei kontaktintensiven Dienstleistungen

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Streuung des Wachstums auf Länderebene wird anhand der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses in allen Euro-Ländern (außer Irland) gemessen. Die Streuung des Wirtschaftswachstums auf Sektorebene entspricht der gewichteten Standardabweichung des jährlichen Wertschöpfungszuwachses für das verarbeitende Gewerbe, das Baugewerbe, die kontaktintensiven Dienstleistungen und für eine Gruppe aus weiteren Sektoren. Die euroraumweite Streuung des Wachstums im verarbeitenden Gewerbe und bei kontaktintensiven Dienstleistungen entspricht der gewichteten Standardabweichung des jährlichen sektorspezifischen Wertschöpfungszuwachses in allen Euro-Ländern (außer Irland). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023.

Im ersten Quartal 2023 verzeichneten die Länder, in denen kontaktintensive Dienstleistungen eine größere gesamtwirtschaftliche Bedeutung haben, nach wie vor ein stärkeres Wachstum. Das Produktionswachstum bei den

kontaktintensiven Dienstleistungen war 2022 in jenen Ländern höher, in denen diese Dienstleistungen einen eher großen Anteil an der Wirtschaft ausmachen (siehe Abbildung B, Grafik a). Teilweise ist dies ein Spiegelbild des ab Pandemiebeginn beobachteten Wachstumsmusters, denn seinerzeit war bei den kontaktintensiven Dienstleistungen in diesen Ländern ein vergleichsweise starker Einbruch zu verzeichnen. Im ersten Quartal 2023 setzte sich das relativ kräftige Wirtschaftswachstum im Bereich der kontaktintensiven Dienstleistungen in jenen Ländern fort, in denen diesem Sektor eine größere Bedeutung zukommt. Dort übertrafen die kontaktintensiven Dienstleistungen ihr Vorpandemieniveau deutlicher

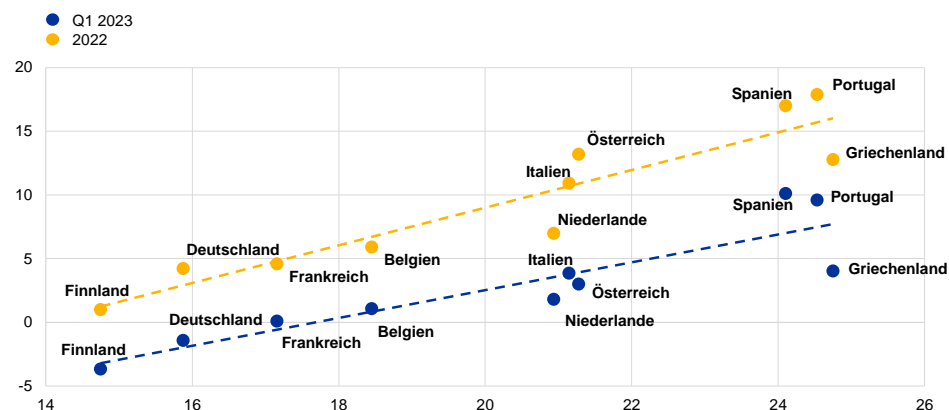
als in Ländern, in denen sie eine geringere Rolle spielen. Volkswirtschaften mit einer höheren Abhängigkeit von kontaktintensiven Dienstleistungen profitierten folglich auch weiterhin stärker von den Wachstumsimpulsen in diesem Sektor. So verzeichneten sie im Vergleich einen insgesamt größeren Wertschöpfungszuwachs (siehe Abbildung B, Grafik b). Umgekehrt fiel der Wertschöpfungszuwachs in jenen Ländern, deren Wirtschaft stark vom verarbeitenden Gewerbe geprägt ist, im ersten Quartal 2023 überwiegend geringer aus, denn dieser Sektor expandierte etwas langsamer als die kontaktintensiven Dienstleistungen. Dafür war die Wachstumsverteilung zwischen den Euro-Ländern im verarbeitenden Gewerbe deutlich ausgewogener. Offenbar wirken also die Faktoren, die aktuell das verarbeitende Gewerbe bestimmen, euroraumweit gleichmäßiger als jene Faktoren, die für das Wachstum der kontaktintensiven Dienstleistungen maßgeblich sind.

Abbildung B

Größe des Sektors der kontaktintensiven Dienstleistungen: Verhältnis zum Wachstum kontaktintensiver Dienstleistungen sowie zur gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung in den Ländern des Euroraums

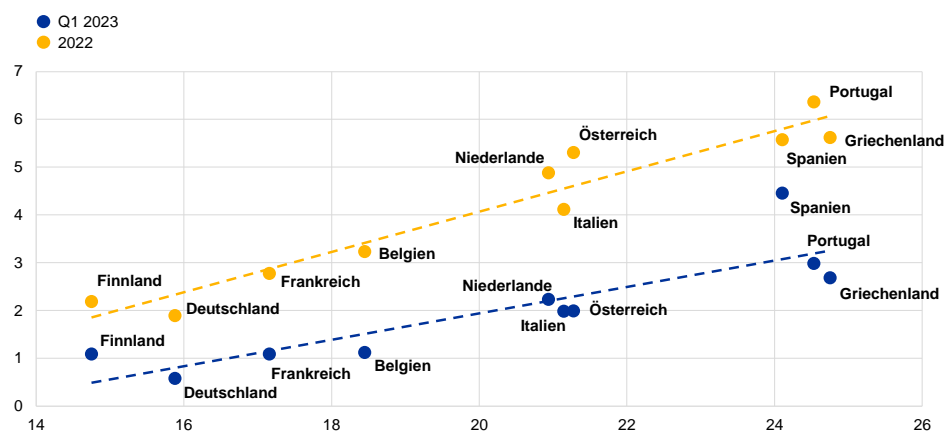
a) Größe des Sektors der kontaktintensiven Dienstleistungen und Wertschöpfungszuwachs kontaktintensiver Dienstleistungen

(x-Achse: durchschnittlicher Anteil der Wertschöpfung kontaktintensiver Dienstleistungen an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung 2022; y-Achse: jährlicher Wertschöpfungszuwachs kontaktintensiver Dienstleistungen)



b) Größe des Sektors der kontaktintensiven Dienstleistungen und Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung

(x-Achse: durchschnittlicher Anteil der Wertschöpfung kontaktintensiver Dienstleistungen an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung 2022; y-Achse: jährliches Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt werden die zehn größten Länder des Euroraums (ohne Irland), die es wegen der Relevanz ihrer Ergebnisse für den Euroraum insgesamt zu kontrollieren gilt, und die Streuung des Wachstums der Wertschöpfung (basierend auf der Berechnung in Abbildung A). Der lineare Trend wird als gestrichelte Linie dargestellt. Die Jahreswachstumsraten für 2022 sind Jahresdurchschnittswerte, die aus den vierteljährlichen Jahreswachstumsraten 2022 ermittelt wurden.

Wie ein empirisches Modell zeigt, wirken sich unerwartete Veränderungen, die die Bewegungsfreiheit der Bevölkerung betreffen, weitaus stärker auf die kontaktintensiven Dienstleistungen aus als auf das verarbeitende Gewerbe.

Ein geschätztes bayesianisches Vektorautoregressionsmodell quantifiziert die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft auf das Wachstum der Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und bei den kontaktintensiven Dienstleistungen. Als Grundlage dienen Euroraum-Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum ersten Quartal 2023. In dem Modell wird der zusammengesetzte Google-Mobilitätsindex (GMI) verwendet, um anhand von freiwilligen und unfreiwilligen Veränderungen des Mobilitätsverhaltens die

Auswirkungen der pandemiebedingten Schließungen und des späteren Wiederhochfahrens der Wirtschaft zu messen. Neben dem GMI enthält das Modell folgende weitere Variablen: Global Supply Chain Pressure Index der Federal Reserve Bank of New York (als Indikator für die Auslandsnachfrage im Euroraum); Energiepreise; Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe, bei kontaktintensiven Dienstleistungen sowie für eine Gruppe aus verschiedenen weiteren Sektoren; Deflator der privaten Konsumausgaben; Zins; Wechselkurs. Das Modell ermittelt die Schocks, die durch die pandemiebedingten Einschränkungen und das anschließende Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgelöst wurden (d. h. die Pandemieschocks) aufgrund der Annahme, dass sich eine unerwartete Veränderung des GMI unmittelbar auf das verarbeitende Gewerbe und die kontaktintensiven Dienstleistungen auswirkt.³ Die Ergebnisse zeigen, dass ein unerwarteter Rückgang des GMI (d. h. ein Schock aufgrund pandemiebedingter Einschränkungen) die Wirtschaftsleistung im verarbeitenden Gewerbe und bei den kontaktintensiven Dienstleistungen deutlich schrumpfen lässt, wobei Letztere einen größeren Einbruch verzeichnen. Symmetrisch dazu bewirkt ein unerwarteter Anstieg des GMI (d. h. ein Schock aufgrund des Wiederhochfahrens der Wirtschaft) bei den kontaktintensiven Dienstleistungen eine größere Zunahme als im verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung C, Grafik a).

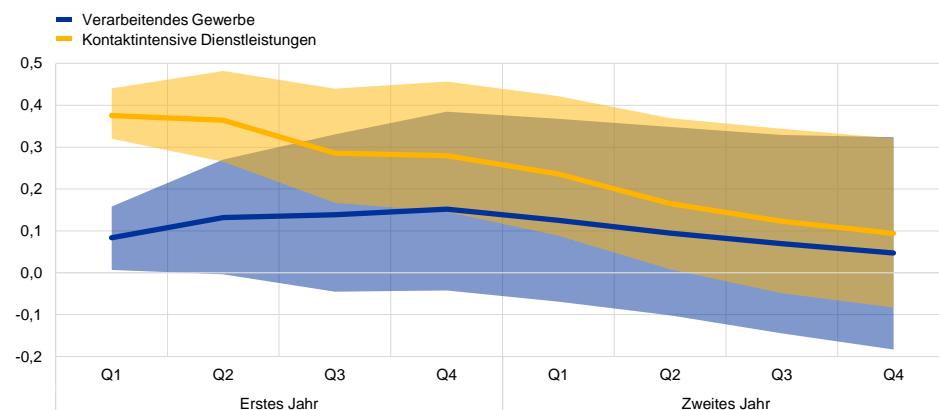
³ Erreicht wird dies mithilfe einer Cholesky-Zerlegung. Dabei wird der GMI nach den globalen Variablen und vor den spezifischen Variablen des Euroraums angeordnet. Das Modell enthält für jede Variable vier Verzögerungen, und alle Variablen (außer dem GMI und dem Zins) werden in Logarithmen ausgedrückt. Zudem wird die außergewöhnlich hohe Volatilität der Daten vom ersten Quartal 2020 bis zum dritten Quartal 2020 berücksichtigt. Siehe M. Lenza und G. Primiceri, [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 37, Ausgabe 4, 2022, S. 688-699. Zum Global Supply Chain Pressure Index siehe G. Benigno, J. di Giovanni, J. Groen und A. Noble, [A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#), Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, Januar 2022. Der GMI ist für den Zeitraum von Januar 2020 bis Oktober 2022 verfügbar. Für die übrigen Beobachtungszeiträume wird ein Wert von null unterstellt, was impliziert, dass ab Oktober 2022 keine Einschränkungen der Bewegungsfreiheit mehr bestanden.

Abbildung C

Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und bei kontaktintensiven Dienstleistungen

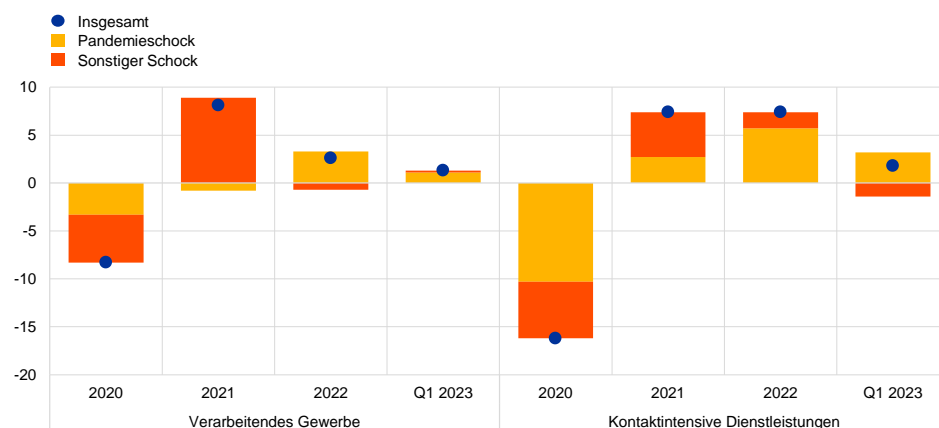
a) Auswirkungen eines unerwarteten Anstiegs des GMI auf die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe und bei kontaktintensiven Dienstleistungen

(in %)



b) Geschätzte Bestimmungsfaktoren des Wachstums der Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und bei kontaktintensiven Dienstleistungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Google, Federal Reserve Bank of New York und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Ergebnisse stammen aus einem bayesianischen Vektorautoregressionsmodell für den Euroraum. Die Pandemieschocks wurden mithilfe einer Cholesky-Zerlegung basierend auf der Annahme ermittelt, dass sich eine unerwartete Veränderung des GMI unmittelbar auf das verarbeitende Gewerbe und die kontaktintensiven Dienstleistungen auswirkt. Grafik a zeigt die Effekte eines unerwarteten Anstiegs des GMI (d. h. Schock aufgrund des Wiederhochfahrens der Wirtschaft). Die Wirkung eines unerwarteten Rückgangs des GMI (d. h. Schock aufgrund pandemiebedingter Einschränkungen) verhält sich symmetrisch dazu. Die schattierten Bereiche in Grafik a kennzeichnen das Konfidenzintervall von 90 %. Grafik b enthält nicht den geschätzten Beitrag des konstanten Terms (d. h. Trendwachstum). Die Jahreswachstumsraten für 2020, 2021 und 2022 sind Jahresdurchschnittswerte, die aus den vierteljährlichen Jahreswachstumsraten ermittelt wurden. Alle Wachstumsraten werden in Logarithmen ausgedrückt.

Die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft hatten sich zwar gegenüber 2022 insgesamt abgeschwächt, bestimmten jedoch im ersten Quartal 2023 noch immer das Wachstumsgefälle zwischen verarbeitendem Gewerbe und kontaktintensiven Dienstleistungen. Die unterschiedlich starke Wirkung der Pandemieschocks in den einzelnen Sektoren hat sich seit 2020 deutlich in deren Wirtschaftsleistung niedergeschlagen, wobei das Herunterfahren und anschließende Wiederhochfahren der Wirtschaft einen stärkeren Effekt auf die kontaktintensiven Dienstleistungen hatte (siehe Abbildung C, Grafik b). Dies geht aus einer modellbasierten Zerlegung des Wachstums der Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und bei den kontaktintensiven Dienstleistungen hervor. Auch Anfang 2023

blieben die Folgen des Wiederhochfahrens der Wirtschaft spürbar. Allerdings waren die Wachstumsimpulse sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch für die kontaktintensiven Dienstleistungen schwächer als im Jahr 2022. Zugleich beeinflussen sonstige Schocks nun stärker das Wachstum der kontaktintensiven Dienstleistungen, während sie sich im verarbeitenden Gewerbe weniger stark bemerkbar machen. Diese Entwicklung passt zu den abnehmenden angebotsseitigen Beschränkungen. Letztere könnten jedoch durch die geringere globale und binnenwirtschaftliche Nachfrage sowie durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen im Euroraum kompensiert worden sein.⁴

Die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft dürften sich im Jahresverlauf 2023 weiter abschwächen, während andere Faktoren stärker in den Vordergrund treten. In der nächsten Zeit wird die Dynamik im verarbeitenden Gewerbe und bei den kontaktintensiven Dienstleistungen weiter nachlassen, und die intersektoralen Wachstumsunterschiede werden sich verringern. Grund hierfür ist, dass die Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft allmählich abklingen und andere Kräfte – wie etwa die restriktiveren Finanzierungsbedingungen – eine breitere gesamtwirtschaftliche Wirkung entfalten. Mit den schwindenden Wachstumsimpulsen für kontaktintensive Dienstleistungen dürften sich auch die länderspezifischen Unterschiede verringern, die mit Blick auf den Wertschöpfungszuwachs bei den kontaktintensiven Dienstleistungen und die allgemeine Konjunkturerwicklung bestehen. Dieser sektor- und länderübergreifende Rückgang der Wachstumsdivergenzen deckt sich auch mit den kurzfristig schwächeren Konjunkturaussichten, die in den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2023 enthalten sind.

⁴ Dagegen erklären die sonstigen Schocks die höhere Widerstandskraft und schnellere Erholung des verarbeitenden Gewerbes ab Pandemiebeginn, die auch mit der frühzeitigen und kräftigen Erholung der globalen Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen im Einklang steht. Hiervon konnte das verarbeitende Gewerbe jedoch nicht in vollem Umfang profitieren, da es durch Lieferkettenstörungen und später durch die Folgen der Energiekrise beeinträchtigt wurde. Die Verlagerung der weltweiten Nachfrage von Dienstleistungen hin zu Waren ist zwar auf die Pandemie zurückzuführen, wird jedoch durch die ermittelten Pandemieschocks selbst nicht erfasst. Diese nämlich messen die unerwarteten Veränderungen im Mobilitätsverhalten der Bevölkerung und decken nicht zwangsläufig unerwartete Veränderungen in deren Konsumverhalten ab. Die im Vergleich zu den kontaktintensiven Dienstleistungen schwächere Reaktion des verarbeitenden Gewerbes auf solche unerwarteten Mobilitätsveränderungen könnte jedoch zu einem gewissen Grad mit der Konsumverlagerung von Dienstleistungen hin zu Waren korrelieren. So ließe es sich zum Teil erklären, dass der Mobilitätsschock die Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe weniger stark beeinträchtigt hat als bei den kontaktintensiven Dienstleistungen.

Jüngste Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum und ihre Bestimmungsfaktoren

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández und Marco Weißler

Mit Blick auf die jüngste Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum fällt auf, dass die Zahl der Erwerbspersonen wieder deutlich angestiegen ist. Dabei war das Beschäftigungswachstum in den vergangenen anderthalb Jahren in erster Linie darauf zurückzuführen, dass zahlreiche Nichterwerbspersonen den Kreis der Erwerbstätigen erweiterten, und weniger darauf, dass die Zahl der Arbeitslosen stark rückläufig war. Der vorliegende Kasten bietet einen Überblick über die jüngste Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum. Hierbei werden Daten von Eurostat und aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen zugrunde gelegt. Anhand eines bayesianischen vektorautoregressiven Modells mit gemischten Frequenzen (MF-BVAR-Modell), das die Push- und Pull-Faktoren der Entwicklung bei den Erwerbspersonen voneinander trennt, werden zudem die Bestimmungsfaktoren der Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum untersucht.¹

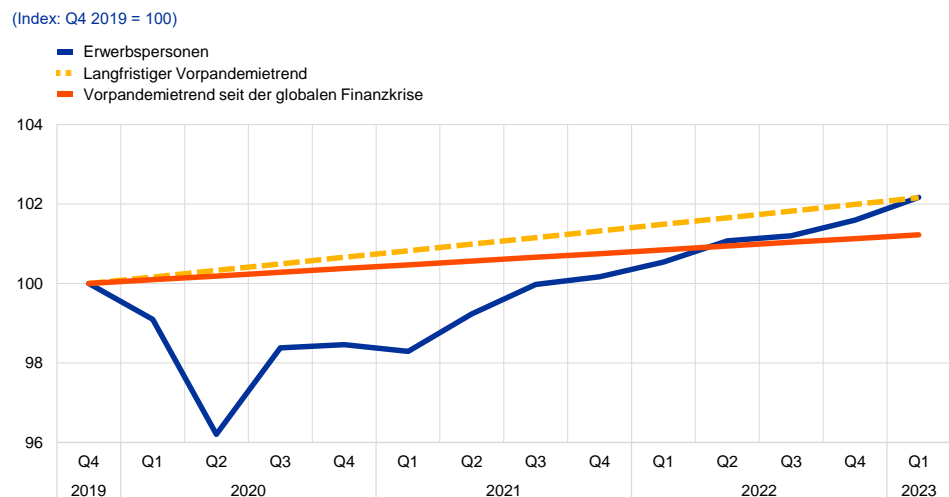
Seit Ende 2022 liegt die Zahl der Erwerbspersonen wieder über ihrem Stand vor der Pandemie. In jüngerer Zeit hat sie sich auch ihrem langfristigen Vorpandemietrend angenähert (siehe Abbildung A), was vor allem auf den Beitrag der ausländischen Erwerbspersonen zurückzuführen ist.² Der Unterschied zwischen dem kurz- und langfristigen Vorpandemietrend spiegelt die Veränderung des Bevölkerungswachstums wider, das sich seit 2008 merklich verlangsamt hat. Im Juni 2023 lag die Zahl der Erwerbspersonen, die sich aus Monatsangaben zu den Arbeitslosenzahlen ablesen lässt, rund 3,8 Millionen über ihrem Stand vom Januar 2020. Detaillierte Quartalswerte aus der EU-Arbeitskräfteerhebung zeigen, dass die Zuwanderung von Arbeitskräften – vor allem aus Ländern außerhalb der EU – während der Covid-19-Pandemie wesentlich zur Dynamik der Erwerbsbevölkerung beigetragen hat. In der ersten Phase der Pandemie – vom vierten Quartal 2019 bis zum vierten Quartal 2020 – sank die Zahl ausländischer Erwerbspersonen mit einem Minus von 2,0 % proportional stärker als die Erwerbsbevölkerung insgesamt (-1,2 %). Demgegenüber trugen ausländische

¹ Bei einer umfassenden Analyse der Auswirkungen des Beschäftigungswachstums auf die Anspannung am Arbeitsmarkt und das Lohnwachstum müssen neben der Untersuchung der Erwerbsbevölkerungsentwicklung auch die sektorale Dynamik des Arbeitsmarkts und der Beitrag der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden (intensives Arbeitsangebot) berücksichtigt werden. Siehe beispielsweise O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva und M. Mohr, [More jobs but fewer working hours](#), Der EZB-Blog, 7. Juni 2023. In diesem Beitrag werden die Unterschiede zwischen Beschäftigung und geleisteten Gesamtarbeitsstunden und die während der Pandemie und der Energiekrise beobachtete wesentliche Rolle der durchschnittlichen Arbeitszeit beleuchtet. Siehe auch EZB, [Die Bedeutung der Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Covid-19-Krise](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2022, September 2022.

² Der Anstieg der Erwerbsbevölkerung im Euroraum war nicht gleichmäßig über die soziodemografischen Gruppen hinweg verteilt. So ist die Erwerbsbeteiligung der Geringqualifizierten und der Arbeitskräfte im Haupterwerbssalter seit Pandemiebeginn weniger stark wieder angestiegen (siehe Abbildung 9 in: EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021).

Arbeitskräfte in der Zeit vom ersten Quartal 2021 bis zum ersten Quartal 2023 41 % zum Anstieg der Erwerbsbevölkerung bei, wodurch sich ihr Anteil in diesem Zeitraum von 10,3 % auf 11,4 % erhöhte.

Abbildung A
Entwicklung der Erwerbspersonen im Euroraum und lineare Vorpandemietrends



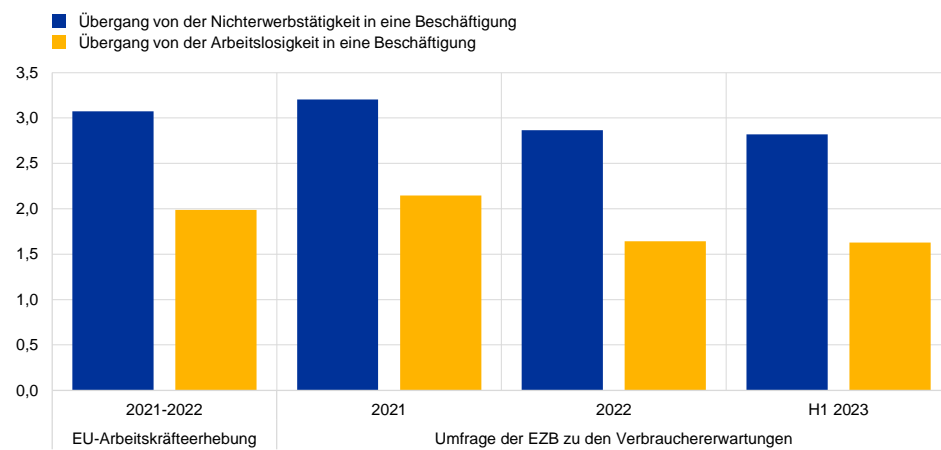
Quellen: Eurostat, Datenbank des Euroraum-Modells der EZB und eigene Berechnungen.
Anmerkung: Der langfristige Vorpandemietrend umfasst den Zeitraum von 1995 bis 2019, während der Vorpandemietrend seit der globalen Finanzkrise den Zeitraum von 2009 bis 2019 abdeckt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023.

In den vergangenen Jahren war ein zunehmender Anteil an neu eingestellten Arbeitskräften im Euroraum zuvor nicht erwerbstätig gewesen. Die Übergänge von der Nichterwerbstätigkeit in eine Beschäftigung waren ausschlaggebend für das Beschäftigungswachstum. Daten aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen zeigen, dass sich Übergänge von der Arbeitslosigkeit in eine Beschäftigung auf einen Anteil von 1,6 % der Gesamtbeschäftigung beliefen, während auf die Übergänge von der Nichterwerbstätigkeit in eine Beschäftigung ein Anteil von 2,8 % entfiel (siehe Abbildung B). Daraus folgt, dass im ersten Halbjahr 2023 nur etwa 37 % der neu eingestellten Arbeitskräfte im Quartal zuvor arbeitslos gewesen waren. Diese Evidenz steht mit den Daten von Eurostat im Einklang, aus denen hervorgeht, dass 60 % der neu Beschäftigten im Jahr 2022 zuvor nicht erwerbstätig waren, wohingegen im Zeitraum von 2011 bis 2019 51 % der neu Beschäftigten zuvor arbeitslos gewesen waren.³

³ Berücksichtigt man bei den gemäß der Arbeitskräfteerhebung beobachteten Übergängen am Arbeitsmarkt die Zusammensetzung nach Ländern, so erhöhten sich die Übergänge von der Nichterwerbstätigkeit in eine Beschäftigung von 49 % im Zeitraum von 2011 bis 2019 auf 55 % im Zeitraum von 2021 bis 2022. Der im Vergleich zu den Übergängen von der Arbeitslosigkeit in eine Beschäftigung beobachtete Anstieg bei den Übergängen von der Nichterwerbstätigkeit in eine Beschäftigung könnte auch einer in jüngerer Zeit niedrigeren Arbeitslosenquote geschuldet sein. Hatte die durchschnittliche Arbeitslosenquote im Zeitraum von 2011 bis 2019 bei 10,2 % gelegen, so belief sie sich in der Zeit von 2021 bis 2022 auf 7,3 %.

Abbildung B Übergänge in eine Beschäftigung

(Anteil an der Beschäftigung in %)



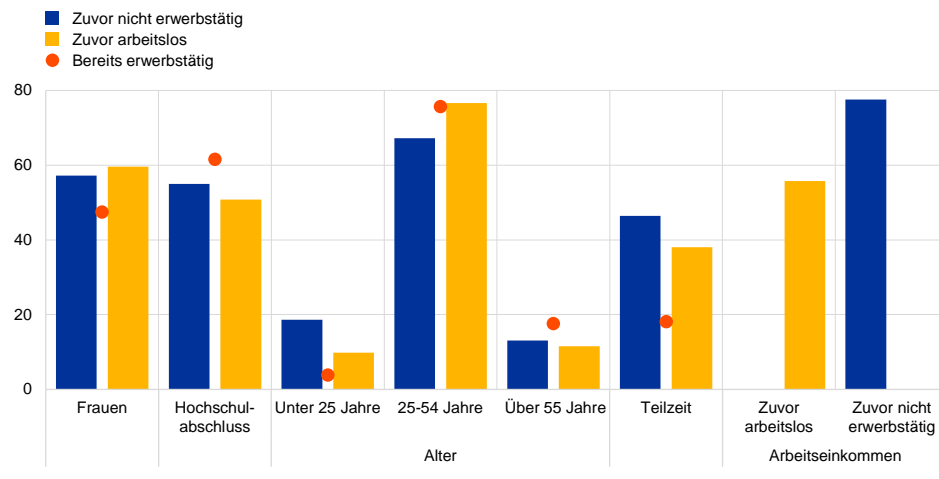
Quellen: EU-Arbeitskräfteerhebung und Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen zufolge weisen die neu eingestellten Arbeitskräfte und die Arbeitskräfte, die bereits eine Stelle innehaben, unterschiedliche Merkmale auf. Dies gilt auch in Bezug auf das Arbeitseinkommen. Im Schnitt sind die neu Beschäftigten jünger und haben einen niedrigeren Bildungsabschluss als die Arbeitskräfte, die bereits eine Stelle innehaben (also Personen, die bereits vor dem Zeitpunkt der neuen Übergänge erwerbstätig waren). Tendenziell sind die neu eingestellten Arbeitskräfte zudem vermehrt Frauen, arbeiten in Teilzeit und weisen ein geringeres Arbeitseinkommen auf (siehe Abbildung C). Während diejenigen, die zuvor arbeitslos gewesen waren, etwa 55 % des Arbeitseinkommens verdienen, das bereits in Erwerbstätigkeit befindliche Arbeitskräfte erhalten, beläuft sich die Höhe des Arbeitseinkommens derjenigen, die direkt aus der Nichterwerbstätigkeit heraus eine Beschäftigung aufnehmen, im Durchschnitt auf etwa 80 %. Dabei lassen sich die beobachteten Unterschiede beim Arbeitseinkommen nur zum Teil durch persönliche und berufliche Merkmale erklären. Dennoch dürften sich aus den Arbeitseinkommensunterschieden zwischen den neu aus der Nichterwerbstätigkeit und neu aus der Arbeitslosigkeit heraus eingestellten Arbeitskräften nur geringe Kompositionseffekte auf das Lohnwachstum insgesamt ergeben.

Abbildung C

Neu eingestellte Arbeitskräfte nach Merkmalen

(Anteil an der Beschäftigung in %)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Die Säulen zum Arbeitseinkommen zeigen das Arbeitseinkommen der neu eingestellten Arbeitskräfte im Verhältnis zu den Arbeitskräften, die bereits eine Stelle innehaben, also bereits erwerbstätig sind. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Durch die höhere Beteiligung von zuvor nicht erwerbstätigen Personen könnte sich die Anspannung am Arbeitsmarkt verringern.

Sie kann auch zu einer Abschwächung des Lohnwachstums beitragen, je nachdem, welche Ursachen für den Anstieg der Erwerbsbevölkerung maßgeblich sind. Werden die Arbeitsmarkteintritte durch einen positiven Nachfrageschock (z. B. durch eine stärkere Nachfrage nach hochqualifizierten Arbeitskräften) ausgelöst, dürfte auch der Druck auf die Löhne von bereits beschäftigten Arbeitskräften zunehmen. Bei einem positiven Angebotsschock (z. B. einer stärkeren Zuwanderung) könnten die neu hinzugekommenen Arbeitskräfte indes dazu beitragen, die Lohnforderungen der bereits Erwerbstätigen zu begrenzen.

Anhand eines Schätzmodells für den Euroraum lassen sich die wesentlichen Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung und ihre relative Bedeutung im Konjunkturzyklus quantifizieren.⁴

Das Modell soll es ermöglichen, die Auswirkungen der zugrunde liegenden Faktoren zu identifizieren, die vom technischen Fortschritt über die gesamtwirtschaftlichen Nachfragebedingungen bis hin zu anderen Ursachen reichen. Zu Letzteren zählen unter anderem die demografische Entwicklung, die Bemühungen bei der Stellensuche oder die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden (Arbeitskräfteangebot), die Diskrepanz zwischen Arbeitsnachfrage und -angebot und die Verhandlungsmacht der Beschäftigten, die beispielsweise Anpassungen bei den Mindestlöhnen widerspiegelt.

⁴ Basierend auf A. Consolo, C. Foroni und C. Martínez Hernández, A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Bd. 85, Nr. 5, 2023, S. 1048-1082. Das empirische Modell ist ein MF-BVAR-Modell, dessen Schätzungen auf Informationen zu Inflation, Industrieproduktion, Löhnen, Arbeitslosigkeit, offenen Stellen und Erwerbspersonen beruhen. Es handelt sich um eine empirische Darstellung eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells, bei dem sowohl aggregierte als auch arbeitsmarktspezifische Schocks die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung bestimmen.

Dem Modell zufolge zählen die gesamtwirtschaftlichen Nachfrage- und Angebotsbedingungen seit der Pandemie zu den maßgeblichen

Bestimmungsfaktoren. Jeder Balken in Abbildung D stellt den jeweiligen Beitrag struktureller Schocks als Abweichungen von den deterministischen Komponenten dar, der für den Zeitraum vom ersten Quartal 1998 bis zum ersten Quartal 2023 geschätzt wurde. Die gesamtwirtschaftlichen Angebotsbedingungen (siehe die blauen Balken) und die gesamtwirtschaftlichen Nachfragebedingungen (siehe die gelben Balken) waren großteils für den Rückgang der Erwerbspersonen während der Pandemie und den Anstieg während der Erholung nach der Pandemie verantwortlich. Hinter diesen beiden Faktoren standen der technische Fortschritt, die pandemiebedingten Mobilitätseinschränkungen, Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und asymmetrische sektorale Veränderungen.

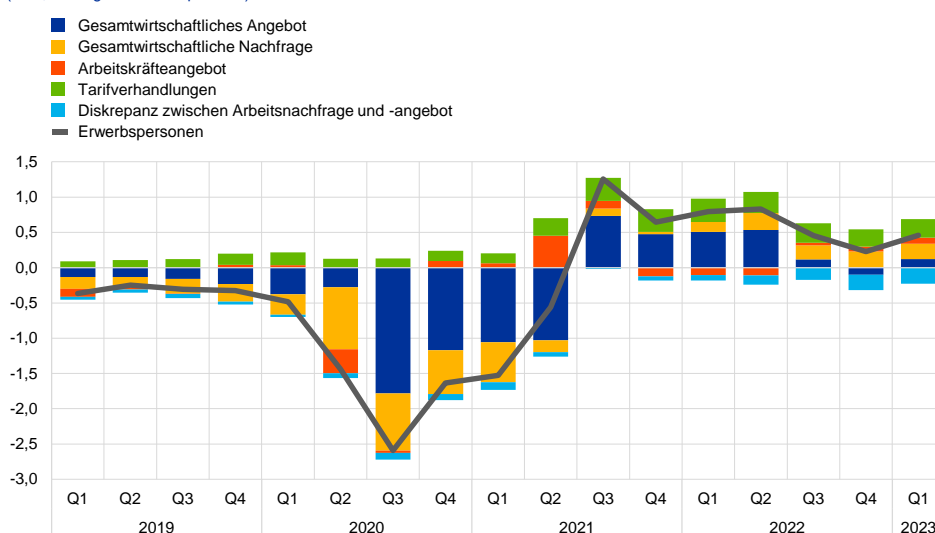
Aber auch arbeitsmarktspezifische Schocks haben die Erwerbsbevölkerung beeinflusst.

So dürfte die größere Verhandlungsmacht der Beschäftigten (siehe die grünen Balken) darauf zurückzuführen sein, dass a) die Mindestlöhne auf breiter Front gestiegen sind, was unter anderem geringfügig Beschäftigte ermutigt haben könnte, wieder in den Arbeitsmarkt einzutreten, b) während der Pandemie die Zuwanderung zurückging und c) der Arbeitskräftemangel zugenommen hat. Das gestiegene Arbeitskräfteangebot (siehe die roten Balken) wiederum dürfte mit den zuletzt beobachteten Nachholeffekten bei den Zuwanderungsströmen zusammenhängen. Nach wie vor wird die Entwicklung der Erwerbsbevölkerung indes durch Diskrepanzen zwischen Nachfrage und Angebot branchenspezifischer Qualifikationen belastet, was sich am wachsenden negativen Beitrag ablesen lässt (siehe die türkisfarbenen Balken).

Abbildung D

Bestimmungsfaktoren der Erwerbsbevölkerungsentwicklung gemäß dem Modell

(in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und eigene Berechnungen.

Anmerkung: Siehe Fußnote 4 für weitere Einzelheiten zum Modell. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der starke Anstieg der Erwerbspersonenzahl wesentliche Implikationen für das Verständnis der

Entwicklungen am Arbeitsmarkt und der Position des Arbeitsmarkts im Konjunkturzyklus hat. Erstens sollte angesichts der zunehmenden Zahl der Personen, die neben den Arbeitslosen zu arbeiten gewillt sind, eine zyklische Messgröße der Unterauslastung am Arbeitsmarkt dem wachsenden Anteil der Übergänge von der Nichterwerbstätigkeit in eine Beschäftigung Rechnung tragen. Zweitens dürfte sich der Anstieg des Arbeitskräfteangebots unter sonst gleichen Bedingungen dämpfend auf den Lohndruck auswirken.

Was sind aus Verbrauchersicht die Haupttreiber der jüngsten Inflationsentwicklung?

Dimitris Georganakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler und Pedro Neves

Die Wahrnehmung von Verbraucherinnen und Verbrauchern, welche Faktoren für die Inflation ausschlaggebend sind, kann deren wirtschaftliche Entscheidungen und Inflationserwartungen wesentlich bestimmen. Individuelle Überzeugungen, die von den vorherrschenden Narrativen getragen werden, schlagen sich für gewöhnlich sowohl im Handeln als auch in den Erwartungen nieder.¹ Zu diesen Narrativen, die das Wirtschaftsgebaren prägen können, zählen auch die Auffassungen darüber, aus welchen Quellen die Inflation gespeist wird. Die Frage, was die Hauptursache der steigenden Preise ist, hat in jüngster Zeit an Brisanz gewonnen.² Von Bedeutung ist dieser Sachverhalt deshalb, weil er die Erwartungen der Verbraucher bezüglich der künftigen Inflation und ihr aktuelles Verhalten beeinflussen kann.³ Vor diesem Hintergrund wurde in der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey) im Juni 2023 ermittelt, welche Faktoren aus Sicht der Konsumentinnen und Konsumenten für die in den zurückliegenden zwölf Monaten erfolgten Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus bei Waren und Dienstleistungen in ihrem jeweiligen Land ausschlaggebend waren.⁴ Drei mögliche Antworten standen zur Auswahl: Gewinne,

¹ Zur Wirkung von Narrativen auf Ereignisse und auf das Verhalten siehe beispielsweise R. J. Shiller, *Narrative Wirtschaft: Wie Geschichten die Wirtschaft beeinflussen – ein revolutionärer Erklärungsansatz*, Plassen Verlag, 2019.

² Siehe C. Lagarde, Die Persistenz der Inflation durchbrechen, Rede auf dem EZB-Forum „Central Banking 2023“ zum Thema „Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment“ in Sintra, Portugal, am 27. Juni 2023; B. Bernanke und O. Blanchard, What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?, Forschungspapier für die am 23. Mai 2023 veranstaltete Konferenz am Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy der Brookings Institution mit dem Thema [The Fed: Lessons learned from the past three years](#); N.-J. Hansen, F. Toscani und J. Zhou, [Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains](#), IMF Blog, Internationaler Währungsfonds, 26. Juni 2023.

³ Wenn Konsumentinnen und Konsumenten beispielsweise der Meinung sind, dass die Inflation auf höhere Inputpreise (z. B. Energie- und Rohstoffpreise) zurückzuführen ist, tendieren sie eher zu der Auffassung, dass die Inflation vorübergehend ist. Dies kann zur Folge haben, dass sich die Inflationserwartungen rascher dem Zielwert annähern. Glauben sie indes, dass die Inflation vor allem in der Entwicklung der Löhne und Gewinne begründet liegt, könnte dies persistenter und entankerte Erwartungen im Hinblick auf die künftige Inflation implizieren. Und wenn die Verbraucherinnen und Verbraucher in ihrer Wahrnehmung davon ausgehen, dass die hohen Preise durch die Inputkosten der Unternehmen bedingt sind, könnten sie eher bereit sein, höhere Preise zu zahlen als wenn sie der Meinung sind, dass vor allem die Unternehmensgewinne für den Preisauftrieb verantwortlich sind.

⁴ Die Frage lautet: „Was ist aus Ihrer Sicht die Hauptursache für die Veränderung des allgemeinen Preisniveaus bei Waren und Dienstleistungen in Ihrem Land in den vergangenen zwölf Monaten?“ Die möglichen Antworten lauteten: „1. Die Hauptursache sind die Unternehmensgewinne“, „2. Die Hauptursache sind die Lohnkosten der Unternehmen“, „3. Die Hauptursache sind die sonstigen Inputkosten der Unternehmen (z. B. Energie-, Rohstoff- oder sonstige Unternehmenskosten)“. Die Stichprobe umfasst die sechs größten Volkswirtschaften des Euroraums (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande) und besteht aus 10 308 Antworten aus allen beteiligten Ländern (Belgien: 845, Deutschland: 1 797, Spanien: 2 268, Frankreich: 2 264, Italien: 2 267, Niederlande: 867).

Löhne und sonstige Inputkosten. Diese spiegeln die drei Hauptfaktoren wider, welche die Preissetzung unternehmensseitig bestimmen können.⁵

Die Mehrzahl der Verbraucher ist der Überzeugung, dass die Preisveränderungen in erster Linie durch Inputkosten bedingt waren; an zweiter Stelle folgten die Unternehmensgewinne und an dritter Stelle die Löhne. Abbildung A, Grafik a zeigt die Verteilung der Antworten. Die sonstigen Inputkosten (ohne Löhne), zu denen auch Energie und Vorprodukte zählen, wurden von einer deutlichen Mehrheit der Befragten (rund 65 %) als Erklärung ausgewählt. Die Unternehmensgewinne rangierten auf dem zweiten Platz: Rund 25 % der Befragten entschieden sich für diese Antwortmöglichkeit. Auf dem dritten Platz folgten die Löhne mit 8 %. Das relative Ranking der Antworten war über alle Länder und alle möglichen demografischen Aufschlüsselungen hinweg konsistent.⁶

⁵ Wegen möglicher Reihenfolgeeffekte, die dazu führen könnten, dass die Befragten die erste oder die letzte Antwortmöglichkeit favorisieren, wurde die Reihenfolge der Optionen für die mehr als 10 000 Befragten randomisiert. Die Reihenfolge, in der die möglichen Antworten angeordnet waren, hatte zwar einen statistisch signifikanten Effekt auf die Antworten. Dieser Effekt war wirtschaftlich jedoch gering und wirkte sich nicht nennenswert auf die aggregierten Durchschnitte oder die Rankings der drei Antwortoptionen aus.

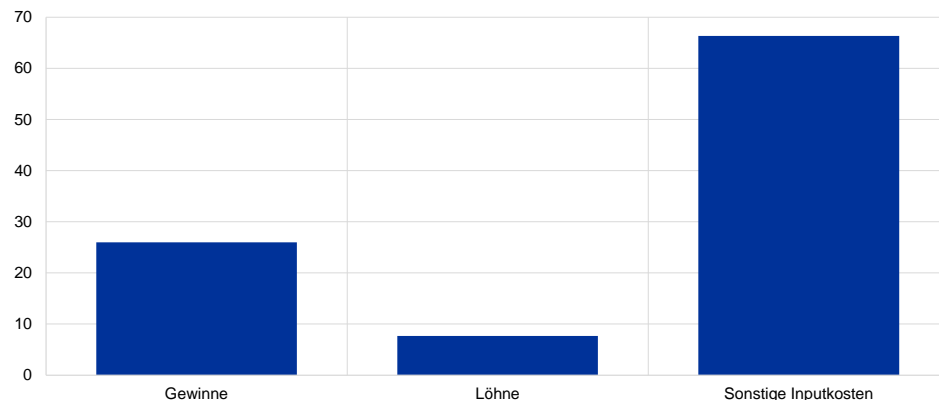
⁶ Das relative Ranking der Antwortoptionen zeigt sich für jede mögliche Aufschlüsselung unverändert. Zwar bestehen mit Blick auf die demografische Aufschlüsselung einige Unterschiede bei den Größenordnungen, die jedoch am Ranking nichts ändern.

Abbildung A

Wahrgenommene Haupttriebfedern der Inflation

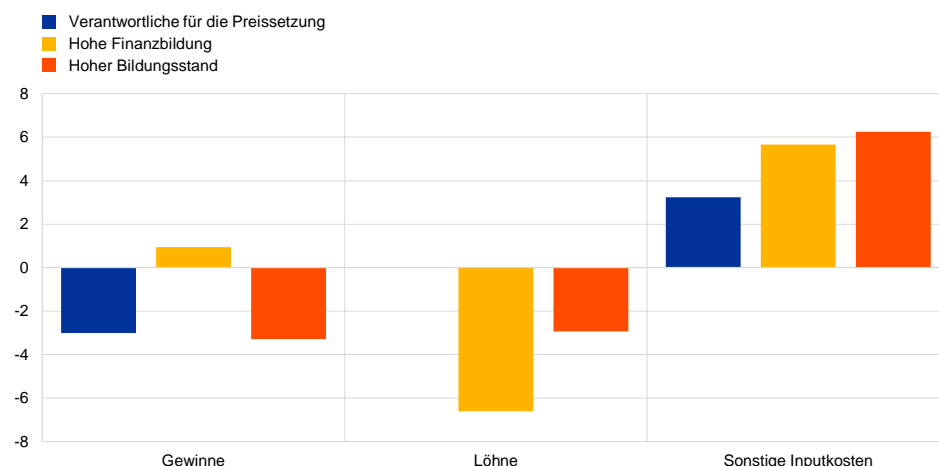
a) Insgesamt

(in % der Verbraucherinnen und Verbraucher)



b) Aufschlüsselung nach ausgewähltem Kreis der Befragten

(Differenz des Anteils an Antworten in Prozentpunkten)



Quelle: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen).

Anmerkung: Grafik a: gewichtete Schätzungen. Anteil der Befragten, die sich für die jeweilige Antwortmöglichkeit entscheiden.

Grafik b: gewichtete Schätzungen. Differenz des Anteils der jeweiligen Option nach Kreis der Befragten. Eine hohe Finanzbildung wird einer nicht hohen Finanzbildung (Werte unter 4 auf einer Skala von 1 bis 5) gegenübergestellt. Als hoher Bildungsstand gilt ein Bachelor- oder höherer Abschluss, und die entsprechenden Antworten werden mit allen anderen kontrastiert. Als Verantwortliche für die Preissetzung gilt eine Teilgruppe der Befragten, die angibt, dass sie über spezielle Leitungsverantwortung insbesondere bei der Preissetzung und in vertraglichen Angelegenheiten verfügt.

Kenntnisse über die Preissetzungsstrategien der Unternehmen sowie eine höhere Finanzbildung und ein höherer Bildungsstand gehen damit einher, dass die sonstigen Inputkosten häufiger als Haupttriebfeder der Inflation angegeben werden. Abbildung A, Grafik b zeigt auf, wie sich die Ergebnisse mit den spezifischen Eigenschaften der Befragten verändern. Umfrageteilnehmer in Leitungspositionen mit expliziten Verantwortlichkeiten für die Preissetzung und für vertragliche Angelegenheiten (d. h. mit Kenntnissen der Preissetzungsstrategien) neigen häufiger als andere zu der Antwort, dass die sonstigen Inputkosten

hauptsächlich sind.⁷ Ein ähnliches Bild ergibt sich bei Befragten mit hoher Finanzbildung oder hohem Bildungsstand.

Die Löhne wurden in sämtlichen Ländern auf dem dritten (also niedrigsten) Rang verortet, wobei aber eine Korrelation zwischen landesspezifischen Überzeugungen und den Lohnentwicklungen im entsprechenden Land besteht. Trotz durchgehender Drittplatzierung der Löhne sind länderabhängig gewisse Unterschiede festzustellen. So nannten in Spanien und Italien weniger als 6 % der Befragten die Löhne als ausschlaggebenden Faktor, während in Belgien und den Niederlanden mehr als 10 % diese Auswahl trafen. In Abbildung B, Grafik a werden die länderspezifischen Antworten dem tatsächlichen Anstieg der Tariflöhne gegenübergestellt. In Belgien und den Niederlanden, die einen höheren prozentualen Anstieg der tatsächlichen Löhne aufweisen, gibt auch eine höhere Anzahl der Befragten die Löhne als wichtigsten Inflationstreiber an.

Umfrageteilnehmer mit Lohnsetzungsverantwortung wählen eher die Löhne als maßgeblichen Faktor aus. In Abbildung B, Grafik b ist die Option „Löhne“ nach dem Kreis der Befragten aufgeschlüsselt. Dabei weisen Befragte, die eine aktive Rolle bei der Lohnsetzung ausüben, tatsächlich auch eine höhere Neigung auf, diese Option auszuwählen. Grund hierfür könnte sein, dass sich diese der Bedeutung der Löhne für die Kostenstruktur der Unternehmen stärker bewusst sind als die Verbraucherinnen und Verbraucher, die ihr Augenmerk lediglich auf das eigene Einkommen legen. Konkret wählen Leitungspersonen mit Lohnsetzungsverantwortung und die als „Selbstständige mit Beschäftigten“ eingestufteten Umfrageteilnehmer mit höherer Wahrscheinlichkeit die Löhne als wesentlichen Inflationstreiber aus. Demgegenüber geben Beschäftigte und Selbstständige ohne Beschäftigte die Löhne tendenziell weniger häufig als Hauptursache an.

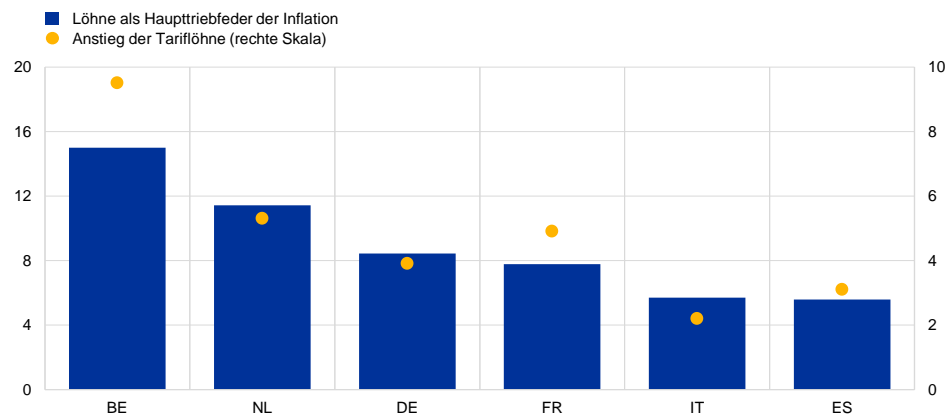
⁷ Befragte mit Leitungsverantwortung (entweder bei der Preis- oder der Lohnsetzung) machen insgesamt rund 14,5 % der abgestimmten Stichprobe aus. Konkret haben die Befragten in Leitungspositionen mit Verantwortung für vertragliche Angelegenheiten oder die Preissetzung einen Anteil von 11,7 % (Anzahl 1 065) an der abgestimmten Gesamtstichprobe, während 6,4 % (Anzahl 582) der abgestimmten Stichprobe auf Befragte mit Lohnsetzungsverantwortung entfallen.

Abbildung B

Wahrnehmung der Löhne als Haupttriebfeder der Inflation

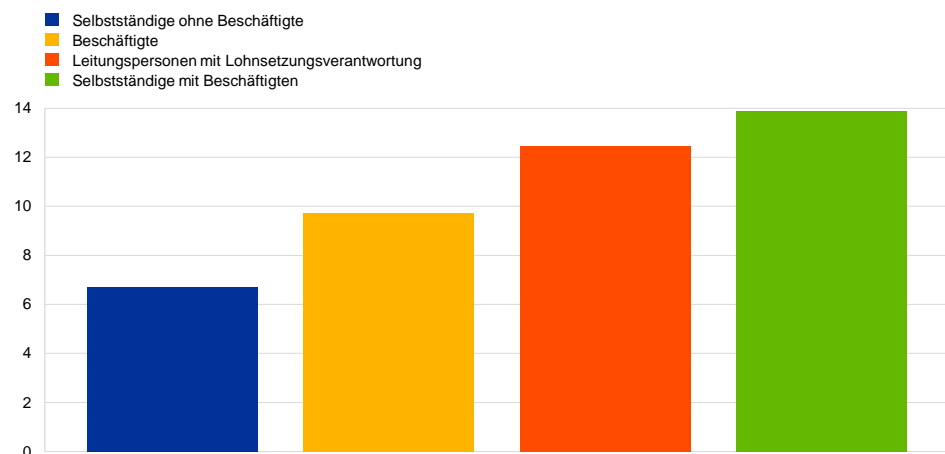
a) Aufschlüsselung nach Land

(in % der Befragten, Veränderung gegen Vorjahr in %)



b) Aufschlüsselung nach ausgewähltem Kreis der Befragten

(in % der Befragten)



Quelle: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen).

Anmerkung: Grafik a: gewichtete Schätzungen. „Anstieg der Tariflöhne“ bezieht sich auf die Jahreswachstumsrate der Tariflöhne im ersten Quartal 2023, einschließlich Einmalzahlungen. Grafik b: gewichtete Schätzungen. Anteil der Befragten in jeder Gruppe, denen zufolge die Löhne die Haupttriebfeder der Inflation darstellen. Die Gruppe der Selbstständigen wird in jene mit Beschäftigten und ohne Beschäftigte unterteilt. Die Leitungspersonen mit Lohnsetzungsverantwortung bilden eine Untergruppe der Befragten, die explizit angeben, dass sie für die Lohnsetzung verantwortlich sind.

Umfrageteilnehmer, die angeben, dass die Inflation hauptsächlich durch sonstige Inputkosten befeuert wird, gehen von einer weniger persistenten Inflation aus. Vor allem erwarten sie tendenziell eine niedrigere Inflation in der mittleren Frist. Ihre kurzfristigen Erwartungen übertragen sich auch in geringerem Maße auf die Inflationserwartungen in der mittleren Frist. In Tabelle A wird die Korrelation zwischen den Antworten und den mittelfristigen Inflationserwartungen quantifiziert (kontrolliert für die Effekte von Bildungsstand, Finanzbildung, Land und für konstante Effekte).⁸ Gemäß den Ergebnissen geht die Wahl der Inputkosten als Erklärung der Teuerung einher mit geringeren mittelfristigen Inflationserwartungen, die um durchschnittlich 0,46 Prozentpunkte niedriger ausfallen als bei einer

⁸ Wir kontrollieren für den Effekt einiger anderer Variablen, die möglicherweise die Inflationserwartungen beeinflussen. Ziel ist es, den unverzerrten Effekt der wahrgenommenen Inflationsursache – statt möglicher Störfaktoren wie Bildungsstand oder Finanzbildung – zu erfassen.

Basisgruppe von Befragten, die die Gewinne als Hauptinflationstreiber ansehen. Hinzu kommt, dass hinsichtlich der Übertragung der kurzfristigen auf die mittelfristigen Erwartungen der bedingte Effekt bei Umfrageteilnehmern, die „sonstige Inputkosten“ angeben, eine Durchwirkungsquote von 32 % gegenüber einer unbedingten Durchwirkungsquote von 60 % widerspiegelt.⁹ Zudem erwarten diejenigen Teilnehmerinnen und Teilnehmer, die „sonstige Inputkosten“ statt eine der beiden anderen Optionen auswählen, mit einer um 3,5 bis 3,6 Prozentpunkte höheren Wahrscheinlichkeit, dass die EZB Preisstabilität gewährleisten wird. Hier ist der positive Zusammenhang stärker als die Korrelation mit dem Bildungsstand, der Finanzbildung oder dem Einkommen.

Tabelle A

Inflationserwartungen und Inflationstreiber

Modell	Wichtigste Inflationstreiber		Finanzbildung		Bildungsstand		Inflationserwartungen in einem Jahr	Wechselwirkung in einem Jahr mit Löhnen	Wechselwirkung in einem Jahr mit sonstigen Inputkosten	Kontrolliert für Ländereffekte	Kontrolliert für konstante Effekte
	Löhne	Sonstige Inputkosten	Mittel	Hoch	Mittel	Hoch					
Abhängige Variable:											
Inflationserwartungen in drei Jahren	-0,2	-0,46**	-0,82***	-1,87**	-0,69**	-1,13**				Ja	Ja
	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125					
Inflationserwartungen in drei Jahren	0,45	-0,31**	-0,43**	-0,91**	-0,59**	-0,89**	0,60**	0	0,03**	Ja	Ja
	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006		
Wahrscheinlichkeit der Zielerlangung in drei Jahren		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**				Ja	Ja
		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66					
Wahrscheinlichkeit der Zielerlangung in drei Jahren		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**			Ja	Ja
		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02				

Quelle: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen).

Anmerkung: gewichtete Schätzungen. Die Stichprobe umfasst die meisten Umfrageteilnehmer, die die Fragen nach den Haupttriebkraften der Inflation beantwortet haben (rund 9 500). Unberücksichtigt bleiben lediglich einige Beobachtungen, die nicht zugeordnet werden konnten. Die Kategorien sind in Relation zur Basiskategorie dargestellt, in der die Antwort „Gewinne“ und „niedrig“ bei Finanzbildung und Bildungsstand angegeben werden. Finanzbildung ist wie folgt definiert: niedrig = Werte von 1-2, mittel = 3, hoch = 4-5. Bildungsstand ist definiert als: niedrig = bis zu Sekundarstufe I, mittel = Sekundarstufe II bis Allgemeine Hochschulreife, hoch = Hochschulbildung.

* bezeichnet Signifikanz bei einem Niveau von 10 %. ** bezeichnet Signifikanz bei einem Niveau von 5 %. *** bezeichnet Signifikanz bei einem Niveau von 1 %.

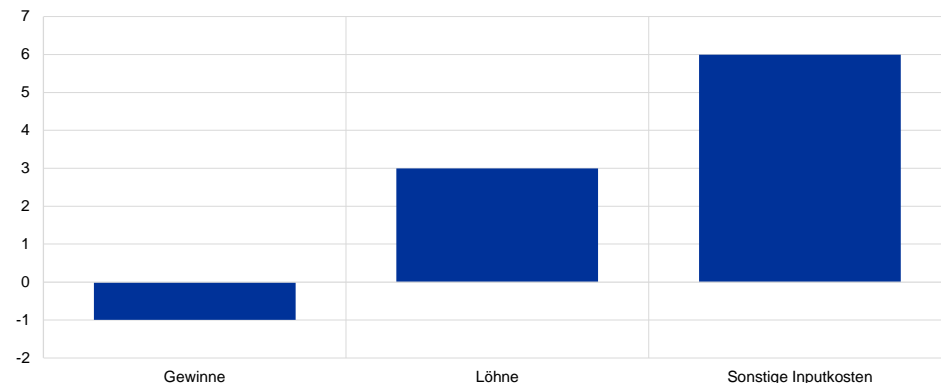
⁹ Um den bedingten Einfluss zu berechnen, werden dem Durchwirken der Erwartungen in einem Jahr auf die Erwartungen in drei Jahren (0,60) der Dummy zu Antwort 3 (-0,31) und der Interaktionsterm (0,03) hinzugefügt. Der marginale Effekt erhöht sich (0,03) mit dem Anstieg der Erwartungen in einem Jahr, allerdings ausgehend von einem deutlich niedrigeren Niveau (-0,31) im Fall der Befragten, die „sonstige Inputkosten“ als Hauptinflationstreiber angeben.

Die Auswahl der sonstigen Inputkosten als Haupttreiber der Inflation korreliert mit der Überzeugung der befragten Konsumentinnen und Konsumenten, dass es der EZB gelingen werde, innerhalb von drei Jahren Preisstabilität zu gewährleisten. Die Ansicht, dass die Inflation vornehmlich von den sonstigen Inputkosten befeuert wird (und damit einhergehend die Wahrscheinlichkeit, dass die Umfrageteilnehmer die Ursachen der Inflationsentwicklung als eher transitorisch ansehen), korreliert stark mit der Überzeugung der Verbraucherinnen und Verbraucher, dass die EZB in der Lage ist, über die nächsten drei Jahre für Preisstabilität zu sorgen.¹⁰ Abbildung C zeigt, dass der Median der wahrgenommenen Wahrscheinlichkeit, dass die EZB binnen drei Jahren Preisstabilität gewährleisten kann, bei Wahl der Option „sonstige Inputkosten“ am höchsten ist. Werden die Löhne als Haupttriebfeder der Inflation genannt, ist der Wert niedriger. Am niedrigsten ist er, wenn die Wahl auf die Gewinne fällt.

Abbildung C

Wahrgenommene Wahrscheinlichkeit, dass die EZB über die nächsten drei Jahre Preisstabilität gewährleisten wird, und wahrgenommene Inflationsursachen

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen).

Anmerkung: gewichtete Schätzungen. Die Balken stehen für den Median der Wahrscheinlichkeit nach Faktor abzüglich des Medians der allgemeinen Wahrscheinlichkeit. Berechnete Wahrscheinlichkeiten oder Wahrscheinlichkeit, dass die EZB Preisstabilität aufrechterhalten wird, nach Antworten auf folgende Frage: „Für wie wahrscheinlich halten Sie es, dass die Europäische Zentralbank (EZB) im Euroraum über die nächsten drei Jahre Preisstabilität gewährleisten wird?“ Mögliche Antwortspanne: 1-100.

Insgesamt lässt diese neue Evidenz aus der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen darauf schließen, dass die Wahrnehmungen bezüglich der Hauptursachen der aktuellen Inflation in einem Zusammenhang damit stehen, wie die Konsumentinnen und Konsumenten ihre mittelfristigen Inflationserwartungen bilden. Die meisten Umfrageteilnehmer sahen in den sonstigen Inputkosten die Hauptursache für die Inflationsentwicklung in den zwölf Monaten bis Juni 2023. Allerdings sollte künftig genau beobachtet werden, ob die Gewinne oder die Löhne verstärkt als Inflationstreiber wahrgenommen werden. Es dürfte sich auch lohnen zu untersuchen, ob dies mit einem potenziellen

¹⁰ Der Median der unbedingten Wahrscheinlichkeit liegt derzeit bei 42 %. Dieser Indikator lässt sich ohne Vorliegen längerer Zeitreihen allerdings nur schwer interpretieren. Die Analyse konzentriert sich daher auf die sektorübergreifenden Unterschiede. Der zugrunde liegende Indikator wurde im Rahmen eines Forschungsprojekts entwickelt. Dieses Projekt untersuchte die Wirksamkeit der Kommunikation der EZB in Bezug auf ihre Strategieüberprüfung 2021. Siehe 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.

Aufwärtseffekt auf die mittelfristigen Inflationserwartungen einherginge und ob es für weniger wahrscheinlich gehalten würde, dass die EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht in der Lage sei.

5 Klimawandel, klimafreundliche Unternehmensinvestitionen im Euroraum und deren Finanzierung – Ergebnisse aus der SAFE-Umfrage

Annalisa Ferrando, Johannes Groß und Judit Rariga

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie die Unternehmen im Euroraum die Risiken aus dem Klimawandel wahrnehmen. Zugleich werden ihre Investitionspläne und ihr Finanzbedarf zur Abfederung der Auswirkungen des Klimawandels in den Blick genommen. Vom 25. Mai bis zum 26. Juni 2023 führte die Europäische Zentralbank eine Pilotrunde der [Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln \(SAFE\)](#) durch, die erstmals auch spezifische Fragen zu den Auswirkungen des Klimawandels auf die Unternehmen des Euroraums umfasste.¹ Konkret wurden die Unternehmen gefragt, a) welche Bedeutung sie den Folgen der physischen Risiken und der Transitionsrisiken beimessen, b) wie sich ihr Investitionsverhalten gestaltet, um die Risiken oder die negativen Umweltfolgen ihrer Wirtschaftsaktivitäten abzumildern, c) auf welche Finanzierungsquellen sie zurückgreifen, um Investitionen im Zusammenhang mit dem Klimawandel zu finanzieren, und d) welchen potenziellen Hindernissen sie bei der Beschaffung der nötigen Finanzmittel gegenüberstehen.

Die einschlägige Fachliteratur unterteilt Klimarisiken je nach deren zugrunde liegenden Faktoren in zwei Kategorien: physische Risiken und Transitionsrisiken. Physische Risiken ergeben sich aus den physischen Auswirkungen des Klimawandels auf die Wirtschaft, etwa durch Extremwetterereignisse und sich wandelnde Klimaprofile. Transitionsrisiken resultieren aus der Umsetzung strengerer Klimastandards und Regulierungen sowie der CO₂-Bepreisung zur Förderung des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft. Die physischen Risiken lassen sich weiter unterteilen: in akute physische Risiken, die mit Naturkatastrophen wie Waldbränden, Stürmen oder Überschwemmungen zusammenhängen, und chronische Risiken, die sich auf die

¹ Ziel dieser SAFE-Pilotrunde war es, einige Änderungen, die für die Umfrage geplant sind, zu beurteilen. Angedacht sind a) eine Erhöhung der Umfragefrequenz von halb- auf vierteljährlich, um zeitnähere Informationen zu den Finanzierungsbedingungen der Unternehmen zu gewinnen, b) die Einbeziehung neuer quantitativer zukunftsgerichteter Fragen zu wichtigen wirtschaftlichen Kennzahlen, und c) die Möglichkeit der Einbeziehung neuer Ad-hoc-Fragen. Bislang wurden die Ergebnisse dieser Pilotrunde noch nicht auf der EZB-Website veröffentlicht. Dies soll erfolgen, sobald die Qualitätsauswertung der Antworten abgeschlossen ist. Im Vergleich zur regulären SAFE-Umfrage richtete sich die Pilotrunde an eine kleinere Stichprobe von Unternehmen im Euroraum. Deren Auswahl erfolgte anhand eines geschichteten Zufallsprinzips nach Land, Größenkategorie und Wirtschaftstätigkeit, um die Stichprobe mit Blick auf die Unternehmenspopulation im Euroraum repräsentativ zu gestalten. Insgesamt umfasste die Stichprobe 5 733 Unternehmen, von denen 5 233 (91 %) KMUs (mit weniger als 250 Beschäftigten) waren. Sie beinhaltet Unternehmen in Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, den Niederlanden, Österreich, Portugal, der Slowakei und Spanien.

längerfristigen Veränderungen des Klimaprofils beziehen, welche zur Zerstörung der natürlichen Umwelt und zur Erschöpfung der natürlichen Ressourcen führen.²

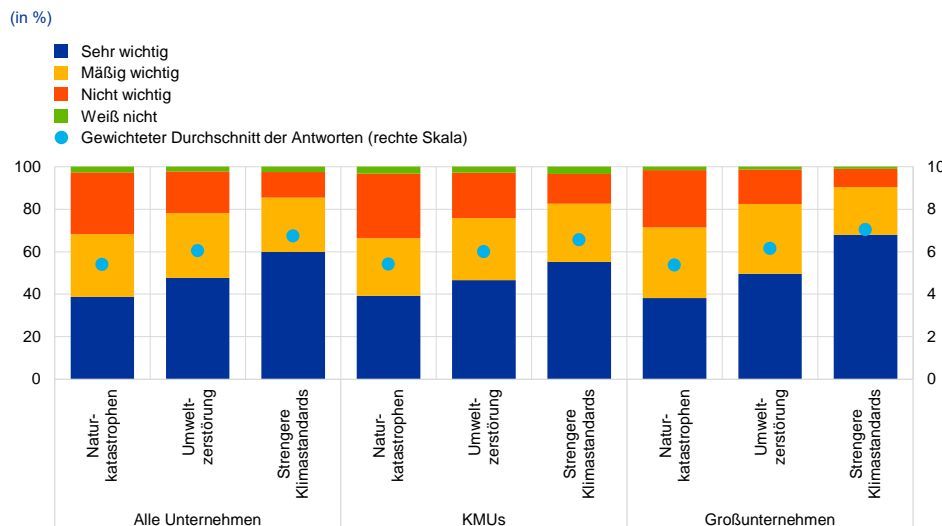
In den Unternehmen des Euroraums herrscht eine recht weit verbreitete Besorgnis über die Auswirkungen des Klimawandels in den nächsten fünf Jahren (siehe Abbildung A). In der Umfrage gaben 60 % der Unternehmen im Euroraum an, die Transitionsrisiken im Zusammenhang mit strengeren Klimastandards seien für sie „sehr wichtig“.³ Dabei waren Großunternehmen stärker als kleine und mittlere Unternehmens (KMUs) über die Transitionsrisiken besorgt, die sich aus strengeren Klimavorgaben, der Regulierung und der CO₂-Bepreisung ergeben. Darüber hinaus zeigten sich 39 % der Befragten mit Blick auf Naturkatastrophen sehr besorgt (Wert von 7 und höher auf einer Skala von 1 bis 10), während 48 % denselben Grad an Besorgnis in Bezug auf die Zerstörung der Umwelt zum Ausdruck brachten. Demzufolge machen sich also mehr Unternehmen Sorgen über die Konsequenzen der Umweltzerstörung, auch wenn sie ihre eigene Wirtschaftstätigkeit nicht als anfällig für unmittelbare Naturgefahren erachten.

² Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), [Climate-related risk drivers and their transmission channels](#), April 2021, und Network for Greening the Financial System, [Macroeconomic and financial stability implications of climate change](#), Juli 2019. Siehe auch den Beitrag von Frank Elderson in: Der EZB-Blog, [The economy and banks need nature to survive](#), Juni 2023.

³ Ähnliche Ergebnisse zeitigte eine Umfrage der EZB unter führenden Unternehmen über die Auswirkungen des Klimawandels auf ihre Wirtschaftsaktivität und ihre Preise, die Anfang 2022 durchgeführt wurde. Auf die Frage nach den wichtigsten Auswirkungen des Klimawandels auf ihr Geschäft führten rund zwei Drittel der Befragten Risiken im Zusammenhang mit dem Übergang zur Treibhausgasneutralität an, während die Hälfte zugleich auf physische Risiken verwies, die aus dem Klimawandel erwachsen. Siehe EZB, [Die Auswirkungen des Klimawandels auf Aktivität und Preise – Erkenntnisse aus einer Umfrage unter führenden Unternehmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

Abbildung A

Bedeutung der Folgen des Klimawandels über die nächsten fünf Jahre aus Sicht der Unternehmen im Euroraum



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die Unternehmen wurden gebeten anzugeben, wie wichtig die Folgen des Klimawandels für ihr aktuelles Geschäftsmodell auf Sicht von fünf Jahren sind. Hierbei wurde eine Skala von 1 (überhaupt nicht wichtig) bis 10 (extrem wichtig) zugrunde gelegt. In der Abbildung ist die Skala in drei Kategorien aufgeteilt: niedrige (1-3), moderate (4-6) und hohe Bedeutung (7-10). Der Durchschnittswert wird mit der Größenkategorie, der Wirtschaftsaktivität und dem jeweiligen Land gewichtet, um die ökonomische Struktur der Unternehmenspopulation widerzuspiegeln.

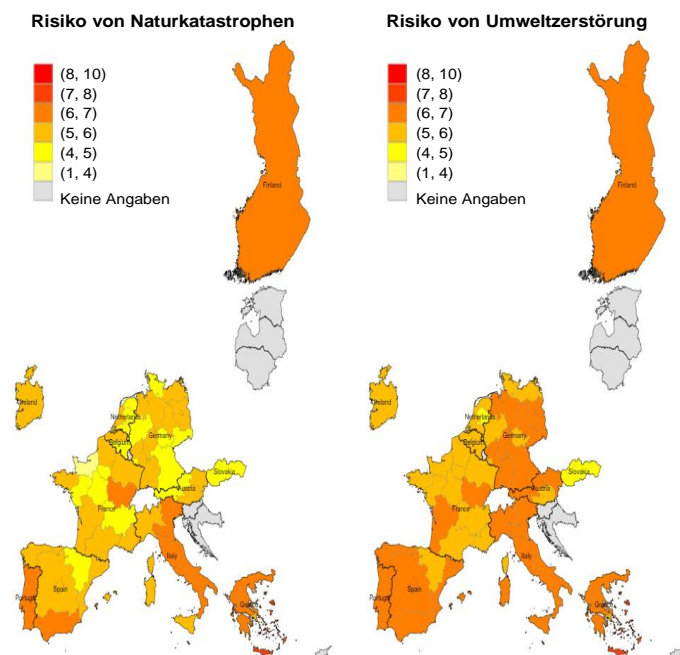
Vor allem die Unternehmen in Küstennähe und in Regionen mit einem höheren Aufkommen an Waldbränden zeigten sich über die aus dem Klimawandel erwachsenden physischen Risiken besorgt, während sich die Besorgnis hinsichtlich der Transitionsrisiken gleichmäßiger auf die Regionen im Euroraum verteilt (siehe Abbildung B). Eine Regionenanalyse zur Bedeutung, die die Unternehmen den Konsequenzen des Klimawandels beimessen, zeigt, dass die Besorgnis über Naturkatastrophen in Küstenregionen und in Gegenden, die in der Vergangenheit anfällig für Dürren, Waldbrände oder Überschwemmungen waren, stärker ausgeprägt ist; dies betrifft vor allem Länder in Süd- und in Nordeuropa (siehe Abbildung B, Grafik b links). Regionen, die sich durch Tourismus oder Schwerindustrie auszeichnen, machen sich hingegen überwiegend Sorgen über die Umweltzerstörung (siehe Abbildung B, Grafik a rechts). Transitionsrisiken stellen indes für mehr Unternehmen einen Grund zur Besorgnis dar als physische Risiken (siehe Abbildung A), und diese Sorge ist über die einzelnen Regionen des Euroraums hinweg auch gleichmäßiger verteilt (siehe Abbildung B, Grafik b). Da klimarelevante Vorschriften vor allem auf der nationalen und der europäischen Ebene festgelegt werden, weist die Bedeutung, die die Unternehmen den Transitionsrisiken beimessen, innerhalb eines einzelnen Landes geringere Unterschiede auf als dies bei der Besorgnis der Unternehmen über die physischen Risiken der Fall ist, denn Letztere sind stärker regional konzentriert.

Abbildung B

Bedeutung der Folgen des Klimawandels über die nächsten fünf Jahre – geografische Verteilung

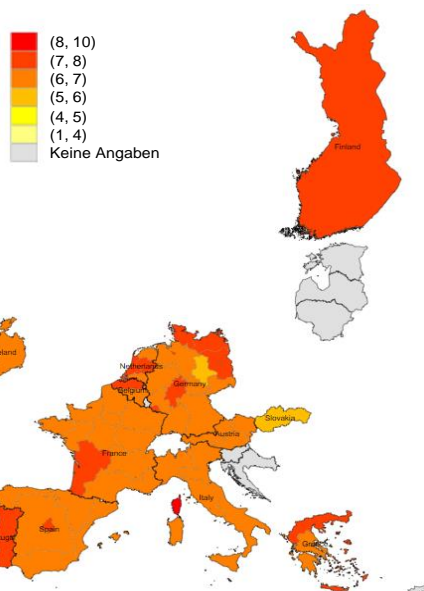
a) Physische Risiken

(gewichtete Durchschnittsbewertung)



b) Transitionsrisiken

(gewichtete Durchschnittsbewertung)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Auf den Landkarten sind die gewichteten Durchschnittswerte der Bedeutung der Folgen des Klimawandels für die Unternehmen über die nächsten fünf Jahre abgebildet. Berücksichtigt sind die wichtigsten sozioökonomischen Regionen auf Grundlage der NUTS 1-Ebene (NUTS 2016 Klassifizierung) im Eurogebiet. Die Unternehmen wurden gebeten anzugeben, wie wichtig die Folgen des Klimawandels (Naturkatastrophen, Umweltzerstörung und strengere Klimastandards) für ihr Geschäftsmodell auf Sicht von fünf Jahren sind. Hierbei wurde eine Skala von 1 (überhaupt nicht wichtig) bis 10 (extrem wichtig) zugrunde gelegt. Die gewichteten Durchschnittswerte auf NUTS 1-Ebene beziehen sich auf den Durchschnitt der Antworten innerhalb der entsprechenden Kategorien, der nach Größenkategorie, Wirtschaftstätigkeit und Land gewichtet wird, um die ökonomische Struktur der Unternehmenspopulation widerzuspiegeln.

Die Besorgnis der Unternehmen hinsichtlich der Risiken von Naturkatastrophen auf Länderebene ist Ausdruck vergangener Verluste, korreliert aber auch mit den für die Zukunft erwarteten Risiken (siehe Abbildung C). Grafik a von Abbildung C zeigt einen eindeutig positiven Zusammenhang zwischen dem umfragebasierten gewichteten Durchschnittswert der Relevanz des Risikos von Naturkatastrophen für die Geschäftstätigkeit der Unternehmen und den kumulierten bisherigen Verlusten, die in den letzten 40 Jahren im Zuge verschiedener Katastrophen in den einzelnen Ländern anfielen.⁴ Stellt man die umfragebasierten Länderwerte (unterteilt in die Kategorien niedriges, mittleres und hohes Risiko) indes einer zukunftsgerichteten Messgröße gegenüber, fällt die Korrelation weniger stark aus. Bei dieser Messgröße handelt es sich um einen Näherungswert für die jährlichen Verluste, die die Banken im Rahmen eines Klima-Basisszenarios aufgrund von Naturkatastrophen bei Unternehmenskrediten erwarten (siehe Abbildung C, Grafik b).⁵ Hierbei zeigt sich, dass eine höhere Risikoeinschätzung der Unternehmen nur schwach mit deutlich höheren Verlusterwartungen im Zusammenhang mit dem Klimawandel korreliert. Darüber hinaus sind die erwarteten Verluste in der Kategorie, in der die Unternehmen dem Risiko von Naturkatastrophen eine hohe Bedeutung beimessen, breiter verteilt. Dies könnte darauf hindeuten, dass der künftige Verlauf des Klimawandels noch nicht vollständig in der Risikoeinschätzung der Unternehmen berücksichtigt ist. Grund hierfür ist die hohe Unsicherheit, mit denen Klimaszenarien der Zukunft behaftet sind.

⁴ Weitere Informationen zu den bisherigen klimabedingten Verlusten finden sich in der [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#).

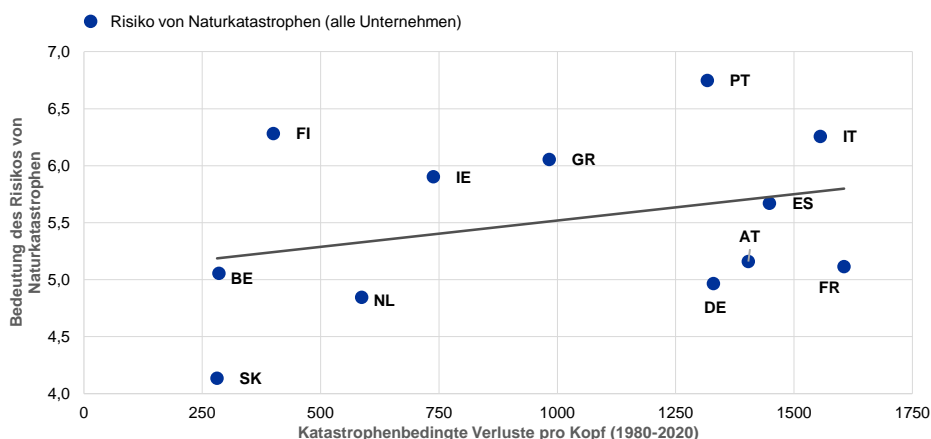
⁵ Die im Zusammenhang mit Naturkatastrophen (Überschwemmungen von Küsten- und Flussgebieten sowie Stürmen) auf Länderebene erwarteten jährlichen Verluste werden auf der Grundlage des von der Gemeinsamen Forschungsstelle (Joint Research Centre – JRC) der Europäischen Kommission erstellten Basisszenarios (JRC 2017) berechnet. Dabei wird die Summe der unternehmensspezifischen Risikowerte approximiert und mit dem jeweiligen Unternehmensanteil an Kredit-, Schuldverschreibungs- und Beteiligungspositionen gegenüber Finanzinstituten gewichtet. Die unternehmensspezifischen Risikowerte sind ein Indikator für den Anteil des Portfolios, der gemessen an den Gesamtaktiva jährlich verlustgefährdet ist. Dieser Portfolioanteil wird anhand der Schadensfunktionen des JRC geschätzt (siehe Huizinga, De Moel und Szewczyk, 2017). Weitere Einzelheiten zu den analytischen Indikatoren physischer Risiken und zur Methodik finden sich in: [EZB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

Abbildung C

Bedeutung der Risiken von Naturkatastrophen auf Sicht von fünf Jahren mit Blick auf die bisherigen und die erwarteten katastrophenbedingten Verluste

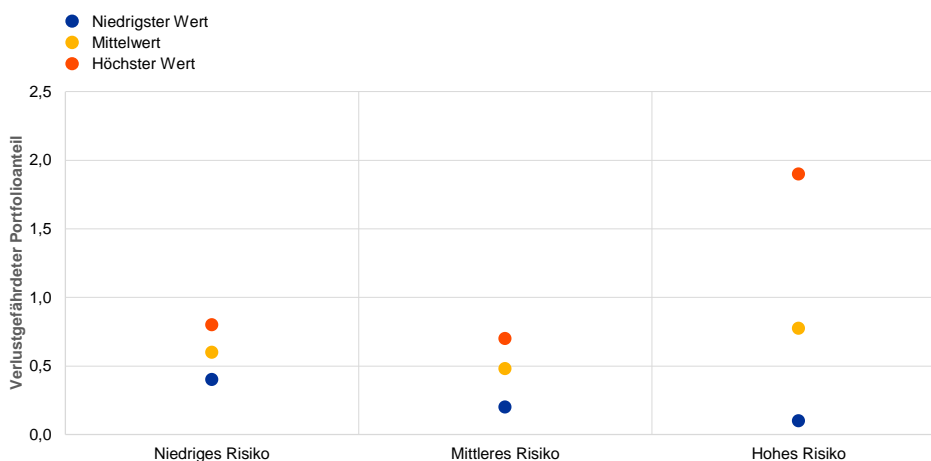
a) Historische Verluste

(y-Achse: gewichtete Durchschnittswerte der Umfrageantworten; x-Achse: in Mio. €)



b) Erwartete zukünftige Risiken

(y-Achse: in %; x-Achse: Risikokategorien der Umfrageantworten)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission, Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT), analytische Indikatoren der EZB zu physischen Risiken sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei der SAFE-Umfrage wurden die Unternehmen gebeten, auf einer Skala von 1 (überhaupt nicht wichtig) bis 10 (extrem wichtig) anzugeben, wie wichtig die Folgen von Risiken von Naturkatastrophen für ihr aktuelles Geschäftsmodell auf Sicht von fünf Jahren sind. Die auf der y-Achse von Grafik a dargestellten gewichteten Durchschnittswerte sind der jeweilige Durchschnitt der Antworten auf Länderebene anhand der gewichteten Anzahl der Befragten. Auf der x-Achse von Grafik a ist der Wert der wirtschaftlichen Verluste abgebildet, die im Zeitraum von 1980 bis 2020 durch Wetter- und Klimaextremereignisse verursacht wurden. Die y-Achse von Grafik b zeigt die Verteilung der normierten Risikoposition, die aus Sicht der Banken den Anteil ihres Portfolios quantifiziert, der aufgrund von Kredit-, Schuldverschreibungs- und Beteiligungspositionen gegenüber nichtfinanziellen Unternehmen auf Länderebene verlustgefährdet ist. Auf der x-Achse von Grafik b fallen Länder mit durchschnittlichen Scorewerten für das Risiko von Naturkatastrophen von unter 5 in die Kategorie „niedriges Risiko“, jene mit durchschnittlichen Scorewerten von 5 bis 6 in die Kategorie „mittleres Risiko“ und jene mit Werten von über 6 in die Kategorie „hohes Risiko“. In Grafik b sind die Niederlande (NL) ausgeschlossen, da in der erwarteten jährlichen Verlustmessgröße die aktuellen und zukünftigen Klimaschutzmaßnahmen nicht berücksichtigt sind, was eine Einstufung von NL als Ausreißer zur Folge hat.

Die meisten Unternehmen gaben an, dass sie ausreichend in Maßnahmen zur Bewältigung des Klimawandels investiert hätten oder derartige Investitionen planten. Die Hälfte der Unternehmen im Euroraum ist der Ansicht, dass sie ausreichend investiert haben, um ihre eigenen negativen Umweltauswirkungen zu dämpfen. 24 % der Unternehmen wollen solche Investitionen innerhalb der nächsten fünf Jahre tätigen. Zugleich gaben 32 % der Befragten an, dass sie bereits investiert hätten, um die Folgen des Risikos von Naturkatastrophen abzufedern. 23 % planen

derartige Investitionen innerhalb der nächsten fünf Jahre. Mit Blick auf die Unternehmensgröße scheinen Großunternehmen mehr zu tun, um den negativen ökologischen Fußabdruck ihrer Geschäftstätigkeit zu verringern.

Strengere Klimastandards veranlassen Unternehmen eher dazu, in den Klimaschutz zu investieren, als Naturkatastrophen oder die Umweltzerstörung (siehe Abbildung D). Mit Regressionen in reduzierter Form wird der gemeinsame Einfluss der drei Hauptrisiken des Klimawandels auf die klimabezogenen Investitionen von Unternehmen beleuchtet. Dabei zeigt sich, dass strengere Klimavorgaben die Unternehmen eher zu zusätzlichen Investitionen bewegen könnten (10 Prozentpunkte) als das Risiko von Naturkatastrophen (7 Prozentpunkte) oder die Umweltzerstörung (6 Prozentpunkte).⁶ Betrachtet man jedoch ausschließlich kleine und mittlere Unternehmen (KMUs), ist die Wahrscheinlichkeit, dass strengere Klimastandards die Investitionstätigkeit der Unternehmen beeinflussen, nicht signifikant höher als bei Risiken von Naturkatastrophen oder der Umweltzerstörung. Für die Investitionspläne von Großunternehmen haben strengere Klimastandards hingegen eine größere Relevanz. Insgesamt dürfte es Unternehmen leichter fallen, die Kosten im Zusammenhang mit verschärften Klimavorgaben (z. B. einer CO₂-Steuer) einzuschätzen als die Wahrscheinlichkeit und Folgen einer Naturkatastrophe. Daher könnten strengere Vorgaben Unternehmen eher dazu veranlassen, in Maßnahmen zur Bewältigung des Klimawandels zu investieren. Große Unternehmen sollten auch angesichts des zunehmenden Drucks, zu Themen der Nachhaltigkeit Bericht zu erstatten, ein stärkeres Bewusstsein für ihre Klimaauswirkungen entwickeln.⁷

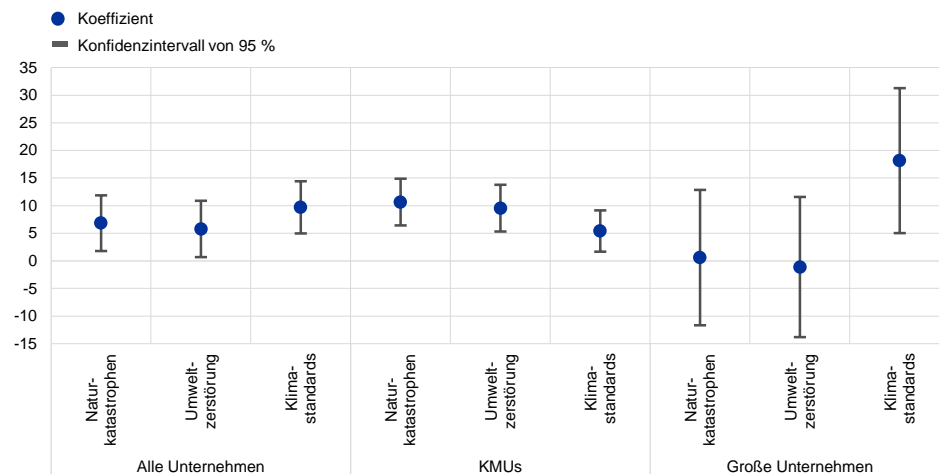
⁶ In der Fachliteratur wird auch die produktions- und innovationsförderliche Rolle der CO₂-Besteuerung auf dem Gebiet grüner Technologien hervorgehoben. Siehe D. Acemoglu, P. Aghion, L. Bursztynd und D. Hemous, [The Environment and Directed Technical Change](#), American Economic Review, Bd. 102, Nr. 1, 2012; D. Acemoglu, U. Akcigit, D. Hanley und W. Kerr, [Transition to Clean Technology](#), Journal of Political Economy, Bd. 124, Nr. 1, 2016. Zwar zeigen sich die meisten EU-Unternehmen besorgt wegen der physischen Risiken, doch investieren nur wenige darin, widerstandsfähiger zu werden. Siehe Europäische Investitionsbank, [What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey](#), 14. Juni 2023.

⁷ Weitere Einzelheiten zu den Rechtsvorschriften der Europäischen Union über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von großen und börsennotierten Unternehmen (einschließlich börsennotierter KMUs) finden sich [hier](#).

Abbildung D

Folgen des Klimawandels und Klimaschutzinvestitionen

(in Prozentpunkten)



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

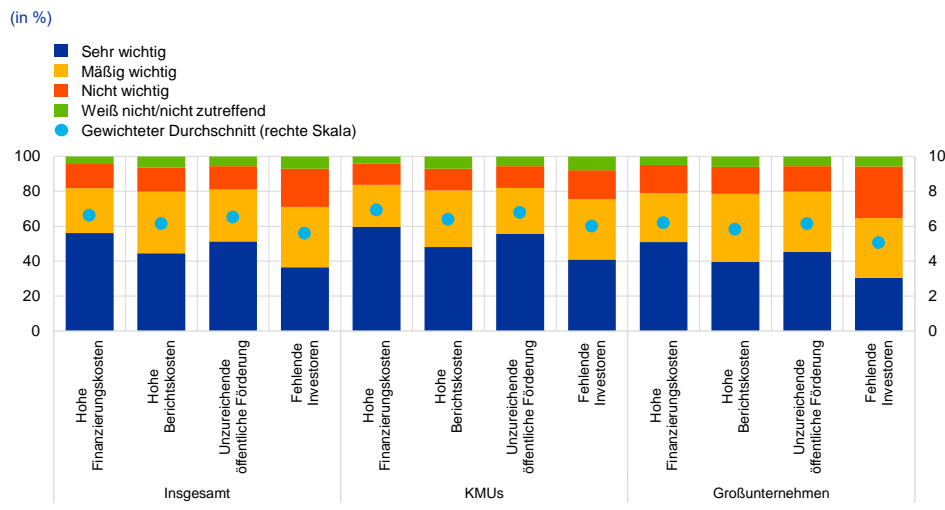
Anmerkung: In der Abbildung werden Regressionskoeffizienten dargestellt, die aufzeigen, wie sich die Folgen des Klimawandels für die Unternehmen im Euroraum im Zeitraum der nächsten fünf Jahre auf die getätigten oder geplanten Klimaschutzinvestitionen auswirken. Die Dummy-Variablen Naturkatastrophen, Umweltzerstörung und strengere Klimastandards nehmen den Wert 1 an, wenn die Unternehmen diesen Bedenken eine hohe Bedeutung beimessen, d. h. sie auf einer Skala von 1 (überhaupt nicht wichtig) bis 10 (extrem wichtig) bei mindestens 7 einordnen. Die Ergebnisvariable hat den Wert 1, wenn die Unternehmen bereits in Projekte zur Verringerung des Risikos von Naturkatastrophen oder ihres eigenen negativen ökologischen Fußabdrucks investiert haben oder dies innerhalb der nächsten fünf Jahre tun wollen. Kontrolliert wird für den Umsatz, die Arbeitskosten, die Inputkosten (ohne Arbeitskosten) und die Zinsaufwendungen der Unternehmen. Die Regression berücksichtigt fixe Effekte in Bezug auf Unternehmensgröße (Anzahl der Beschäftigten), Zeit, Branche und Sitzort auf NUTS 1-Ebene. Die Antennen stellen die Konfidenzintervalle von 95 % dar.

Die Unternehmen nannten verschiedene Schwierigkeiten, die den Zugang zu Finanzmitteln, die nötig sind, um mit entsprechenden Investitionsvorhaben die Risiken von Naturkatastrophen zu verringern oder die strengeren Klimavorgaben zu erfüllen, behindern (siehe Abbildung E). So führten über die Hälfte der Unternehmen zu hohe Zinssätze oder Finanzierungskosten sowie eine unzureichende öffentliche Förderung als wesentliche Hindernisse auf, die der Beschaffung klimabezogener Investitionsmittel entgegenstünden.⁸ Die Unternehmen erachten die Kosten möglicherweise deshalb als hoch, weil sie sich die Vorteile, die sich aus der Bewältigung klimabezogener Risiken ergeben, vielleicht nicht in ausreichendem Maße bewusst machen. Überdies nannten 45 % der Unternehmen überhöhte Kosten für die Umweltberichterstattung als ein sehr bedeutendes Hemmnis und 37 % die mangelnde Bereitschaft der Anleger, klimafreundliche Investitionen zu finanzieren. Für KMUs stellen sämtliche Arten von Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Finanzmitteln für Investitionszwecke einen größeren Grund zur Sorge dar als für Großunternehmen.

⁸ Siehe R. De Haas, R. Martin, M. Muûls und H. Schweiger, [Managerial and financial barriers to the green transition](#), Working Paper der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, Nr. 439, 2023. Die Autorinnen und Autoren kommen anhand von Daten aus Unternehmensbefragungen zu dem Schluss, dass Kreditbeschränkungen sowie unzureichende Praktiken des ökologischen Managements Unternehmensinvestitionen in klimafreundliche Technologien bremsen.

Abbildung E

Hindernisse bei der Beschaffung von Investitionsmitteln zur Verringerung der Risiken von Naturkatastrophen oder zur Erfüllung strengerer Klimavorgaben



Quellen: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die Unternehmen wurden gebeten anzugeben, welche Bedeutung sie den Hindernissen bei der Aufnahme von Investitionsmitteln zur Verringerung der Risiken von Naturkatastrophen oder zur Erfüllung strengerer Klimavorgaben beimessen. Hierbei wurde eine Skala von 1 (überhaupt nicht wichtig) bis 10 (extrem wichtig) zugrunde gelegt. In der Abbildung ist die Skala in drei Kategorien aufgeteilt: niedrige (1-3), moderate (4-6) und hohe Bedeutung (7-10). Die Stichprobe umfasst Unternehmen, die bereits in klimafreundliche Maßnahmen investiert haben oder dies planen.

Die Umfrageergebnisse machen deutlich, wie wichtig öffentliche Kreditgarantien und private Mittel bei der Kanalisierung von Ressourcen zugunsten einer klimafreundlichen Wirtschaft sind (siehe Abbildung F). Neben

nicht geförderten Krediten und einbehaltenen Gewinnen stellen geförderte Kredite für die Unternehmen eine bedeutsame Finanzierungsquelle dar, die für kleine und mittlere Betriebe wichtiger ist als für Großunternehmen. Aus der SAFE-Umfrage geht hervor, dass 19 % der Unternehmen in der ersten Jahreshälfte 2023 nicht geförderte Kredite zur Finanzierung ihrer Unternehmenstätigkeit nutzten und lediglich 9 % geförderte Kredite aufnahmen. Zugleich planen 24 % der Unternehmen, Investitionen in klimabezogene Projekte künftig mit nicht geförderten Krediten zu finanzieren. Ein größerer Anteil der Unternehmen (34 %) will hierfür geförderte Kredite verwenden. Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft im Euroraum zeigen, dass die Banken den Klimarisiken verstärkt ihre Aufmerksamkeit widmen und dass sich die wachsenden Berichtspflichten zusammen mit finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen günstig auf die Kreditvergabe an klimafreundliche Unternehmen auswirken.⁹ So meldeten die Banken eine Lockerung der Kreditrichtlinien und -bedingungen für Neukredite an klimafreundliche Unternehmen, während sich die Bedingungen für nicht als „grün“ eingestufte

⁹ Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023](#), 25. Juli 2023. Je nach Datenverfügbarkeit nutzten die an der Umfrage zum Kreditgeschäft teilnehmenden Banken eine Reihe von Quellen, um zwischen grünen und nicht-grünen Unternehmen unterscheiden zu können. Hierzu zählen firmenspezifische Informationen aus den Jahresabschlüssen, aus Nachhaltigkeitsberichten zu Emissionsdaten und ggf. aus Übergangsplänen (vor allem für Großunternehmen) sowie Informationen, die bei der Vergabe von Neukrediten von den Kreditnehmern per Fragebogen erhoben werden (diese beziehen sich in der Regel auf Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien). Für die Beurteilung der Klimarisiken im Zusammenhang mit Krediten an KMUs zogen die Banken nach eigenen Angaben stattdessen häufig durchschnittliche Sektorendaten und Schätzungen heran.

Unternehmen allgemein verschärften. Die Banken dürften Ausleihungen an nicht-grüne Unternehmen im Vergleich zu grünen Unternehmen nach wie vor als risikoreicher wahrnehmen.¹⁰ Die Nutzung öffentlicher Garantien könnte dieses Risiko vermindern, indem der Übergang zu einer klimafreundlichen Wirtschaft auch für Unternehmen erleichtert wird, die zwar Übergangspläne haben, aber von den Banken nicht als grün angesehen werden.

Was die Unternehmen betrifft, bestätigen Regressionen in reduzierter Form, die den gemeinsamen Einfluss der Finanzierungsquellen auf klimabezogene Investitionen untersuchen, dass die Nutzung geförderter Kredite und einbehaltener Gewinne die Investitionswahrscheinlichkeit um 7 bzw. 8 Prozentpunkte steigert (siehe Abbildung F, Grafik b). Daneben unterstreichen die Ergebnisse die Bedeutung von Beteiligungskapital, wenn es darum geht, Unternehmensinvestitionen zur Verringerung der Risiken von Naturkatastrophen und des negativen ökologischen Fußabdrucks der Unternehmen zu fördern.¹¹

¹⁰ Siehe B. Buchetti, I. Miquel-Flores, S. Perdichizzi und A. Reghezza, [Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#), Juni 2023; F. Lamperti, V. Bosetti, A. Roventini, M. Tavoni und T. Treibich, [Three green financial policies to address climate risks](#), *Journal of Financial Stability*, Bd. 54, 2021.

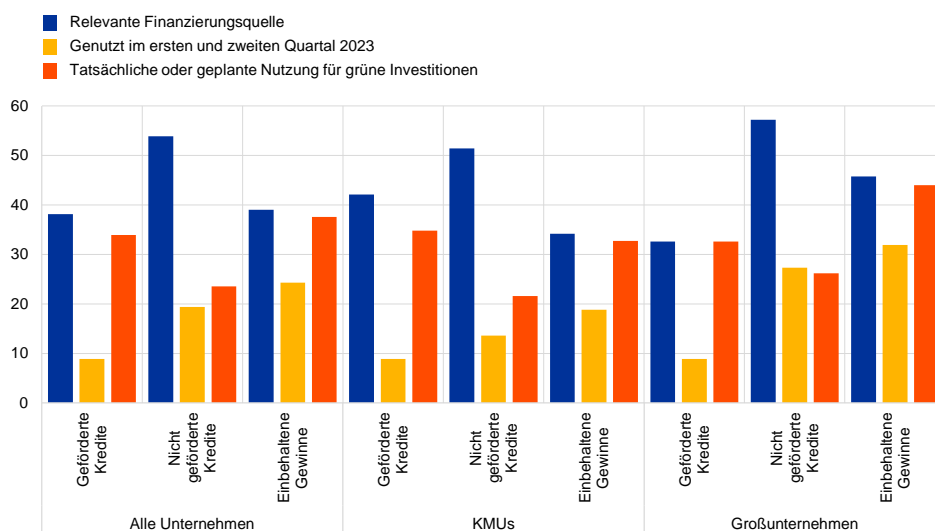
¹¹ Siehe R. De Haas und A. Popov, [Finance and Green Growth](#), *The Economic Journal*, Bd. 133, Ausgabe 650, 2023, S. 637-668.

Abbildung F

Nutzung von Finanzierungsquellen für Investitionen zur Verringerung der Anfälligkeit für Naturkatastrophen und klimapolitische Risiken

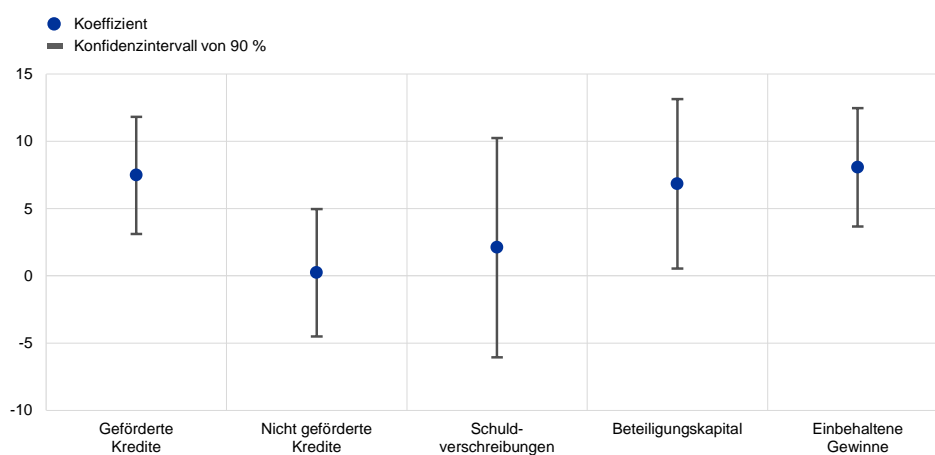
a) Nutzung von Finanzierungsquellen

(in %)



b) Einfluss der Finanzierungsquellen auf klimabezogene Investitionen

(in Prozentpunkten)



Quellen: EZB, SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf Unternehmen, die bereits in klimafreundliche Maßnahmen investiert haben oder dies planen. In Grafik a zeigen die blauen Balken den Anteil der Unternehmen, die bestimmte Finanzierungsarten für ihre Geschäftstätigkeit als relevant einschätzen (weil sie sie bereits in der Vergangenheit genutzt haben oder erwägen, sie in Zukunft zu nutzen). Die gelben Balken bezeichnen den Anteil der Unternehmen, die eine bestimmte Finanzierungsart im ersten Quartal 2023 oder in den ersten beiden Quartalen 2023 in Anspruch genommen haben. Die roten Balken markieren den Anteil der Unternehmen, die bestimmte Finanzierungsarten für Investitionen zur Verringerung der Anfälligkeit gegenüber Naturkatastrophen oder klimapolitischen Risiken genutzt haben oder dies planen. In Grafik b sind Regressionskoeffizienten für Finanzierungsquellen der Unternehmen im Euroraum mit Bezug zu getätigten oder geplanten Investitionen in Klimaprojekte abgebildet. Die Dummy-Variablen geförderte Kredite, nicht geförderte Kredite, Schuldverschreibungen, Beteiligungskapital und einbehaltene Gewinne nehmen den Wert 1 an, wenn die Unternehmen angeben, dass sie diese Finanzierungsquellen für klimafreundliche Investitionen nutzen oder dies planen. Die abhängige Variable ist eine Dummy-Variable, die den Wert 1 annimmt, wenn Firmen in Projekte zur Verringerung des Risikos von Naturkatastrophen oder ihres eigenen negativen ökologischen Fußabdrucks investiert haben oder dies innerhalb der kommenden fünf Jahre tun wollen. Die Variable nimmt den Wert 0 an, wenn die Firmen nicht investiert haben. Die Regression berücksichtigt fixe Effekte in Bezug auf Größe, Zeit, Branche und Sitzort auf NUTS 1-Ebene. Die Antennen stellen die Konfidenzintervalle von 90 % dar.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 10. Mai bis zum 1. August 2023

Jens Budde und Petra Fricke

Dieser Kasten enthält einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2023. Die beiden

Erfüllungsperioden erstreckten sich insgesamt über den Zeitraum vom 10. Mai bis zum 1. August 2023 („Berichtszeitraum“).

Auf den beiden Sitzungen am 4. Mai und am 15. Juni 2023 hob der EZB-Rat alle drei Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte an. Die Anhebungen traten in der dritten bzw. vierten Erfüllungsperiode 2023 in Kraft.

Die Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm im Berichtszeitraum deutlich ab. Grund hierfür waren die Fälligkeit des vierten Geschäfts der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) und die vorzeitige Rückzahlung anderer GLRG-Mittel durch die Banken am 28. Juni 2023. Zu der Abnahme trug überdies – wenn auch in geringerem Maße – der allmähliche Abbau der Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) bei, nachdem das Eurosystem die Reinvestitionen im Rahmen des APP am 1. Juli eingestellt hatte. Die Verringerung der Überschussliquidität wurde allerdings teilweise durch den anhaltenden Rückgang der autonomen Faktoren (netto) ausgeglichen, der einen liquiditätszuführenden Effekt hatte. Seit dem Ende der Negativzinsphase im Juli 2022 sind die autonomen Faktoren (netto) rückläufig, was vor allem den geringeren Einlagen öffentlicher Haushalte geschuldet ist.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 189,8 Mrd. € auf 1 836,9 Mrd. €. Im Vergleich zur ersten und zweiten Erfüllungsperiode des Jahres 2023 war diese Entwicklung fast ausschließlich darauf zurückzuführen, dass die autonomen Faktoren (netto) um 189,4 Mrd. € auf 1 671,9 Mrd. € sanken (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Ursächlich hierfür war eine Abnahme der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren und eine gleichzeitige Zunahme der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren. Das Mindestreserve-Soll verringerte sich unterdessen nur marginal um 0,3 Mrd. € auf 165 Mrd. €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren nahmen im Berichtszeitraum um 127,6 Mrd. € auf 2 804,4 Mrd. € ab, was vor allem einem Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte und der sonstigen autonomen Faktoren zuzuschreiben war. Die Einlagen öffentlicher Haushalte (siehe Tabelle A

unter „Passiva“) sanken im Berichtszeitraum im Schnitt um 113,9 Mrd. € auf 255,8 Mrd. €. Der Rückgang erfolgte hauptsächlich in der dritten Erfüllungsperiode und ist auf die fortgesetzte Normalisierung der von den Staaten gehaltenen Liquiditätspuffer zurückzuführen. Eine Rolle spielte auch die am 1. Mai 2023 in Kraft getretene Herabsetzung der Obergrenze für die Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte durch die nationalen Zentralbanken, in deren Folge die nationalen Schatzämter ihre Strategien für das Liquiditätsmanagement anpassten. Der durchschnittliche Banknotenumlauf erhöhte sich im Berichtszeitraum um 8,2 Mrd. € auf 1 565,3 Mrd. €.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 62 Mrd. € auf 1 133 Mrd. €. Im Berichtszeitraum nahmen die Nettoforderungen in Euro um 55,7 Mrd. € zu. Dieser Anstieg war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums in der dritten Erfüllungsperiode erneut sanken. Grund hierfür war wiederum, dass die Verzinsung der Einlagen im Rahmen der Währungsreservenverwaltung des Eurosystems (ERMS) am 1. Mai 2023 angepasst wurde und deren Kunden dies in ihren Liquiditätsmanagementstrategien berücksichtigten. Die Nettoforderungen in Fremdwährung erhöhten sich um 6,2 Mrd. €.

Tabelle A gibt einen Überblick über die autonomen Faktoren und ihre Veränderung.¹

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

Tabelle A

Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 10. Mai bis 1. August 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 10. Mai bis 20. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 21. Juni bis 1. August		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren	2 804,4	(-127,6)	2 823,8	(-104,1)	2 784,5	(-39,3)	2 932,0	(-136,5)
Banknotenumlauf	1 565,3	(+8,2)	1 563,7	(+3,8)	1 567,0	(+3,3)	1 557,1	(-6,1)
Einlagen öffentlicher Haushalte	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Sonstige autonome Faktoren (netto) ¹⁾	983,3	(-21,9)	1 003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1 005,2	(-67,5)
Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
Mindestreserve-Soll²⁾	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
Einlagefazilität	3 919,0	(-126,4)	4 126,4	(+130,3)	3 706,6	(-419,8)	4 045,4	(-241,1)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

1) Berechnet als Summe aus Ausgleichsposten aus Neubewertungen, sonstigen Forderungen und Verbindlichkeiten Ansässiger im Euroraum sowie Kapital und Rücklagen.

2) Nachrichtlicher Posten, der nicht in der Bilanz des Eurosystems ausgewiesen wird und somit auch nicht in die Berechnung der Gesamtpassiva einfließen sollte.

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 10. Mai bis 1. August 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 10. Mai bis 20. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 21. Juni bis 1. August		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Liquiditätszuführende autonome Faktoren	1 133,0	(+62,0)	1 145,8	(+63,4)	1 119,9	(-25,9)	1 071,0	(+81,8)
Nettoforderungen in Fremdwährung	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(-20,4)	932,0	(-18,5)
Nettoforderungen in Euro	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(-5,5)	139,0	(+100,3)
Geldpolitische Instrumente	5 766,7	(-326,6)	5 986,4	(-38,5)	5 546,8	(-439,6)	6 093,4	(-477,6)
Offenmarktgeschäfte	5 766,6	(-326,7)	5 986,3	(-38,5)	5 546,7	(-439,6)	6 093,3	(-477,6)
Kreditgeschäfte	897,5	(-274,7)	1 102,2	(-17,0)	692,9	(-409,3)	1 172,3	(-454,5)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(-0,4)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	3,8	(+1,4)	2,1	(-0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	887,5	(-281,1)	1 098,4	(-17,1)	676,5	(-421,9)	1 168,6	(-453,3)
Outright-Geschäfte ¹⁾	4 869,1	(-51,9)	4 884,1	(-21,5)	4 853,8	(-30,4)	4 921,0	(-23,1)

	Aktueller Berichtszeitraum: 10. Mai bis 1. August 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 10. Mai bis 20. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 21. Juni bis 1. August		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

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

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 10. Mai bis 1. August 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 10. Mai bis 20. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 21. Juni bis 1. August		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹⁾	1 836,9	(-189,8)	1 843,2	(-168,6)	1 830,3	(-12,9)	2 026,6	(-220,4)
Autonome Faktoren (netto) ²⁾	1 671,9	(-189,4)	1 678,4	(-167,6)	1 665,2	(-13,2)	1 861,3	(-218,3)
Überschussliquidität ³⁾	3 933,3	(-133,4)	4 143,1	(+130,2)	3 718,3	(-424,8)	4 066,7	(-257,2)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 10. Mai bis 1. August 2023				Vorheriger Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023			
	Dritte Erfüllungsperiode: 10. Mai bis 20. Juni		Vierte Erfüllungsperiode: 21. Juni bis 1. August		Erste Erfüllungsperiode		Zweite Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Einlagefazilität	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR (Euro Short-Term Rate)	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
RepoFunds Rate Euro	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Quellen: EZB, CME Group und Bloomberg.

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

Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität ging im Berichtszeitraum um 326,6 Mrd. € auf 5 766,7 Mrd. € zurück

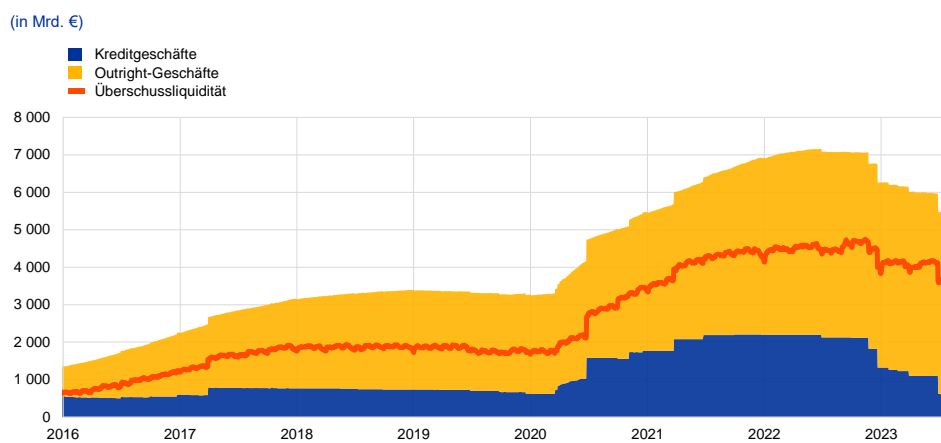
(siehe Abbildung A). Bedingt war dieser Liquiditätsabbau in erster Linie durch den Rückgang der Kreditgeschäfte.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte verringerte sich im Berichtszeitraum um 274,7 Mrd. €. Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass die ausstehenden GLRG-III-Beträge zurückgingen, da am 28. Juni 2023 (also in der vierten Erfüllungsperiode) das vierte GLRG-III-Geschäft (476,8 Mrd. €) fällig wurde und die Banken andere GLRG-Mittel (29,5 Mrd. €) vorzeitig zurückzahlten. Gleichzeitig erhöhten sich die im Rahmen der regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (HRGs und dreimonatige LRGs) ausstehenden Beträge in der vierten Erfüllungsperiode leicht.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über die Bestände in den Outright-Portfolios verringerte sich im Berichtszeitraum um 51,9 Mrd. €. Der Nettoerwerb von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms wurde Ende März 2022 eingestellt. Seitdem beschränkt sich das Eurosystem darauf, die fällig werdenden Beträge vollumfänglich wieder anzulegen. Was die APP-Bestände angeht, so wurde im Einklang mit dem Beschluss des EZB-Rats die Wiederanlage der Tilgungsbeträge von Wertpapieren bei Fälligkeit bis Ende Juni monatlich um durchschnittlich 15 Mrd. € reduziert. Seit dem 1. Juli erfolgt gar keine Wiederanlage mehr.²

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 1. August 2023.

Überschussliquidität

Die Überschussliquidität ging – ausgehend von einem Stand von 4 114 Mrd. € am letzten Tag des vorherigen Berichtszeitraums – um 467,8 Mrd. € zurück und

² Die in den Outright-Portfolios gehaltenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert und zum Quartalsende jeweils neu bewertet, was sich ebenfalls auf die Durchschnittswerte insgesamt und die Veränderungen der Outright-Portfolios auswirkt.

belief sich am 1. August (also dem letzten Tag des aktuellen

Berichtszeitraums) auf 3 646,1 Mrd. €. Die durchschnittliche Überschussliquidität sank im Berichtszeitraum um 133,4 Mrd. € auf 3 933,3 Mrd. €. Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giro Guthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität. Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken wider. Nachdem die Überschussliquidität im November 2022 mit 4 748 Mrd. € ihren Höchststand erreicht hatte, nahm sie hauptsächlich wegen der fällig werdenden Geschäfte und vorzeitigen Rückzahlungen im Rahmen der GLRG III schrittweise ab (die Auswirkungen der autonomen Faktoren wurden hier nicht berücksichtigt).

Zinsentwicklung

Der €STR (Euro Short-Term Rate) erhöhte sich von 2,894 % am 9. Mai (letzter Tag des vorherigen Berichtszeitraums) auf 3,404 % am 1. August³ (letzter Tag des aktuellen Betrachtungszeitraums). In diesem Anstieg um 51 Basispunkte spiegelten sich die Leitzinserhöhungen durch die EZB wider. Die

Leitzinsanhebungen vom Mai und Juni 2023 wirkten vollständig und unmittelbar auf die unbesicherten Tagesgeldsätze durch. Ähnlich wie in den ersten beiden Erfüllungsperioden 2023 notierte der €STR im aktuellen Berichtszeitraum im Schnitt 10,1 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität.

Der Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, stieg um 55,7 Basispunkte von 2,881 % am 9. Mai auf 3,438 % am 1. August

(siehe auch Fußnote 3). Die Leitzinserhöhungen wurden auch unmittelbar und vollständig an den besicherten Geldmarkt weitergegeben. Der Repomarkt funktionierte weiterhin ordnungsgemäß, was mehreren Faktoren zuzuschreiben war. Hierzu gehörten die höhere Nettoemission seit Anfang 2023, die Freigabe von Sicherheiten aus fällig werdenden GLRGs sowie der Rückgang von ausstehenden Beständen im APP-Portfolio.

³ Der Zinssatz vom 1. August wurde auch durch Monatsultimoeffekte im Juli beeinflusst.

Kapitalausschüttungen der Banken und ihre Bedeutung für die Geldpolitik

Cyril Couaillier, Maria Dimou und Conor Parle

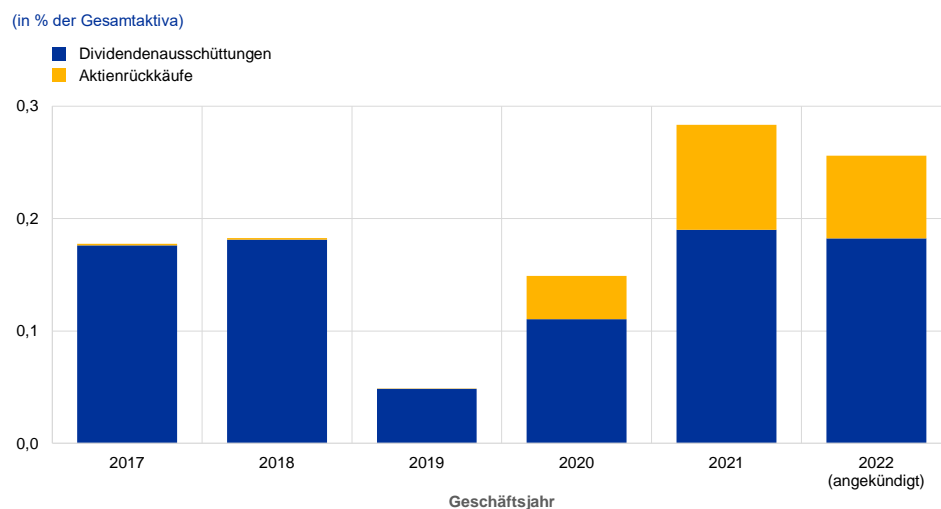
Durch Dividendenzahlungen und den Rückkauf von Aktien schütten Banken Kapital an ihre Eigenkapitalgeber aus. Welche Bedeutung dies für die Transmission der Geldpolitik über den Bankenkanal hat, ist nicht ganz eindeutig. Auf der einen Seite können Kapitalausschüttungen der geldpolitischen Transmission auf lange Sicht zuträglich sein, da sie Banken für Anleger attraktiv machen: Erstens signalisieren derartige Ausschüttungen, dass die Manager mit Gewinnen rechnen oder der aktuelle Aktienkurs der Bank als unterbewertet erachtet wird. Zweitens erhalten Anleger durch Dividendenzahlungen mehr Kontrolle über die von der Bank erwirtschafteten liquiden Mittel. Diese bleiben nicht ausschließlich in der Verfügungsgewalt des Managements, sondern kommen den Anlegern zugute. Durch Kapitalausschüttungen können Banken den Eigenkapitalgebern über diese beiden Kanäle also anzeigen, dass sie solide aufgestellt sind. Hierdurch sinken ihre Eigenkapitalkosten, und sie erhalten leichter Zugang zu den Finanzmärkten. Niedrigere Eigenkapitalkosten wiederum tragen letztlich zur finanziellen Gesundheit der Banken bei. Somit wird auch ihre Fähigkeit zur reibungslosen Transmission des geldpolitischen Kurses gewahrt. Auf der anderen Seite senken Kapitalausschüttungen ceteris paribus die Eigenkapitalquoten der Banken. Sie können somit auch ein Anzeichen für eine vergangene oder zukünftige wirtschaftliche Schwäche sein, etwa wenn eine Bank Kapital ausschüttet, weil sie keine Möglichkeit hatte oder keine Notwendigkeit dazu sah, es stattdessen für die Befriedigung der Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen zu verwenden. In diesem Fall stünden Ausschüttungen mit der Transmission eines strafferen geldpolitischen Kurses im Einklang. Zudem würde die eingeschränkte Intermediationsfähigkeit auch die bankbasierte Übertragung einer restriktiveren Geldpolitik beeinflussen, weil niedrigere Kapitalpolster zu restriktiveren Kreditbedingungen beitragen dürften. Vor allem in Zeiten der Unsicherheit können allerdings übermäßige oder zu einem ungünstigen Zeitpunkt durchgeführte Ausschüttungen den Stress verstärken und die reibungslose Transmission der Geldpolitik in Situationen behindern, in denen das Finanzsystem von Schocks getroffen wird.¹ Dies kann unter gewissen Umständen das Risiko finanzieller Instabilität im Finanzsystem erhöhen. Die Banken sollten daher eine umsichtige Ausschüttungspolitik verfolgen.

Seit dem Ende der besonders akuten Phase der Pandemie und dem Auslaufen der Empfehlung der EZB-Bankenaufsicht, die Ausschüttungen zu beschränken, haben die Banken im Euroraum in raschem Tempo Kapital ausgezahlt, und zwar überwiegend über umfangreiche Rückkaufprogramme. Dadurch holten sie die in den Vorjahren ausgesetzten Ausschüttungen nach

¹ Beispielsweise können Aktienrückkäufe das Ergebnis einer an den Aktienkurs gebundenen Vergütung der Vorstandsvorsitzenden sein. Durch Kapitalausschüttungen, die nicht auf Fundamentaldaten beruhen, könnte die Intermediationsfähigkeit der Banken verringert werden.

(siehe Abbildung A). Aufschluss über die Dynamik der vorgenommenen Kapitalausschüttungen gibt eine neue Datenbank, in der Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe der Banken im Euroraum erfasst werden. Die Daten stammen aus den Geschäftsberichten der Institute und sind auf Einzelinstitutsebene verfügbar. Mithilfe dieser Informationen lassen sich die erwarteten Auszahlungen für das Geschäftsjahr 2022 (d. h. die für 2023 geplanten Auszahlungen) untersuchen und die Entwicklung der Ausschüttungen sowohl auf Mikro- als auch auf Makroebene beurteilen. Im März 2020 hatte die EZB-Bankenaufsicht empfohlen, während der Pandemie auf Kapitalausschüttungen zu verzichten. Dies führte im betreffenden Jahr zu einem starken Rückgang der Ausschüttungen, da viele Banken ihre geplanten Auszahlungen von Gewinnen aus dem Jahr 2019 annullierten (siehe Abbildung A). Im Dezember 2020 wurde diese Empfehlung angepasst, und die Banken wurden aufgefordert, bis Ende September 2021 Auszahlungen auszusetzen oder zu begrenzen. Seit dem Auslaufen dieser Empfehlung haben die Banken des Euroraums ihre Ausschüttungen wieder aufgenommen. Im Vergleich zu den Jahren vor der Pandemie sind die Ausschüttungen höher, sie liegen aber noch immer unter den für 2020 und 2021 geplanten Ausschüttungsvolumina. Auch wenn die Dividendenzahlungen aktuell etwas über dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau liegen, ist die Zunahme an Ausschüttungen größtenteils auf Aktienrückkäufe zurückzuführen, die in den Jahren 2017 bis 2019 noch kaum eine Rolle spielten. So machten Aktienrückkäufe 33 % der Gewinnausschüttungen für 2021 und 29 % der geplanten Gewinnausschüttungen für 2022 aus (siehe die gelben Balken in Abbildung A).

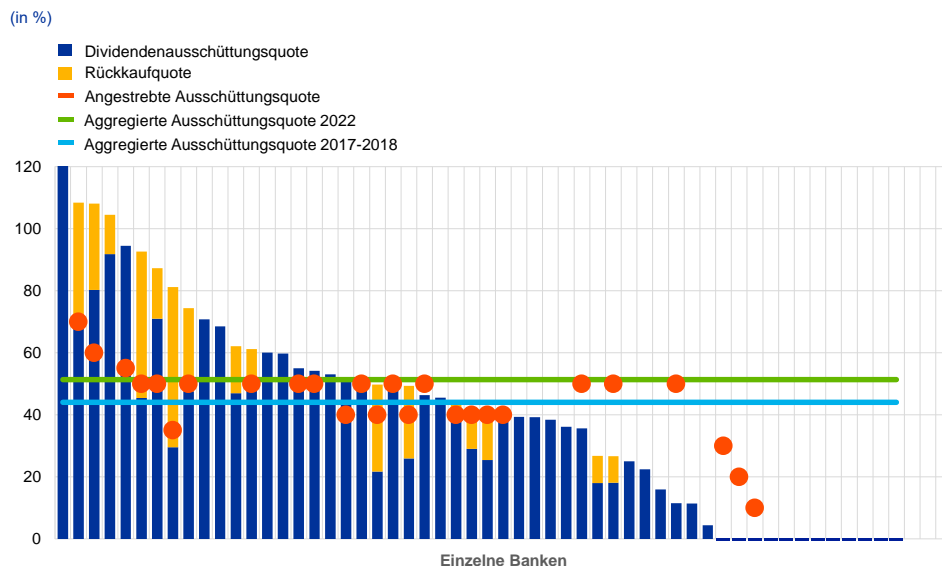
Abbildung A Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe



Quellen: Jahresabschlüsse der Banken und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den aggregierten Jahreswert der Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe zur Annullierung für eine Stichprobe von 57 Banken im Euroraum, skaliert um die Summe der durchschnittlichen Gesamtaktiva der einzelnen Banken in jedem Jahr. Sind Daten für ein bestimmtes Geschäftsjahr nicht verfügbar, werden die Gesamtaktiva des darauffolgenden Geschäftsjahres verwendet. Die Werte stammen aus den Geschäftsberichten der Banken und stellen die Summe aus den im Jahresverlauf gezahlten Zwischendividenden und den nach Jahresende ausgezahlten Schlussdividenden für Gewinne im betreffenden Geschäftsjahr dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Ausschüttung von Gewinnen aus 2022 (Auszahlung überwiegend 2023).

Abbildung B

Realisierte Ausschüttungsquoten und angestrebte Mindestausschüttungsquoten einzelner Banken für Gewinne aus dem Jahr 2022



Quellen: Jahresabschlüsse der Banken, aufsichtliche Meldungen an die EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung sind die gesamten Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen im Zusammenhang mit Gewinnen aus dem Geschäftsjahr 2022 in Prozent des Nettogewinns der einzelnen Banken dargestellt. Der Balken ganz links stellt die Gesamtquote von 350 % für eine Bank dar, die im Jahr 2023 eine außerordentliche Auszahlung für Gewinne aus dem Geschäftsjahr 2022 tätigte. Die orangefarbenen Punkte zeigen die anvisierten Mindestausschüttungsquoten für die Stichprobe der Banken, die solche Zielvorgaben veröffentlichten. Die grüne und die hellblaue Linie zeigen die aggregierten Ausschüttungsquoten (definiert als die Summe der Gesamtausschüttungen dividiert durch die Summe des Nettogewinns aller Banken der Stichprobe) für 2022 bzw. 2017 bis 2018. Der Zeitraum von 2019 bis 2021 ist nicht berücksichtigt, da er zumindest teilweise von der Pandemie beeinträchtigt wurde. Die niedrigen blauen Balken ganz rechts in der Grafik, die dem Wert null entsprechen, stehen für Banken, die zum Zeitpunkt der Analyse keine Dividendenausschüttungen oder Aktienrückkäufe für das Geschäftsjahr 2022 geplant haben. Alle Quoten beziehen sich auf die Ausschüttung von Gewinnen aus 2022 (Auszahlung überwiegend im Jahr 2023).

Die Ausschüttungsvolumina unterscheiden sich von Bank zu Bank erheblich, sowohl was den Gesamtausschüttungsbetrag als auch was die Bedeutung außerordentlicher Rückkäufe betrifft (siehe Abbildung B). Die von den Banken angekündigten Pläne lassen indes weiter steigende Dividendenzahlungen erwarten. Anhand einer Stichprobe börsennotierter Banken aus dem Euroraum wurde festgestellt, dass die betrachteten Institute im Aggregat rund 50 % ihrer gesamten Gewinne aus dem Jahr 2022 in Form von Dividenden und Rückkäufen auszahlen oder dies noch vorhatten (siehe die grüne Linie in Abbildung B). Damit waren die Ausschüttungen wesentlich höher als vor der Pandemie: In den beiden letzten noch nicht von der Pandemie betroffenen Geschäftsjahren 2017 und 2018 hatten sie im Aggregat bei 44 % gelegen (siehe die hellblaue Linie in Abbildung B). Gleichwohl dürften die Auszahlungen weitgehend mit dem Nachholprozess im Gefolge der ausgesetzten Ausschüttungen im Einklang stehen.² Hinter dem aggregierten Ausschüttungsvolumen verbergen sich jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Banken, insbesondere was Aktienrückkäufe betrifft (siehe die gelben Balken in Abbildung B). Für ihre Rückkäufe gaben die Banken

² Die Ausschüttungsquote für Gewinne aus dem Geschäftsjahr 2019 war aufgrund der Empfehlung der EZB niedrig. Die Quote für Gewinne aus 2020 fiel dann deutlich höher aus, weil teilweise wieder Auszahlungen vorgenommen wurden. Die Ausschüttungsquote für die Jahre 2019 und 2020 zusammengenommen entsprach weitgehend den Werten vor der Pandemie, was darauf hindeutet, dass hier ein gewisser Aufholprozess stattfand.

unterschiedliche Gründe an: Teilweise wurden sie aus strukturellen Gründen durchgeführt, überwiegend handelte es sich jedoch um außerordentliche Rückkäufe.³ Dies lässt sich beispielsweise daran ablesen, dass die Differenzen zwischen den angestrebten Ausschüttungsquoten, die die Banken in ihren Geschäftsberichten bekanntgaben, und den tatsächlichen Ausschüttungsquoten weitgehend den Aktienrückkäufen entsprechen. Die meisten Banken visieren Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % an. Einige Institute haben jedoch deutlich niedrigere Zielquoten, etwa wenn sie gerade ihre Kapitalpolster nach Stressphasen wie der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise aufbauen (siehe die orangefarbenen Punkte in Abbildung B). Obwohl die Dividendenauszahlungen im Vergleich zur Vorpandemiezeit insgesamt zugenommen haben, schütten viele Banken nach wie vor weniger aus als angestrebt oder zahlen überhaupt keine Dividenden. Möglicherweise werden Banken, die über ein begrenzteres Eigenkapital verfügen oder anderen regulatorischen Beschränkungen unterliegen, ihre Dividendenausschüttungen erhöhen, wenn sich ihre Lage normalisiert und der Druck, sich dem branchenüblichen Dividendenniveau anzupassen, zunimmt. Dies könnte in Zukunft zu einem weiteren Anstieg der aggregierten Dividendenausschüttungen führen.

Banken zahlen tendenziell mehr Kapital aus, wenn sie profitabler sind und über eine höhere Aktiva-Qualität (gemessen am Anteil der notleidenden Kredite) sowie mehr Liquidität verfügen; sie neigen zudem dazu, ihre Ausschüttungen im Zeitverlauf zu glätten (siehe den Zusammenhang mit der verzögerten Ausschüttung in Abbildung C). Eine mehrjährige ökonomische Analyse bestätigt diese Korrelationen: Der Analyse zufolge werden die Ausschüttungsrenditen der Banken (d. h. die Ausschüttungen in Prozent des Eigenkapitals der Banken) durch die eigenen Verzögerungen sowie durch die Eigenkapitalrendite und die Quote notleidender Kredite (NPL-Quote) der Banken bestimmt (siehe Abbildung D). Dies entspricht den Erkenntnissen in der einschlägigen Fachliteratur.⁴ Laut den Schätzungen nehmen die Ausschüttungen im Bankensektor des Euroraums insgesamt mit jedem zusätzlichen Prozentpunkt an Eigenkapitalrendite um 2 Mrd. € zu. Die vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffung seit Mitte 2022 gestiegenen Nettozinsmargen der Banken dürften deren Kapitalausschüttungen bislang begünstigt haben. Mit der Zeit dürften die Folgen der restriktiveren Geldpolitik die Rentabilität allerdings drücken, je mehr sich das Kreditwachstum abschwächt, das Kreditrisiko zunimmt, die Einlagenzinsen steigen und damit der Spielraum für weitere Auszahlungen begrenzt wird. Darüber hinaus lässt die Analyse den Schluss zu, dass Banken mit einer besseren Liquiditätsausstattung (gemessen an der Liquiditätsdeckungsquote (Liquidity Coverage Ratio – LCR)) auch höhere Auszahlungen vornehmen. Insgesamt

³ Aus den Geschäftsberichten einiger Banken geht hervor, dass außerordentliche Rückkäufe mit dem Verkauf von Tochtergesellschaften zusammenhängen. Andere Banken geben an, dass sie dadurch überschüssiges Kapital abbauen möchten, um eine effiziente Kapitalstruktur aufrechtzuerhalten, oder beschreiben Rückkäufe als Teil ihrer normalen Ausschüttungspolitik.

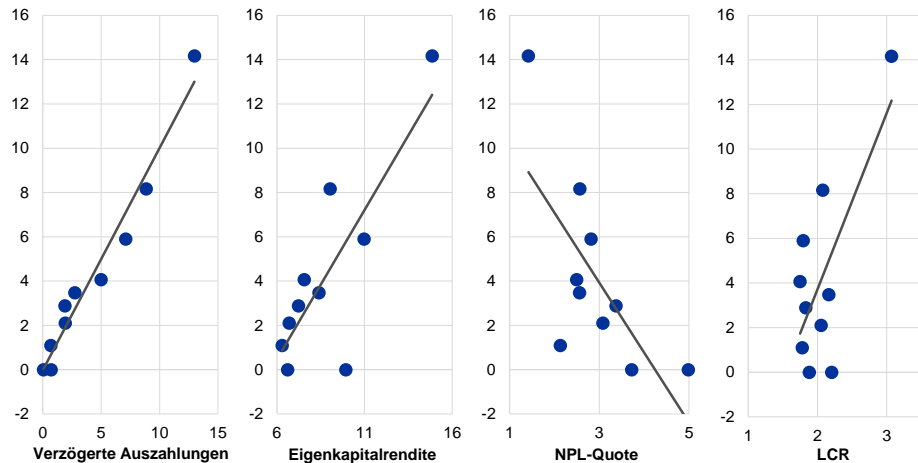
⁴ Siehe beispielsweise M. Belloni, M. Grodzicki und M. Jarmuzek, Why European banks adjust their dividend payouts?, Working Paper Series der EZB, Nr. 2765, 2023; J. Theis und A. S. Dutta, Explanatory factors of bank dividend policy: revisited, Managerial Finance, Bd. 35, Ausgabe 6, 2009; R. N. Dickens, K. M. Casey und J. A. Newman, Bank Dividend Policy: Explanatory Factors, Quarterly Journal of Business and Economics, Bd. 41, Nr. 1/2, 2002, S. 3-12.

scheinen diejenigen Banken in den vergangenen Jahren die höchsten Ausschüttungen getätigt zu haben, die finanziell auch am besten aufgestellt waren.⁵

Abbildung C

Ausschüttung von Gewinnen aus dem Jahr 2022 gegenüber der eigenen Verzögerung, der Eigenkapitalrendite, der NPL-Quote und der LCR

(x-Achse: prozentualer Anteil des Eigenkapitals (erste und zweite Grafik), prozentualer Anteil der Kredite (dritte Grafik) und Liquiditätsdeckungsquote (vierte Grafik); y-Achse: in % des Eigenkapitals)



Quellen: Jahresabschlüsse der Banken, aufsichtliche Meldungen an die EZB und EZB-Berechnungen.

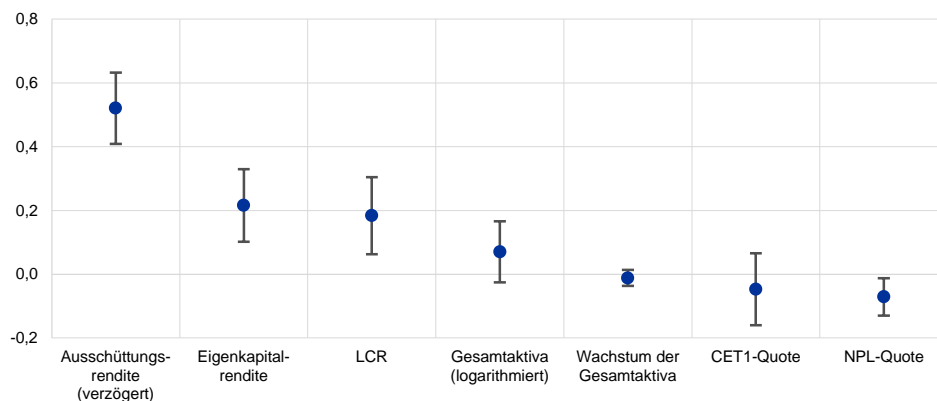
Anmerkung: In der Abbildung werden die Dezile der Verteilung der jährlichen Ausschüttungsrenditen der Banken (Dividenden und Aktienrückkäufe dividiert durch den Buchwert des Eigenkapitals) für Gewinne des Jahres 2022 ihrer eigenen Verzögerung (erste Grafik) sowie dem verzögerten Wert der Eigenkapitalrendite (zweite Grafik), der NPL-Quote (dritte Grafik) und der LCR (vierte Grafik) gegenübergestellt. Die Eigenkapitalrendite, die LCR und die NPL-Quote beziehen sich auf den Wert um ein Jahr verzögert.

⁵ Aus weiteren Berechnungen geht hervor, dass der Zusammenhang zwischen Ausschüttungen und verfügbarem Kapital auch darauf zurückzuführen ist, dass in der Stichprobe der Banken, die den Anlegern ihre angestrebte Eigenkapitalquote mitteilen, jene mit mehr Überschusskapital auch größere Ausschüttungen vornehmen.

Abbildung D

Regressionskoeffizienten zur Erklärung der Ausschüttungsrenditen für Gewinne aus den Jahren 2016 bis 2022

(Regressionskoeffizienten, die jeweils den Effekt einer um 1 Prozentpunkt höheren verzögerten Ausschüttungsrendite, Eigenkapitalrendite, LCR, Wachstumsrate der Gesamtaktiva, CET1-Quote und NPL-Quote sowie von um eine Einheit höheren logarithmierten Gesamtaktiva auf die Ausschüttungsrendite in Prozentpunkten darstellen)



Quellen: Jahresabschlüsse der Banken, aufsichtliche Meldungen an die EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Koeffizienten der Regression der jährlichen Ausschüttungsrenditen der Banken (Dividenden und Aktienrückkäufe dividiert durch den Buchwert des Eigenkapitals) auf ihre eigene Verzögerung und verzögerte Werte der Eigenkapitalrendite, der LCR, der Bankgröße (logarithmierte Gesamtaktiva), der jährlichen Wachstumsrate der Gesamtaktiva, der Quote des harten Kernkapitals (CET1) und der NPL-Quote. In den Regressionen sind auch jahresfixe Effekte berücksichtigt. Die erklärenden Variablen sind um ein Jahr verzögert. Die Variablen sind auf einen Mittelwert von null und einen Standardfehler von 1 skaliert. Die Fehlerbalken markieren ein Konfidenzintervall von 90 %. Die Standardfehler sind auf Bankenebene geclustert. Der Stichprobenzeitraum erstreckt sich auf die Geschäftsjahre 2016 bis 2022, wobei jedoch das Jahr 2019 aufgrund der Empfehlung der EZB-Bankenaufsicht, die Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe auszusetzen, unberücksichtigt bleibt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Ausschüttung von Gewinnen aus 2022 (Auszahlung überwiegend im Jahr 2023). Die Ergebnisse beziehen sich auf eine Stichprobe von 57 Banken aus dem Euroraum.

Die jüngsten Ausschüttungen hatten eine positive Signalwirkung auf die Finanzmärkte. Allerdings gehen höhere Ausschüttungszusagen mit einem niedrigeren Kreditangebot und höheren Kreditzinsen der Banken einher und könnten somit bisher zur Transmission des strafferen geldpolitischen Kurses beigetragen haben.

Bei den Banken, die höhere Ausschüttungsrenditen auf Gewinne aus dem Jahr 2022 ankündigten, nahmen die Eigenkapitalkosten während der Finanzmarkturbulenzen im März 2023 weniger stark zu (siehe Abbildung E).

Grund hierfür könnte sein, dass diese Banken bessere Geschäftsergebnisse verzeichneten. Eine gewisse Rolle haben möglicherweise aber auch Signaleffekte gespielt. Diese Signaleffekte stünden mit den Ergebnissen anderer aktueller Untersuchungen im Einklang. Sie deuten darauf hin, dass sich dank der in den letzten Jahren angekündigten umfangreicheren Ausschüttungen die Intermediationsfähigkeit der Banken in Stressphasen verbessern könnte.⁶

Gleichzeitig gibt es erste Anhaltspunkte dafür, dass seit Beginn der geldpolitischen Normalisierung ein negativer Zusammenhang zwischen vorab angekündigten Ausschüttungen und dem Kreditangebot besteht. Aus granularen Daten des Unternehmenskreditregisters (AnaCredit) geht nach Kontrolle für die Kreditnachfrage und andere Störfaktoren hervor, dass die 2022 ausgezahlten Dividenden auf Gewinne des Jahres 2021 anscheinend negativ mit dem Kreditwachstum und positiv mit den Kreditzinsen der Banken im Jahr 2022 korrelieren. Banken mit höheren Dividendenausschüttungsquoten reichten 2022 also offenbar weniger Kredite aus

⁶ Siehe EZB, [Dividend payouts and share buybacks of global banks](#), Financial Stability Review, Kasten 5, Mai 2020.

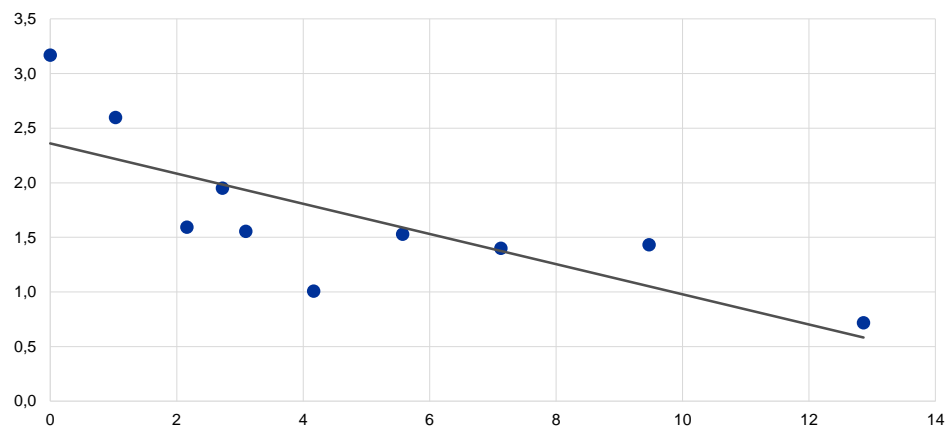
(siehe Abbildung F). Auch die angekündigten Ausschüttungen für Gewinne aus dem Geschäftsjahr 2022 weisen eine negative Korrelation mit dem Kreditangebot der Banken im Jahr 2022 auf. Dies deutet darauf hin, dass die Banken ihre Kapitalausschüttungen anhand des bis dato vorliegenden Jahresergebnisses und der Projektionen für das Jahresendergebnis planten. Sie kalibrierten überdies ihre Kreditvergabe und ganz allgemein ihre Entscheidungen bezüglich des Asset-Liability-Managements für das Jahr 2022, indem sie auch ihre Pläne für die Dividendenausschüttungen 2023 (basierend auf den Erlösen von 2022) berücksichtigten.⁷ Den Schätzungen zufolge würde die Tatsache, dass die Ausschüttungen für Gewinne aus dem Jahr 2022 rund 1 Prozentpunkt über den vor der Pandemie üblichen Ausschüttungsrenditen lagen, mit einem Rückgang des Kreditvolumens um etwa 1 % korrelieren. Allerdings könnten sich in dieser Korrelation auch Faktoren widerspiegeln, die mit dem generell langsameren Kreditwachstum aufgrund der geldpolitischen Straffung zusammenhängen. Das Geschäftsjahr 2022 fiel mit der ersten Phase des Straffungszyklus zusammen. Dies könnte Banken dazu veranlasst haben, das Kreditangebot einzuschränken, um Kapital auszuschütten, wenn dies aus Rentabilitäts Gesichtspunkten tragbar war. Angesichts der Wechselwirkung zwischen den Kapitalausschüttungen und dem geldpolitischen Transmissionsmechanismus ist es daher wichtig, solche Ausschüttungen in den kommenden Jahren genau zu beobachten.

⁷ Wie oben erwähnt steht dies mit der Tendenz der Banken im Einklang, ihre Dividendenzahlungen im Zeitverlauf zu glätten. Einige Banken geben angestrebte Ausschüttungsbeträge für mehrere Jahre bekannt. Sie wissen also bereits zu Jahresbeginn, wie hoch die Dividendenzahlungen in diesem Jahr sein sollen, auch wenn das Jahresendergebnis noch nicht feststeht. Eine Regression des Kreditangebots im Jahr 2022 auf die sich aus dem Jahresgewinn 2022 ergebenden Dividendenzahlungen und Ausschüttungen kann das Problem der umgekehrten Kausalität widerspiegeln. Da höhere Gewinne aufgrund des gestiegenen Kreditvolumens zu höheren Dividenden führen dürften, würde es sich jedoch um eine konservative Verzerrung handeln. Die so geschätzten Koeffizienten bilden daher vermutlich die Untergrenze des Effekts. Diese konservative Verzerrung wird dadurch verstärkt, dass die Gewinne aus dem Jahr 2021 eher von einer Erholung der Ausschüttungen nach der Pandemie beeinflusst worden sein dürften. Das sollte zu einer weiteren Verzerrung des Koeffizienten Richtung null in dieser Spezifikation führen.

Abbildung E

Veränderung der Eigenkapitalkosten der Banken von Februar bis März 2023 und Ausschüttungsrenditen auf Gewinne aus dem Jahr 2022

(x-Achse: Ausschüttungsrendite (in Prozentpunkten); y-Achse: Veränderung der Eigenkapitalkosten (in %))



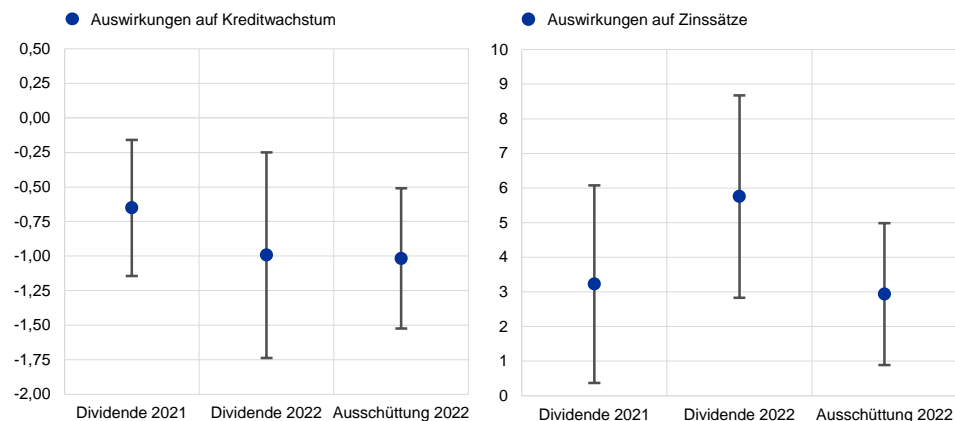
Quellen: Jahresabschlüsse der Banken, Bloomberg, Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung dargestellt sind die Dezile der Verteilung der jährlichen Ausschüttungsrenditen der Banken (Dividenden und Aktienrückkäufe dividiert durch den Buchwert des Eigenkapitals) für Gewinne aus dem Jahr 2022 (x-Achse) sowie die Veränderung der Eigenkapitalkosten der Banken von Februar bis März 2023 (y-Achse). Bei den Eigenkapitalkosten handelt es sich um einen Durchschnitt aus zehn modellgestützten Schätzungen (Je nach Verfügbarkeit auf Bankebene). Die Berechnung basiert auf: C. Altavilla et al., Measuring the cost of equity of euro area banks, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 254, 2021. Bei der Linie handelt es sich um den Trend basierend auf einer Regression.

Abbildung F

Auswirkungen der Ausschüttungen für Gewinne aus den Jahren 2021 und 2022 auf das Kreditwachstum und die Zinssätze im Jahr 2022

(Regressionskoeffizienten, die die Auswirkungen einer um 1 Prozentpunkt höheren Dividenden- oder Ausschüttungsrendite auf das Kreditwachstum (in Prozentpunkten) und die Zinssätze (in Basispunkten) darstellen)



Quellen: Jahresabschlüsse der Banken, aufsichtliche Meldungen an die EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In der Abbildung dargestellt sind die Koeffizienten einer Regression des Kreditwachstums und der Veränderung der Bankzinsen im Jahr 2022 auf die jährlichen Dividendenrenditen der Banken (Dividenden dividiert durch den Buchwert des Eigenkapitals) für Gewinne aus den Jahren 2021 und 2022 sowie die Ausschüttungsrendite (Dividenden und Aktienrückkäufe dividiert durch den Buchwert des Eigenkapitals) für Gewinne aus dem Jahr 2022. Kontrollvariablen sind die Eigenkapitalrendite, die LCR, der Anteil des harten Kernkapitals (CET1), der über die Eigenkapitalanforderungen hinausgeht, die Jahreswachstumsrate der Gesamtaktiva, die Bankgröße (logarithmierte Gesamtaktiva), die NPL-Quote und unternehmensspezifische fixe Effekte. Die erklärenden Variablen sind um ein Jahr verzögert. Die Fehlerbalken markieren ein Konfidenzintervall von 90 %. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf die Ausschüttung von Gewinnen aus dem Jahr 2022 (Auszahlung überwiegend im Jahr 2023).

8 Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Unterstützung des Finanzsektors 15 Jahre nach der internationalen Finanzkrise

Marien Ferdinandusse und Benoit Lichtenauer

Während und nach der Weltfinanzkrise unterstützten die meisten Euro-Staaten einzelne Finanzinstitute, um die Finanzstabilität zu wahren.¹ So führten sie Banken Kapital zu oder verstaatlichten sie, übernahmen ihre wertgeminderten Aktiva mittels öffentlicher Entschuldungseinrichtungen („Bad Banks“) oder gewährten ihnen Kredite. Die direkten Auswirkungen dieser Hilfen auf die öffentlichen Finanzen der Euro-Länder sind auch nach 15 Jahren noch sichtbar und werden im vorliegenden Kasten untersucht. Die fiskalischen Effekte lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

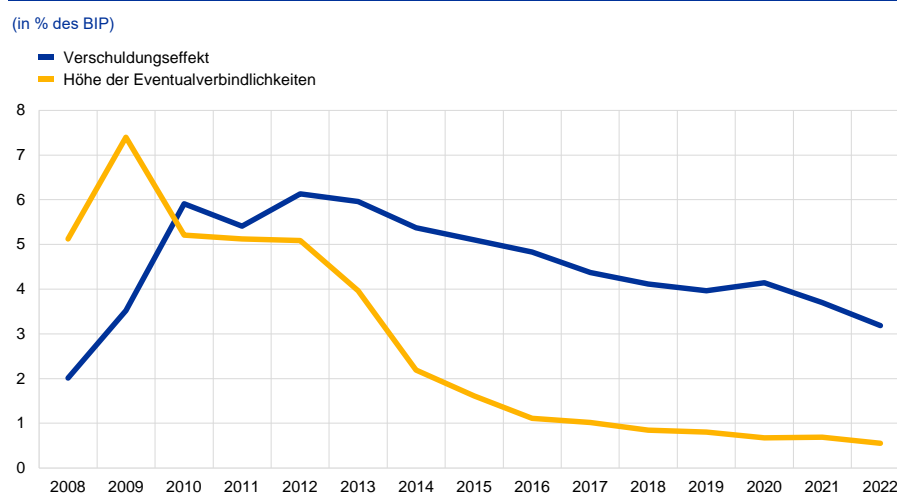
- Führten die Maßnahmen zu eindeutigen Verlusten für den Staat, werden sie als defiziterhöhende Vermögenstransfers klassifiziert.
- Erhielt ein Staat Bankbeteiligungen oder Schuldverschreibungen, deren Wert jenem der staatlichen Kapitalzuführung gleichgesetzt wurde, gilt dies als eine lediglich schuldenstandswirksame Finanztransaktion (das Defizit bleibt unberührt).
- Umfassten die Maßnahmen auch Garantien, so handelt es sich um Eventualverbindlichkeiten, welche die öffentlichen Finanzen erst bei Inanspruchnahme belasten.

Die Auswirkungen der krisenbedingten Finanzsektorhilfen auf die Staatsfinanzen haben zwar erheblich nachgelassen, sind aber auch heute noch deutlich erkennbar. Infolge der ab 2007 geleisteten Unterstützung erhöhte sich die Staatsverschuldung auf Euroraumebene kontinuierlich. Im Jahr 2012 erreichte dieser Effekt mit über 6 Prozentpunkten des BIP einen Höchststand (siehe Abbildung A). Seither ist der Verschuldungseffekt wieder zurückgegangen, denn die

¹ Zur Beschreibung der Finanzkrise sowie der ergriffenen fiskalischen und finanziellen Maßnahmen siehe unter anderem EZB, [Euro area fiscal policies and the crisis](#), Occasional Paper Series, Nr. 109, 2010; EZB, [Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States](#), Occasional Paper Series, Nr. 117, 2010. Detailliertere Angaben zur statistischen Klassifikation der staatlichen Finanzsektorhilfen und deren Folgen für die öffentlichen Finanzen finden sich in: EZB, [Fiskalische Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors während der Krise](#), Wirtschaftsbericht 6/2015, September 2015; EZB, [Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact](#), Statistics Paper Series, Nr. 7, 2015; EZB, [Auswirkungen der staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor auf die öffentlichen Finanzen – Bestandsaufnahme zehn Jahre nach der Finanzkrise](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2018, September 2018. Die Regeln für die statistische Erfassung der Finanzsektorhilfen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wurden im Laufe der Zeit mehrfach überarbeitet. Infolgedessen ergeben sich nun teilweise deutlich andere fiskalische Effekte der staatlichen Unterstützung als seinerzeit. Im Jahr 2009 fasste Eurostat einen ersten Beschluss über die statistische Verbuchung dieser Hilfen. Seitdem wurden die Regeln wiederholt angepasst. Zuletzt erschien 2022 das aktualisierte [Handbuch zu Defizit und Schuldenstand](#) (Englisch; siehe insbesondere Kapitel 4.5 über staatliche Interventionen zur Stützung von Finanzinstituten durch finanzielle Rettungsmaßnahmen und Entschuldungseinrichtungen).

Staaten konnten ihre in der Krise erworbenen Bankbeteiligungen wieder verkaufen und die von „Bad Banks“ gehaltenen Aktiva (zumeist notleidende Kredite) abstoßen. Gleichwohl war 2022 die öffentliche Verschuldung wegen der Stützung des Finanzsektors noch um mehr als 3 % des BIP höher, und die ausstehenden Garantien beliefen sich auf rund 0,5 % des BIP (siehe Abbildung A). Finanziert wurde die staatliche Unterstützung durch Schuldverschreibungen (gut zur Hälfte), Kredite (17,7 %) und sonstige Verbindlichkeiten staatlicher Stellen (28,8 %).² Zu letzteren zählen vor allem Schulden von verstaatlichten Banken, die vom Finanz- zum Staatssektor umgruppiert wurden, und von „Bad Banks“.

Abbildung A
Wirkung der Finanzsektorhilfen und Eventualverbindlichkeiten auf die Staatsverschuldung im Euroraum 2008-2022



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die sich aus den Finanzsektorhilfen ergebenden Verbindlichkeiten des Staates schlagen sich in der gemessenen Staatsverschuldung nieder. Bei Eventualverbindlichkeiten handelt es sich um staatliche Verpflichtungen in Form expliziter Garantien. Abgesehen von Einnahmen durch Garantiegebühren wirken sich diese nur dann auf die Staatskonten aus, wenn in der Zukunft ein bestimmtes Ereignis eintritt.

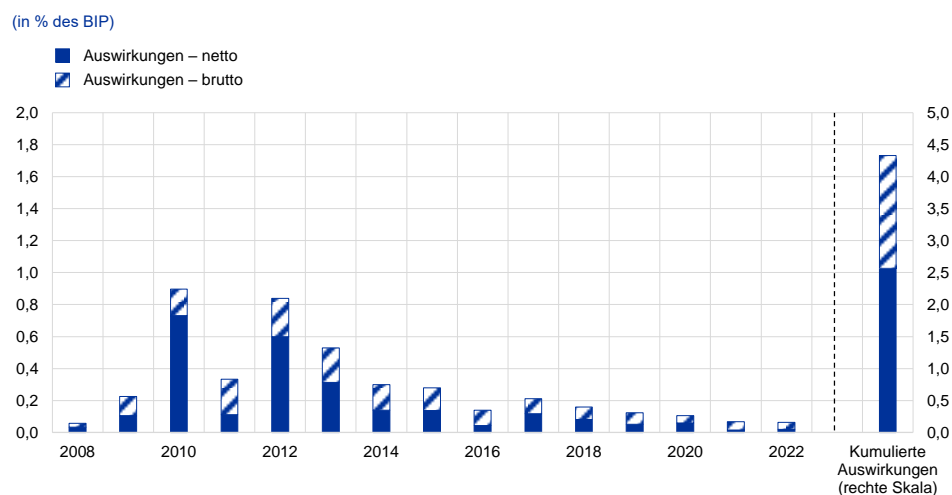
Seit der Finanzkrise hatten die Unterstützungsmaßnahmen in jedem Jahr einen defizitsteigernden Effekt, wenngleich dieser zuletzt nur noch sehr gering war (siehe Abbildung B). In der ersten Zeit – wenn auch nicht jedes Jahr – wirkten sich die Vermögenstransfers besonders stark auf das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum aus. Später waren die unterstützungsbezogenen Ausgaben – primär Zinsausgaben, gefolgt von Vermögenstransfers – höher als die unterstützungsbezogenen Einnahmen, die vor allem aus Zinsen und Dividenden bestanden.³

² Siehe hierzu den [Hintergrundvermerk von Eurostat](#) (Englisch) vom April 2023 über die staatlichen Interventionen zur Stützung von Finanzinstituten.

³ Hier bietet sich ein Vergleich mit den fiskalischen Auswirkungen an, welche die staatlichen Energiehilfen in den ersten beiden Jahren der Energiekrise im Euroraum hatten. In kumulierter Betrachtung über den Zeitraum 2008-2022 erhöhte der Netto-Effekt der Finanzsektorhilfen das staatliche Defizit um rund 2,6 % des 2022 verzeichneten BIP. Aus den Energiehilfen ergab sich 2021-2022 ein Netto-Effekt von rund 1,9 % des BIP. Siehe auch EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euroraum auf die Energiekrise und die hohe Inflation – eine aktuelle Einschätzung](#), Kasten 9, Wirtschaftsbericht 2/2023, März 2023.

Abbildung B

Auswirkungen der Finanzsektorhilfen auf das staatliche Defizit im Euroraum



Quelle: Eurostat.

Die Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors haben sich in den einzelnen Euro-Ländern sehr unterschiedlich auf die öffentlichen Finanzen ausgewirkt.

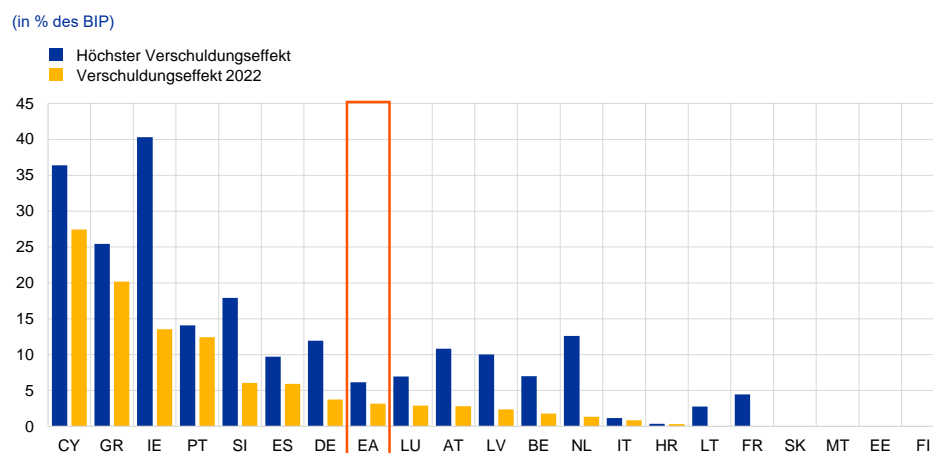
Einige wenige Staaten ergriffen keine oder so gut wie keine Maßnahmen. In zehn Euro-Ländern belief sich der Effekt der Finanzsektorhilfen auf die Schuldenquote auf knapp 10 % des BIP bzw. fiel sogar noch höher aus. Bei diesen Ländern handelte es sich um Deutschland, die Niederlande, Lettland, Österreich, Slowenien, die vier Staaten, die ein EU/IWF-Finanzhilfeprogramm benötigten (Irland, Griechenland, Zypern und Portugal), sowie Spanien⁴, das 2012 Hilfen aus der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität bzw. dem Europäischen Stabilitätsmechanismus beantragte. In den vier Programmländern betrug der Effekt auf die Schuldenquote 2022 noch mehr als 10 Prozentpunkte und lag in einigen Fällen sogar sehr deutlich darüber (siehe Abbildung C).⁵

⁴ In Spanien wurde 2021 der Effekt der Finanzsektorhilfen auf die Schuldenquote auch für die Vorjahre deutlich revidiert. Anlass war die nachträgliche statistische Umgruppierung der 2012 gegründeten Kapitalverwaltungsgesellschaft Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) zum Staatssektor. Nähere Angaben finden sich im [Schreiben von Eurostat](#) (Englisch) vom 16. Februar 2021 an das spanische Statistikamt Instituto Nacional de Estadística über die Sektorklassifizierung von SAREB.

⁵ Im Fall Irlands eignet sich das modifizierte Bruttonationaleinkommen (BNE*) besser für die Messung des Verschuldungseffekts, da das BIP von der Steuergestaltung multinationaler Konzerne beeinflusst wird. Für 2013 ergibt sich ein Höchststand von 53 % des BNE*, 2022 waren noch 25 % des BNE* zu verzeichnen.

Abbildung C

Auswirkungen der Finanzsektorhilfen auf die Bruttostaatsverschuldung



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Ausgewiesen sind die Höchstwerte der staatlichen Verbindlichkeiten in % des BIP im Zeitraum 2007-2022 und im Jahr 2022. Anordnung der Länder nach dem Wert für 2022.

Eine Finanzkrise hat vielfältige gesamtwirtschaftliche Folgen. Die hier betrachteten langfristigen direkten Auswirkungen staatlicher Finanzsektorhilfen auf die öffentlichen Finanzen sind nur ein Aspekt.

So kann es auch zu Produktionsverlusten und einer höheren Arbeitslosigkeit kommen. In einigen Ländern haben sich die ungünstigen Entwicklungen des Finanzsektors und der Staatsfinanzen auch gegenseitig verstärkt. Dies führte zu höheren Finanzierungskosten für die Staaten und einer Verschärfung der Finanz- und Wirtschaftskrise. Der daraus resultierende Anstieg der staatlichen Schuldenquote bleibt in den hier vorgestellten Schätzungen unberücksichtigt. All diese Faktoren zeigen, wie wichtig und notwendig ein geeigneter institutioneller Rahmen ist, der Episoden der Instabilität von Gesamtwirtschaft und Finanzsystem verhindert bzw. aus solchen Episoden resultierende Kosten begrenzt. Seit der internationalen Finanzkrise wurden in der EU verschiedene Reformen durchgeführt, um die Aufsicht über den Finanzsektor zu verbessern, eine geordnete Abwicklung ausfallender Finanzinstitute zu ermöglichen und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und Krisenfestigkeit staatlicher Kreditnehmer zu erhöhen. Im Zuge dessen entstanden beispielsweise der Einheitliche Aufsichtsmechanismus, der Einheitliche Abwicklungsmechanismus und der Europäische Fiskalausschuss.⁶

⁶ Zu den einzelnen Institutionen siehe [Einheitlicher Aufsichtsmechanismus](#), [Einheitlicher Abwicklungsmechanismus](#), [Europäischer Fiskalausschuss](#).

Aufsätze

1 Die Leistungsbilanz des Euroraums nach dem Pandemie- und Energieschock

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris und Martin Schmitz

1 Einleitung

Von 2021 bis 2022 verschlechterte sich der Leistungsbilanzsaldo des Euroraums um 3,6 Prozentpunkte. Während 2021 noch ein Überschuss von 2,8 % des BIP verzeichnet wurde, stand 2022 ein Defizit von 0,8 % des BIP zu Buche.¹ Dies war historisch gesehen die bisher größte jährliche Veränderung des Leistungsbilanzsaldos des Euroraums. Zurückzuführen war sie auf den Terms-of-Trade-Schock infolge des Energiepreisanstiegs nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine, der eine erhebliche Verschlechterung der Handelsbilanz des Euroraums zur Folge hatte.² Seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 hat der Leistungsbilanzsaldo des Euroraums mehrere verschiedene Phasen durchlaufen. Nachdem in den frühen 2000er-Jahren Defizite verbucht wurden, war die Leistungsbilanz anschließend bis zur globalen Finanzkrise weitgehend ausgeglichen. Mit Ausbruch der Finanzkrise verschlechterte sie sich dann drastisch, und 2008 wurde ein historisch hohes Defizit von nahe 2 % des BIP verzeichnet. Nach einer Phase der Konsolidierung wurden anschließend von 2013 bis 2019 durchgehend Überschüsse verzeichnet, bis dann 2020 und 2021 aufgrund der Pandemie eine gewisse Volatilität einsetzte.³

Veränderungen des Leistungsbilanzsaldos liefern Informationen, die auch für die Durchführung der Geldpolitik relevant sein können. Beispielsweise erhöht ein Rückgang des Leistungsbilanzsaldos aufgrund gestiegener Importpreise und einer Verschlechterung der Terms of Trade – wie in der jüngsten Energiekrise – einerseits durch eine Veränderung der relativen Preise den Inflationsdruck. Andererseits wird aber über die damit einhergehenden Einbußen beim Realeinkommen auch die Binnennachfrage gedämpft, was im Zeitverlauf zu einer Korrektur des Leistungsbilanzsaldos führt und den Inflationsdruck mindert. Dies hat wichtige Implikationen für das Ausmaß und die Dauer der geldpolitischen Straffung, die als Reaktion auf einen Terms-of-Trade-Schock erforderlich ist.

¹ Die Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos im Euroraum ist eng mit der wirtschaftlichen Entwicklung im Ausland verknüpft. Die Leistungsbilanz bemisst die Transaktionen zwischen Ansässigen im Euroraum und Ansässigen außerhalb des Euroraums. Sie setzt sich zusammen aus den Salden im Warenhandel und bei den Dienstleistungen, dem als Primäreinkommen erfassten Nettoeinkommen aus dem Ausland (z. B. Zinsen und Dividenden) sowie den als Sekundäreinkommen erfassten Nettotransfers (z. B. Heimatüberweisungen sowie Übertragungen im Zusammenhang mit dem EU-Haushalt).

² Die Terms of Trade sind eine Messgröße der Exportpreise im Verhältnis zu den Importpreisen.

³ Siehe EZB, [Entwicklung der Leistungsbilanz im Euro-Währungsgebiet während der Pandemie](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021.

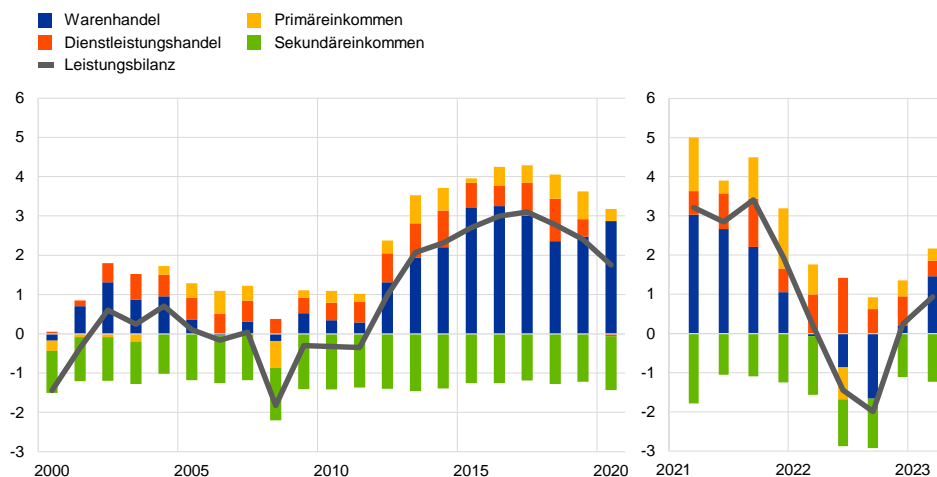
Im vorliegenden Aufsatz werden die Faktoren untersucht, die für die drastische Umkehr des Leistungsbilanzsaldos im Eurogebiet im Jahr 2022 verantwortlich waren. Dabei wird die Entwicklung der verschiedenen Leistungsbilanzkomponenten betrachtet. Zudem werden anhand der mittelfristigen Bestimmungsfaktoren die Aussichten für eine Erholung des Leistungsbilanzsaldos erörtert.

2 Die Leistungsbilanz des Euroraums nach dem Pandemie- und Energieschock

Die Leistungsbilanz des Euroraums verschlechterte sich im Jahr 2022 drastisch und kehrte sich in ein Defizit, nachdem zuvor seit 2012 Überschüsse verzeichnet worden waren. 2022 wies die Leistungsbilanz ein Defizit von 0,8 % des euroraumweiten BIP auf, was einem Rückgang um 3,6 Prozentpunkte gegenüber dem Überschuss von 2,8 % des BIP im Jahr 2021 entsprach. Dies war die größte je gemessene jährliche Veränderung des Leistungsbilanzsaldos des Euroraums (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1
Leistungsbilanz des Euroraums

(links: jährliche Ströme in % des BIP; rechts: vierteljährliche Ströme in % des BIP)



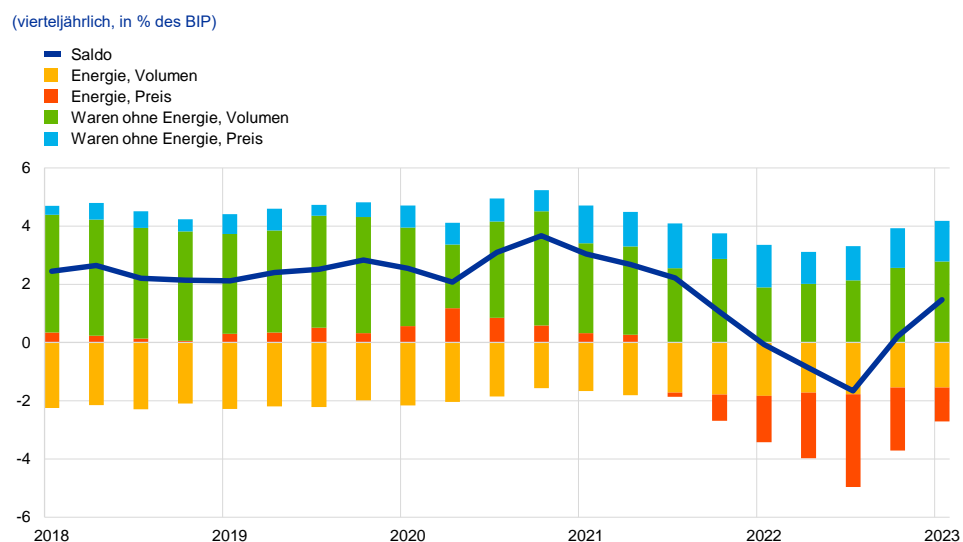
Quelle: EZB.

Verantwortlich für die Verschlechterung der Leistungsbilanz war im Wesentlichen der Warenhandel. So wurde in der Warenhandelsbilanz 2022 ein Defizit von 0,6 % des BIP verbucht, nachdem im Jahr zuvor noch ein entsprechender Überschuss von 2,2 % des BIP verzeichnet wurde. Zugleich verringerte sich der Überschuss beim Primäreinkommen von 1,1 % auf 0,2 % des BIP. Kompensiert wurden diese Entwicklungen in geringem Maße durch einen Anstieg des Überschusses im Dienstleistungshandel (von 0,8 % auf 0,9 % des BIP), während das Defizit beim Sekundäreinkommen unverändert bei 1,3 % des BIP lag.

Dass sich der Saldo der Warenhandelsbilanz von einem Überschuss in ein Defizit kehrte, war in erster Linie vorübergehenden Preiserhöhungen bei den Nettoenergieimporten geschuldet. Das Defizit im Handel mit Energieerzeugnissen

belief sich 2022 auf 4,0 % des BIP und war damit mehr als doppelt so hoch wie im Vorjahr (1,9 %). Eine Aufschlüsselung der Exporte und Importe in Preis- und Volumeneffekte nach Produktgruppen zeigt, dass dieser Anstieg durch die höheren Energiepreise bedingt war (siehe Kasten 1). Die Energieverteuerung, die bereits gegen Ende 2021 eingesetzt hatte, beschleunigte sich nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 erheblich. Das Volumen der Energieimporte veränderte sich indes weniger stark. Bis Mitte 2022 nahmen die Energieeinfuhren leicht zu, weil sich die Euro-Länder bemühten, ihre Gasspeicher vor dem Winter zu füllen. Ab Herbst 2022 waren die Importe dann aber aufgrund der Energiesparmaßnahmen und günstiger Witterungsbedingungen rückläufig. Als die Energiepreise Anfang 2023 sanken, erholte sich die Warenhandelsbilanz, und in der Quartalsbetrachtung wurde sogar wieder ein Überschuss verbucht, in dem auch eine Erholung der volumenmäßigen Nettoexporte von Waren ohne Energie zum Ausdruck kam (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2
Warenhandelsbilanz des Euroraums



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023. Die Aufschlüsselung der Warenhandelsbilanz in der Zahlungsbilanz erfolgt nach der in Kasten 1 dieses Aufsatzes beschriebenen Methodik. Die Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz nach Produktkategorien ist den Statistiken über den internationalen Warenverkehr entnommen. Der Posten Energie umfasst auch den Handel gemäß dem Internationalen Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung). Die Aufschlüsselung in die Preis- und Volumenkomponenten erfolgt durch Multiplikation der Werte mit den handelsgewichteten Summen der einzelnen Mengenindizes innerhalb der jeweiligen Produktkategorien und Subtraktion von den nominalen Handelswerten.

Auch der Saldo des Warenhandels ohne Energie war im Jahresverlauf 2022 größtenteils rückläufig. Ursächlich für den sinkenden Überschuss in der ersten Jahreshälfte war das schleppende Wachstum der volumenmäßigen Warenausfuhren ohne Energie, das hinter dem der entsprechenden Einfuhren zurückblieb. Letztere wiesen trotz der Abwertung des Euro und der moderaten Binnennachfrage ein robustes Wachstum auf, denn die Importe von gewerblichen Erzeugnissen mit

hohem Energiegehalt nahmen deutlich zu, weil die heimische Produktion aufgrund des asymmetrischen Energiepreisschocks an Wettbewerbsfähigkeit einbüßte.⁴

Das Wachstum der Warenexporte des Euroraums wurde im Jahr 2022 immer noch durch Lieferengpässe – einschließlich Energieangebotsschocks – gebremst. Zu den Reaktionen auf die Corona-Pandemie zählten auch Lockdowns, die das Warenangebot beeinträchtigten. Im Zusammenspiel mit den fiskalischen Transferzahlungen verlieh dies der Nachfrage nach Waren spürbaren Auftrieb. Die Lieferengpässe verschärften sich nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine Ende Februar 2022 und verringerten sich erst ab August 2022 nach und nach. In Abbildung 3 ist eine historische Zerlegung auf Basis eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells dargestellt. Darin zeigt sich, dass das Wachstum der Warenexporte des im Eurogebiets über das gesamte Jahr 2022 hinweg durch Lieferengpässe gedämpft wurde. Tatsächlich war der negative Effekt der vorangegangenen Lieferkettenstörungen noch bis in die ersten Monate des Jahres 2023 spürbar. Erst im März dieses Jahres erhielt das Exportwachstum letztlich durch das Nachlassen der Lieferengpässe Rückenwind.⁵ Der Energieangebotsschock spielte zunächst eine untergeordnete Rolle für die Exportleistung des Euroraums, gewann aber nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine an Bedeutung. Ausgeglichen wurden diese Faktoren teilweise durch den Rückgang des nominalen effektiven Euro-Wechselkurses im vergangenen Jahr, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums erhöhte.

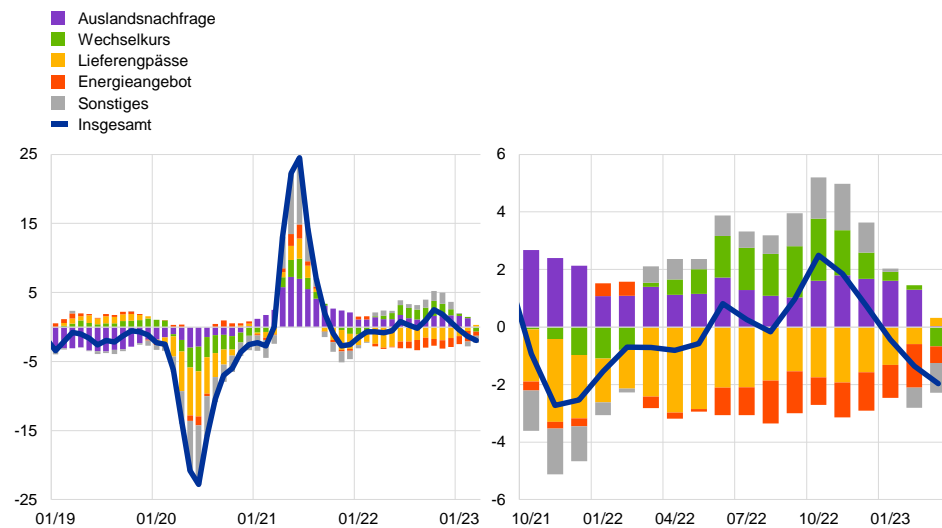
⁴ Siehe EZB, [Auswirkungen des Energiepreisanstiegs auf Industrieproduktion und Importe](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2023, Februar 2023.

⁵ Aufgrund der Lieferengpässe hatten die Exporteure des Euroraums die Auslandsnachfrage nicht vollständig bedienen können. Hiervon gingen im Jahr 2022 im Schnitt positive Wachstumsimpulse für die Exporte des Euroraums aus, die allerdings in den letzten Monaten nachgelassen haben.

Abbildung 3

Historische Aufgliederung der Warenexportvolumina

(gleitende Dreimonatsveränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Während des Energieschocks bildete der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz einen Puffer für den Leistungsbilanzsaldo des Euroraums.

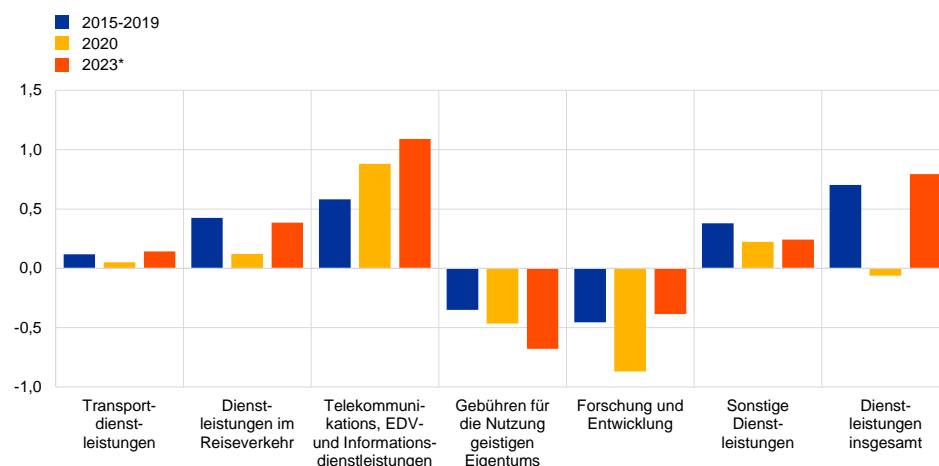
Die wichtigste Veränderung gegenüber der Zeit vor der Pandemie war ein höherer Überschuss bei den Informations- und Telekommunikationsdienstleistungen. Dieser nahm im jüngsten Vierquartalszeitraum von 0,6 % auf 1,1 % des BIP des Euroraums zu (siehe Abbildung 4), weil die Exporte vor dem Hintergrund eines dynamischen Wachstums in diesem Sektor an Fahrt aufnahmen. Die Überschüsse bei den Reiseverkehrs- und Transportdienstleistungen haben inzwischen wieder in etwa ihr Vorpandemieniveau erreicht, nachdem sie auf dem Höhepunkt der Pandemie im Jahr 2020 infolge der Reisebeschränkungen und der zum Erliegen gekommenen Warenvershiffungen eingebrochen waren. In den vergangenen Jahren ergab sich ein erhebliches Defizit bei den Gebühren für die Nutzung geistigen Eigentums. Dieses hat sich in den letzten vier Quartalen auf 0,7 % des BIP erhöht. Auch bei den Dienstleistungen im Bereich Forschung und Entwicklung, deren Einfuhren in den letzten Jahren eine ausgeprägte Volatilität aufgewiesen haben, wurden erhebliche Fehlbeträge verbucht, die mit den Steuerplanungsstrategien großer multinationaler Unternehmen im Zusammenhang standen.⁶

⁶ Nähere Informationen zu den Auswirkungen der Geschäftstätigkeit multinationaler Unternehmen auf die Außenwirtschaftsstatistiken des Euroraums finden sich in: EZB, [Multinationale Unternehmen, Finanzzentren und ihre Auswirkungen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus Sicht des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 2/2020, März 2020; P. R. Lane, [Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic](#), Rede anlässlich des European Statistical Forum (virtuell), 26. April 2021; EZB, [Immaterielle Anlagegüter multinationaler Unternehmen in Irland: Auswirkungen auf das BIP des Euroraums](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

Abbildung 4

Entwicklung der Dienstleistungsbilanz des Euroraums nach wichtigsten Dienstleistungskategorien

(in % des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: In der Kategorie „sonstige Dienstleistungen“ sind alle in der Abbildung nicht gesondert ausgewiesenen Dienstleistungen erfasst. Für den Zeitraum 2015-2019 ist der Durchschnitt des Zeitraums dargestellt.

* 2023 bezieht sich auf den Zeitraum vom zweiten Quartal 2022 bis zum ersten Quartal 2023.

Im Jahr 2022 verschlechterte sich die Handelsbilanz des Euroraums

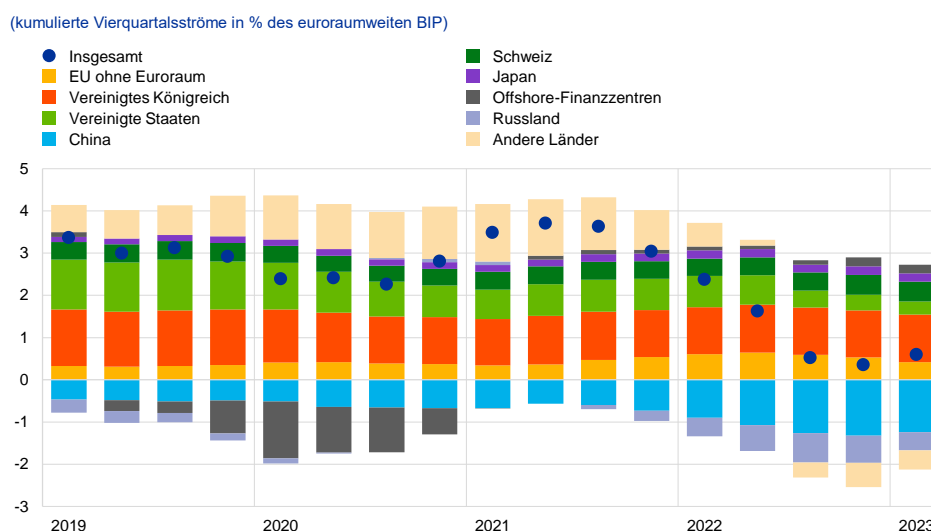
insbesondere gegenüber China, Russland und den Vereinigten Staaten. Wie

aus Abbildung 5 hervorgeht, verzeichnete der Euroraum die größten bilateralen Defizite gegenüber China (aufgrund stark gestiegener Wareneinfuhren), Russland (aufgrund der Einfuhr von Energieerzeugnissen, des Einbruchs der Exporte nach Kriegsbeginn und der Verhängung von Exportsanktionen) sowie einer Restgruppe anderer Länder, darunter die OPEC-Staaten und Norwegen (ebenfalls im Zusammenhang mit der Einfuhr von Energieerzeugnissen). Anfang 2023 nahm das Handelsbilanzdefizit gegenüber Russland und China dann vor dem Hintergrund des allgemeinen Rückgangs der Energiepreise, einer Diversifizierung der Energieversorgung und der Aufhebung der Corona-Beschränkungen in China geringfügig ab. Auch der Handelsbilanzüberschuss des Euroraums gegenüber den Vereinigten Staaten verringerte sich im Jahr 2022. Dies war zum Teil auf die volatile Entwicklung der Dienstleistungstransaktionen im Zusammenhang mit der Geschäftstätigkeit großer multinationaler Unternehmen zurückzuführen, denn das bilaterale Defizit des Euroraums gegenüber den USA im Zusammenhang mit Gebühren für die Nutzung geistigen Eigentums und sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen hat sich seit 2019 verdreifacht.⁷ Zudem nahmen die Wareneinfuhren des Euroraums aus den Vereinigten Staaten im Verlauf

⁷ In den vergangenen zwei Jahren nahmen die Zahlungen an die Vereinigten Staaten im Zusammenhang mit Gebühren für die Nutzung von Rechten an geistigem Eigentum und sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen erheblich zu. Dem stand jedoch ein entsprechender Rückgang derartiger Importe aus Offshore-Finanzzentren gegenüber, an die 2019 und 2020 noch die meisten Zahlungen dieser Art geflossen waren. Ursächlich für diese Entwicklung waren die jüngsten Umstrukturierungsmaßnahmen großer multinationaler Unternehmen, die auch die Repatriierung geistigen Eigentums, das zuvor in Tochtergesellschaften in Offshore-Finanzzentren gehalten wurde, in die Vereinigten Staaten umfassten. Im Euroraum betreffen diese Transaktionen vor allem Irland und die Niederlande, wo viele große multinationale Unternehmen angesiedelt sind.

des Jahres 2022 analog zur gestiegenen Nachfrage nach Flüssiggas aus den USA erheblich zu.⁸ Die größten bilateralen Handelsbilanzüberschüsse verzeichnete das Eurogebiet im Jahr 2022 indes gegenüber dem Vereinigten Königreich, der Schweiz und anderen EU-Ländern.

Abbildung 5
Handelsbilanz des Euroraums nach Handelspartnern



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: „EU ohne Euroraum“ umfasst die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sowie Organe und Einrichtungen der EU, die für statistische Zwecke nicht dem Euroraum zugerechnet werden (z. B. die Europäische Kommission oder die Europäische Investitionsbank). „Offshore-Finanzzentren“ sind Länder oder Jurisdiktionen außerhalb der EU, die Finanzdienstleistungen für Gebietsfremde in einer Größenordnung erbringen, die nicht im Verhältnis zur Größe ihrer Volkswirtschaft steht (z. B. Hongkong (SVZ) oder die Kaimaninseln). „Andere Länder“ umfasst alle Länder und Ländergruppen, die in der Abbildung nicht gesondert aufgeführt sind, sowie alle nicht zugeordneten Transaktionen.

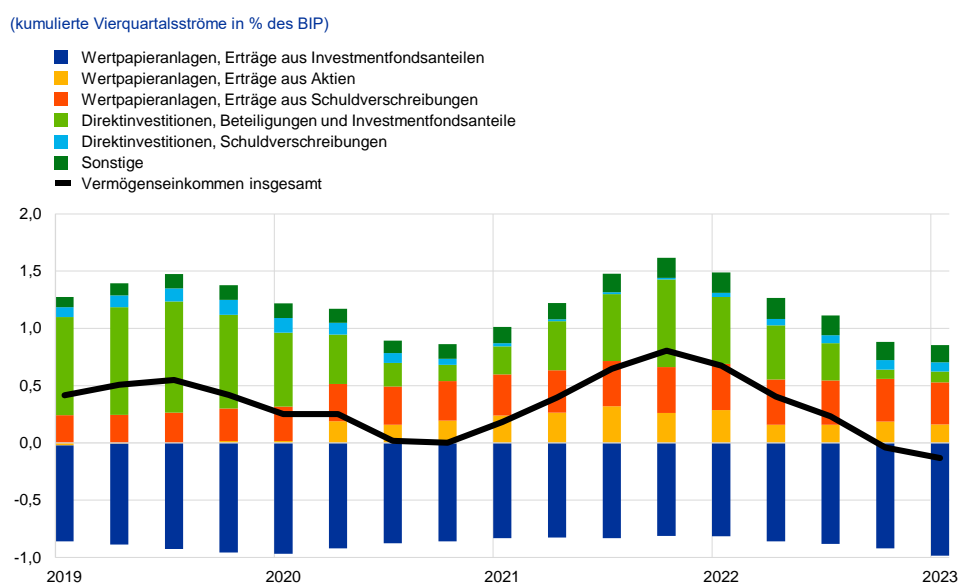
Der Überschuss beim Primäreinkommen verschlechterte sich im Jahr 2022 aufgrund niedrigerer Nettovermögenseinkommen, die vor allem auf einen deutlich gesunkenen Überschuss bei den Einkünften aus Direktinvestitionen und Anlagen in Aktien und ein höheres Defizit bei den Einkünften aus Investmentfondsanteilen zurückzuführen waren.⁹ Im Verlauf des Jahres 2022 kehrte sich der Saldo der Vermögenseinkommen leicht ins Negative (siehe Abbildung 6). Ursächlich hierfür war ein erheblich geringerer Überschuss bei den Nettoeinkünften aus Direktinvestitionen in Beteiligungskapital, der in erster Linie der starken Volatilität der Einkommensströme innerhalb der wichtigsten Direktinvestitionszentren des Euroraums (Irland, Luxemburg und die Niederlande) geschuldet war. Zugleich verzeichneten die Investmentfonds im Eurogebiet – die überwiegend in Irland und Luxemburg ansässig sind – im Jahr 2022 höhere Einkommensströme an ihre ausländischen Investoren. Der seit 2022 zu beobachtende weltweite Zinsanstieg hatte einen deutlich positiven Effekt auf die

⁸ Weitere Informationen zum EU-Erdgasmarkt finden sich in: EZB, [Globale Risiken für den Erdgasmarkt in der EU](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 1/23, Februar 2023.

⁹ Das Vermögenseinkommen spiegelt die Einnahmen und Ausgaben aus den Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft (zum Beispiel Dividenden und Zinsen) wider. Es lässt sich noch weiter aufschlüsseln in die funktionalen Kategorien der Zahlungsbilanz (Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, übrige Kapitalanlagen und Währungsreserven). Das Primäreinkommen umfasst neben dem Vermögenseinkommen auch grenzüberschreitende Arbeitnehmerentgelte und sonstige Primäreinkommen (vor allem Steuern und Subventionen), die traditionell positiv zum Primäreinkommenssaldo im Euroraum beitragen.

Vermögenseinkommen aus Anlagen in Schuldverschreibungen und auf die übrigen Vermögenseinkommen, die an Gebietsfremde ausgezahlt und aus Ländern außerhalb des Euroraums bezogen wurden. Der positive Nettobeitrag dieser Positionen zum Saldo der Vermögenseinkommen im Eurogebiet blieb dabei recht stabil.

Abbildung 6
Entwicklung des Vermögenseinkommensaldos des Euroraums nach wichtigsten Einkommenskategorien



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: „Sonstige“ umfasst Einkommen aus Währungsreserven und sonstige Vermögenseinkommen.

Trotz des Leistungsbilanzdefizits blieb der Euroraum im Jahr 2022

Nettokreditgeber, da die Vermögensänderungsbilanz einen außergewöhnlich hohen Überschuss aufwies.

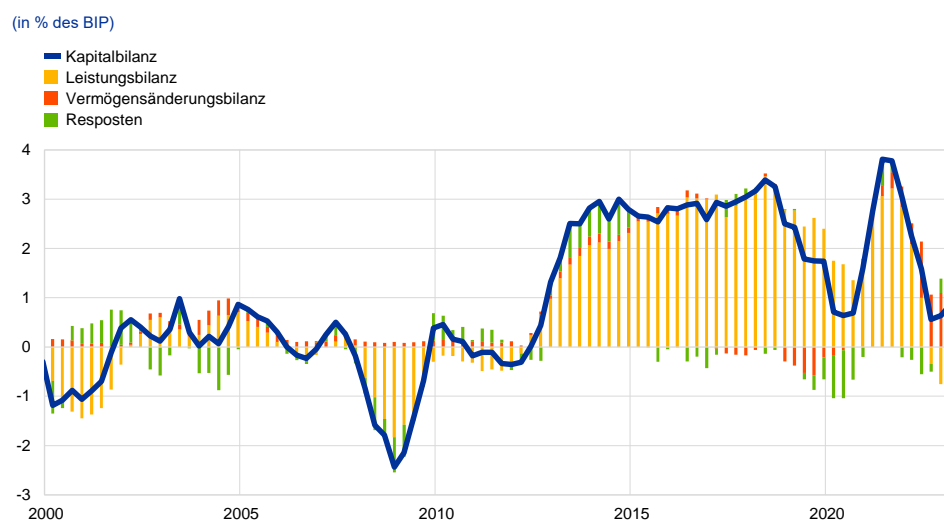
Betrachtet man die wichtigsten Komponenten der Identitätsgleichung der Zahlungsbilanz, so wiesen die Salden der Leistungs- und der Kapitalbilanz des Euroraums in den letzten zwei Jahrzehnten einen engen Gleichlauf auf (siehe Abbildung 7), während die Salden der Vermögensänderungsbilanz und der Restposten gering ausfielen.¹⁰ Die Parallelentwicklung der Leistungs- und der Kapitalbilanz endete jedoch im Jahresverlauf 2022, wobei in der Kapitalbilanz weiterhin positive, wenn auch rückläufige Nettoabflüsse verbucht wurden (0,9 % des BIP in den letzten vier Quartalen).¹¹ Ursächlich hierfür war ein historisch hoher Überschuss in der Vermögensänderungsbilanz (1,0 % des BIP), insbesondere gegenüber den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich. Dieser war in

¹⁰ Gemäß der Identitätsgleichung der Zahlungsbilanz gilt: Leistungsbilanzsaldo + Vermögensänderungsbilanzsaldo + Restposten (in dem etwaige statistische Diskrepanzen erfasst werden) = Kapitalbilanzsaldo. Der Saldo der Kapitalbilanz wird anhand von Nettokapitalabflüssen definiert, d. h. dem Nettoerwerb ausländischer Vermögenswerte durch Gebietsansässige abzüglich der Nettoaufnahme von Verbindlichkeiten durch Gebietsansässige gegenüber Gebietsfremden.

¹¹ Nähere Informationen zur Entwicklung der externen Kapitalströme im Euroraum im Jahr 2022 finden sich in: EZB, [Gründe für den massiven Rückgang der externen Kapitalströme des Euroraums im Jahr 2022 – Erkenntnisse aus einer detaillierteren Aufschlüsselung der Zahlungsbilanzstatistik](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2023.

erster Linie auf Verkäufe von Marketing-Vermögenswerten (wie Markennamen und Logos) zurückzuführen, die wiederum mit den Bemühungen multinationaler Unternehmen im Zusammenhang standen, immaterielle Vermögenswerte von Tochtergesellschaften im Euroraum in gebietsfremde Tochterunternehmen umzuschichten.¹² Umfangreiche Umstrukturierungsmaßnahmen dieser Art sind in der Regel nicht wiederkehrend, sodass ihre Auswirkungen auf den Finanzierungsüberschuss des Euroraums zeitlich begrenzt sein sollten.

Abbildung 7
Identitätsgleichung der Zahlungsbilanz des Euroraums



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Die Daten sind als gleitende Vierquartalsummen bis zum ersten Quartal 2023 dargestellt.

Insgesamt war die Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos vor allem auf die Eintrübung der Warenhandelsbilanz infolge der erheblichen Verteuerung von Energieimporten zurückzuführen. Im ersten Quartal 2023 verbesserte sich die Leistungsbilanz dann durch die sinkenden Importpreise für Energie auf 0,9 % des BIP. Inwieweit sie sich auf mittlere Sicht erholen wird, ist jedoch weniger klar. Dies wird davon abhängen, als wie persistent sich der Energiepreisanstieg erweist und wie stark die Vielzahl der Schocks, die den Euroraum in den letzten Jahren getroffen haben, die mittelfristigen Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanz beeinflusst haben. Diese Bestimmungsfaktoren und die mittelfristigen Aussichten werden im folgenden Abschnitt erörtert.

Kasten 1

Warenhandel in der Zahlungsbilanz des Euroraums – Aufschlüsselung nach Produktgruppen und nach Preis- und Mengenkomponten

J. Niemczyk und M. Ryzhenkov

Die jüngsten Rohstoffpreissteigerungen und Lieferengpässe machen deutlich, wie wichtig eine granulare, mit der Zahlungsbilanz konsistente Analyse des Warenhandels des Euroraums sein

¹² Die Vermögensänderungsbilanz umfasst im Wesentlichen Kapitalübertragungen und Transaktionen mit nicht produzierten Sachvermögen wie z. B. Marketing-Vermögenswerte.

kann. Im vorliegenden Kasten werden zwei experimentelle Aufschlüsselungen vorgestellt, die eine solche Analyse erleichtern. Dabei werden die Daten zum einen nach der Art der Waren und zum anderen nach dem Beitrag von Preisen und Mengen zu den Handelsströmen aufgeschlüsselt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euroraums beinhalten zwar keine detaillierte Aufgliederung nach der Art der Waren, diese kann aber auf Basis granularer Daten aus den Statistiken über den internationalen Warenverkehr (International trade in goods statistics – ITGS) geschätzt werden.¹³ Es bestehen jedoch wichtige konzeptionelle Unterschiede zwischen der Zahlungsbilanz und den ITGS, die in den letzten Jahren zu wachsenden Diskrepanzen zwischen den jeweiligen Daten für das Eurogebiet geführt haben (siehe Abbildung A, Grafik a).¹⁴ Von den verschiedenen möglichen Ansätzen zur Aufgliederung von Warenexporten und -importen nach Produktarten bietet eine einfache proportionale Methode die meisten Vorteile, auch weil sie auf einfachen Berechnungen beruht. Dabei wird die in den ITGS-Daten erkennbare Handelsstruktur auf die aggregierten Werte der Zahlungsbilanz angewandt.¹⁵ Diesem Ansatz zufolge wird der in der Zahlungsbilanz aufgeführte Warenhandel auf Grundlage des Internationalen Warenverzeichnisses für den Außenhandel (Standard International Trade Classification – SITC) in fünf wichtige Produktkategorien unterteilt: Nahrungsmittel, Energie, chemische Erzeugnisse, Maschinen und sonstige Waren.¹⁶ Die Aufschlüsselung zeigt, dass die Verschlechterung des Handelsbilanzsaldos seit Anfang 2021 auf ein zunehmendes Defizit bei den Energieerzeugnissen und einen rückläufigen Überschuss im Handel mit Maschinen zurückzuführen war (siehe Abbildung A, Grafik b).

Was die Aufschlüsselung in Preis- und Mengenkomponenten anbelangt, so wird der Warenhandel in der Zahlungsbilanz nur wertmäßig bemessen, d. h. ohne Berücksichtigung der Mengen- und Preisentwicklung. Dadurch wird das Potenzial für zusätzliche analytische Erkenntnisse außer Acht gelassen. Die in den ITGS ausgewiesenen Daten sind hingegen nach Preisen und Mengen aufgeschlüsselt, basieren aber auf stark aggregierten Deflatoren, was sowohl die Genauigkeit als auch die Flexibilität der Schätzung verringert. Eine alternative, ausgefeiltere Methode zur Ermittlung des Beitrags von Preis- und Mengenkomponenten in Form einer experimentellen, detaillierteren Botton-up-Analyse bietet eine größere analytische Flexibilität und gewährleistet die Additivität der Komponenten. Die Berechnungen basieren auf den granularsten verfügbaren Daten zum Warenhandel: den achtstelligen Codes der Klassifikation der Kombinierten Nomenklatur (Kn).¹⁷ Für

¹³ Die von Eurostat veröffentlichten europäischen Statistiken über den internationalen Warenverkehr erfassen den Wert und die Menge der Waren, die zwischen den EU-Mitgliedstaaten bzw. zwischen EU-Mitgliedstaaten und Drittstaaten gehandelt werden.

¹⁴ Abweichungen zwischen den beiden Datensätzen sind in der Regel auf konzeptionelle Unterschiede zurückzuführen. Die Statistiken zur Zahlungsbilanz – und auch die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen – basieren auf dem Konzept des Übergangs des wirtschaftlichen Eigentums, während die ITGS alle Waren erfassen, die die Grenze eines Landes überschreiten. Darüber hinaus müssen die den ITGS entnommenen Daten zu den Einfuhren angepasst werden, damit sie nicht mehr auf cif-Basis (Kosten, Versicherung, Fracht), sondern auf fob-Basis (frei an Bord) ausgewiesen werden. Insbesondere hat der Anstieg der Transportkosten in den letzten Jahren zu einer stärkeren Diskrepanz zwischen ITGS- und Zahlungsbilanzdaten geführt.

¹⁵ Konkret wird für jeden Zeitraum der Quotient aus den aggregierten ITGS-Daten und den Zahlungsbilanzwerten berechnet. Darüber hinaus wird angenommen, dass dieser Quotient in allen Produktkategorien gleich ist. Mithilfe dieses aggregierten Quotienten lässt sich der Zahlungsbilanzwert für jede Produktkategorie berechnen.

¹⁶ Es werden folgende Produktkategorien zugrunde gelegt: a) Nahrungsmittel: SITC-Gruppen 0 (Nahrungsmittel und lebende Tiere) und 1 (Getränke und Tabak); b) Energie: SITC-Gruppe 3 (Energie); c) Chemische Erzeugnisse: SITC-Gruppe 5 (Chemische Erzeugnisse); d) Maschinen: SITC-Gruppen 6 (Bearbeitete Waren), 7 (Maschinenbauerzeugnisse und Fahrzeuge) und 8 (Verschiedene Fertigwaren); e) Sonstige: SITC-Gruppen 2 (Rohstoffe), 4 (Tierische und pflanzliche Öle, Fette und Wachse) und 9 (Sonstige).

¹⁷ Die Methode basiert auf folgenden Annahmen: a) Es werden nur Produkte berücksichtigt, die im Zeitraum von 2013 bis 2022 allmonatlich gehandelt wurden, b) die physische Menge wird in Kilogramm gemessen und c) die Wachstumsraten werden bei 1 000 % getrimmt.

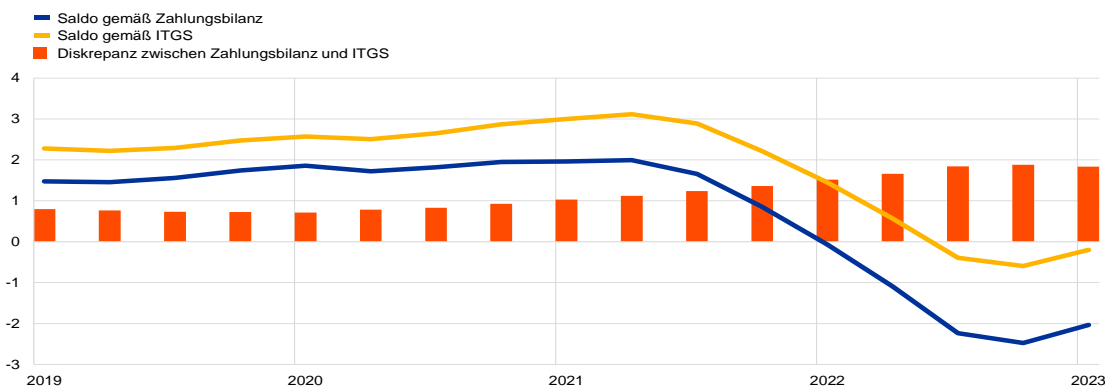
jedes Produkt i in der Produktgruppe j im Quartal t werden Mengenindizes als Quotienten aus dem physischen Handelsvolumen in einem bestimmten Quartal und dem jeweiligen durchschnittlichen vierteljährlichen Volumen in den Jahren 2013 bis 2015 berechnet: $\gamma_{i,j}^t = q_{i,j}^t / \bar{q}_{i,j}^b$. Die aggregierten Mengenindizes für bestimmte Produktkategorien werden als Summe aus den vierteljährlichen Indizes für die einzelnen Waren ermittelt, die gemäß der in den Jahren 2013 bis 2015 vorherrschenden nominalen Handelsstruktur gewichtet werden, d. h. $\gamma_j^t = \sum_i \omega_{i,j} \gamma_{i,j}^t$. Schließlich wird der ermittelte aggregierte Mengenindex mit dem durchschnittlichen Zahlungsbilanzwert im Basiszeitraum multipliziert: $q_j^t = \gamma_j^t \bar{v}_j^{2013-2015}$, und die Preiskomponente wird als Differenz zwischen den Datenreihen für den Wert und für das Volumen berechnet, d. h. $p_j^t = v_j^t - q_j^t$. Insgesamt bietet diese Methode eine transparente Möglichkeit, die Beiträge der Preis- und der Volumenkomponente auf jeder erforderlichen Aggregationsebene zu untersuchen (siehe auch Abbildung 2 im Haupttext).

Abbildung A

Warenhandelsbilanz in der Zahlungsbilanz: Diskrepanz zu den Statistiken über den internationalen Warenverkehr und Beiträge der Produktkategorien

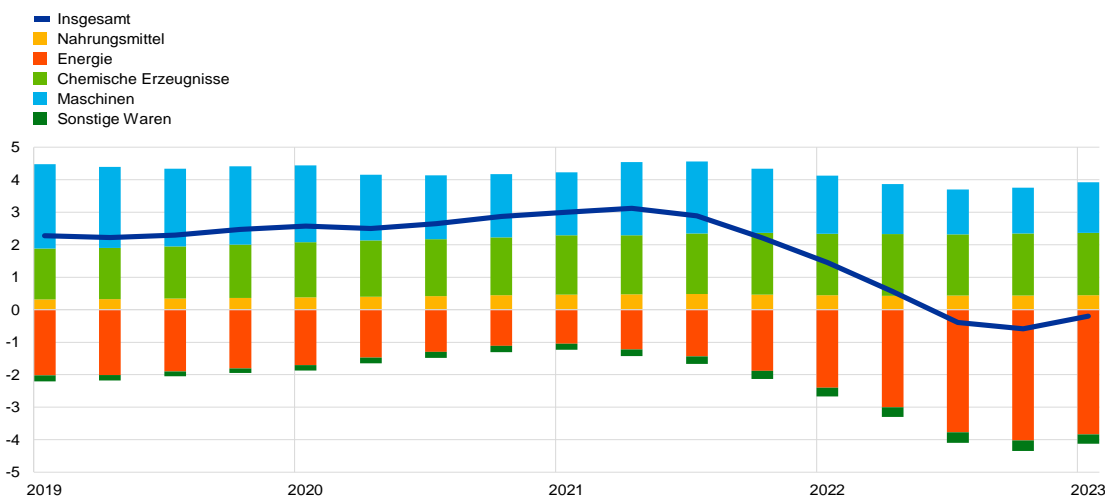
a) Diskrepanz zwischen der Warenhandelsbilanz in der Zahlungsbilanz und in den ITGS

(in % des BIP)



b) Warenhandelsbilanz und Beiträge der Produktkategorien

(in % des BIP)



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

Anmerkung: Bei den Werten handelt es sich um gleitende Vierquartalssummen nicht saisonbereinigter Daten, ausgedrückt als prozentualer Anteil am BIP des Euroraums im betreffenden Zeitraum.

Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023.

3 Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanzentwicklung und mittelfristige Aussichten

Die Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos wurde in den vergangenen drei Jahren von erheblichen Schwankungen beim Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte, der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und des Staates bestimmt.¹⁸ Nach Ausbruch der Corona-Pandemie stiegen die

Nettoersparnisse der privaten Haushalte in einem bis dahin nicht gekannten Maße an, weil durch die Lockdown-Maßnahmen die Konsummöglichkeiten eingeschränkt wurden. Auch das Vorsichtssparen und die staatlichen Stützungsmaßnahmen zugunsten der Einkommen der privaten Haushalte trugen zu diesem Anstieg bei.¹⁹ Zugleich wiesen die nichtfinanziellen Unternehmen statt eines Finanzierungsdefizits nun einen Überschuss aus, da die Firmen staatliche Hilfen erhielten, ihre Kosten senkten, neue Investitionen zurückstellten und aus Vorsichtsgründen Bargeld horteten.²⁰ Der Anstieg der Nettoersparnisse des privaten Sektors wurde jedoch durch eine im historischen Kontext ebenfalls einmalige expansive Finanzpolitik mehr als aufgezehrt, was den Finanzierungsüberschuss insgesamt sinken ließ. Dies spiegelte sich in einem niedrigeren Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2020 wider. Da das Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors 2021 rascher sank als der Finanzierungsüberschuss des privaten Sektors, nahm der Leistungsbilanzsaldo in jenem Jahr wieder zu und näherte sich seinem historischen Höchstwert. Im Jahr 2022 sank die Nettoersparnisbildung des privaten Sektors dann aufgrund des steigenden Preisdrucks, der durch den vom russischen Einmarsch in die Ukraine ausgelösten Energieschock noch verschärft wurde, so stark, dass der Finanzierungsüberschuss des Euroraums auf den tiefsten Stand seit mehr als zehn Jahren fiel.²¹

¹⁸ Die Aufschlüsselung des Finanzierungsüberschusses/-defizits basiert auf den Finanzierungssalden der inländischen Sektoren aus den nichtfinanziellen Sektorkonten. Die Angaben aus der Leistungs- und Vermögensänderungsbilanz weisen dagegen den Finanzierungsüberschuss bzw. das Finanzierungsdefizit gegenüber der übrigen Welt auf Basis der Zahlungsbilanzdaten aus. Die beiden Indikatoren des Finanzierungssaldos sind konzeptionell gleich, wobei zwischen den beiden Datenquellen jedoch geringfügige Unterschiede für die Zeiträume vor dem Jahr 2013 bestehen können.

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

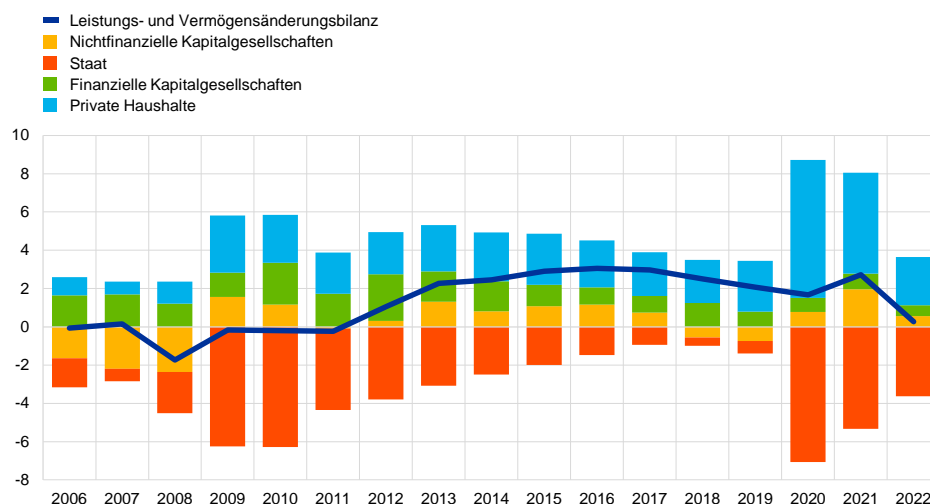
²⁰ Siehe EZB, [Solidität nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften während der Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

²¹ Der durch die Energiekrise bedingte Terms-of-Trade-Schock schmälerte die Realeinkommen der privaten Haushalte und ließ den Konsum und die Investitionen in realer Rechnung schrumpfen. Dieser Rückgang der realen Konsumausgaben und Investitionen führte unterdessen nicht zu einem höheren Finanzierungsüberschuss, da der daraus resultierende Anstieg des Preisniveaus höhere Ausgaben zur Folge hatte. Dadurch nahm der Finanzierungsüberschuss ab.

Abbildung 8

Finanzierungssaldo des Euroraums nach Sektoren sowie Leistungs- und Vermögensänderungsbilanz

(in % des BIP; Beiträge in Prozentpunkten)



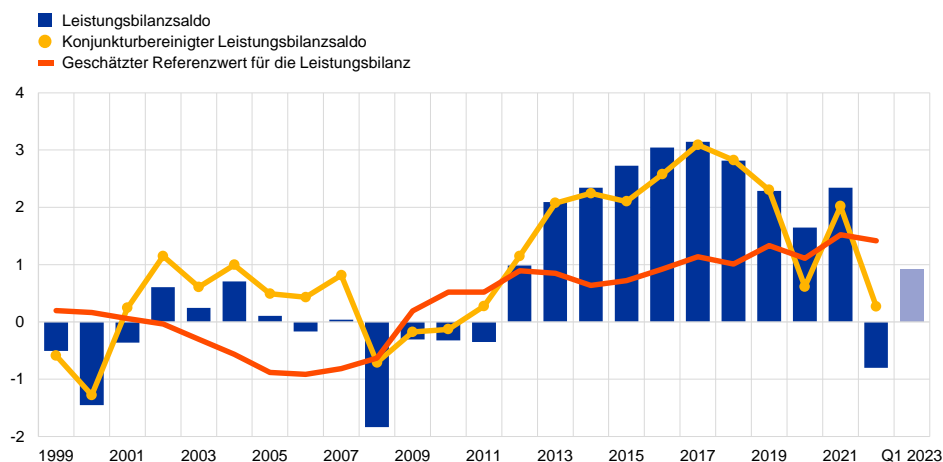
Quelle: EZB.

Die Schwankungen des Leistungsbilanzsaldos im Jahr 2022 waren zu großen Teilen auf zyklische Faktoren zurückzuführen, vor allem auf die starken Ausschläge der Energiepreise. Eine Aufschlüsselung des Leistungsbilanzsaldos in zyklische und fundamentale Komponenten auf der Grundlage eines gängigen Benchmark-Modells für die Leistungsbilanz zeigt, dass etwa ein Drittel der Verschlechterung der Leistungsbilanz des Eurogebiets im Jahresverlauf 2022 Faktoren zugeschrieben werden kann, die in der Regel als zyklisch gelten. Hierzu zählt auch die Abweichung der Energiepreise von ihrem mittelfristigen Trend (siehe Kasten 2). Da die Energiepreise nach Erreichen eines Rekordwerts wieder sanken, wurde in der Leistungsbilanz nach einem Defizit von 0,8 % des euroraumweiten BIP schließlich im ersten Quartal 2023 wieder ein Überschuss von 0,9 % des BIP verzeichnet. Dementsprechend liegt der Leistungsbilanzsaldo nun nahe bei seinem modellbasierten Referenzwert; bei diesem Wert handelt es sich um eine Schätzung des Leistungsbilanzsaldos, der auf mittlere Sicht mit den Fundamentaldaten vereinbar wäre (siehe Abbildung 9).

Abbildung 9

Leistungsbilanzsaldo, konjunkturbereinigter Leistungsbilanzsaldo und Referenzwert für die Leistungsbilanz

(in % des BIP des Euroraums)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Siehe auch Kasten 2 in diesem Aufsatz.

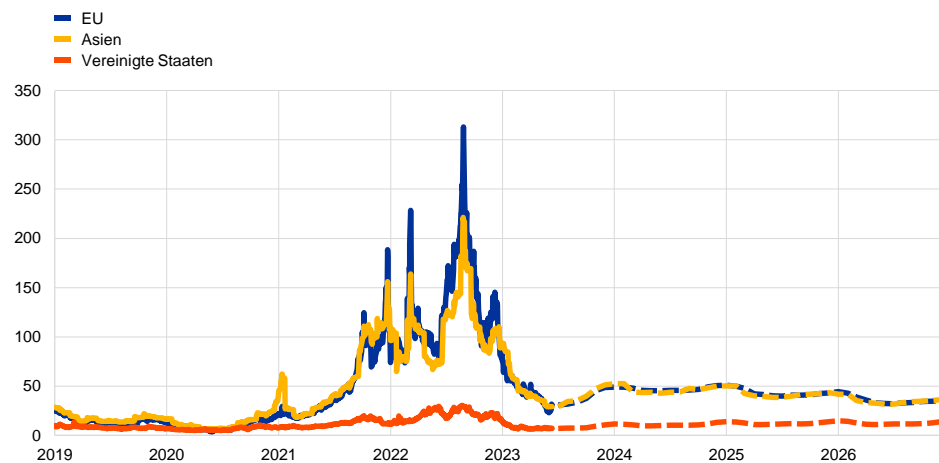
Die weitere Entwicklung der Leistungsbilanz wird entscheidend davon abhängen, inwieweit sich der Preisauftrieb bei Energie mittelfristig als persistent erweisen wird. Ausgehend von ihrem Rekordhoch sind die

Energiepreise gesunken, liegen aber verglichen mit dem Stand vor dem Jahr 2021 weiterhin auf erhöhtem Niveau. Dies gilt besonders für die Gaspreise. Die Preislücke bei Gas, die vor allem gegenüber den Vereinigten Staaten zu beobachten ist, dürfte auf mittlere Sicht erhöht bleiben. Grund hierfür sind die Rolle der USA als Erdgaslieferant und die Tatsache, dass russisches Pipeline-Gas durch teureres Flüssiggas ersetzt werden musste (siehe Abbildung 10). Unter sonst gleichen Bedingungen ergäbe sich hier ein strukturell niedrigerer Leistungsbilanzsaldo des Euroraums als vor dem Energieschock. Niedrigere Importvolumina für Energie, die beispielsweise durch Einsparungen infolge einer verbesserten Energieeffizienz oder durch die Substitution mit heimischen Energiequellen erreicht werden könnten, würden allerdings die negativen Auswirkungen auf die Leistungsbilanz abmildern.

Abbildung 10

Gaspreise

(in €/MWh)



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: EU bezieht sich auf den niederländischen TTF, Asien auf den Nymex JMK und Vereinigte Staaten auf den Henry Hub. Die durchgezogenen Linien zeigen die täglichen Terminpreise in einem Monat, die gestrichelten Linien die monatlichen Terminpreise ab Juli 2023.

Eine Eintrübung der Wachstumsaussichten im Vergleich zur übrigen Welt würde die Leistungsbilanz des Euroraums stützen.

Je nachdem, ob die Energiepreise auch in Zukunft auf einem höheren Niveau liegen werden, sollten sich eine Eintrübung des Wachstumsausblicks in Relation zur übrigen Welt und die damit einhergehenden dauerhaften Einkommensverluste in einem Rückgang der Konsum- und der Investitionsausgaben niederschlagen. Dies würde die negativen Auswirkungen des Energiepreisschocks auf den Leistungsbilanzsaldo mittelfristig abfedern.

Die Pandemie und der russische Einmarsch in die Ukraine haben sich auch auf die demografische Entwicklung im Eurogebiet ausgewirkt.

So hatte der Zuzug von Flüchtlingen per saldo einen positiven Effekt auf die demografischen Aussichten für den Euroraum.²² Volkswirtschaften mit einer rasch alternden Bevölkerung wie der Euroraum weisen tendenziell einen positiveren Leistungsbilanzsaldo auf, während in Ländern mit einem schnelleren Bevölkerungswachstum und einem hohen Altenquotienten aufgrund des damit einhergehenden Ersparnisabbaus das Gegenteil der Fall ist. Den jüngsten Bevölkerungsprognosen von Eurostat zufolge dürfte sich der Altenquotient gegenüber den 2019 erstellten Vorhersagen in den kommenden Jahrzehnten leicht verbessern.²³ Gleichwohl wird nach wie vor prognostiziert, dass die Bevölkerung des Euroraums weiter überaltern und in den kommenden Generationen deutlich schrumpfen wird; dies gilt auch im Verhältnis zur übrigen

²² Im Zuge des Flüchtlingszustroms aus der Ukraine nahm die Zahl der Erwerbspersonen im Euroraum 2022 um 0,3 % bis 0,5 % zu. Dieser Effekt könnte sich weiter verstärken, je länger der Krieg anhält. Siehe hierzu V. Botelho und H. Hägele, [Integrating Ukrainian refugees into the euro area labour market](#), Der EZB-Blog, 1. März 2023.

²³ Gegenüber den Vorhersagen von 2019 dürfte sich der Altenquotient bis 2025 um 0,6 Prozentpunkte und bis 2050 um 1,4 Prozentpunkte (auf 51 %) verringern. Siehe EZB, [Bevölkerungstrends gemäß EUROPOP2023-Prognosen und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen auf den Euroraum](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

Welt. Daher dürften demografische Faktoren die Leistungsbilanz des Eurogebiets mittelfristig nach wie vor stützen.

Auch die für die kommenden Jahre erwartete Haushaltskonsolidierung im Euroraum dürfte den Leistungsbilanzüberschuss stützen. Aus den aktuellen von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen geht hervor, dass sich die öffentlichen Finanzierungssalden im Euroraum verbessern dürften. Das strukturelle Haushaltsdefizit dürfte von 3,2 % des BIP im Jahr 2022 auf 2,5 % des BIP im Jahr 2025 zurückgehen. Damit würde das Defizit rascher abgebaut werden als in der übrigen Welt, was dem Leistungsbilanzsaldo des Eurogebiets zugutekommen sollte.²⁴

Zugleich könnten öffentliche und private Ausgaben für den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft, zur Gewährleistung der Energiesicherheit und zur Bewältigung der geopolitischen Unsicherheit die Leistungsbilanz belasten. Der ökologische Wandel erfordert umfangreiche Investitionen. Um beispielsweise die Ziele des europäischen Grünen Deals zu erreichen, hat sich die Europäische Kommission verpflichtet, in diesem Jahrzehnt mindestens 1 Billion € für nachhaltige öffentliche und private Investitionen zu mobilisieren.²⁵ Unterdessen dürfte die höhere geopolitische Unsicherheit nicht nur zu einer Steigerung der Verteidigungsausgaben führen, sondern auch zu einer geoökonomischen Fragmentierung.²⁶ Sollte es durch die geoökonomische Fragmentierung zu einer Neuordnung der globalen Lieferketten kommen, die mit einer Abkehr von den preisgünstigsten Produzenten einhergeht, dürften sich dadurch die Kosten für importierte Vorleistungsgüter erhöhen. Dies wiederum würde die Wettbewerbsfähigkeit der Exportwirtschaft im Euroraum belasten und aufgrund der vorgelagerten Position des Euroraums in den internationalen Lieferketten und der relativ starken Abhängigkeit von Einfuhren von Vorleistungsgütern den Leistungsbilanzsaldo sinken lassen.

Kasten 2

Ein mittelfristiger Referenzwert für den Leistungsbilanzsaldo des Euroraums

Lorenz Emter und Michael Fidora

Im vorliegenden Kasten wird das Benchmark-Modell für die Leistungsbilanz erörtert, das bei der Analyse ihrer mittelfristigen Bestimmungsfaktoren verwendet wird. Das eingesetzte Modell ist eng an Zorell (2017) angelehnt und entspricht vom Ansatz her dem Modell des IWF zur Bewertung der Außenwirtschaftsbilanz (External Balance Assessment – EBA).²⁷ Anhand des Modells lässt sich ein

²⁴ Ein Anstieg der Staatsausgaben in der heimischen Wirtschaft führt ceteris paribus zu einer Zunahme der Binnennachfrage und damit zu einem geringeren Leistungsbilanzsaldo. Werden die öffentlichen Ausgaben aber auch im Ausland ausgeweitet, dann steigt bei sonst gleichen Bedingungen die Auslandsnachfrage, was einen höheren Leistungsbilanzsaldo zur Folge hat.

²⁵ Siehe Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission – Investitionsplan für ein zukunftsfähiges Europa, 2020.

²⁶ Viele Länder sind angesichts des Krieges in der Ukraine und ihrer NATO-Verpflichtungen mit strukturell höheren Verteidigungsausgaben konfrontiert: Zur Erfüllung des NATO-Ziels müssen die Verteidigungsausgaben auf mindestens 2 % des BIP gesteigert werden (im Jahr 2021 betragen sie nur 1,3 % des BIP).

²⁷ Siehe N. Zorell, [Large net foreign liabilities of euro area countries](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 198, 2017; C. Allen C. et al., 2022 Update of the External Balance Assessment Methodology, Working Paper des IWF, Ausgabe 47, IWF, 2023.

mittelfristiger Referenzwert für den Leistungsbilanzsaldo ermitteln, der mit wirtschaftlichen Fundamentaldaten und der angestrebten politischen Ausrichtung im Einklang steht.

Das Benchmark-Modell für die Leistungsbilanz setzt den Leistungsbilanzsaldo mit verschiedenen in der Fachliteratur aufgeführten makroökonomischen Determinanten in Beziehung. Sie werden anhand ihrer konzeptionellen Grundlagen und der Frage ausgewählt, ob die geschätzten Koeffizienten mit den theoretischen A-priori-Annahmen übereinstimmen, statistisch signifikant sind und einen robusten Zusammenhang mit dem Leistungsbilanzsaldo aufweisen. Konkret stellt das Modell eine Beziehung zwischen dem – in Prozent des BIP angegebenen – Leistungsbilanzsaldo und einer Vielzahl unterschiedlicher Determinanten her. Hierzu zählen zyklische Variablen (wie die Produktionslücke und Energiepreisschwankungen), Fundamentalvariablen (wie die Demografie und das künftige erwartete Einkommenswachstum) und politische Variablen (wie der strukturelle Finanzierungssaldo). Das Modell hat die nachfolgend aufgeführte Form, wobei LB für den Leistungsbilanzsaldo, Y für die zyklischen Variablen, F für die exogenen Fundamentalvariablen und P für die politischen Variablen steht. Die meisten Variablen sind in Relation zur übrigen Welt dargestellt, da die Leistungsbilanz das Ergebnis der Entwicklungen im Verhältnis zu den Handelspartnern angibt:

$$LB_{i,t} = \alpha + \beta Y_{i,t} + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Die Modellschätzungen basieren auf jährlichen Daten für 56 Länder über den Zeitraum von 1985 bis 2022. In Tabelle A sind die Regressionsergebnisse dargestellt.

Hieraus lassen sich sowohl konjunkturbereinigte Leistungsbilanzsalden als auch Referenzwerte für die Leistungsbilanz ableiten. Der konjunkturbereinigte Leistungsbilanzsaldo entspricht dem um die Auswirkungen des Konjunkturzyklus bereinigten tatsächlichen Leistungsbilanzsaldo. Ermittelt wird er durch Subtraktion des Beitrags konjunktureller Faktoren vom tatsächlichen Leistungsbilanzsaldo:

$$\widehat{LB}_{i,t} = LB_{i,t} - \beta Y_{i,t}$$

Folgende konjunkturelle Faktoren werden in das Modell einbezogen: die Produktionslücke (im Verhältnis zur übrigen Welt) sowie die in der Vergangenheit verzeichneten Salden der Öl- und Gasimporte. Beide Faktoren werden mit einer Messgröße der konjunkturellen Komponente ihrer jeweiligen Preise interagiert. So verringert beispielsweise eine negative inländische Produktionslücke die Nachfrage nach Importen. Wenn aber die übrige Welt ebenfalls eine negative Produktionslücke verzeichnet, sinkt parallel die Nachfrage nach Exporten. Der Gesamteffekt des Konjunkturzyklus auf den Leistungsbilanzsaldo ergibt sich somit aus dem Beitrag der Produktionslücke in Relation zur übrigen Welt. Der geschätzte Referenzwert für den Leistungsbilanzsaldo wiederum stellt den konjunkturbereinigten Leistungsbilanzsaldo dar, der aufgrund der Fundamentaldaten und der angestrebten politischen Ausrichtung gerechtfertigt wäre:

$$LB_{i,t}^* = \alpha + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t}^* = \widehat{LB}_{i,t} + \delta(P_{i,t}^* - P_{i,t}) - \varepsilon_{i,t}$$

wobei P^* für den Wert steht, der sich aus den angestrebten politischen Maßnahmen ergibt. Im Modell werden folgende politischen Variablen berücksichtigt: a) der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo (wobei der angestrebte Wert so gewählt wird, dass das mittelfristige Ziel im präventiven Teil des Stabilitäts- und Wachstumspakts der EU eingehalten wird), b) Kapitalverkehrskontrollen (wobei der angestrebte Wert so gewählt wird, dass freier Kapitalverkehr stattfindet), c) eine Messgröße struktureller Rigiditäten (wobei der angestrebte Wert so gewählt wird, dass er dem Wert der Länder entspricht, die in diesem Bereich das beste Ergebnis

erzielen) und d) öffentliche Sozialausgaben (wobei der angestrebte Wert so gewählt wird, dass er dem durchschnittlichen Wert entspricht, der in Ländern mit vergleichbarem Pro-Kopf-Einkommen und einer vergleichbaren Altersstruktur verzeichnet wird). Der unter diesen Annahmen abgeleitete Wert stellt den modellimplizierten mittelfristigen Referenzwert für den Leistungsbilanzsaldo dar.

Tabelle A

Koeffizienten des Benchmark-Modells für den Leistungsbilanzsaldo

Abhängige Variable: Leistungsbilanzsaldo/BIP		
Produktionslücke		-0,347 ***
L. Ölhandelsbilanz* Ölpreis (konjunkturelle Lücke)		0,239 ***
L. Gashandelsbilanz* Gaspreis (konjunkturelle Lücke)		0,889 ***
L. Relative Produktivität je Arbeitnehmer		-0,001
L. Relative Produktivität je Arbeitnehmer* Freizügigkeit des Kapitalverkehrs		0,062 ***
Prognose des BIP-Wachstums in fünf Jahren		-0,436 ***
Altenquotient		-0,149 ***
Bevölkerungswachstum		-0,386 *
Relative Alterungsgeschwindigkeit		0,050 *
Altenquotient x relative Alterungsgeschwindigkeit		0,106 ***
L. Nettoauslandsvermögen/BIP		0,025 ***
L. Nettoauslandsvermögen/BIP* (Dummy, falls Nettoauslandsvermögen/BIP < -60 %)		-0,011
Ölhandelsbilanz (5-Jahres-Mittelwert)* Dummy Ölexporteur		0,258 ***
Anteil der Währung an den weltweiten Reserven		-0,039 ***
Dummy Finanzzentrum		0,025 ***
Kreditrisiko-Rating* Dummy Euroraum-Programmland		0,003 *
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo, instrumentiert		0,438 ***
(Δ Reserven)/BIP* Freizügigkeit des Kapitalverkehrs, instrumentiert		0,501 ***
Strukturelle Rigiditäten		-0,136 ***
Kredite an den privaten Sektor/BIP, mittelwertbereinigt		-0,037 ***
L. Öffentliche Gesundheitsausgaben/BIP		-0,171
L. Mittelwertbereinigter VXO* Freizügigkeit des Kapitalverkehrs		0,024 *
L. Mittelwertbereinigter VXO* Freizügigkeit des Kapitalverkehrs* Anteil der Währung an den weltweiten Reserven		0,008
Konstante		-0,008 ***
Beobachtungen		1704
Anzahl der Länder		56
R-Quadrat		0,34

Quelle: EZB-Schätzungen.

Anmerkung: (*) signifikant bei 10 %, (**) signifikant bei 5 %, (***) signifikant auf 1 %-Niveau, basierend auf um Heteroskedastizität korrigierten z-Werten. Die meisten Variablen wurden in Relation zur übrigen Welt konstruiert. „L“ stellt die erste Verzögerung dar. Geschätzt nach dem Verfahren von Prais und Winsten.

4 Schlussbemerkungen

Die erhebliche Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos im Jahr 2022 dürfte weitgehend vorübergehender Natur sein. Sinkende Energiepreise haben Anfang 2023 zu einer Verbesserung der Terms of Trade im Euroraum geführt, und

mittelfristig ist mit weiteren moderaten Zugewinnen zu rechnen. Im Zusammenspiel mit der zu erwartenden Haushaltskonsolidierung dürfte dies zu einem Anstieg des Leistungsbilanzsaldos des Euroraums beitragen. Den jüngsten EZB-Projektionen zufolge wird sich dieser 2023 auf 1,1 % des euroraumweiten BIP erholen und in den beiden Folgejahren geringfügig weiter verbessern (auf 1,4 % des BIP bzw. 1,6 % des BIP).²⁸

Dessen ungeachtet dürfte der Leistungsbilanzsaldo des Euroraums weiterhin unter dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau liegen. Die Energiepreise dürften auf mittlere Sicht auf einem erhöhten Stand bleiben, bis der Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft abgeschlossen ist. Zugleich werden umfangreiche öffentliche und private Ausgaben für den ökologischen Wandel, die Gewährleistung der Energiesicherheit und zur Bewältigung der geopolitischen Unsicherheit wohl den Finanzierungsüberschuss des Eurogebiets belasten und verhindern, dass der Leistungsbilanzsaldo wieder auf den historischen Höchststand vor der Pandemie (von rund 3 % des BIP) zurückkehrt.

Die Tatsache, dass der starke Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses im Euroraum in erster Linie mit einer Verschlechterung der Terms of Trade für Energie zusammenhing, hat Auswirkungen auf die Geldpolitik. Eine Verschlechterung der Terms of Trade beeinflusst über einen Rückgang der Realeinkommen auch die Inflationsentwicklung. Die merkliche – und bis zu einem gewissen Grad vermutlich persistente – Verschlechterung der Terms of Trade hat einen Vermögensabbau zur Folge, da sich der Barwert der künftigen Realeinkommen verringert. Dies hat Ausstrahleffekte auf die Bepreisung von Vermögenswerten und das Konsumverhalten. Hinsichtlich der Entwicklung der Terms of Trade für Energie unterscheidet sich der Euroraum beträchtlich von den Vereinigten Staaten, deren Energiehandel weitgehend ausgeglichen ist, da das Land in großem Umfang selbst Energie erzeugt.²⁹ Daher dürfte das Energiedefizit des Euroraums ungeachtet der jüngsten Verbesserung der Terms of Trade und der Leistungsbilanz mittelfristig weiterhin die Realeinkommen belasten, wodurch auch die Binnennachfrage und damit die Inflation im Eurogebiet beeinflusst werden.

²⁸ Siehe [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2023.

²⁹ Siehe P. R. Lane, [Inflation Diagnostics](#), Der EZB-Blog, 25. November 2022.

2 Wie der Klimawandel das Produktionspotenzial beeinflusst

Miles Parker

1 Einleitung

Der Klimawandel und die Maßnahmen zu dessen Bekämpfung werden die Wirtschaftsaktivität in den kommenden Jahrzehnten tiefgreifend verändern.

Die CO₂-Emissionen lassen sich nur dann deutlich verringern, wenn die Menschen ihr Konsumverhalten und die Unternehmen ihre Produktionsverfahren ändern. Ohne ausreichende Fortschritte bei der Emissionssenkung werden die Durchschnittstemperaturen und der Meeresspiegel steigen, und es wird immer häufiger zu noch verheerenderen Klimaextremen kommen.¹

Eine gängige Methode zur Schätzung der wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels verwendet Szenarios mit konsistenten Pfaden für CO₂-Emissionen und Klimabedingungen.

² Zwar hängen diese Schätzungen vom jeweiligen Szenario ab, doch lassen sie eine allgemeine Schlussfolgerung zu: Wird nichts gegen den Klimawandel unternommen, hat dies langfristig wesentlich schlimmere Folgen für das Produktionspotenzial als der Übergang zu Netto-Null-Emissionen. Insbesondere auf kurze Sicht könnte jedoch auch der Übergangsprozess das Produktionswachstum schmälern. Gut durchdachte, kommunizierte und koordinierte Maßnahmen können dazu beitragen, diese negativen Auswirkungen abzumildern.³

Der vorliegende Aufsatz verfolgt einen anderen Ansatz. So werden auf Basis der vorhandenen Fachliteratur und der aktuellen Forschungsarbeiten der EZB die Wirkungskanäle auf das Produktionspotenzial beleuchtet.

Die Kenntnis dieser Kanäle kann dabei helfen, den politischen Diskussionen einen Rahmen zu geben und die Modellierung der wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels zu verbessern. Die Auswirkungen lassen sich grob in drei Kategorien einordnen:

- **langfristiger Klimawandel**, u. a. höhere Durchschnittstemperaturen, veränderte Niederschläge, steigender Meeresspiegel und Anpassungsmaßnahmen zur Verringerung der Auswirkungen des Klimawandels
- **extreme Wetter- und Klimaereignisse** wie Dürren, Hitzewellen, Waldbrände, Stürme und Überschwemmungen

¹ Siehe Intergovernmental Panel on Climate Change, [Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability, Summary for Policymakers](#), Cambridge University Press, Cambridge und New York, 2022.

² Siehe etwa Network for Greening the Financial System, [NGFS Scenarios for central banks and supervisors](#), September 2022.

³ Aus einer vorläufigen Analyse der Expert Group on Productivity des Europäischen Systems der Zentralbanken geht hervor, dass die Arbeitsproduktivität im Euroraum in einem ungeordneten Übergangsszenario 0,5 Prozentpunkte niedriger wäre als in einem geordneten Übergangsszenario.

- **Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft**, insbesondere die Auswirkungen der zur Beschleunigung des Übergangs ergriffenen Maßnahmen, wie etwa CO₂-Besteuerung und -Regulierung

2 Was ist unter Produktionspotenzial zu verstehen?

Das Produktionspotenzial spielt für die Geldpolitik eine wichtige Rolle. Es ist das höchste Produktionsniveau, das eine Volkswirtschaft mittelfristig aufrechterhalten kann.⁴ Die tatsächliche Produktion kann vom Produktionspotenzial abweichen, wobei die Differenz als Produktionslücke bezeichnet wird. Ist die Produktionslücke positiv (d. h., die tatsächliche Produktion übersteigt das Produktionspotenzial), entsteht in der Regel ein Aufwärtsdruck auf die Faktorkosten. In der Folge steigen die Verbraucherpreise, und die Geldpolitik muss gestrafft werden. Im Umkehrschluss wirkt sich eine negative Produktionslücke tendenziell inflationssenkend aus. Für die Beurteilung der aktuellen Wirtschaftslage und die Bestimmung des geldpolitischen Kurses ist es daher wichtig, das Produktionspotenzial zu schätzen, denn dieses lässt sich nicht direkt beobachten.

Drei Hauptkomponenten beeinflussen das Produktionspotenzial:

- **Der Kapitalstock:** Sämtliche materiellen und immateriellen Vermögenswerte, die im Rahmen des Produktionsprozesses verwendet werden. Dazu zählen Gebäude, Maschinen, Software und Patente sowie öffentliche Infrastruktur wie etwa Straßen.
- **Das Arbeitsangebot:** Die Gesamtzahl der in der Volkswirtschaft geleisteten Arbeitsstunden. Hierbei handelt es sich um eine Funktion der Anzahl der Erwerbstätigen, der strukturellen Ursachen der Arbeitslosigkeit und der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen.
- **Die totale Faktorproduktivität (TFP):** Sie gibt an, wie effektiv Kapital und Arbeit im Produktionsprozess eingesetzt werden, und spiegelt sowohl das Technologieniveau als auch die Managementfähigkeiten wider.

Einige Auswirkungen des Klimawandels auf das Produktionspotenzial sind leicht zu erkennen, wie etwa die Zerstörung von Sachkapital während einer Naturkatastrophe. Andere wiederum können weniger offensichtlich sein. Für die langfristigen Folgen des Klimawandels können diese weniger sichtbaren Auswirkungen jedoch genauso entscheidend sein. In Tabelle 1 sind die wichtigsten Wirkungskanäle kurz zusammengefasst, die im Anschluss näher erläutert werden. Darüber hinaus wird der Einfluss des Klimawandels auf die Biodiversität von den traditionellen Wirtschaftsmodellen und den Messgrößen der Wirtschaftstätigkeit (z. B. vom BIP) nicht immer erfasst. Dieser Aspekt wird in Kasten 3 erörtert.

⁴ Siehe EZB, [Entwicklung des Produktionspotenzials seit der Krise](#), Wirtschaftsbericht 7/2018, November 2018.

Tabelle 1

Auswirkungen des Klimawandels auf die Komponenten des Produktionspotenzials

	Kapitalstock	Arbeitsangebot	Totale Faktorproduktivität
Langfristiger Klimawandel	Veränderung der Reiseverkehrsströme. Verlust landwirtschaftlicher Flächen aufgrund von höheren Temperaturen, Wasserknappheit und Versalzung der Böden durch steigenden Meeresspiegel. Störungen der Wirtschaftstätigkeit in den Küstenregionen infolge des höheren Meeresspiegels. Verlust der biologischen Vielfalt und Wegfall von Ökosystemleistungen.	Höhere Sterblichkeits- und Krankheitsraten. Höhere strukturelle Arbeitslosigkeit in bestimmten Regionen z. B. durch Veränderungen im Fremdenverkehr. Klimabedingte Migration.	Geringere Arbeitseffizienz aufgrund von höheren Temperaturen, einschließlich einer geringeren Anzahl geleisteter Arbeitsstunden. Das in die Anpassungsmaßnahmen investierte Kapital ist insgesamt weniger produktiv und zieht Ressourcen von Innovationen ab.
Extreme Wetter- und Klimaereignisse	Vernichtung des Kapitalstocks im Katastrophenfall. Möglichkeit, altes, zerstörtes Kapital durch neueres, technologisch fortgeschritteneres Kapital zu ersetzen. Höhere Unsicherheit und Volatilität verringern die Bereitschaft, langfristig zu investieren.	Höhere Sterblichkeits- und Krankheitsraten. Katastrophenbedingte Migration. Verlust an Bildung und Qualifikation.	Katastrophenbedingte Insolvenzen und lokale Einschränkungen des Zugangs zu Finanzmitteln führen zu einer Reallokation zwischen Unternehmen, und zwar sowohl im positiven als auch im negativen Sinne. Der Wiederaufbauprozess verlangt die ganze Aufmerksamkeit der Geschäftsleitung und verringert so die Gesamtproduktivität.
Klimaschutzmaßnahmen und ökologischer Wandel	Anstieg von Stranded Assets. Höhere Energiekosten aufgrund der CO ₂ -Besteuerung schmälern die Mittel für Investitionen.	Diskrepanzen zwischen angebotenen und nachgefragten beruflichen Qualifikationen erhöhen die strukturelle Arbeitslosigkeit.	Die Reallokation der Produktion zwischen Unternehmen innerhalb eines Sektors kann sich als mehr oder weniger effizient erweisen. Umweltschutzbestimmungen verringern die Produktivität, was jedoch möglicherweise durch Innovationen (mehr als) ausgeglichen wird. Verringerung der Auswirkungen der von fossilen Brennstoffen ausgehenden Angebotsschocks.

Nicht jeder Wirkungskanal beeinflusst das Produktionspotenzial über den für die Geldpolitik relevanten mittleren Zeithorizont. Gewisse Auswirkungen, die nur langsam zum Tragen kommen, können das Produktionspotenzial zwar auf lange Sicht erheblich schmälern, dürften die Inflation jedoch nicht wesentlich beeinflussen. Kurzfristige Auswirkungen, wie etwa vorübergehende Standortwechsel infolge von Katastrophen oder Lieferkettenstörungen bei wichtigen mineralischen Rohstoffen, können andere geldpolitische Maßnahmen nach sich ziehen als mittelfristige Auswirkungen des Klimawandels.⁵ Unabhängig vom Wirkungshorizont verstärkt das Zusammenwirken der hier beschriebenen Kanäle die Unsicherheit. Für Zentralbanken wird es somit schwieriger, das Produktionspotenzial im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Projektionen, auf die sich die geldpolitischen Beschlüsse stützen, genau zu schätzen.

⁵ Siehe F. Panetta, [The complexity of monetary policy](#), Rede in Florenz am 14. November 2022.

3 Auswirkungen des langfristigen Klimawandels

Langfristige Veränderungen der Durchschnittstemperaturen und der Niederschlagsmuster dürften bestimmte Sektoren und Regionen in Europa beeinträchtigen. Ein Beispiel hierfür ist der Reiseverkehr. So dürfte aufgrund von wärmeren Wintern weniger Schnee für den Skisport vorhanden sein. Und während viele Mittelmeerregionen derzeit noch ideale Bedingungen für den Sommerurlaub bieten, könnten diese Urlaubsziele durch höhere Durchschnittstemperaturen und ein geringeres Frischwasseraufkommen in der Hochsaison deutlich an Attraktivität verlieren.⁶ Die Auswirkungen für Südeuropa hängen insgesamt davon ab, ob die Touristen eine andere Reisezeit wählen, da künftig eher die Frühjahrs- und Herbstmonate infrage kommen dürften. Für die Küstenregionen des Mittelmeerraums besteht auch eine größere Gefahr von Überschwemmungen, die sich aus dem steigenden Meeresspiegel ergibt. Durch diese sich verändernden Bedingungen dürften sich der Wert des mit dem Tourismus verbundenen Kapitals (z. B. der Hotels) sowie die künftigen Investitionsquoten in den betroffenen Regionen verringern.

Auch die Landwirtschaft dürfte betroffen sein, wobei wohl insbesondere in Südeuropa mit niedrigeren Ernteerträgen zu rechnen ist. In einigen Regionen Nordeuropas könnten die Erträge hingegen steigen. Möglich wäre es, auf Nutzpflanzenarten umzustellen, die für höhere Temperaturen geeignet sind. Vor allem in Südeuropa dürfte aber die Wasserversorgung die diesbezüglichen Optionen begrenzen.⁷ Selbst wenn die angebauten Pflanzen an die geänderten durchschnittlichen Temperaturen und Niederschlagsmengen angepasst werden, könnte sich der Ertrag auch dadurch verringern, dass sich das Spektrum der möglichen Durchschnittstemperaturen und -niederschläge ausweitet. Allerdings kann der Wert europäischer Agrarprodukte steigen, wenn andere Anbauregionen in der Welt stärker von den Folgen des Klimawandels betroffen sind.

Höhere Temperaturen verringern die Produktivität und die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden von Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern. Im Komfortbereich von 19°C bis 22°C sind die Beschäftigten in der Regel am produktivsten; außerhalb dieses Bereichs geht ihre Effizienz nichtlinear zurück.⁸ Es hat sich gezeigt, dass Beschäftigte in Branchen, die hohen Temperaturen äußerst stark ausgesetzt sind, wie etwa im Baugewerbe, ihre Arbeitszeit an heißen Tagen reduzieren.⁹ Und nicht

⁶ Siehe B. Amelung und A. Moreno, [Impacts of climate change in tourism in Europe. PESETA-Tourism study](#), JRC Scientific and Technical Reports, EUR 24114 EN, Luxemburg, 2009.

⁷ Siehe C. Jacobs et al., [Climate change adaptation in the agriculture sector in Europe](#), European Environmental Agency Report, Nr. 04, 2019; A. Ceglar et al., [Observed Northward Migration of Agro-Climatic Zones in Europe Will Further Accelerate Under Climate Change](#), *Earth's Future*, Bd. 7, Ausgabe 9, 2019, S. 1088-1101.

⁸ Siehe G. Heal und J. Park, [Temperature Stress and the Direct Impact of Climate Change: A Review of an Emerging Literature](#), *Review of Environmental Economics and Policy*, Bd. 10, Nr. 2, 2016, S. 1-17.

⁹ Siehe J. Graff Zivin und M. Neidell, [Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change](#), *Journal of Labor Economics*, Bd. 32, Nr. 1, 2014, S. 1-26.

nur die körperliche Arbeit ist davon betroffen: Oberhalb bestimmter Schwellenwerte kann Hitze auch das mathematische Denken beeinträchtigen.¹⁰

Angesichts der nichtlinearen Auswirkungen wird das Arbeitsangebot in jenen Ländern stärker von steigenden Temperaturen beeinflusst werden, die im Schnitt bereits heißer sind.¹¹ Einkommensschwache Länder (oder Regionen) verfügen tendenziell über ein heißeres Klima, und ihre Wirtschaft ist auf Sektoren spezialisiert, die vom Klima abhängig sind, wie Landwirtschaft und Tourismus. Daher dürfte die globale Erderwärmung bestehende Einkommensunterschiede zwischen Ländern und Regionen noch verschärfen. Innerhalb Europas könnte ein geringer Temperaturanstieg das Wachstum der Arbeitsproduktivität in den kühleren Ländern ankurbeln. Diese Entwicklung kehrt sich jedoch ins Negative, sobald die historische Durchschnittstemperatur 14°C, also in etwa jene von Italien und Frankreich, übersteigt.¹²

Höhere Temperaturen können zu mehr Todesfällen führen. Die Folgen für das Arbeitsangebot dürften sich jedoch durch technologische Anpassungsmaßnahmen abmildern lassen. Die Hitzewelle in Europa im Sommer 2022 hat Schätzungen zufolge 60 000 Todesopfer gefordert.¹³ Zwischen Sterblichkeit und Temperatur besteht in der Tat ein U-förmiger Zusammenhang.¹⁴ So wird der hitzebedingte Anstieg der Sterblichkeitsrate zum Teil durch weniger Todesfälle an extrem kalten Tagen kompensiert, die immer seltener werden sollten. Außerdem gibt es einige Hinweise darauf, dass die Sterblichkeitsraten dank einer stärkeren Nutzung von Klimaanlage zurückgehen.¹⁵ Aussagen, denen zufolge die negativen Auswirkungen höherer Temperaturen mithilfe von Technologie weitgehend beseitigt werden können, ist allerdings mit Vorsicht zu begegnen. Auch in Zukunft dürften einer breiten Nutzung neuer Technologien dieselben Beschränkungen beim Zugang und Einkommen entgegenstehen, die derzeit verhindern, dass bewährte Technologien (wie Heizungen zum Schutz vor Kälte) in vollem Umfang genutzt werden.

Der Klimawandel könnte das Arbeitsangebot auch durch klimabedingte Sterbe-, Krankheits- und Migrationsfälle beeinflussen. Gerade im Zusammenhang mit der Migration scheint Europa als Wunschdestination zu gelten. Steigende Durchschnittstemperaturen werden den Prognosen zufolge zu

¹⁰ Siehe J. Graff Zivin, S. Hsiang und M. Neidell, [Temperature and Human Capital in the Short and Long Run](#), Journal of the Association of Environmental and Resource Economists, Bd. 5, Nr. 1, 2018, S. 77-105.

¹¹ Siehe M. Dell, B. Jones und B. Olken, [Temperature Shocks and Economic Growth: Evidence from the Last Half Century](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 4, Nr. 3, 2012, S. 66-95.

¹² Siehe Deutsche Bundesbank, [Klimawandel und Klimapolitik: Analysebedarf und -optionen aus Notenbanksicht](#), Monatsbericht 1/2022, Januar 2022, S. 33-62.

¹³ Siehe J. Ballester et al., [Heat-related mortality in Europe during the summer of 2022](#), Nature Medicine, Bd. 29, 2023, S. 1857-1866.

¹⁴ Siehe A. Barreca et al., [Adapting to Climate Change: The Remarkable Decline in the US Temperature-Mortality Relationship over the Twentieth Century](#), Journal of Political Economy, Bd. 124, Nr. 1, 2016, S. 105-159.

¹⁵ Siehe A. Barreca et al., a. a. O.

einem höheren Krankenstand führen.¹⁶ Die Schätzungen dazu, wie sich der Klimawandel auf die Arbeitsmigration auswirken wird, gehen weit auseinander.¹⁷ Bislang verlassen nur einige der von Klimaereignissen betroffenen Arbeitskräfte ihren Wohnort. Davon wandern die meisten nicht aus, sondern ziehen innerhalb des eigenen Landes um.¹⁸ Die bisherigen Erfahrungen damit, dass bestimmte Regionen in einzelnen Ländern vorübergehend unwirtlich wurden, dürften jedoch wenig Aussagekraft haben, wenn ganze Länder dauerhaft unwirtlich werden.

Langfristig können die Folgen des Klimawandels durch entsprechende Anpassungsmaßnahmen abgemildert werden. Maßnahmen wie Dämme, Bewässerung und die Verlagerung von Aktivitäten an weniger anfällige Standorte erhöhen die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber dem Klimawandel. Die üblichen Messgrößen der Produktivität erfassen jedoch nicht die dadurch vermiedenen Produktionseinbußen. So könnte der Eindruck entstehen, dass die Effizienz des Kapitalstocks sinkt, wenn mehr Kapital für solche Maßnahmen aufgewendet wird. Fließen Ressourcen in Anpassungsmaßnahmen, dann stehen womöglich weniger Ressourcen für Innovationen zur Verfügung, wodurch sich das künftige Wachstum der totalen Faktorproduktivität verlangsamen könnte.

4 Auswirkungen extremer Wetter- und Klimaereignisse

Auf kurze Sicht beeinträchtigen Extremereignisse die Wirtschaftsaktivität. Die langfristigen Auswirkungen sind hingegen weniger gewiss. Auf den ersten Schock folgt eine Phase der Verwerfungen und der Unsicherheit, die allmählich einer Erholung weicht. Zu den Faktoren, die die kurzfristigen Folgen abfedern, zählen ein höheres Pro-Kopf-Einkommen, ein höheres Bildungsniveau sowie bessere Institutionen.¹⁹ Überdies dämpfen Mittelzuflüsse in die betroffenen Gebiete (z. B. internationale Hilfgelder, fiskalische Transferzahlungen, Kredite und Versicherungsleistungen) die Auswirkungen und fördern eine Erholung.²⁰ Die langfristigen Folgen in Bezug auf das vor der Katastrophe verzeichnete Trendwachstum sind differenzierter zu betrachten und können sich auf regionaler und nationaler Ebene unterscheiden.

Einigen Ländern gelang es, ihre Bedingungen im Rahmen des Wiederaufbaus zu verbessern, indem sie die Gelegenheit nutzten, um in neues Sachkapital

¹⁶ Siehe C. Mora et al., [Over half of known human pathogenic diseases can be aggravated by climate change](#), Nature Climate Change, Bd. 12, 2022, S. 869-875.

¹⁷ Siehe A. Missirian und W. Schlenker, [Asylum applications respond to temperature fluctuations](#), Science, Bd. 358, Ausgabe 6370, 2017, S. 1610-1614.

¹⁸ Siehe M. Burzyński et al., [Climate Change, Inequality, and Human Migration](#), Journal of the European Economic Association, Bd. 20, Ausgabe 3, 2022, S. 1145-1197.

¹⁹ Siehe I. Noy, [The macroeconomic consequences of disasters](#), Journal of Development Economics, Bd. 88, Ausgabe 2, 2009, S. 221-231.

²⁰ Siehe T. McDermott, F. Barry und R. Tol, [Disasters and development: natural disasters, credit constraints, and economic growth](#), Oxford Economic Papers, Bd. 66, Ausgabe 3, 2014, S. 750-773; L. Fache Rousová et al., [Climate change, catastrophes and the macroeconomic benefits of insurance](#), Financial Stability Review, Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung, Juli 2021.

und neue Technologien zu investieren.²¹ Dies ist in der Regel jedoch nur nach milden oder moderaten Ereignissen in vergleichsweise wohlhabenderen Schwellenländern der Fall, die enge Handelsbeziehungen zu Industrieländern unterhalten.²² In ärmeren Ländern oder nach schwerwiegenden Ereignissen kommt es bestenfalls zu einer Rückkehr zum Trendwachstum. Häufig vollzieht sich die Erholung aber nur unvollständig.²³

Die offensichtlichste Auswirkung von Extremereignissen auf das Produktionspotenzial ist die Vernichtung des Kapitalstocks.

Überschwemmungen, Stürme und Waldbrände zerstören Gebäude, Maschinen, Straßen und sonstige Infrastruktur. Schäden an der Infrastruktur verstärken ihrerseits die Wirkung auf das Produktionspotenzial, da deren Folgen auch Unternehmen erfassen, die zunächst nicht von den Schäden betroffen waren. Daneben kann die Produktion in Grundstoffindustrien durch eine verminderte Nutzbarkeit von Grund und Boden, beispielsweise durch Erosion, dauerhaft beeinträchtigt werden. In Dürreperioden kann der Futtermangel dazu führen, dass Viehbestände stark dezimiert werden und sich unter Umständen erst nach Jahren wieder erholen.

Versicherungsschutz und der Zugang zu Finanzmitteln sind wichtige Faktoren, die die Erholung nach einem Extremereignis stützen und die Auswirkungen auf die langfristige Produktion abfedern.

Unternehmen, die eine Betriebsunterbrechungsversicherung abgeschlossen haben, weisen nach einer Katastrophe ein besseres Produktivitätswachstum und eine höhere Rentabilität auf als solche ohne diesen Schutz. Dies gilt allerdings nur unter der Voraussetzung, dass die Auszahlung rasch erfolgt. Zu spät eintreffende Finanzmittel sind nur unwesentlich besser als gar keine.²⁴ Wenn der Zugang zu finanziellen Mitteln zudem nicht generell an die Produktivität gekoppelt ist – etwa wenn es nur noch großen Unternehmen vorbehalten ist, Kredite zu bekommen –, könnten ansonsten produktive und existenzfähige Firmen in die Insolvenz getrieben werden. Hierdurch würde sich das Produktionspotenzial weiter verringern.²⁵

Die langfristigen Folgen sind in den betroffenen Regionen für gewöhnlich stärker ausgeprägt, da – in der Regel jüngere und besser qualifizierte – Arbeitskräfte häufig fortgehen und möglicherweise erst nach geraumer Zeit zurückkehren.²⁶ Ein Jahr, nachdem der Hurrikan Katrina New Orleans verwüstet

²¹ Siehe M. Skidmore und H. Toya, [Do Natural Disasters Promote Long-Run Growth?](#), *Economic Inquiry*, Bd. 40, Ausgabe 4, 2002, S. 664-687.

²² Siehe J. Cuaresma, J. Hlouskova und M. Obersteiner, [Natural disasters as creative destruction? Evidence from developing countries](#), *Economic Inquiry*, Bd. 46, Ausgabe 2, 2008, S. 214-226.

²³ Siehe S. Hallegatte und P. Dumas, [Can natural disasters have positive consequences? Investigating the role of embodied technical change](#), *Ecological Economics*, Bd. 68, Ausgabe 3, 2009, S. 777-786.

²⁴ Siehe P. Poonitirakul et al., [Insurance as a Double-Edged Sword: Quantitative Evidence from the 2011 Christchurch Earthquake](#), *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, Bd. 42, 2017, S. 609-632.

²⁵ Siehe E. Basker und J. Miranda, [Taken by storm: business financing and survival in the aftermath of Hurricane Katrina](#), *Journal of Economic Geography*, Bd. 18, Ausgabe 6, 2018, S. 1285-1313; H. Uchida et al., [Financial shocks, bankruptcy, and natural selection](#), *Japan and the World Economy*, Bd. 36, 2015, S. 123-135.

²⁶ Siehe V. Bier, [Understanding and Mitigating the Impacts of Massive Relocations Due to Disasters](#), *Economics of Disasters and Climate Change*, Bd. 1, Ausgabe 2, 2017, S. 179-202.

hatte, war der Anteil der Kinder an der Gesamtbevölkerung geringer, das durchschnittliche Bildungsniveau niedriger und das Alter der Menschen im Mittel sechs Jahre höher.²⁷ Die Auswirkungen dieser Abwanderung könnten noch jahrzehntelang zu spüren sein. Heftige Erosionen in den Landkreisen der „Dust Bowl“ führten in den 1930er-Jahren in den Vereinigten Staaten zu einer massiven Auswanderungswelle. Der Preis für Ackerland sank im Vergleich zu weniger erodierten Gebieten um rund 30 %. Hierdurch verloren Sicherheiten an Wert, und der allgemeine Zugang zu Finanzmitteln nahm ab. Die wirtschaftlichen Folgen dauerten über ein halbes Jahrhundert an, auch wenn sich die Bodenqualität deutlich schneller erholte.²⁸

Umgekehrt kann der Abfluss von Arbeitskräften aus den betroffenen Gebieten das Arbeitsangebot und damit das Produktionspotenzial in anderen Regionen erhöhen und so die landesweiten Auswirkungen insgesamt glätten.

Arbeitssuche und Umzüge sind ein kostspieliges Unterfangen, doch der durch Extremereignisse bedingte Bruch bietet die Gelegenheit zu einer Neubewertung der Lage. Tatsächlich konnten Arbeitskräfte, die nach dem Hurrikan Katrina abwanderten, im Durchschnitt am neuen Standort höhere Verdienste erzielen.²⁹ Dies ist jedoch nicht immer der Fall. Aufgrund von Katastrophen kann das Bildungsniveau in den betroffenen Kohorten abnehmen und das Humankapital dadurch dauerhaft sinken. Da das Bildungsniveau der Eltern auch das ihrer Kinder beeinflusst, kann dieser Effekt generationsübergreifend weitergetragen werden.³⁰

Extremereignisse können auf lange Sicht auch das Wachstum der totalen Faktorproduktivität verringern. Selbst wenn Unternehmen in betroffenen Regionen weiterhin höhere Kapitalinvestitionen und ein höheres Beschäftigungswachstum aufweisen, werden sie auf mittlere Sicht ein geringeres TFP-Wachstum verzeichnen. Dies mag daran liegen, dass die Geschäftsleitung ihren Fokus auf den Wiederaufbau richtet, worunter dann die Effizienz leidet.³¹ Zwar erhöht sich nach einer Katastrophe die Zahl der Patente für die Anpassung an Extremereignisse etwas, doch andere Arten von Innovationen gehen zurück. Die Folge ist eine auf lange Sicht geringere TFP in den entsprechenden Regionen.³²

²⁷ Siehe J. Vigdor, [The Economic Aftermath of Hurricane Katrina](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 22, Nr. 4, 2008, S. 135-154.

²⁸ Siehe R. Hornbeck, [The Enduring Impact of the American Dust Bowl: Short- and Long-Run Adjustments to Environmental Catastrophe](#), American Economic Review, Bd. 102, Nr. 4, 2012, S. 1477-1507.

²⁹ Siehe T. Deryugina, L. Kawano und S. Levitt, [The Economic Impact of Hurricane Katrina on Its Victims: Evidence from Individual Tax Returns](#), American Economic Journal: Applied Economics, Bd. 10, Nr. 2, 2018, S. 202-233.

³⁰ Siehe D. Almond, [Is the 1918 Influenza Pandemic Over? Long-Term Effects of In Utero Influenza Exposure in the Post-1940 U.S. Population](#), Journal of Political Economy, Bd. 114, Nr. 4, 2006, S. 672-712; G. Caruso und S. Miller, [Long run effects and intergenerational transmission of natural disasters: A case study on the 1970 Ancash Earthquake](#), Journal of Development Economics, Bd. 117, 2015, S. 134-150.

³¹ Siehe A. Leiter, H. Oberhofer und P. Raschky, [Creative Disasters? Flooding Effects on Capital, Labour and Productivity Within European Firms](#), Environmental & Resource Economics, Bd. 43, Nr. 3, 2009, S. 333-350.

³² Siehe I. Noy und E. Strobl, [Creatively Destructive Hurricanes: Do Disasters Spark Innovation?](#), Environmental and Resource Economics, Bd. 84, 2023, S. 1-17.

Der Klimawandel muss im Kontext häufiger auftretender Ereignisse gesehen werden, statt jedes einzelne Ereignis isoliert zu betrachten. Mehrere Autoren sind der Frage nachgegangen, über welche Kanäle häufiger stattfindende Extremereignisse im Zeitverlauf zu einem geringeren Produktionspotenzial führen.³³ Beispielsweise könnte die gestiegene Unsicherheit private Haushalte und Unternehmen dazu veranlassen, vorsichtiger zu agieren und ihre Kapitalinvestitionen zu reduzieren. Je nachdem, welche Annahmen zu Häufigkeit und Ausmaß künftiger Katastrophen zugrunde gelegt werden, könnte das erwartete jährliche Produktionswachstum um 0,25 bis 1 Prozentpunkt niedriger ausfallen.³⁴

5 Auswirkungen von Klimaschutzmaßnahmen und ökologischem Wandel

Um die Auswirkungen des langfristigen Klimawandels auf die Produktion zu begrenzen, sind rasche Maßnahmen zur Verringerung der Emissionen und der Übergang zu einer klimaneutralen Weltwirtschaft erforderlich. Auf lange Sicht wird sich Projektionen zufolge bei einem weltweiten Übergang zu Netto-Null-Emissionen eine höhere Produktion einstellen als bei einem Szenario ohne diesen Schritt.³⁵ Im Übergang selbst kann es jedoch zu einem Rückgang des Produktionspotenzials kommen. Dies gilt insbesondere, wenn dieser ungeordnet erfolgt oder wenn bestimmte Regionen rasch voranschreiten, während andere nicht schnell genug folgen, um die globalen Emissionen zu eliminieren.³⁶ Klimaszenarios beinhalten im Allgemeinen eine Kombination aus Steuern und Regulierungen zur Erhöhung des effektiven CO₂-Preises. Steigende CO₂-Preise bieten Privathaushalten und Unternehmen einen Anreiz, auf alternative Energieträger mit einem geringeren CO₂-Gehalt auszuweichen. Auf diese Weise fördern sie die Innovation, Nutzung und Verbreitung sauberer Technologien. Analysen der EZB legen nahe, dass die CO₂-Besteuerung bislang keinen größeren negativen Effekt auf das Produktionspotenzial in Europa hatte (siehe Kasten 1).³⁷

³³ Siehe zum Beispiel M. Isoré und U. Szczerbowicz, [Disaster risk and preference shifts in a New Keynesian model](#), *Journal of Economic Dynamics and Control*, Bd. 79, Ausgabe C, 2017, S. 97-125; A. Dietrich, G. Müller und R. Schoenle, [The Expectations Channel of Climate Change: Implications for Monetary Policy](#), Discussion Papers des CEPR, Nr. 15866, Centre for Economic Policy Research, 2021.

³⁴ Siehe A. Cantelmo, [Rare Disasters, the Natural Interest Rate and Monetary Policy](#), *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Bd. 84, Ausgabe 3, 2022, S. 473-496.

³⁵ Siehe Network for Greening the Financial System, a. a. O.

³⁶ Um den Rückgang des Produktionspotenzials zu ermitteln, muss auch der richtige Vergleich zugrunde gelegt werden. Die richtige Bezugsgröße für die Auswirkungen des Übergangs ist nämlich nicht die Vergangenheit, sondern eine Zukunft ohne Klimaschutzmaßnahmen.

³⁷ Die Auswirkungen von CO₂-Steuern reichen über das Produktionspotenzial hinaus. Eine Erörterung der fiskalischen Auswirkungen im Euroraum findet sich in: EZB, [Finanzpolitische Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet zur Eindämmung des Klimawandels](#), *Wirtschaftsbericht* 6/2022, September 2022.

Kasten 1

Empirische Evidenz zu den Auswirkungen von CO₂-Steuern auf das Wachstum des Produktionspotenzials in Europa

Christoph Zwick

Empirische Studien zu den makroökonomischen Auswirkungen von CO₂-Steuern befassen sich überwiegend mit deren Einfluss auf den Kohlenstoffausstoß. Nur wenige Beiträge nehmen die breiteren gesamtwirtschaftlichen Implikationen in den Blick, von den längerfristigen strukturellen Folgen ganz zu schweigen. Zu den Auswirkungen auf das Produktionspotenzial gibt es bislang überhaupt keine Untersuchungen.

Bei der Bestimmung der dynamischen Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse besteht die größte ökonometrische Herausforderung darin, die endogenen Reaktionen der Steuerbehörden herauszufiltern. Beispielsweise könnten die Behörden auf eine Verringerung des Produktionspotenzials reagieren, indem sie eine Erhöhung der CO₂-Steuer aufschieben. Würde dies außer Acht gelassen, käme es zu einer Verzerrung der Ergebnisse. Zur Lösung dieses Problems schlagen Metcalf und Stock vor, Veränderungen der CO₂-Steuern in zwei Komponenten zu unterteilen – eine auf Basis von historischen Wirtschaftsergebnissen sowie aktuellen und vergangenen globalen Schocks und eine zweite ohne Berücksichtigung dieser Faktoren, die dann als exogen gelten kann. Anhand der exogenen Komponente lässt sich so die Kausalwirkung der Steuer auf die Wirtschaft schätzen.³⁸

Auf diesen Ansatz stützen sich auch vorläufige Forschungsarbeiten, die zurzeit von der EZB durchgeführt werden. Ziel ist es, für 29 europäische Länder im Zeitraum von 1985 bis 2021 die Auswirkungen einer CO₂-Besteuerung auf das Produktionspotenzial zu analysieren.³⁹ Rund die Hälfte dieser Länder hat eine CO₂-Steuer erlassen, wobei Schweden im Jahr 2014 den höchsten Satz festlegte (140 USD/tCO₂ in realer Rechnung auf Basis der Kaufkraftparitäten von 2018). Abbildung A zeigt den Effekt eines CO₂-Steuerschocks in Höhe von 40 USD. Dieser Wert entspricht in etwa dem Stichprobendurchschnitt jener Länder, die eine solche Steuer eingeführt haben. Wichtig dabei ist, dass die Untergrenze des Konfidenzintervalls von 95 % bei rund -0,1 Prozentpunkten liegt, was bedeutet, dass ein über diesem Wert liegender Effekt statistisch signifikant ist. Verglichen damit beläuft sich das durchschnittliche jährliche Wachstum des Produktionspotenzials in der Stichprobe auf 2,1 %. Unter Berücksichtigung des höchsten Steuerniveaus in der Stichprobe und der Tatsache, dass CO₂-Steuern mit der Zeit zumeist schrittweise gestiegen sind, deuten die Ergebnisse darauf hin, dass solche Steuern das Wachstum des Produktionspotenzials in Europa bisher nicht maßgeblich beeinträchtigt haben.

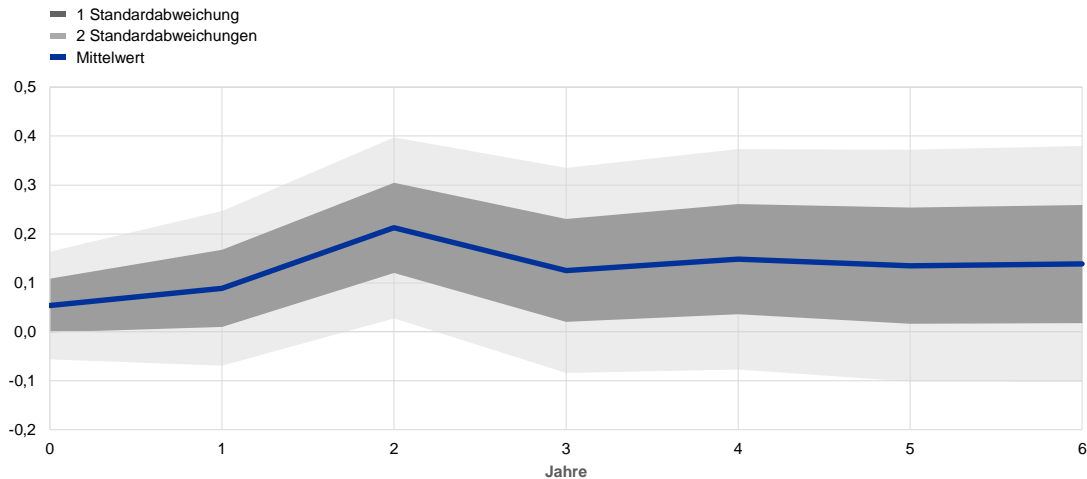
³⁸ Siehe G. Metcalf und J. Stock, [Measuring the Macroeconomic Impact of Carbon Taxes](#), AEA Papers and Proceedings, Bd. 110, 2020, S. 101-106.

³⁹ Die dargelegten Ergebnisse ergeben sich aus diesem empirischen Ansatz. Sie basieren auf der vollständigen Stichprobe und der „Local Projections“-Methode unter Berücksichtigung des verzögerten Einflusses der Besteuerung der letzten zwei Jahre. Die Stichprobe umfasst nur Länder, die am Emissionshandelssystem der EU teilnehmen, und kontrolliert damit für dessen Auswirkungen.

Abbildung A

Auswirkungen eines CO₂-Steuerschocks von 40 USD/tCO₂ auf das Wachstum des Produktionspotenzials

(in Prozentpunkten)



Quellen: AMECO, Weltbank und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafik zeigt die Auswirkungen des CO₂-Steuerschocks auf das Produktionspotenzial in den Jahren nach dessen Eintritt, wobei das Jahr 0 das Jahr der Steuereinführung ist.

Der ökologische Wandel ist mit einer strukturellen Transformation der Wirtschaft verbunden, bei der das Kapital und die Arbeitskräfte zwischen unterschiedlichen Sektoren, zwischen Unternehmen desselben Sektors und innerhalb von Unternehmen umverteilt werden. Der Gesamteffekt hängt

demnach von einer Reihe struktureller und technologischer Faktoren ab. Hierzu zählen Hindernisse, die neue und innovative Firmen davon abhalten, in den Markt einzutreten und zu wachsen (bzw. ineffiziente, kohlenstoffintensive Firmen vom Marktaustritt abhalten), Hemmnisse für den Stellenwechsel von Arbeitskräften sowie die Rate der grünen Innovationen. Verläuft der Übergang geordnet, mit weitreichenden technologischen Fortschritten sowie gut kommunizierten und damit vorhersehbaren CO₂-Preiserhöhungen und sonstigen staatlichen Maßnahmen, dann kann das kohlenstoffintensive Kapital, sobald es abgeschrieben ist, durch neues, klimafreundliches Kapital ersetzt werden, ohne hohe Zusatzkosten zu verursachen. Wenn der Übergang jedoch abrupt erfolgt oder noch keine gleichwertigen grünen Technologien existieren, wird kohlenstoffintensives Kapital vorzeitig obsolet, und der Gesamtkapitalstock nimmt ab.

Arbeitskräfte, die von kohlenstoffintensiven in klimafreundliche Tätigkeiten wechseln, könnten das Arbeitsangebot beeinträchtigen, wenn erhebliche Diskrepanzen zwischen angebotenen und nachgefragten Qualifikationen bestehen. Die Evidenz lässt aber insgesamt darauf schließen, dass es nur wenige spezifische Qualifikationen gibt, die ausschließlich für den ökologischen Wandel relevant sind. In rund 5 % der Regionen in der EU haben über 20 % der Beschäftigten CO₂-intensive Arbeitsplätze.⁴⁰ Diese Regionen könnten

⁴⁰ Siehe A. Vandeplas et al., [The Possible Implications of the Green Transition for the EU Labour Market](#), European Economy Discussion Papers, Nr. 176, Europäische Kommission, 2022. Auf Grundlage der [NUTS-2-Basisregionen](#).

eine längere Phase mit erhöhter Arbeitslosigkeit und einem Qualifikationsschwund (dem menschlichen Pendant zu „Stranded Assets“) durchlaufen. Die meisten als klimafreundlich eingestuft Arbeitsplätze sind dies jedoch nur zum Teil und erfordern vielfach dieselben Qualifikationen wie umweltschädliche Jobs. Die spezifisch ökologischen Fähigkeiten können zumeist direkt am Arbeitsplatz erworben werden.⁴¹ Nach Schätzungen der Internationalen Energieagentur beinhalten die meisten kohlenstoffintensiven Arbeitsstellen im Energiesektor ähnliche Qualifikationen wie entsprechende grüne Positionen. Daher hat sich in Europa bereits über die Hälfte der Beschäftigten in diesem Sektor umorientiert.⁴² Allerdings kann der durch den Bevölkerungsrückgang in Europa bedingte Mangel an verfügbaren Arbeitskräften den ökologischen Wandel in den kommenden Jahrzehnten verlangsamen.⁴³ Deshalb dürften strukturelle Maßnahmen, die im Zuge der normalen wirtschaftlichen Transformation die Mobilität der Arbeitskräfte fördern, ebenfalls dazu beitragen, die Auswirkungen des Übergangs auf das Arbeitsangebot zu dämpfen.

Wie stark sich der ökologische Wandel auf die gesamtwirtschaftliche TFP auswirkt, hängt von der relativen Produktivität der wachsenden Unternehmen im Vergleich zu den schrumpfenden Unternehmen ab. Wenn schrumpfende CO₂-intensive Sektoren produktiver sind als wachsende grüne Sektoren, geht die Umverteilung zwischen den Sektoren während des Übergangs mit einer geringeren gesamtwirtschaftlichen Produktivität einher (und umgekehrt). Je nach industrieller Struktur können sich die Auswirkungen dann von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft unterscheiden. Doch die Gesamtwirkung ist alles andere als sicher, da die Kohlenstoffintensität sogar innerhalb von Sektoren stark divergiert. So sind die 20 % kohlenstoffintensivsten Unternehmen in der Metall- und Chemieindustrie der EU für rund drei Viertel der CO₂-Emissionen des gesamten Sektors verantwortlich, vereinen aber nur 20 %-30 % der Beschäftigten auf sich. In der Zement- und Kalkindustrie, in der die Unternehmen ähnliche Technologien verwenden, erzeugen die 20 % emissionsintensivsten Firmen 30 % des Ausstoßes und decken lediglich 10 % der Beschäftigung ab.⁴⁴ Die Unternehmen mit den höchsten Emissionen verzeichnen im Allgemeinen eine geringere TFP als andere Unternehmen desselben Sektors. Daher könnte eine Reallokation ihrer Produktion und Arbeitskräfte einerseits die TFP des Sektors steigern und andererseits die Emissionen senken.⁴⁵

Die gesamten langfristigen Auswirkungen auf die Produktivität hängen letztlich von erfolgreichen Innovationen in klimafreundliche Technologien ab, die es in puncto Effizienz mit ihren kohlenstoffintensiven Pendant aufnehmen können. Beim Vergleich dieser Technologien ist jedoch Vorsicht geboten: Die durch die langfristigen Umweltschäden bedingte Ineffizienz der heutigen CO₂-intensiven Technologien wird gegenwärtig nicht präzise erfasst. Außerdem bildet das BIP den

⁴¹ Siehe A. Bowen, K. Kuralbayeva und E. Tipoe, [Characterising green employment: The impacts of 'greening' on workforce composition](#), Energy Economics, Bd. 72, 2018, S. 263-275.

⁴² Siehe Internationale Energieagentur, World Energy Employment, 2022.

⁴³ Siehe EZB, [Bevölkerungstrends gemäß EUROPOP2023-Prognosen und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen auf den Euroraum](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

⁴⁴ Siehe G. Bijnens und C. Swartenbroekx, [Carbon emissions and the untapped potential of reallocation – Lessons from the EU ETS](#), NBB Economic Review, Nr. 06, 2022.

⁴⁵ Siehe G. Bijnens und C. Swartenbroekx, a. a. O.

Beitrag grüner Technologien, die solche Schäden von vornherein vermeiden (einschließlich des Kapitaleinsatzes zur Verringerung der Emissionen), möglicherweise nicht vollständig ab. So könnte fälschlicherweise der Eindruck entstehen, dass sie weniger effizient sind als die vorhandenen Technologien.

Umweltschutzbestimmungen können Innovationen fördern, die ihrerseits die Produktivität langfristig ausreichend steigern, um die kurzfristigen Kosten auszugleichen (Porter-Hypothese).⁴⁶ Die Evidenz zu dieser Hypothese ist zwar insgesamt uneinheitlich, doch lässt sich anhand einer Schlüsselindustrie, nämlich der Stromerzeugung, verdeutlichen, dass klimafreundliche Innovationen wettbewerbsfähige Technologien hervorbringen können. Durch technologische Verbesserungen und Skaleneffekte ist der Preis für Strom aus Wind- und Solarenergie in den vergangenen zehn Jahren deutlich gesunken. Die Stromgestehungskosten⁴⁷ sind für beide Energiequellen mittlerweile deutlich niedriger als für fossile Energieträger. Auch wenn weiterhin Herausforderungen in Bezug auf den Umgang mit schwankenden Energieeinspeisungen – insbesondere bei einer hohen Penetration – bestehen, dürfte die groß angelegte Umstellung der Stromerzeugung von fossilen Brennstoffen auf erneuerbare Energien derzeit sowohl eine geringere CO₂-Intensität als auch niedrigere Kosten zur Folge haben. Da der Euroraum Nettoimporteur fossiler Brennstoffe ist, würde eine geringere Abhängigkeit auch die Auswirkungen von Angebotsschocks mindern, die sich aus diesen Energieträgern ergeben.

Die Umweltschutzbestimmungen wirken sich in unterschiedlicher Weise auf die Unternehmen aus, wobei Unternehmen an der Technologiegrenze die sich bietenden Vorteile besser nutzen können.⁴⁸ Untersuchungen der EZB haben gezeigt, dass sich unterschiedliche Maßnahmen zugunsten einer stärkeren Dekarbonisierung auch unterschiedlich in der Produktivität der einzelnen Firmen niederschlagen. Marktwirtschaftliche Maßnahmen wie CO₂-Steuern und Subventionen für Forschung und Entwicklung beeinträchtigen die Firmen insgesamt am wenigsten, Umweltschutzaufgaben hingegen mehr (siehe Kasten 2). Größere Unternehmen werden durch Maßnahmen, die den Übergang zu einer CO₂-armen Wirtschaft regeln, weniger belastet. Darin spiegelt sich sowohl ihr besserer Zugang zu Kapital als auch ihre höhere Innovationskraft wider.

Kasten 2

Überprüfung der Porter-Hypothese: Umweltschutzbestimmungen und Produktivitätswachstum im Euroraum

Paloma Lopez-Garcia

Die Porter-Hypothese besagt, dass Umweltschutzvorschriften Innovationen fördern und langfristig zu Produktivitätszuwächsen führen können, durch die mögliche kurzfristige Kosten kompensiert

⁴⁶ Siehe M. Porter und C. van der Linde, [Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 9, Nr. 4, 1995, S. 97-118.

⁴⁷ Aktuelle Kosten (netto) je Kilowattstunde Strom, die während der Nutzungsdauer einer Anlage erzeugt wird, einschließlich Finanzierung, Bau und Betrieb.

⁴⁸ Siehe [Productivity growth, environmental policies and the Porter hypothesis](#), in: OECD, Assessing the economic impacts of environmental policies: Evidence from a decade of OECD research, Paris, 2021.

werden. Anhand empirischer Untersuchungen lässt sich diese Hypothese nicht eindeutig belegen. Die Verwendung von Länderdaten und aggregierten Angaben zu ergriffenen Maßnahmen überdeckt zudem, dass sich die einzelnen Maßnahmen je nach Unternehmensart unterschiedlich bemerkbar machen.

Bei der jüngsten Untersuchung der EZB wurden neben dem Environmental Policy Stringency Index (EPS) der OECD Daten zu mehr als drei Millionen Einzelunternehmen aus sechs Euro-Ländern für den Zeitraum von 2003 bis 2019 herangezogen, um die Porter-Hypothese zu testen.⁴⁹ Anhand von Schätzungen der CO₂-Emissionen auf Unternehmensebene sollen kausale Aussagen über die Auswirkungen der Umweltschutzmaßnahmen getroffen werden, da diese die Unternehmen – je nachdem, wie stark sie davon betroffen sind, – in unterschiedlicher Weise beeinflussen dürften. So soll ermittelt werden, welchen Effekt strengere Umweltschutzvorschriften im Zeitverlauf auf die Innovationen und das TFP-Wachstum der Unternehmen haben. Dabei wird auch zwischen verschiedenen Arten umweltpolitischer Maßnahmen unterschieden, und zwar marktwirtschaftlichen Maßnahmen (wie etwa CO₂-Steuern und Emissionshandelssysteme), nicht marktwirtschaftlichen Maßnahmen (z. B. Verbote oder Beschränkungen bestimmter Produkte bzw. Prozesse) und Maßnahmen zur Technologieförderung für grüne Forschung und Entwicklung.

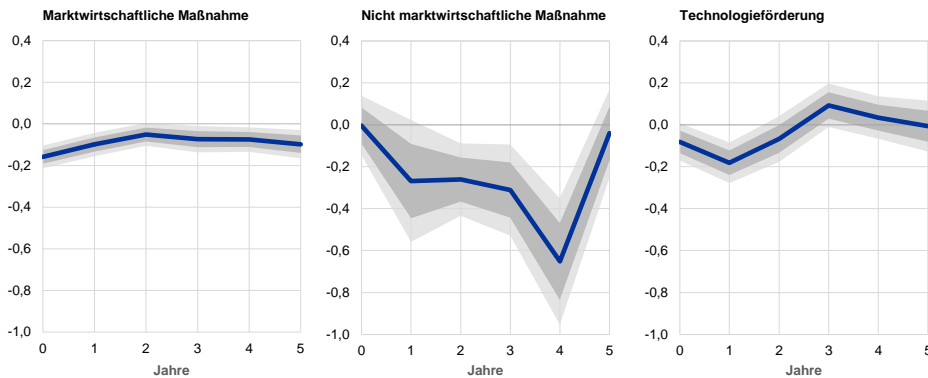
Eine strengere Umweltpolitik wirkt sich auf Unternehmen mit hohem CO₂-Ausstoß stärker aus als auf emissionsarme Unternehmen. Allerdings muss hier zwischen den verschiedenen Arten von Maßnahmen differenziert werden. Die Förderung von Forschung und Entwicklung beeinträchtigt emissionsintensive Unternehmen nur zeitweise und kurbelt das TFP-Wachstum letztlich an. Anhaltend negative, aber nur geringfügige Folgen haben hingegen marktwirtschaftliche Maßnahmen. Nicht marktwirtschaftliche Maßnahmen verringern das TFP-Wachstum in den fünf Jahren nach deren Einführung am stärksten (siehe Abbildung A). Doch nicht alle emissionsintensiven Unternehmen sind in der gleichen Weise betroffen: Nach einer Anpassung der Klimaschutzmaßnahmen steigt das TFP-Wachstum großer Unternehmen mit hohem CO₂-Ausstoß an, wohingegen es bei kleineren emissionsintensiven Firmen deutlich sinkt. Darin könnten der bessere Kapitalzugang und eine höhere Innovationskraft von Großunternehmen zum Ausdruck kommen.

⁴⁹ Siehe N. Benatti, M. Groiss, P. Kelly und P. Lopez-Garcia, [Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2820, 2023.

Abbildung A

TFP-Wachstum emissionsintensiver Unternehmen: Impuls-Antwort-Funktion einer strengeren Umweltpolitik (auf Firmenebene)

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Impuls-Antwort-Funktion einer Veränderung des Environmental Policy Stringency Index (EPS) von 1 Prozentpunkt in Bezug auf das TFP-Wachstum eines Unternehmens in den kommenden fünf Jahren im Fall einer marktwirtschaftlichen Maßnahme (Steuern), einer nicht marktwirtschaftlichen Maßnahme (Emissionsgrenzwerte) und einer Technologieförderungsmaßnahme (Subventionen für Forschung und Entwicklung). Als emissionsintensiv gelten Unternehmen in der oberen Hälfte der CO₂-Emissionsverteilung. Die schattierten Bereiche markieren die Konfidenzintervalle von 68 % bzw. 90 %.

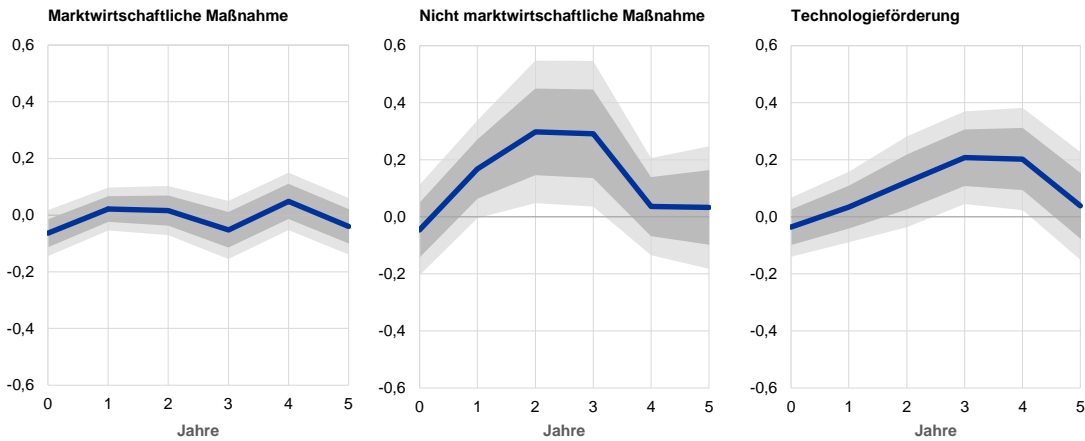
In der Studie wurde auch die Entwicklung der Patentanmeldungen untersucht. Es sollte geprüft werden, ob strengere Umweltschutzbestimmungen das langfristige TFP-Wachstum begünstigen können, indem sie Innovationen und Investitionen in umweltfreundliche Technologien fördern. Daneben ging es um die Frage, ob umweltfreundliche Innovationen andere Innovationen verdrängen.⁵⁰ Nach einer Verschärfung der Umweltauflagen nehmen die Anmeldungen grüner Patente durch Unternehmen mit hohem CO₂-Ausstoß deutlich zu, ohne dass andere Innovationen hierdurch verdrängt werden (siehe Abbildung B). Positiv schlägt dabei neben den nicht marktwirtschaftlichen Maßnahmen vor allem die Förderung von Forschung und Entwicklung zu Buche. Marktwirtschaftliche Maßnahmen beeinflussen die Patentanmeldungen der Unternehmen kaum. Werden lediglich die striktesten 25 % der umweltpolitischen Änderungen berücksichtigt, so zeigt sich jedoch auch hier ein signifikanter positiver Einfluss auf grüne Innovationen. Für einen Verdrängungseffekt gibt es indes keine Belege, da die Zahl der sonstigen Patentanmeldungen entweder gleich bleibt oder sogar leicht steigt. Dieser Anstieg könnte auf Komplementäreffekte zwischen den verschiedenen Technologien zurückzuführen sein, etwa wenn für eine neue grüne Technologie auch eine neue Software erforderlich ist.

⁵⁰ Siehe N. Benatti, M. Groiss, P. Kelly und P. Lopez-Garcia, a. a. O.

Abbildung B

Anmeldung grüner Patente durch emissionsintensive Unternehmen: Impuls-Antwort-Funktionen einer strengeren Umweltpolitik (auf Firmenebene)

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Impuls-Antwort-Funktion einer Veränderung des Environmental Policy Stringency Index (EPS) von 1 Prozentpunkt in Bezug auf die Zunahme grüner Patentanmeldungen eines Unternehmens in den kommenden fünf Jahren im Fall einer marktwirtschaftlichen Maßnahme (Steuern), einer nicht marktwirtschaftlichen Maßnahme (Emissionsgrenzwerte) und einer Maßnahme zur Technologieförderung (Subventionen für Forschung und Entwicklung). Als emissionsintensiv gelten Unternehmen in der oberen Hälfte der CO₂-Emissionsverteilung.

Die Porter-Hypothese wird durch die kombinierten Gesamtergebnisse in Teilen gestützt: Zwar ist das TFP-Wachstum der Unternehmen nach Einführung strengerer Umweltschutzbestimmungen zunächst rückläufig, doch kann es im Zuge steigender Patentanmeldungen langfristig wieder zunehmen.

6 Sonstige klimabedingte Bestimmungsfaktoren des Produktionspotenzials

Das Produktionspotenzial kann auf kurze oder lange Sicht auch durch andere klimabedingte Faktoren beeinflusst werden. In diesem Zusammenhang sind vor allem die Vorleistungen für die Produktion zu nennen.

Für viele umweltfreundliche Technologien werden bestimmte kritische Metalle und Minerale wie z. B. Lithium, Kobalt und Silizium benötigt. Diese müssen in Zukunft in weitaus größeren Mengen abgebaut werden, als es derzeit der Fall ist. Künftige Lieferkettenstörungen, die diese Rohstoffe betreffen, können zu vorübergehenden Produktionseinschränkungen bei Solarpanelen, Windturbinen, Elektrofahrzeugen und anderen für den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft wichtigen Produkten führen.⁵¹

Die Wirtschaftstätigkeit beruht zum Großteil auf dem unbepreisten und unbewerteten Beitrag von Naturkapital, Biodiversität und

⁵¹ Siehe EZB, [Mögliche Auswirkungen anhaltender Lieferkettenstörungen auf das Produktionspotenzial des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022. Dort findet sich eine weitergehende Analyse zu diesem Thema.

Ökosystemleistungen. Saubere Luft und sauberes Wasser sowie die Bestäubung durch Wildinsekten sind nur einige der Leistungen, die im BIP nicht berücksichtigt werden. Der Beitrag dieser Faktoren zum Produktionspotenzial könnte jedoch in Zukunft durch die Umweltzerstörung der vergangenen Jahrzehnte in Gefahr geraten. In Kasten 3 wird die Abhängigkeit europäischer Unternehmen von diesen Ökosystemleistungen näher beleuchtet.

Kasten 3

Abhängigkeit der Wirtschaft von der Natur

Andrej Ceglar

Das Wohlergehen der Menschheit hängt von der Natur und der Biodiversität ab, also der Vielfalt und Variabilität des Lebens auf der Erde. Jeder Mensch benötigt Nahrungsmittel, saubere Luft, sauberes Wasser, Energie und Rohstoffe. All dies liefert uns die Natur. In der Wirtschaft ist es nicht anders: Mehr als die Hälfte der globalen Wirtschaftsproduktion ist von der Natur und den Ökosystemleistungen abhängig.⁵² So sind rund 75 % aller Nahrungspflanzen auf Bestäubung angewiesen.⁵³ Der wirtschaftliche Wert wird dabei weltweit auf 248 Mrd. € bis 293 Mrd. € jährlich geschätzt.⁵⁴

Trotz der immer zahlreicheren wissenschaftlichen Belege für den hohen sozioökonomischen Nutzen der Natur verschlechtert sich der Zustand der natürlichen Ökosysteme in nie da gewesem Tempo. Schätzungen zufolge ist eine von acht Tier- und Pflanzenarten weltweit vom Aussterben bedroht; in Europa beträgt dieses Verhältnis sogar 1:4.⁵⁵ Für den Verlust der Artenvielfalt sind im Wesentlichen die Landnutzung, der Klimawandel, der Raubbau an natürlichen Ressourcen, die Umweltverschmutzung und invasive Arten verantwortlich. Schon heute sind die jährlichen globalen Kosten immens: Sie belaufen sich auf rund 3,5 Billionen € bis 18,5 Billionen € für verminderte Ökosystemleistungen und auf 5,5 Billionen € bis 10,5 Billionen € für Bodendegradation.⁵⁶

Ähnlich wie bei den bereits beschriebenen Wirkungskanälen des Klimawandels beeinflusst der Verlust natürlicher Ressourcen die Wirtschaft hauptsächlich über drei Kanäle: die stärkeren Folgen extremer Wetter- und Klimaereignisse, den langfristigen Schwund von Ökosystemen und die Auswirkungen der Maßnahmen zur Vermeidung dieser Verluste. So erhöht sich etwa durch den Verlust von Feuchtgebieten die Anfälligkeit für Sturmfluten,⁵⁷ eine geringere Zahl von Bestäuberinsekten vermindert die landwirtschaftliche Produktion, und Umweltschutzbestimmungen könnten die Nutzung natürlicher Ressourcen begrenzen oder ein Verbot bestimmter Produkte bewirken. Hierdurch könnten einige Geschäftsmodelle obsolet werden. Andere wiederum könnten

⁵² Siehe Weltwirtschaftsforum, [Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy](#), 2020.

⁵³ Siehe A.-M. Klein et al., [Importance of pollinators in changing landscapes for world crops](#), Proceedings of the Royal Society B, Bd. 274, Ausgabe 1608, 2007.

⁵⁴ Siehe Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services, [Assessment report on pollinators, pollination and food production](#), Bonn, 2016.

⁵⁵ Siehe Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services, [Summary for policymakers of the global assessment report on biodiversity and ecosystem services](#), Bonn, 2019.

⁵⁶ Siehe R. Costanza et al., [Changes in the global value of ecosystem services](#), Global Environmental Change, Bd. 26, 2014, S. 152-158.

⁵⁷ Siehe S. Narayan et al., [The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA](#), Scientific Reports, Bd. 7, Nr. 9463, 2017.

mit zu hohen Kosten verbunden sein und einen Verlust von Marktanteilen nach sich ziehen. Politische Maßnahmen können nur dann wirksam ausgestaltet werden, wenn das Prinzip der doppelten Wesentlichkeit beachtet wird. Dies bedeutet, dass sowohl der Einfluss der Wirtschaft auf die Natur als auch umgekehrt der Einfluss der Natur auf die Wirtschaft Berücksichtigung findet.

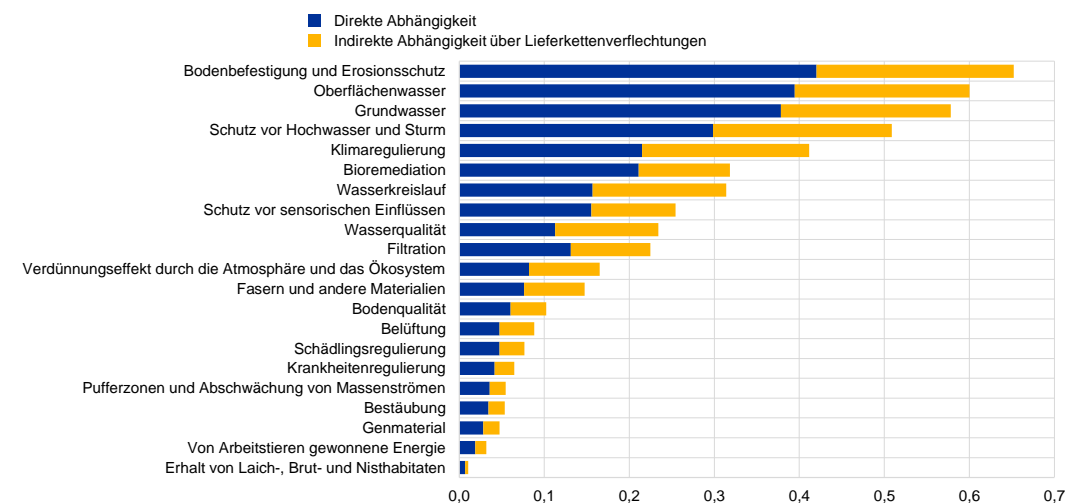
Die vorliegende Analyse zeigt, dass rund drei Viertel der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum in hohem Maße von natürlichen Gegebenheiten wie dem Schutz vor Überschwemmungen und Stürmen, der Frischwasserversorgung und der Klimaregulierung (zu der auch der Entzug von Kohlendioxid zählt) abhängig sind.⁵⁸ Eine massive Schädigung der entsprechenden Ökosysteme würde diesen Unternehmen erhebliche wirtschaftliche Probleme bereiten. Ebenso werden rund drei Viertel der Unternehmenskredite von Banken im Eurogebiet an Firmen vergeben, die auf mindestens eine Ökosystemleistung stark angewiesen sind. Bei Ausfall eines kritischen Ökosystems könnte dies beträchtliche Verluste der Banken nach sich ziehen und so die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen noch verstärken.

Der Klimawandel und der Verlust natürlicher Ressourcen sind eng miteinander verwoben. Um die umweltbedingten Risiken vollständig zu erfassen, ist es zwingend erforderlich, die Verflechtungen und die sich gegenseitig verstärkenden Mechanismen zwischen Klima, Umweltbelastungen und Biodiversität zu identifizieren. Diese Herausforderungen zeitnah zu erkennen und zu bewerten sowie entsprechende Gegenmaßnahmen zu ergreifen, ist unabdingbar, um künftige wirtschaftliche Einbußen zu begrenzen. Auch wenn die Risikomodellierungsansätze zur Identifizierung und Quantifizierung der wichtigsten Übertragungskanäle noch weiterentwickelt werden müssen, liegen bereits jetzt genügend Daten und Erkenntnisse vor, die eine umweltfreundliche Politik ermöglichen, solange noch Zeit dafür bleibt.

Abbildung A

Direkte und indirekte Abhängigkeit der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum von Ökosystemleistungen

(Abhängigkeits-Score)



Quellen: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Abhängigkeits-Score für den Euroraum ergibt sich aus dem Durchschnitt der Abhängigkeits-Scores der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum. Dabei wird zwischen direkter Abhängigkeit (Scope-1-Emissionen) und indirekter Abhängigkeit (vorgelagerte Stufe) in der Wertschöpfungskette unterschieden.

⁵⁸ Siehe F. Elderson, [The economy and banks need nature to survive](#), Der EZB-Blog, 8. Juni 2023.

7 Schlussbemerkungen

Der Klimawandel und die Maßnahmen zu dessen Bekämpfung dürften das Produktionspotenzial im Eurogebiet in den kommenden Jahrzehnten beeinflussen.

Neben der Zerstörung von Sachkapital durch Extremwetterereignisse werden sich auch Folgen für das Arbeitsangebot und den technologischen Fortschritt ergeben. Bei vielen der in diesem Aufsatz beschriebenen Kanäle sind die bisher gewonnenen Erkenntnisse noch unvollständig. Die künftige Forschung kann hier sicherlich noch einen wertvollen Beitrag leisten. Wenig Beachtung wurde bislang vor allem dem Verlust der Artenvielfalt und dessen Folgen geschenkt.

Die massiven lokalen Auswirkungen des Klimawandels auf einzelne Regionen oder bestimmte Sektoren stellen die Geldpolitik vor große Herausforderungen, weichen diese doch deutlich von normalen gesamtwirtschaftlichen Schocks ab.

Insbesondere die unterschiedlichen länderspezifischen Auswirkungen können die Durchführung der Geldpolitik im Euroraum erschweren. In aktuellen Studien wurde untersucht, auf welche Weise Produktionsverflechtungen zwischen Unternehmen Schocks verstärken können.⁵⁹ Wenn die Folgen des Klimawandels auf bestimmte Sektoren oder Regionen konzentriert sind, kann dies die gesamtwirtschaftliche Aktivität und die Preise erheblich stärker beeinflussen, als es der jeweilige Anteil an der Produktion nahelegen würde. Dies hätte somit auch Konsequenzen für die Geldpolitik.

Aus der Vielzahl von Wirkungskanälen und Hindernissen, die einem erfolgreichen ökologischen Wandel entgegenstehen, ergibt sich die Notwendigkeit, neben der Bepreisung von CO₂ eine breite Palette weiterer Maßnahmen zu ergreifen.

Der ökologische Wandel bringt eine strukturelle Transformation der Wirtschaft mit sich. Strukturpolitische Maßnahmen, die eine wirksame Verlagerung von Kapital und Arbeitskräften zwischen den einzelnen Wirtschaftstätigkeiten fördern, sind diesbezüglich von entscheidender Bedeutung. Ebenso wichtig ist eine Strukturpolitik, die auf Innovationen und die weitreichende Nutzung neuer Technologien abstellt. Doch auch wenn sich der ökologische Wandel rasch und reibungslos vollziehen sollte, werden die Folgen des Klimawandels und die Zahl der Extremwetterereignisse vermutlich zunehmen, sodass Anpassungsmaßnahmen wie Bewässerung, Klimatisierung und ein entsprechender Versicherungsschutz notwendig sein werden.

⁵⁹ Siehe beispielsweise D. Baqaee und E. Farhi, [The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem](#), *Econometrica*, Bd. 87, Ausgabe 4, 2019, S. 1155-1203; V. Guerrieri et al., [Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#), *American Economic Review*, Bd. 112, Nr. 5, 2022, S. 1437-1474.

3 Zehn Jahre SESFOD – Ein Rückblick auf die EZB-Umfrage zu den Kreditbedingungen an den Märkten für auf Euro lautende wertpapierbesicherte Finanzierungen und OTC-Derivate

Simon Kördel und Philippe Molitor

Die Kreditbedingungen sind ein wesentlicher Bestandteil der Finanzierungsbedingungen und liefern wichtige Informationen über die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer. Die Finanzierungsbedingungen beeinflussen die Anlageentscheidungen der Marktakteure. So begünstigt eine Lockerung der Kreditbedingungen mitunter das Entstehen von Hebeleffekten und die Zunahme der Risikobereitschaft im Finanzsystem. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der weltweiten Finanzkrise startete die EZB im März 2013 die [Umfrage zu den Kreditbedingungen an den Märkten für auf Euro lautende wertpapierbesicherte Finanzierungen und OTC-Derivate \(SESFOD\)](#), die sie alle drei Monate durchführt.¹

Bei wertpapierbesicherten Finanzierungen werden Vermögenswerte gegen Bareinlagen getauscht. Wirtschaftlich betrachtet handelt es sich bei diesen Wertpapierfinanzierungen um Kredite, die durch Vermögenswerte (z. B. Anleihen oder Anteilsrechte) besichert sind. Es werden vier Transaktionsarten unterschieden: Repogeschäfte (Pensionsgeschäfte), Wertpapierleihgeschäfte, Kauf-/Rückverkaufgeschäfte und Lombardgeschäfte (margin lending).² Auf Euro lautende Repogeschäfte bilden derzeit das größte Segment des Euro-Geldmarkts. Ihr ausstehendes Gesamtvolumen belief sich Ende 2022 auf rund 2 Billionen €. Seit der Finanzkrise greifen die Marktteilnehmer häufiger auf besicherte Geschäfte zurück, da sie das Gegenparteiausfallrisiko durch zu hinterlegende Sicherheiten senken möchten. Repogeschäfte dienen nicht nur der besicherten Refinanzierung, sondern bieten den Marktakteuren auch die Möglichkeit, sich bestimmte Wertpapiere zu beschaffen. Ferner spielt der besicherte – genauso wie der unbesicherte – Geldmarkt eine zentrale Rolle bei der Umsetzung und Transmission der Geldpolitik.³

Over-The-Counter-Derivate (OTC-Derivate) werden außerhalb des geregelten Marktes gehandelt. Der Preis dieser Finanzinstrumente hängt vom zugrunde liegenden Vermögenswert ab. Derivative Finanzkontrakte zeichnen sich dadurch aus, dass sie an die Preisschwankungen des ihnen zugrunde liegenden Vermögenswerts oder Korbs von Vermögenswerten (z. B. Zinsinstrumente, Aktien oder Rohstoffe) gekoppelt sind. Zudem werden OTC-Derivate privat verhandelt und

¹ Siehe EZB, [New ECB survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets \(SESFOD\)](#), Financial Stability Review, Special Feature C, Mai 2013.

² Zu den Begriffsbestimmungen siehe Artikel 3 der [Verordnung \(EU\) 2015/2365 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie zur Änderung der Verordnung \(EU\) Nr. 648/2012](#) (ABl. L 337 vom 23.12.2015, S. 1).

³ Siehe EZB, [Euro money market study 2022](#), April 2023.

sind nicht an einer Börse notiert. Ende 2022 lag der Nominalwert (brutto) aller ausstehenden auf Euro lautenden OTC-Derivate bei 41 Billionen €. Dies entspricht einem Anteil von knapp 32 % am Markt für auf Euro lautende Derivate. Einsatzbereiche für Finanzderivate sind unter anderem Risikosteuerung, Absicherung von Preisschwankungen (Hedging), Marktarbitrage und Preisspekulation.⁴ Derivate haben erhebliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft – angefangen bei den Hypothekenzinsen bis hin zu den Nahrungsmittelpreisen.

Um Informationen über die von Wholesale-Marktteilnehmern angebotenen Kreditbedingungen zu erheben, wurde eine internationale Initiative ins Leben gerufen, zu der auch die SESFOD-Umfrage der EZB zählt. Die Wholesale-Märkte tragen in nicht unerheblichem Umfang zur Entstehung von Hebeleffekten im Finanzsystem bei. Die SESFOD-Umfrage beleuchtet die Risiken, die sich im Zusammenhang mit den Märkten für wertpapierbesicherte Finanzierungen und Derivate ergeben könnten. Zudem gibt sie Auskunft über signifikante Veränderungen der Kreditbedingungen und stellt damit ein wertvolles Überwachungs- und potenzielles Frühwarninstrument dar. Des Weiteren können die Daten, die zu den Veränderungen der Kosten und der Verfügbarkeit von Refinanzierungsmitteln an den Wholesale- und insbesondere den Repomärkten erhoben werden, für die Analyse der geldpolitischen Transmission und der Finanzierungsbedingungen am Interbankenmarkt von Nutzen sein.⁵

Die SESFOD-Umfrage liefert Informationen zur marktbasierter Finanzierung und kann somit als Gegenstück der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum (BLS) betrachtet werden.⁶ Die EZB führt mehrere Umfragen⁷ durch, von denen sich die SESFOD- und die BLS-Umfrage in Teilen mit den Kreditbedingungen befassen. Während es in der SESFOD-Erhebung um die Kreditbedingungen von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und OTC-Derivaten geht, widmet sich die BLS-Umfrage den Vergabebedingungen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte im Euroraum.

Anlässlich des zehnjährigen Bestehens der SESFOD-Umfrage werfen die Autoren des vorliegenden Aufsatzes einen Blick auf die in diesem Zeitraum eingegangenen Antworten und erläutern, wie sich die Kreditbedingungen von Gegenparteien verändert haben und welchen Einflüssen sie dabei unterlagen.

⁴ Siehe die Rubrik [Derivatives / EMIR](#) auf der Website der Europäischen Kommission.

⁵ Auf SESFOD-Informationen beruhende Analysen sind beispielsweise: EZB, [Financial Stability Review](#), November 2019 (Abschnitt 2.1); EZB, [Recent trends in credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets based on information from the SESFOD survey](#), Kasten 4, Financial Stability Review, November 2018; EZB, [Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds](#), Kasten 8, Financial Stability Review, November 2020.

⁶ Siehe die Informationen zur [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum](#) (Englisch) auf der EZB-Website.

⁷ Siehe die Rubrik [EZB-Umfragen](#) (Englisch) auf der EZB-Website.

1 Hintergrund der Umfrage

Die SESFOD-Umfrage entstand im Rahmen einer internationalen Initiative⁸ und ist eine überwiegend qualitative Erhebung. Betrachtet werden die Aktivitäten an den Märkten für wertpapierbesicherte Finanzierungen und OTC-Derivate anhand einer Stichprobe aus Großbanken/Händlern. Für die SESFOD-Erhebung werden Großbanken/Händler befragt, die ihren Sitz innerhalb oder außerhalb des Euroraums haben können. Die aktuelle Stichprobe enthält 27 Banken. Kasten 1 befasst sich mit der Frage, inwieweit die Stichprobe die Präsenz dieser Akteure an den entsprechenden Euro-Märkten angemessen abbildet. Die Anfänge der SESFOD-Umfrage reichen in die Zeit nach der globalen Finanzkrise von 2008 zurück. Damals empfahl eine Arbeitsgruppe des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System – CGFS), eine qualitative Umfrage zu den Kreditbedingungen durchzuführen.⁹ Die Erhebungen, die auf diese Empfehlung hin von den großen Zentralbanken weltweit entworfen wurden, ähneln sich daher in ihrem Aufbau. Auf Grundlage der Ergebnisse dieser Umfragen lassen sich internationale Vergleiche anstellen. Kasten 2 enthält eine Gegenüberstellung der aus den SESFOD-Erhebungen stammenden Antworten zu Hedgefonds und der entsprechenden Informationen, die von der Federal Reserve im Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms (SCOOS) erhoben werden.

Die SESFOD-Umfrage deckt genau die Märkte ab, die im Vorfeld der globalen Finanzkrise die Hebeleffekte im Finanzsystem verstärkt und eine erhöhte Risikobereitschaft begünstigt hatten. In der Zeit vor 2007 nahmen die Hebeleffekte und die Vernetzung im Finanzsystem zu. Geschuldet ist diese Entwicklung dem Nichtbankenfinanzsystem (auch als Schattenbankensystem bezeichnet). Die Märkte für Wertpapierfinanzierungen und OTC-Derivate spielten hierbei eine entscheidende Rolle. Durch den hohen Vernetzungsgrad und die übermäßige Verschuldung im Finanzsystem sowie durch die Anfälligkeit gegenüber Prozyklizität, Repo-Runs und veränderten Finanzierungsbedingungen entstehen Risiken. Diese sollen mithilfe der SESFOD-Umfrage überwacht werden.

Die qualitativen Ergebnisse der SESFOD-Umfrage ergänzen die granularen Daten, die seit einiger Zeit zu den betrachteten Märkten erhoben werden. Seit 2013 hat sich die Datenverfügbarkeit verbessert: Neue granulare Datensätze liefern nun Einblicke in die von der SESFOD-Erhebung erfassten Märkte. Gemeldet werden diese Daten unter anderem im Rahmen der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR), der Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (SFTR) und der Geldmarktstatistik.¹⁰ Auf Basis dieser Datensätze lassen sich die preislichen Kreditkonditionen bis zu einem gewissen Grad überwachen. Die SESFOD-Ergebnisse enthalten hingegen auch Informationen zu den nichtpreislichen

⁸ Die Bank of Canada, die Bank of England und das Federal Reserve System führen ähnliche Umfragen durch. Doch lediglich die Federal Reserve veröffentlicht aggregierte Ergebnisse. Siehe die Informationen zur [SCOOS-Umfrage](#) auf der Website der Federal Reserve.

⁹ Siehe Committee on the Global Financial System, [The role of margin requirements and haircuts in procyclicality](#), CGFS Papers, Nr. 36, BIZ, 2010.

¹⁰ Im Einzelnen begannen die Datenerhebungen im Jahr 2012 (EMIR), im Jahr 2016 (Geldmarktstatistik) und im Jahr 2020 (SFTR).

Konditionen (z. B. Kreditlimite oder Zusatz- und Nebenvereinbarungen). Deren Überwachung mithilfe von quantitativen Datensätzen ist weitaus schwieriger und kostspieliger. Zugleich hat sich während der globalen Finanzkrise gezeigt, dass Veränderungen der nichtpreislichen Bedingungen deutlich schwerwiegendere Auswirkungen haben können als Veränderungen der preislichen Bedingungen (z. B. Abschläge oder Anforderungen für Einschusszahlungen).¹¹

Im Gegensatz zu den aufsichtlichen Daten bietet die SESFOD-Umfrage auch eine zukunftsgerichtete Perspektive. Die SESFOD-Fragen beziehen sich unter anderem auf qualitative Aspekte zur künftigen Entwicklungsrichtung der Kreditbedingungen für verschiedene Arten von Gegenparteien oder zur Verfügbarkeit (ungenutzter) Hebelfinanzierungen bei Hedgefonds. Die teilnehmenden Institute werden um einen Ausblick gebeten. Später werden die Antworten mit der tatsächlichen Marktentwicklung verglichen. Abschnitt 4 des Aufsatzes widmet sich schwerpunktmäßig der Zuverlässigkeit dieser zukunftsgerichteten Informationen.

2 Aufbau der Umfrage

Die SESFOD-Umfrage gliedert sich in drei Teile, welche die unterschiedlichen Gegenparteiarten und Marktsegmente abdecken.¹² Der erste Teil befasst sich mit den Kreditkonditionen für die einzelnen Arten von Gegenparteien an den Märkten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte und OTC-Derivate. Im zweiten Teil werden die Finanzierungsbedingungen an den Märkten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte anhand der Arten der hinterlegten Sicherheiten betrachtet. Im dritten Teil geht es um die Finanzierungsbedingungen an den Märkten für OTC-Derivate, wobei eine Aufschlüsselung nach der Art des zugrunde liegenden Vermögenswerts vorgenommen wird.¹³

Die Kreditbedingungen werden aus Sicht der Großbanken/Händler gemeldet, die als Kreditgeber befragt werden. Unterschieden wird zwischen preislichen und nichtpreislichen Konditionen sowie nach Art der Gegenpartei. Die an der SESFOD-Umfrage teilnehmenden Institute melden, wie sich ihre Kreditbedingungen für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte und OTC-Derivategeschäfte mit den folgenden sechs Arten von Gegenparteien verändert haben: a) Banken und Händler, den wichtigsten Finanzintermediären am Wholesale-Markt, b) Hedgefonds, c) Versicherungsgesellschaften, d) Investmentfonds (einschließlich ETFs), Pensionseinrichtungen und andere institutionelle Anlagepools, e) nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und f) Staaten. Neben der Aufschlüsselung nach Gegenparteien erfolgt zudem eine Unterteilung der Kreditbedingungen in preisliche

¹¹ Siehe EZB, Financial Stability Review, Mai 2013, a. a. O.

¹² Der Standardfragebogen besteht aus 342 Fragen. Sie ähneln weitgehend den Fragen in den entsprechenden Erhebungen anderer Zentralbanken, sodass ein länderübergreifender Vergleich möglich ist (siehe Kasten 2).

¹³ Darüber hinaus enthält die erste und letzte Umfragerunde eines Jahres Sonderfragen zu den langfristigen Trends und zum Market Making. Es werden aber auch Ad-hoc-Sonderfragen gestellt, wie zuletzt im März 2022 zu Energiederivaten oder im Juni 2020 zu den Finanzierungsbedingungen bei Ausbruch der Pandemie.

und nichtpreisliche Konditionen. Die preislichen Konditionen beziehen sich auf die für die Risikoübernahme geforderte Gegenleistung (z. B. Finanzierungssätze und -aufschläge). Zu den nichtpreislichen Konditionen zählen Vertragsbestimmungen zur Risikobegrenzung (z. B. Abschläge, Festlegung der maximalen Finanzierungslaufzeit sowie Zusatz- oder Nebenvereinbarungen). Im Fall einer Lockerung oder Verschärfung der Kreditbedingungen begründen die Befragten die Veränderung der preislichen und nichtpreislichen Konditionen. Hierzu wählen sie aus einer Liste von acht Gründen maximal drei aus, die ihnen am wichtigsten erscheinen, und berücksichtigen dabei das gesamte Spektrum von Wertpapierfinanzierungs- und OTC-Derivategeschäften.¹⁴

Die aggregierten Umfrageergebnisse werden als prozentualer Saldo in Relation zur Anzahl der Antworten ausgedrückt. Den Befragten stehen beispielsweise folgende fünf Antwortmöglichkeiten zur Auswahl: a) deutlich verschärft, b) etwas verschärft, c) weitgehend unverändert, d) etwas gelockert und e) deutlich gelockert. Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Befragten, die mit „deutlich verschärft“ bzw. „etwas verschärft“ antworteten, und dem Anteil der Befragten, die „deutlich gelockert“ bzw. „etwas gelockert“ angaben.

Die Zeitreihe der aggregierten SESFOD-Ergebnisse seit März 2013 ermöglicht einen Vergleich mit relevanten Marktindikatoren. So zeichnen die SESFOD-Ergebnisse für finanzielle Gegenparteien die Entwicklung des Euro STOXX 50 Volatility Index (VSTOXX) recht genau nach. Dies zeigt der Vergleich des VSTOXX mit den SESFOD-Ergebnissen für die wichtigsten Arten von Finanzintermediären. Darüber hinaus waren die Kreditbedingungen der finanziellen Gegenparteien anfangs recht unterschiedlich. In den letzten Umfragejahren wiesen sie indes einen stärkeren Gleichlauf auf (siehe Abbildung 1, Grafik a).

Es sind auch Vergleiche mit den Ergebnissen anderer Umfragen wie dem BLS möglich. Sowohl die SESFOD- als auch die BLS-Umfrage erfassen Informationen zu den Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen. Daher lassen sich die Ergebnisse dieser beiden EZB-Umfragen miteinander vergleichen. Die Angaben zu den Kreditbedingungen für nichtfinanzielle Gegenparteien, die in der SESFOD-Erhebung gemacht werden, sind nicht immer deckungsgleich mit den im BLS enthaltenen Informationen zu den Vergaberichtlinien für Kredite an Unternehmen im Euroraum. Die entsprechenden Daten aus der SESFOD-Umfrage sind volatil als die aus der BLS-Umfrage. Darüber hinaus deuteten die SESFOD-Ergebnisse in der Mehrzahl der seit 2015 verstrichenen Quartale auf eine Verschärfung der Kreditkonditionen hin. In der BLS-Umfrage zeigte sich diese Entwicklung erst ab dem Jahr 2022 konsistent. Von 2014 bis 2019 signalisierten die BLS-Ergebnisse zumeist eine Lockerung (siehe Abbildung 1, Grafik b).

¹⁴ Siehe auch die 2016 veröffentlichten [SESFOD-Leitlinien](#) (Englisch) auf der EZB-Website oder EZB, Financial Stability Review, Mai 2013, a. a. O.

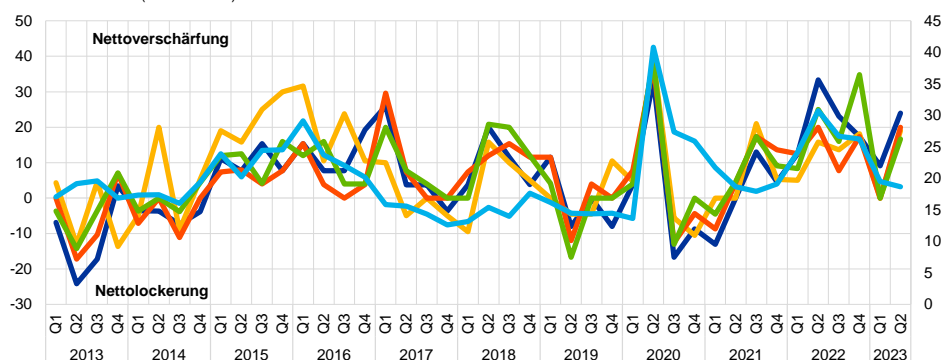
Abbildung 1

Aggregierte SESFOD- und BLS-Ergebnisse und VSTOXX

a) Finanzielle SESFOD-Gegenparteien und VSTOXX

(linke Skala: prozentualer Saldo der Antworten; rechte Skala: Index)

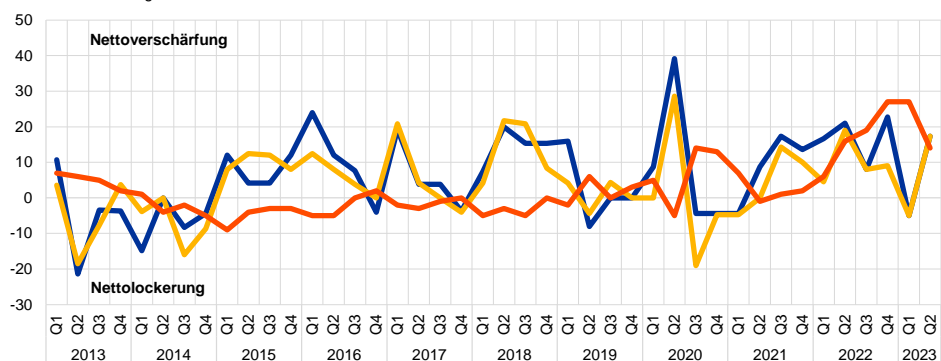
- SESFOD – Banken und Händler
- SESFOD – Hedgefonds
- SESFOD – Versicherungsgesellschaften
- SESFOD – Investmentfonds (einschl. ETFs), Pensionseinrichtungen und andere institutionelle Anlagepools
- VSTOXX (rechte Skala)



b) Nichtfinanzielle SESFOD-Gegenparteien und BLS

(linke Skala: prozentualer Saldo der Antworten; rechte Skala: Index)

- SESFOD – nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
- SESFOD – Staaten
- BLS – Vergaberichtlinien für Kredite an Unternehmen im Euroraum



Quellen: SESFOD, Eurex und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für den VSTOXX wird der Medianwert der SESFOD-Berichtszeiträume angegeben.

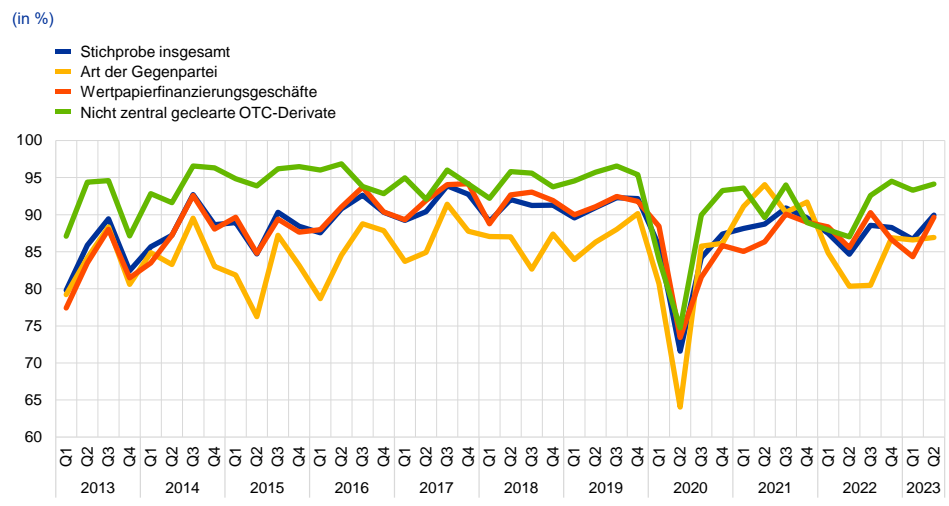
Die seit März 2013 vorliegende Zeitreihe der SESFOD-Ergebnisse bietet eine umfangreiche Datengrundlage, anhand derer sich das Aussagenspektrum der befragten Banken beurteilen lässt. Für die Zwecke dieses Aufsatzes wurden den qualitativen Antworten numerische Werte zugeordnet, um unterschiedliche Statistiken zu berechnen.¹⁵ So können die aggregierten Informationen, die mit der SESFOD-Umfrage erhoben wurden, messbar gemacht werden. Kurz gesagt: Die Streubreite der Antworten zu den einzelnen Fragen lässt sich auf Ebene der Umfragerunde oder eines bestimmten Fragethemas aggregieren. Der Ansatz kann auch für Untergruppen der Befragten verwendet werden, wobei typischerweise eine Aufschlüsselung nach der Jurisdiktion oder dem Land vorgenommen wird, in der

¹⁵ Bei Fortführung des obigen Beispiels ergeben sich für die Antworten folgende numerische Werte: „deutlich verschärft“: +2, „etwas verschärft“: +1, „weitgehend unverändert“: 0, „etwas gelockert“: -1 und „deutlich gelockert“: -2.

bzw. dem das Institut seinen Sitz hat. Abschnitt 3 des Aufsatzes enthält eine solche Analyse.

Da die Befragten am häufigsten über weitgehend unveränderte Bedingungen berichteten, basieren die prozentualen Salden, d. h. die aggregierten Indikatoren der Umfrageergebnisse, oftmals auf wenigen Antworten, und zwar an beiden Enden des Antwortspektrums. In allen Umfragen seit 2013 entfielen im Durchschnitt 88 % der Antworten auf die Auswahlmöglichkeit „weitgehend unverändert“. Bei Fragen zu den Kreditbedingungen für Gegenparteien ist der durchschnittliche Prozentsatz niedriger; am höchsten fällt er bei den Fragen zu nicht zentral geclearten OTC-Derivaten aus (siehe Abbildung 2). Angesichts des starken Gewichts dieser Antworten in einer relativ kleinen Stichprobe gilt es sicherzustellen, dass die Umfrageergebnisse nicht regelmäßig von einer Untergruppe (einzelner) Befragter oder von der Herkunft der Befragten bestimmt werden.

Abbildung 2
SESFOD-Antworten, die weitgehend unveränderte Bedingungen anzeigen



Quellen: SESFOD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für jede Umfragerunde wird berechnet, wie viel Prozent der 342 SESFOD-Fragen (oder Fragen eines Teilschnitts des Fragebogens) im Durchschnitt mit „weitgehend unverändert“ beantwortet wurden. Diese Werte werden dann im Zeitverlauf dargestellt.

3 Bestimmungsfaktoren für die Veränderung der SESFOD-Antworten

Bei den Fragen zu den preislichen Kreditkonditionen gehen die Einschätzungen der Umfrageteilnehmer stärker auseinander als bei den Fragen zu den nichtpreislichen Konditionen (siehe Abbildung 3, Grafik a). Die Antworten hängen von den Fragen und von der Herkunft der Umfrageteilnehmer ab. Für die Fragen zu den preislichen Konditionen lässt sich eine höhere Standardabweichung feststellen als für die Fragen zu den nichtpreislichen Konditionen. In den Kreditbedingungen spiegeln sich nicht nur Überlegungen zur Steuerung des Gegenparteiausfallrisikos wider, sondern beispielsweise auch Überlegungen zur Bilanzkapazität, zur Marktliquidität und zum Wettbewerbsdruck. Weitere Erläuterungen hierzu finden sich in Abschnitt 5. Darüber hinaus orientieren sich

bestimmte Transaktionen oder Finanzinstrumente von etablierten Gegenparteien an Rahmenverträgen wie denen der International Swaps and Derivatives Association (ISDA), sodass die betreffenden nichtpreislichen Kreditkonditionen nur sehr selten angepasst werden.

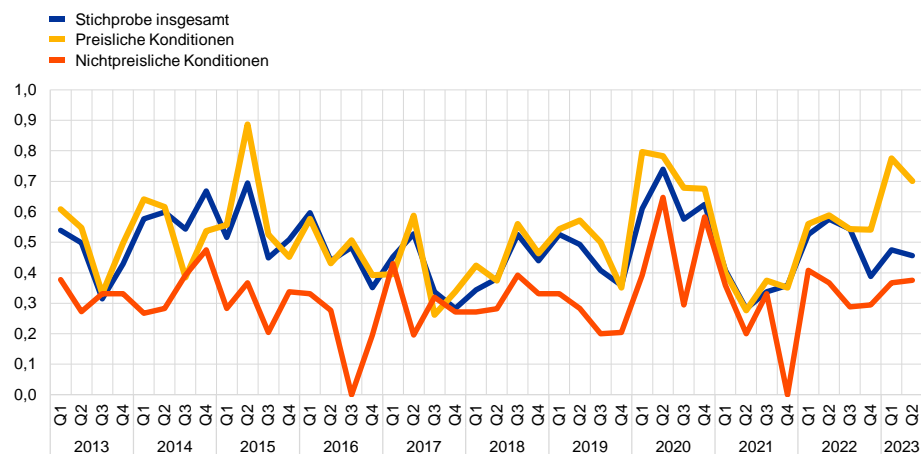
Die Einschätzungen der teilnehmenden Institute mit Sitz im Euroraum variieren stärker als die Einschätzungen der andernorts ansässigen Befragten (siehe Abbildung 3, Grafik b). Bei der Aufschlüsselung nach Jurisdiktionen zeigt sich durchweg eine unterschiedliche Streuung innerhalb der Gruppen. Verantwortlich hierfür sind höchstwahrscheinlich die Zusammensetzung der Kundenbasis und der nicht überall gleichermaßen uneingeschränkte Zugang zu den Liquiditätsfazilitäten des Eurosystems. Was die Kundenbasis betrifft, so konkurrieren die Banken im Euroraum um eine hohe Anzahl kleiner und mittlerer Unternehmen. Die Bankengruppen außerhalb des Euroraums sind hingegen auf größere, weltweit tätige Blue-Chip-Unternehmen ausgerichtet.

Abbildung 3

Indikator für die Streuung der Angaben zu einzelnen Umfragethemen

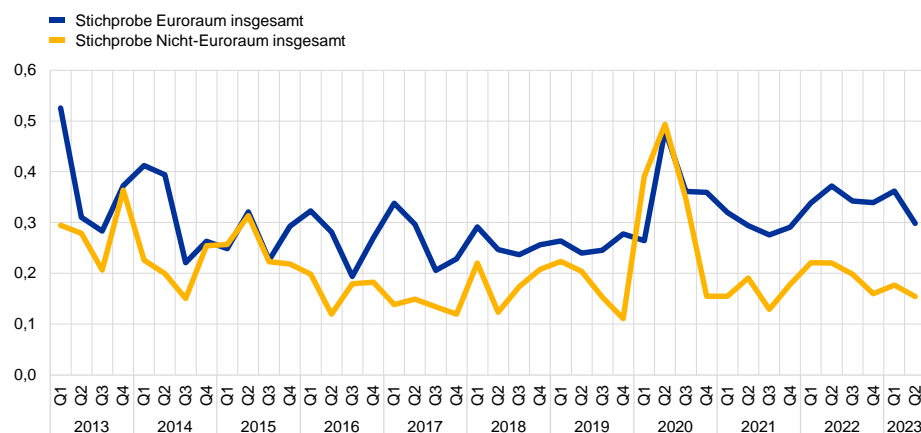
a) Preisliche und nichtpreisliche Konditionen

(Standardabweichung)



b) Sitz

(Standardabweichung)



Quellen: SESFOD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Den auf eine Frage erhaltenen Einzelantworten werden numerische Werte von -2 bis +2 zugeordnet. Anhand dieser Werte wird die Standardabweichung in Bezug auf alle Antworten berechnet. Die Standardabweichungen für eine Untergruppe von Fragen werden dann für einen Zeitpunkt aggregiert, indem der Durchschnitt ermittelt wird.

4 Erwartungen und tatsächliche Ergebnisse

In der SESFOD-Umfrage werden die Kreditbedingungen für Gegenparteien sowohl in der Rückschau als auch in der Vorausschau eingeschätzt. Die

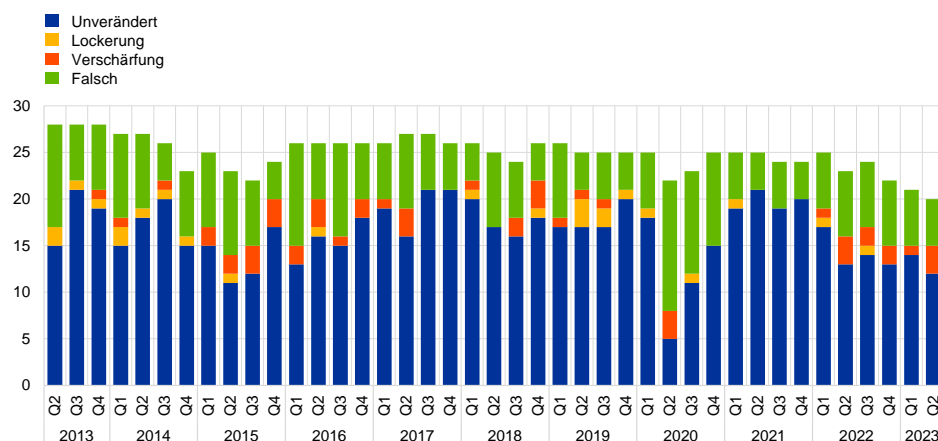
SESFOD-Teilnehmer werden gebeten, für vorab festgelegte Arten von Gegenparteien sowie für alle Gegenparteien eine Gesamteinschätzung zu den preislichen und nichtpreislichen Kreditkonditionen vorzunehmen. Dabei blicken die Befragten nicht nur auf die vorangegangenen drei Monate zurück, sondern teilen auch ihre Erwartungen für die kommenden drei Monate mit. In diesem Abschnitt wird untersucht, inwieweit die auf Einzelebene (Mikrodaten) und aggregierter Ebene (Makrodaten) erhobenen Erwartungen Vorlaufesigenschaften aufweisen.

Auf Einzelebene wird überwiegend – und zutreffend – mit unveränderten Kreditbedingungen für Gegenparteien gerechnet. Richtungsänderungen werden nur selten richtig antizipiert. Falsche Vorhersagen waren bei den preislichen Konditionen häufiger zu beobachten als bei den nichtpreislichen: Im Durchschnitt erwies sich die Erwartung unveränderter preislicher Bedingungen in 67,7 % der Fälle als zutreffend, verglichen mit einem Wert von 83,7 % für die nichtpreislichen Bedingungen. Darüber hinaus entwickelten sich die preislichen Kreditkonditionen in durchschnittlich 28,5 % der Fälle in eine andere Richtung als von den Befragten erwartet. Der entsprechende Wert für die nichtpreislichen Konditionen lag im Durchschnitt bei 14,2 %. Antizipierte Verschärfungen der Kreditbedingungen stellten sich häufiger als zutreffend heraus (preisliche Konditionen: 5,1 % der Fälle, nichtpreisliche Konditionen: 2,1 % der Fälle) als antizipierte Lockerungen der preislichen (2,4 % der Fälle) und nichtpreislichen (0,9 % der Fälle) Konditionen (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4
 Einzelerwartungen der Befragten und tatsächliche Ergebnisse

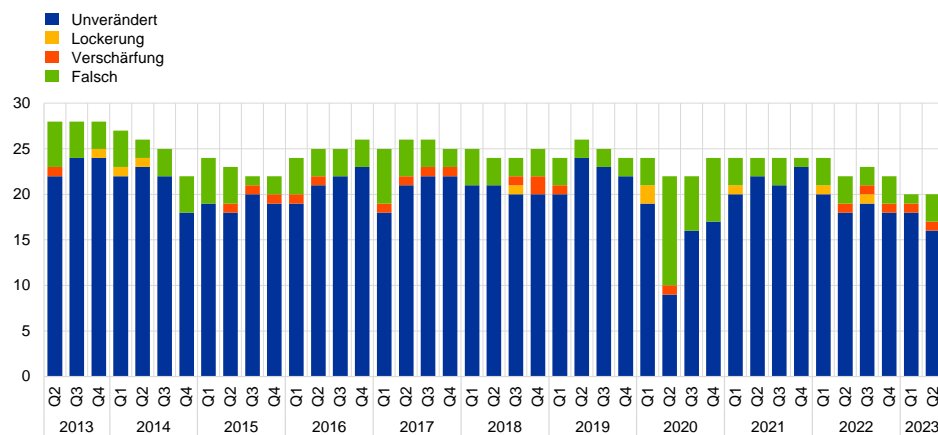
a) Preisliche Konditionen

(Anzahl der Antworten nach Richtung und Genauigkeit)



b) Nichtpreisliche Konditionen

(Anzahl der Antworten nach Richtung und Genauigkeit)



Quellen: SESFOD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die von den Befragten im jeweils vorangegangenen Berichtszeitraum formulierten Erwartungen werden im Vergleich zur tatsächlichen Entwicklungsrichtung im Berichtszeitraum betrachtet.

Die aggregierten Erwartungen weisen durchweg Vorlaufeigenschaften auf

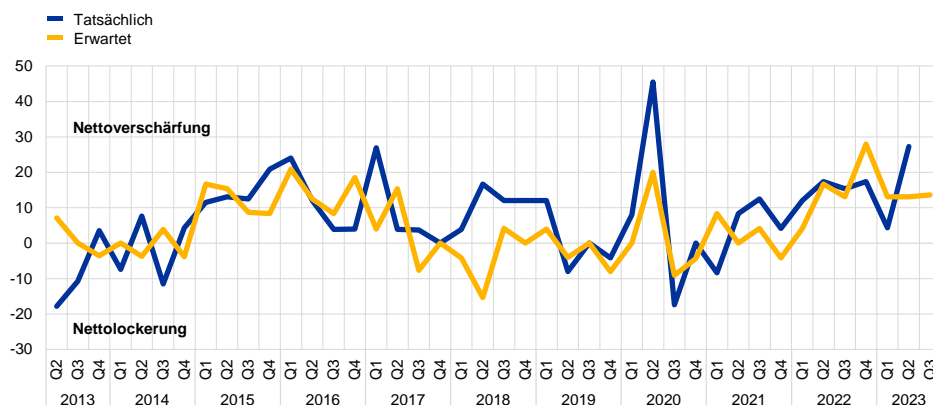
(siehe Abbildung 5). Aggregierte Einschätzungen, oft als die Weisheit der Vielen bezeichnet, könnten die Mängel von Einzelaussagen ausgleichen und zu einer höheren Genauigkeit führen. Im Durchschnitt wurden die Kreditbedingungen für alle Arten von Gegenparteien in 76 % der Fälle richtig antizipiert. Die erwartete Entwicklung trat in 24 % der Fälle zwar nicht ein, jedoch war der Ausblick in Bezug auf die Richtung (Lockerung oder Verschärfung) nicht falsch. In 13 % der Fälle kam es zu einer geringeren Verschärfung der Kreditkonditionen als von den Befragten antizipiert, und in 11 % der Fälle war die tatsächliche Lockerung geringer als die erwartete. Die Prognosegüte der aggregierten Erwartungen könnte darauf zurückzuführen sein, dass sich die mangelhaften Einzelerwartungen gegenseitig ausgleichen. Weitere mögliche Ursachen sind der sich selbst erfüllende Charakter der Erwartungen und die Endogenität, denn bei den Teilnehmern der SESFOD-Umfrage handelt es sich um große Marktakteure.

Abbildung 5

Aggregierte Erwartungen und tatsächliche Ergebnisse – Vorlaufeigenschaften der SESFOD-Daten

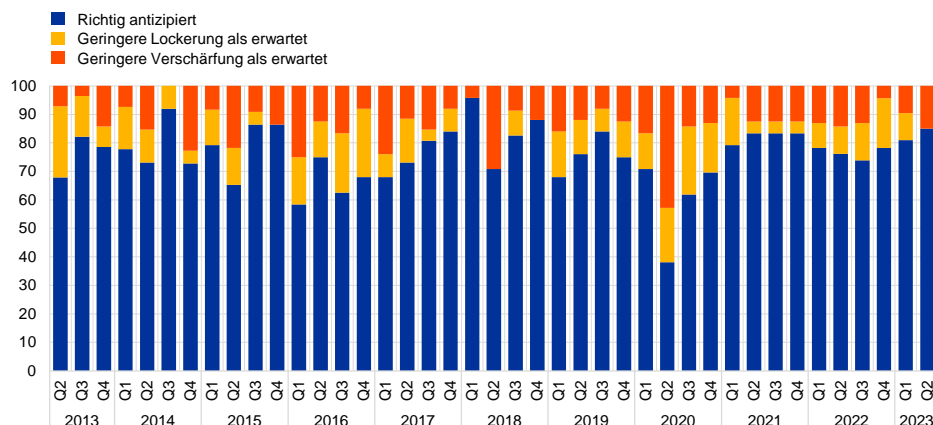
a) Zeitreihe der tatsächlichen und erwarteten Veränderungen

(aggregierter prozentualer Saldo der Befragten, verschoben in den nachfolgenden Berichtszeitraum, um erwartete Veränderungen zu erhalten)



b) Genauigkeit der Erwartungen

(in %)



Quellen: SESFOD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die tatsächliche Abweichung ergibt sich aus den Fragen zur Veränderung der Kreditbedingungen in den letzten drei Monaten, während die Erwartungen aus den Einschätzungen der Befragten zu den Kreditbedingungen in den nächsten drei Monaten abgeleitet werden.

5 Faktoren für die Veränderung der Kreditbedingungen von Gegenparteien

Die SESFOD-Ergebnisse können entweder darauf hindeuten, dass die relative Bedeutung der die Kreditbedingungen bestimmenden Faktoren zyklischen Schwankungen unterliegt oder dass sich die zugrunde liegenden Marktstrukturen verändern. Die Befragten wählen aus acht Faktoren für die Lockerung oder Verschärfung der Kreditkonditionen drei aus, die ihnen am wichtigsten erscheinen. Aus der Analyse dieser Antworten im Zeitverlauf ergeben sich für einige Faktoren zyklische Schwankungen, z. B. bei der allgemeinen Liquiditätslage und Funktionsfähigkeit der Märkte (siehe Abbildung 6, Grafik a). Darüber hinaus lassen sich auch strukturelle Marktveränderungen ablesen, wenn

einzelne Faktoren immer wieder als wichtigste Gründe für eine Verschärfung oder Lockerung genannt werden.

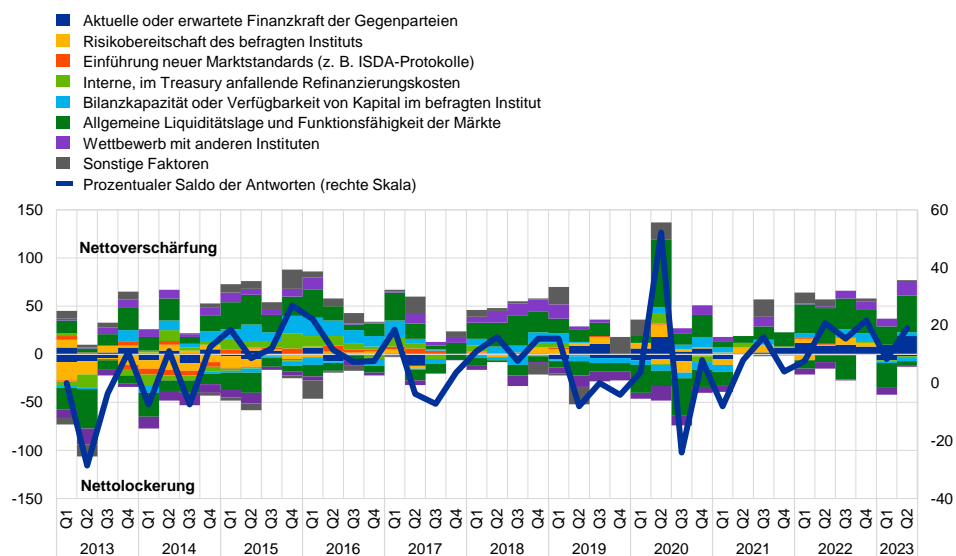
In den bisher durchgeführten SESFOD-Umfragen wurden die allgemeine Liquiditätslage und Funktionsfähigkeit der Märkte sowie der Wettbewerb mit anderen Instituten als die wichtigsten Einflussfaktoren der preislichen und nichtpreislichen Konditionen identifiziert. Seit Beginn der Erhebung sahen die Befragten in der allgemeinen Liquiditätslage und Funktionsfähigkeit der Märkte den Hauptgrund für eine Lockerung oder Verschärfung der preislichen und nichtpreislichen Konditionen. Als weitere Faktoren wurden immer wieder der Wettbewerb mit anderen Instituten und die Bilanzkapazität angeführt (siehe Abbildung 6, Grafik a). Die Antworten zeigen, dass die preislichen Konditionen für Transaktionen mit Banken und Händlern in den ersten Jahren der SESFOD-Umfrage vor allem von der Bilanzkapazität und der Einführung neuer Marktstandards bestimmt wurden. Dies war insbesondere während der frühen Umsetzungsphasen von Basel III der Fall. In den letzten Jahren hingen die preislichen Bedingungen jedoch hauptsächlich von der allgemeinen Liquiditätslage und Funktionsfähigkeit der Märkte ab. Dies steht auch im Einklang mit den Ergebnissen, die sich auf die Gesamtheit der Gegenparteien beziehen (siehe Abbildung 6, Grafik b).

Abbildung 6

Preisliche Kreditkonditionen (SESFOD) – Faktoren für Gegenparteien in ihrer Gesamtheit sowie für Banken und Händler

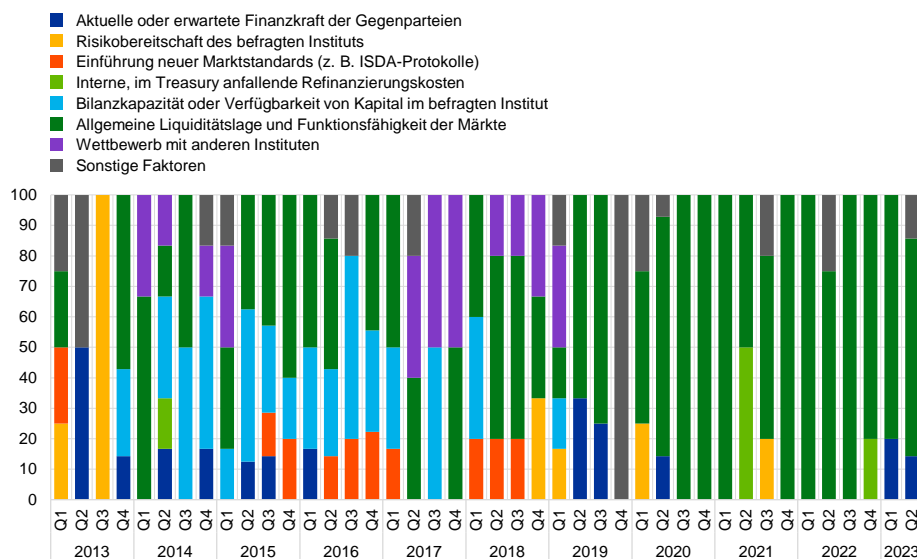
a) Alle Gegenparteien – Gründe für Verschärfung und Lockerung

(linke Skala: Anzahl der Antworten je Einflussfaktor; rechte Skala: in %)



b) Banken und Händler – Gründe für Verschärfung

(in %)



Quellen: SESFOD und EZB-Berechnungen.

6 Schlussbemerkungen

Die Stichprobe der SESFOD-Umfrage ist trotz ihrer geringen Größe repräsentativ. Die Analyse der seit Erhebungsbeginn eingegangenen Antworten bestätigt die Zweckmäßigkeit der SESFOD-Umfrage, denn diese liefert Informationen, die für die Finanzstabilität (Zunahme von Risikobereitschaft und Hebeleffekten), für die

Funktionsfähigkeit der Märkte und für die Geldpolitik (Veränderung der Finanzierungsbedingungen) von Belang sind.

Der Wert der qualitativen SESFOD-Informationen und deren Eigenschaft, frühzeitig vor ungünstigen Entwicklungen zu warnen, zeigt sich besonders darin, dass Änderungen der preislichen und nichtpreislichen Konditionen selten sind und dass Informationen zu diesen Veränderungen einem Phänomen unterliegen, das als die Weisheit der Vielen bezeichnet wird.

Werden die qualitativen Daten der Umfrage mit den quantitativen Daten des aufsichtlichen Meldewesens zusammen betrachtet, lassen sich die Kreditbedingungen an den Märkten für auf Euro lautende wertpapierbesicherte Finanzierungen und nicht zentral geclearte OTC-Derivate noch fundierter beurteilen. Zudem wird hierdurch ein besseres Verständnis der Finanzierungsbedingungen an den Finanzmärkten ermöglicht.

Kasten 1

Marktstruktur und Repräsentativität der Stichprobe

Emanuele Franceschi, Piotr Kotlarz, Valentina Macchiati und Philippe Molitor

Die Werthaltigkeit der SESFOD-Umfrage für zentralbankpolitische Zwecke hängt davon, ob die teilnehmenden Institute repräsentativ für die einzelnen Marktsegmente sind. Bei Einführung der Umfrage wählte die EZB die Teilnehmer auf der Grundlage von Bilanz- und Marktinformationen sowie anhand von Rückmeldungen der nationalen Behörden der EU aus. Die Stichprobe hat sich seither kaum verändert und besteht derzeit aus 27 großen Bankengruppen mit Sitz innerhalb und außerhalb des Euroraums. In diesem Kasten werden quantitative Belege angeführt, die die Auswahl der Teilnehmer und ihre Repräsentativität im Hinblick auf ihre Aktivitäten an den Märkten für auf Euro lautende wertpapierbesicherte Finanzierungen und OTC-Derivate untermauern. Dabei handelt es sich um Informationen aus dem aufsichtlichen Meldewesen, die auf Grundlage der Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (SFTR) und der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR) erhoben werden. Mithilfe dieser Informationen und Daten soll auch veranschaulicht werden, welche relative Bedeutung die verschiedenen Sicherheitenarten, die an den Märkten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte zum Einsatz kommen, und die unterschiedlichen Instrumentenarten an den Derivatemärkten haben.

Märkte für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte

Im Rahmen der SFTR werden Daten auf Transaktionsebene erhoben. Die entsprechenden Informationen müssen von jedem in der EU ansässigen Unternehmen, das Wertpapierfinanzierungsgeschäfte tätigt, an ein Transaktionsregister gemeldet werden. Die SFTR unterscheidet gesondert nach Repogeschäften (Pensionsgeschäften) und Kauf-/Rückverkaufsgeschäften, Wertpapierleihgeschäften sowie Lombardgeschäften (margin lending). Damit deckt die Verordnung die Finanzaktivitäten der europäischen Marktteilnehmer in den betreffenden Marktsegmenten nahezu vollständig ab.

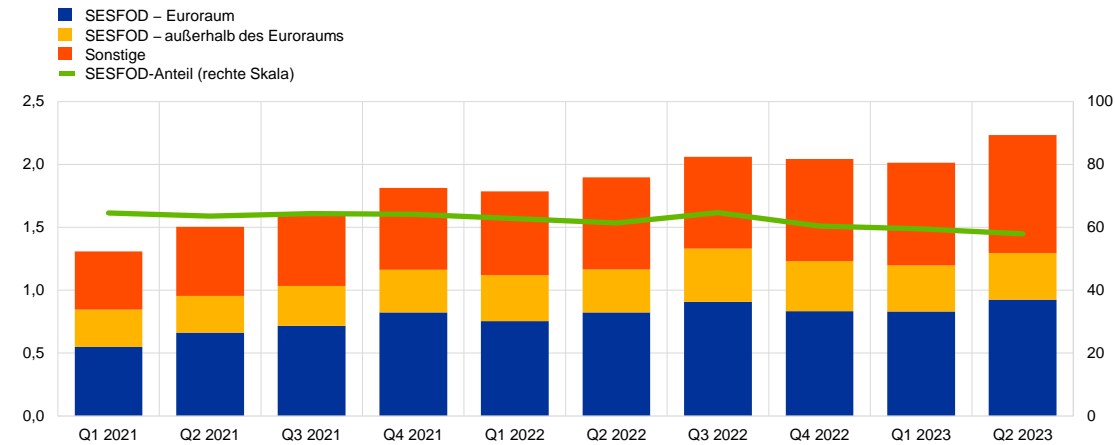
Die SESFOD-Bankengruppen verleihen über Repogeschäfte rund 1,3 Billionen €, was etwa 60 % des gesamten Repomarkts in Euro entspricht (siehe Abbildung A). Der Anteil war in den letzten Referenzzeiträumen der SESFOD-Umfrage bemerkenswert stabil. Dies untermauert die

Marktrepräsentativität der Stichprobe. SESFOD-Teilnehmer mit Sitz im Euroraum machen rund 70 % der Marktpräsenz der Umfrageteilnehmer aus – und dieser Anteil nimmt langsam zu.

Abbildung A

SESFOD-Teilnehmer sind am europäischen Repomarkt deutlich und gleichbleibend präsent

(linke Skala: in Billionen €; rechte Skala: in %)



Quellen: Securities Financing Transactions Data Store (SFTDS), Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF), Register of Institutions and Affiliates Data (RIAD) des ESZB und EZB-Berechnungen.

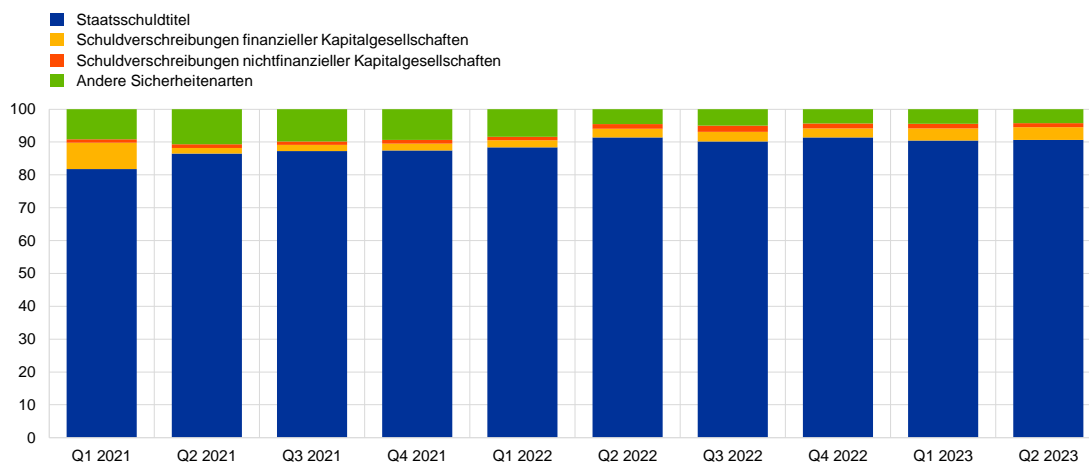
Anmerkung: Die Werte werden als Mediane der Tageswerte innerhalb jedes dreimonatigen Referenzzeitraums berechnet. Die Werte der SESFOD-Teilnehmer entsprechen den Werten der gesamten Bankengruppe. Die geografische Zuordnung erfolgt anhand des Hauptsitzes der jeweiligen Bankengruppe. Die Stichprobe beschränkt sich auf Repogeschäfte und Kauf-/Rückverkaufsgeschäfte von SESFOD-Teilnehmern in Euro sowie auf allgemeine Repogeschäfte in Euro, die im Rahmen der SFTR gemeldet wurden.

In den meisten Fällen stellen die SESFOD-Teilnehmer liquide Mittel gegen Staatsschuldtitle zur Verfügung. Bei besicherten Finanzierungsgeschäften werden liquide Mittel gegen Sicherheiten getauscht. Die Unternehmen oder Banken, die Liquidität bereitstellen, erhalten im Gegenzug ein Wertpapier und verpflichten sich zu dessen Rückverkauf bei Fälligkeit des Repogeschäfts. Auf der Grundlage der SFTR werden detaillierte Informationen über die Sicherheiten erhoben, die bei Repogeschäften zum Einsatz kommen. Für SESFOD-Teilnehmern sind Staatsschuldtitle, die entweder von Zentralstaaten oder supranationalen Emittenten begeben werden, die mit Abstand häufigste Art von Sicherheiten. Sie unterlegen rund 90 % des Gesamtvolumens ihrer Repogeschäfte mit solchen Sicherheiten (siehe Abbildung B). Schuldverschreibungen finanzieller oder auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften haben hingegen eine relativ geringe Bedeutung für die Besicherung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften.

Abbildung B

SESFOD-Teilnehmer erhalten überwiegend Staatsschuldtitle als Sicherheiten

(in %)



Quellen: Securities Financing Transactions Data Store (SFTDS), Centralised Securities Database (CSDB) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Posten „Staatsschuldtitle“ umfasst Schuldverschreibungen von Zentralstaaten und supranationalen Emittenten. „Schuldverschreibungen finanzieller Kapitalgesellschaften“ umfasst Schuldtitle von Banken sowie von Nichtbank-Finanzinstituten. „Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften“ umfasst Anleihen aller anderen Unternehmen. Der Posten „Andere Sicherheitenarten“ umfasst Wertpapiere, die sich auf Anteilsrechte und Indizes beziehen, sowie alle übrigen Sicherheiten. Die Werte bilden ausschließlich Transaktionen ab, bei denen SESFOD-Teilnehmer Liquidität gegen Sicherheiten bereitstellen. Die Anteile werden anhand des Werts der Kassakomponente des Repos berechnet, d. h. anhand der bereitgestellten Liquidität. Die Werte sind Dreimonats-Mediane von Tageswerten. Die Stichprobe beschränkt sich auf Repogeschäfte und Kauf-/Rückverkaufgeschäfte von SESFOD-Teilnehmern in Euro sowie auf allgemeine Repogeschäfte in Euro, die im Rahmen der SFTR gemeldet wurden.

Derivatmärkte

Durch die EMIR sind europäische Unternehmen zur Meldung von Derivatetransaktionen verpflichtet. Dabei spielt es keine Rolle, ob diese bilateral (over-the-counter) getätigt oder über eine zentrale Gegenpartei gecleart werden. Banken setzen Derivate beispielsweise zur Absicherung gegen verschiedene Risiken ein, etwa gegen Wechselkurs- und Zinsschwankungen, die Volatilität von Rohstoffpreisen und Aktienkursen oder gegen Kreditrisiken. Aus diesem Grund gibt es zahlreiche Arten von Derivaten. Darüber hinaus ermöglichen einige Großbanken Nichtbank-Finanzinstituten den Zugang zum Derivatemarkt.¹⁶

Der Derivatemarkt zählt zu den größten Finanzmarktsegmenten und ist für die Beurteilung der Risikobereitschaft der Marktteilnehmer von entscheidender Bedeutung. Der Nominalwert (brutto) des europäischen Derivatemarkts beläuft sich auf mehr als 120 Billionen €. Hauptsächlich werden dort Zins- und Devisenderivate gehandelt, und zwar fast ausschließlich von Banken. Die EMIR-Meldungen beleuchten also das Risikoverhalten der Marktteilnehmer und den möglichen Aufbau von synthetischem Leverage an den Finanzmärkten.

Die SESFOD-Umfrage gibt Aufschluss über Verschiebungen und Trends an den OTC-Märkten sowie über die Risikoneigung der Akteure. Die dort erhobenen qualitativen Daten und Informationen zur künftigen Entwicklungsrichtung liefern nützliche Erkenntnisse zum Risikoaufbau und bevorzugten Clearing-Verhalten. Zusammen mit den EMIR-Meldungen, die über das tatsächliche Verhalten Auskunft geben, ermöglichen die qualitativen Informationen aus der SESFOD-Erhebung eine umfassende Beurteilung des europäischen Derivatemarkts.

¹⁶ Siehe EZB, [Key linkages between banks and the non-bank financial sector](#), Special Feature B, Financial Stability Review, Mai 2023.

Die Repräsentativität der SESFOD-Befragten im Hinblick auf den Derivatemarkt ist hoch, wengleich eine gewisse Heterogenität existiert. Die Transaktionen der SESFOD-Teilnehmer machten im ersten Quartal 2023 durchschnittlich rund 40 % des gesamten europäischen Marktes aus (siehe Abbildung C, Grafik a). Wie auch bei den Daten zu den Wertpapierfinanzierungsgeschäften ist in dieser Angabe die vollständige Eigentümerstruktur der Bankengruppen berücksichtigt, denn auf der Ebene von Zweigniederlassungen und Tochtergesellschaften, die in spezialisierten Märkten aktiv sind, finden Derivatetransaktionen häufiger statt als auf der obersten Konsolidierungsebene.

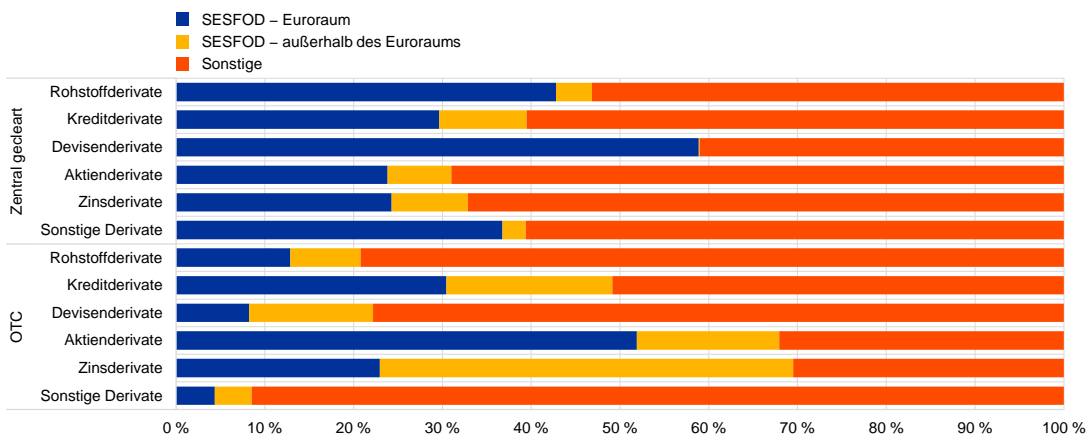
In relativer Betrachtung decken die SESFOD-Teilnehmer aus dem Eurogebiet einen größeren Teil des geclearten Marktes ab. Dies liegt möglicherweise daran, dass sie den größten Anteil der europäischen Banken in der Umfrage ausmachen. Zugleich spiegeln sich darin aber auch die seit 2008 ergriffenen regulatorischen Maßnahmen wider. Die Marktpräsenz der SESFOD-Teilnehmer bei zentral geclearten Transaktionen lässt sich auf mehr als 33 % beziffern. Dabei entfallen rund 8 % auf nichteuropäische Banken und mit über 24 % etwa dreimal so viel auf europäische Bankengruppen. Demgegenüber decken die SESFOD-Teilnehmer mehr als zwei Drittel des OTC-Marktes ab – die Banken im Euroraum 24 % und die Bankengruppen außerhalb des Euroraums 43 %.

Der Markt für Zinsderivate wird zu 45 % durch die SESFOD-Umfrage repräsentiert. Mit einem Nominalwert (brutto) von knapp 119 Billionen € bilden Zinsderivate das mit Abstand größte Segment des Derivatemarkts (siehe Abbildung C, Grafik b). Banken sind dort meist wichtige Akteure, da sie durch ihr Geschäft zwangsläufig Zinsschwankungen ausgesetzt sind. Zwar ist die Abdeckung bei OTC-Transaktionen höher, doch deutet die Gesamtabdeckung darauf hin, dass die SESFOD-Umfrage sehr repräsentativ ist. Das am schlechtesten durch die Umfrage repräsentierte Segment ist die Restkategorie „Sonstige“ bei den OTC-Transaktionen, in der eher selten gehandelte Kontrakte zusammengefasst werden. Hier repräsentieren die SESFOD-Teilnehmer rund 8 % des Nominalwerts von rund 250 Mrd. €.

Abbildung C
SESFOD-Teilnehmer handeln relativ wenige Derivate

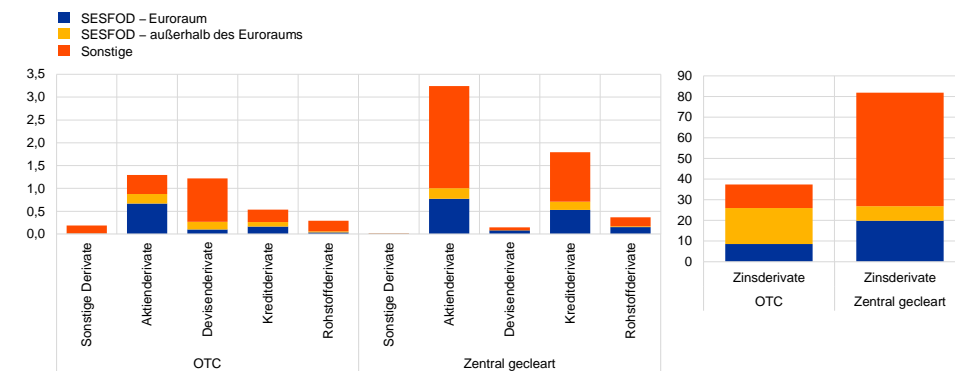
a) Relativer Marktanteil nach Derivatetyp und Teilnehmergruppe

(in %)



b) Absoluter Marktanteil nach Derivatetyp und Teilnehmergruppe

(in Billionen €)



Quellen: EMIR und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Werte stellen die nominalen Verkaufsbeträge (brutto) der SESFOD-Teilnehmer im Zeitraum vom 1. Dezember 2022 bis zum 28. Februar 2023 dar. Es handelt sich um dreimonatige Medianwerte, die anhand von aggregierten Tageswerten für jede Unterkategorie berechnet werden. Die Stichprobe beschränkt sich auf von SESFOD-Teilnehmern verkaufte auf Euro lautende Derivate sowie auf allgemeine Derivatetransaktionen in Euro, die im Rahmen der EMIR im gleichen Zeitraum gemeldet wurden.

Schlussbemerkungen

Die Informationen des aufsichtlichen Meldewesens bestätigen, dass die SESFOD-Umfrage repräsentativ ist. Die SFTR- und EMIR-Daten ermöglichen gute Vergleiche und eine genaue Beobachtung der Marktpräsenz der SESFOD-Teilnehmer nahezu in Echtzeit. Die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung sind wertvoll und untermauern die Bedeutung der SESFOD-Umfrage für zentralbankpolitische Zwecke. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die qualitativen, nichtpreislichen Informationen. Ein Vergleich der Umfrageantworten mit den Daten der tatsächlich eingetretenen Entwicklung kann nützliche Erkenntnisse darüber liefern, wie sich Risikobereitschaft und Erwartungen letztlich in den realisierten Preisbedingungen niederschlagen. Somit kann er auch in politische Entscheidungsprozesse einfließen.

Kasten 2

Vergleich der Antworten zu Hedgefonds aus der SESFOD-Umfrage und der SCOOS-Umfrage

Simon Kördel und Philippe Molitor

Die Fragen aus der SESFOD-Erhebung sind in einigen Punkten speziell auf die Situation und die Bedürfnisse im Euroraum zugeschnitten, decken sich ansonsten aber weitgehend mit den Fragen aus dem Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms (SCOOS) der Federal Reserve Bank. Letztere beschäftigt sich mit den händlerseitigen Finanzierungsbedingungen für Transaktionen in US-Dollar. Die SESFOD- und die SCOOS-Befragung sind ähnlich aufgebaut und entsprechen der Empfehlung des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System – CGFS). In einigen Aspekten tragen sie indes regionalen Gegebenheiten Rechnung. So werden beispielsweise die Arten der Gegenparteien nach der Bedeutung und Größe bestimmter finanzieller Teilsektoren ausgewählt, die an den von der jeweiligen Umfrage abgedeckten Märkten tätig sind. Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse der SESFOD- und der SCOOS-Umfrage miteinander verglichen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Kreditbedingungen und Hebelfinanzierungen im Hedgefonds-Sektor.

Dieser Sektor war zu einem großen Teil für die Entwicklung der Hebelfinanzierungen und des Risikoverhaltens im Finanzsystem verantwortlich, die im Vorfeld der weltweiten Finanzkrise zu

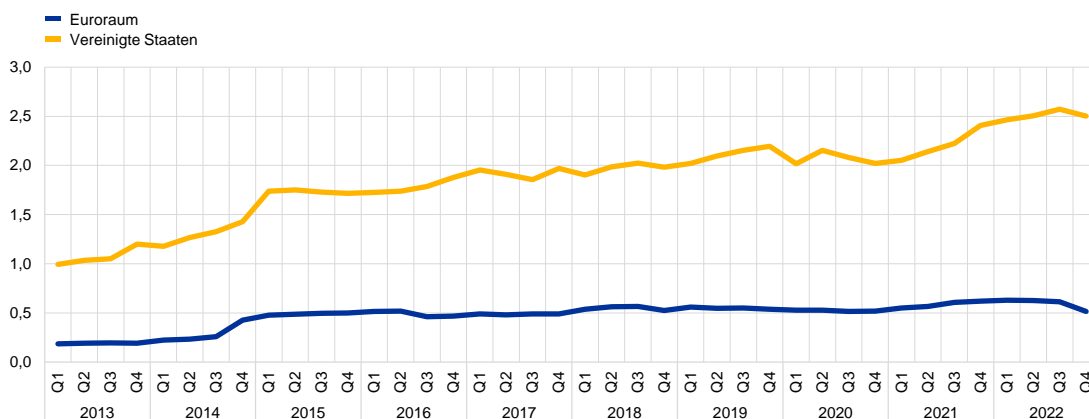
beobachten war. Der CGFS identifizierte ein Informationsdefizit bezüglich der Finanzierungsbedingungen bei besicherten Kreditgeschäften und OTC-Derivaten – und auch bezüglich der Entwicklung von Hebelfinanzierungen im Hedgefonds-Sektor; darin sah er eine Schwachstelle von politisch Verantwortlichen und Analysten.¹⁷ Aus den qualitativen Informationen der SESFOD- und der SCOOS-Befragung lassen sich Frühwarnzeichen für die Entstehung von Anfälligkeiten ableiten. Deshalb sind diese Daten von so entscheidender Bedeutung.

Hedgefonds spielen im Finanzsystem der Vereinigten Staaten eine größere Rolle als im Euroraum. Das verwaltete Vermögen von Hedgefonds im Euroraum hat sich seit der Einführung der SESFOD-Umfrage zwar fast verdreifacht (auf rund 520 Mrd. €). Dennoch ist der Hedgefonds-Sektor im Eurogebiet im Vergleich zu den USA (wo sich das verwaltete Vermögen auf 2,5 Billionen € beläuft) nach wie vor relativ klein (siehe Abbildung A).¹⁸

Abbildung A

Verwaltetes Vermögen von Hedgefonds in den Vereinigten Staaten und im Euroraum

(in Billionen €)



Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, EZB und EZB-Berechnungen.

Entwicklung der preislichen und nichtpreislichen Konditionen für Hedgefonds

Wie die SESFOD- bzw. SCOOS-Antworten aus den letzten zehn Jahren zeigen, entwickelten sich die den Hedgefonds angebotenen preislichen und nichtpreislichen Konditionen in beiden Wirtschaftsräumen insgesamt ähnlich. In den USA waren die Kreditkonditionen im Zeitraum von 2016 bis 2019 jedoch tendenziell etwas lockerer (siehe Abbildung B). Seit der Einführung der SESFOD-Erhebung im Jahr 2013 ist in beiden Umfragen weitgehend ein Gleichlauf zwischen den preislichen und den nichtpreislichen Bedingungen für Hedgefonds zu erkennen. In den Jahren von 2016 bis 2019 meldeten die SCOOS-Teilnehmer verglichen mit den SESFOD-Teilnehmern lockerere preisliche und nichtpreisliche Konditionen. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Finanzierungsbedingungen in den USA in diesem Zeitraum allgemein lockerer waren.

¹⁷ Siehe Committee on the Global Financial System, [The role of margin requirements and haircuts in procyclicality](#), CGFS Papers, Nr. 36, BIZ, 2010.

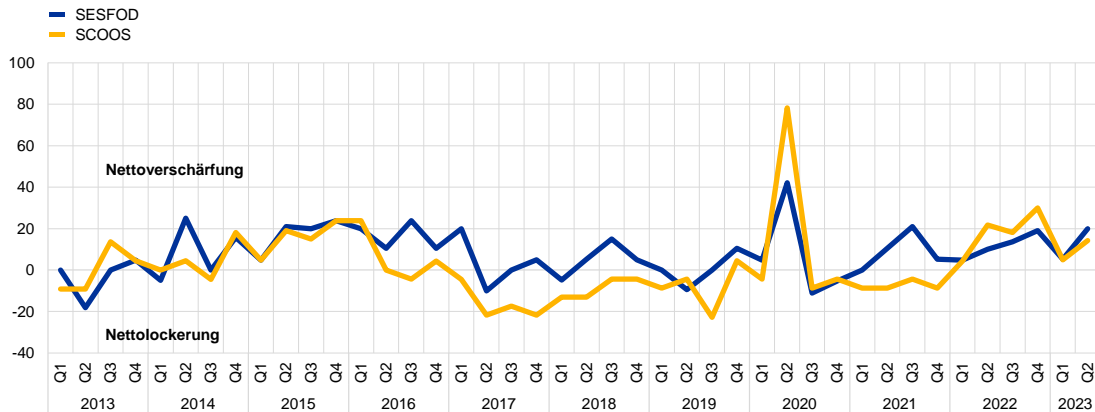
¹⁸ Die Tatsache, dass das Vermögen europäischer Hedgefonds nur einem Bruchteil des Vermögens von Hedgefonds in den USA entspricht, ändert sich auch dann nicht, wenn man das Vereinigte Königreich mit einrechnet. Hedgefonds mit Sitz im Vereinigten Königreich sind ebenfalls an Finanztransaktionen oder an Märkten beteiligt, die in den Erhebungsumfang der SESFOD-Befragung fallen. Die Entwicklung dieser Transaktionen ist insbesondere an den Antworten der SESFOD-Teilnehmer außerhalb des Euroraums ablesbar.

Abbildung B

Preisliche und nichtpreisliche Konditionen für Hedgefonds im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

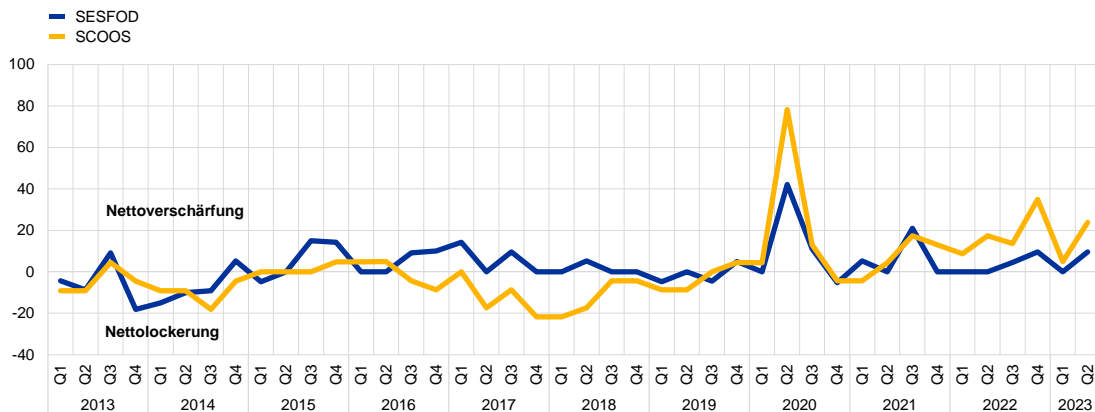
a) Preisliche Konditionen

(prozentualer Saldo der Befragten)



b) Nichtpreisliche Konditionen

(in Billionen €)



Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, EZB und EZB-Berechnungen.

Nutzung und Verfügbarkeit von Hebelfinanzierungen

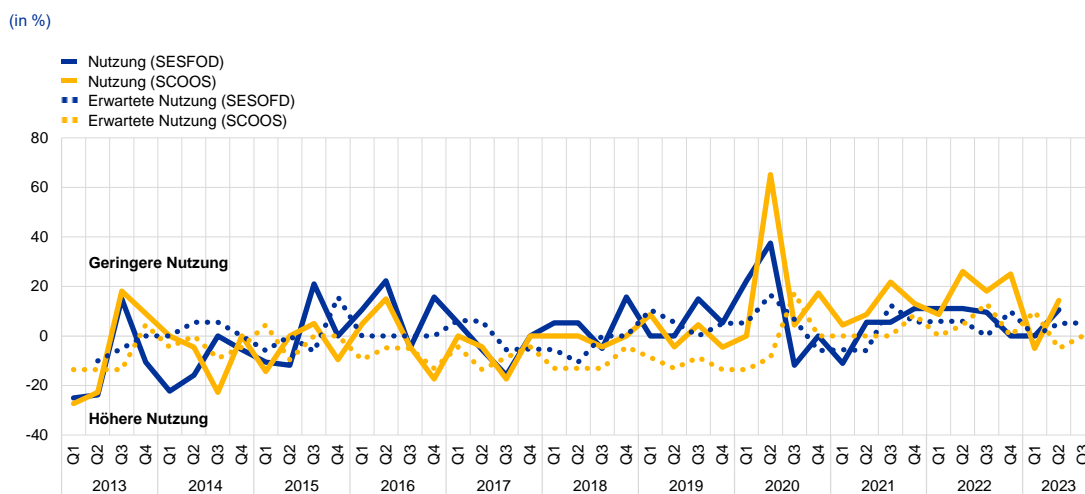
Die SESFOD- und die SCOOS-Umfrage enthalten auch Fragen zur Verfügbarkeit und Nutzung von Hebelfinanzierungen durch Hedgefonds. Die Teilnehmer berichten nicht nur über die Kreditkonditionen an den Märkten für Wertpapierfinanzierungsgeschäfte und OTC-Derivate, sondern machen auch Angaben zur Nutzung von Hebelfinanzierungen durch einige Gegenparteien, insbesondere Hedgefonds. Zudem wird die Verfügbarkeit von Hebelfinanzierungen für Hedgefonds abgefragt. Aus diesen Informationen lassen sich Frühwarnzeichen für die Entstehung von Anfälligkeiten und Hebeleffekten ableiten.

Die Angaben zu verfügbaren (nicht genutzten) Hebelfinanzierungen bei Hedgefonds weisen gewisse Vorlaufeigenschaften für die künftige Nutzung dieser Finanzierungen auf (siehe Abbildung C). Melden die Umfrageteilnehmer ungenutzte Hebelfinanzierungen, kann dies als Erwartung betrachtet werden, dass diese Möglichkeiten wohl in der Zukunft ausgeschöpft werden. Solche Informationen dienen als Vorlaufindikator. An den SESFOD- und SCOOS-Antworten lässt sich ablesen, dass sich die Verfügbarkeit und die Nutzung von Hebelfinanzierungen in den USA

und im Euroraum seit 2013 (also seit es die SESFOD-Befragung gibt) weitgehend ähnlich entwickelt haben. Eine Ausnahme bilden die Jahre nach dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie: Die SCOOS-Teilnehmer meldeten bis Anfang 2023 eine rückläufige Nutzung von Hebelinstrumenten, wohingegen die SESFOD-Teilnehmer bereits im dritten Quartal 2020 von einer verstärkten Nutzung berichteten.

Abbildung C

Hebelfinanzierungen bei Hedgefonds – verfügbare (ungenutzte) Möglichkeiten als Indikator für die erwartete tatsächliche Nutzung



Quellen: SESFOD, SCOOS und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Verfügbarkeit (ungenutzter) Hebelfinanzierungen bei Hedgefonds wird als Erwartung für deren Nutzung im darauffolgenden Referenzzeitraum dargestellt (z. B. entspricht die Verfügbarkeit (ungenutzter) Hebelfinanzierungen im ersten Quartal der erwarteten Nutzung im zweiten Quartal). Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Befragten, die mit „deutlich gesunken“ bzw. „etwas gesunken“ antworteten, und dem Anteil der Befragten, die „deutlich gestiegen“ bzw. „etwas gestiegen“ angaben.

Schlussbemerkungen

Der Vergleich der SESFOD- und der SCOOS-Ergebnisse für Hedgefonds zeigt, dass die Vereinigten Staaten und der Euroraum in diesem Marktsegment ähnliche Verlaufsmuster aufweisen. Zudem bestätigen die Ergebnisse, dass es sinnvoll ist, diese qualitativen Umfragedaten heranzuziehen, um potenzielle Übertragungskanäle für Marktentwicklungen und systemische Risiken aufzudecken.

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	-4,2	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,3	5,9	7,6	2,2	8,1	5,6	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	3,3	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 Q3	1,4	0,8	-0,1	-0,3	3,2	0,3	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	0,8	2,2	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
Q2	.	0,5	0,2	1,2	0,8	0,1	.	.	4,0	8,4	3,3	1,1	6,2
2023 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	2,9	5,5
Juli	-	-	-	-	-	-	.	.	3,2	6,8	3,3	2,6	5,3
Aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	5,3

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) Bei dem Wert für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

3) Bei dem Wert für den Euroraum handelt es sich um eine Schätzung, die auf vorläufigen nationalen Daten sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen basiert.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins-gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorratsveränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2020	11 515,7	11 103,4	5 951,3	2 579,5	2 524,0	1 227,9	687,0	602,3	48,6	412,3	5 224,9	4 812,6
2021	12 418,2	11 921,6	6 336,6	2 730,5	2 707,6	1 374,7	760,0	566,0	147,0	496,6	6 148,5	5 651,9
2022	13 427,3	13 188,5	7 053,6	2 886,7	2 997,5	1 547,3	843,2	599,4	250,6	238,8	7 404,8	7 166,0
2022 Q3	3 375,9	3 349,0	1 794,0	723,9	760,9	390,2	215,7	153,1	70,2	26,8	1 912,5	1 885,6
Q4	3 440,8	3 369,4	1 823,9	741,3	768,4	393,8	218,1	154,5	35,8	71,4	1 901,5	1 830,1
2023 Q1	3 506,9	3 372,0	1 849,6	737,2	778,3	402,1	221,8	152,4	7,0	134,9	1 893,0	1 758,2
Q2	3 553,9	3 406,4	1 866,8	749,9	784,4	402,9	224,1	155,4	5,2	147,5	1 869,0	1 721,5
<i>In % des BIP</i>												
2022	100,0	98,2	52,5	21,5	22,3	11,5	6,3	4,5	1,9	1,8	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2022 Q3	0,3	0,9	0,9	0,0	0,9	-1,0	2,7	3,0	-	-	1,2	2,5
Q4	-0,1	-0,6	-0,7	0,5	-0,2	-0,6	-0,3	0,8	-	-	-0,3	-1,4
2023 Q1	0,1	-0,7	0,0	-0,6	0,3	1,0	1,3	-2,4	-	-	0,0	-1,3
Q2	0,1	0,6	0,0	0,2	0,3	-0,2	0,2	1,6	-	-	-0,7	0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,1	-6,3	-4,0	-11,9	-3,8	-	-	-9,0	-8,4
2021	5,6	4,4	4,1	4,1	3,4	5,8	8,5	-7,3	-	-	11,1	8,7
2022	3,3	3,6	4,3	1,3	2,8	1,8	4,6	2,8	-	-	7,0	7,9
2022 Q3	2,3	3,4	2,3	0,4	4,6	1,3	8,4	7,4	-	-	7,6	10,4
Q4	1,7	1,2	1,3	0,6	0,9	0,2	6,5	-3,9	-	-	4,2	3,1
2023 Q1	1,1	0,6	1,4	-0,4	1,9	-0,7	5,0	4,0	-	-	2,6	1,7
Q2	0,5	0,2	0,2	0,1	1,3	-0,9	4,0	2,9	-	-	0,2	-0,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2022 Q3	0,3	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,6	-	-
Q4	-0,1	-0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,5	-	-
2023 Q1	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
Q2	0,1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,4	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-	-
2021	5,6	4,4	2,2	1,0	0,8	0,7	0,5	-0,4	0,4	1,4	-	-
2022	3,3	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,2	-	-
2022 Q3	2,3	3,2	1,2	0,1	1,0	0,1	0,5	0,3	1,0	-0,9	-	-
Q4	1,7	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,6	-	-
2023 Q1	1,1	0,6	0,7	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,5	-	-
Q2	0,5	0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (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	10 377,2	176,6	2 010,0	550,4	1 804,6	546,4	486,2	1 210,8	1 202,5	2 066,9	322,9	1 138,4
2021	11 135,6	184,9	2 207,8	588,6	2 006,4	594,8	516,7	1 245,7	1 290,8	2 163,9	335,9	1 282,6
2022	12 088,5	215,4	2 439,5	649,2	2 315,7	630,2	528,3	1 297,0	1 389,3	2 254,8	369,2	1 338,7
2022 Q3	3 040,5	56,0	609,8	163,2	590,0	159,3	131,9	323,7	349,0	564,6	93,1	335,4
Q4	3 117,5	56,4	634,3	167,6	597,3	160,7	139,0	333,4	358,2	576,8	93,8	323,3
2023 Q1	3 180,0	56,0	659,7	176,4	602,0	163,6	144,1	341,1	363,7	577,1	96,3	326,9
Q2	3 215,7	54,0	661,5	179,4	607,7	167,2	146,9	346,1	369,0	586,0	97,9	338,2
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,4	10,7	11,5	18,7	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2022 Q3	0,4	0,7	0,5	-1,2	0,7	1,7	0,3	-0,2	0,5	0,5	1,3	-0,7
Q4	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,2	0,0
2023 Q1	0,1	1,0	-1,1	2,1	0,1	1,2	-0,9	0,8	0,6	-0,1	2,7	-0,7
Q2	0,0	-1,1	-0,3	-0,5	-0,2	1,3	0,0	0,0	0,3	0,1	0,6	1,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020	-6,0	-0,7	-6,1	-5,0	-14,0	2,1	-0,7	-0,8	-5,6	-2,8	-18,1	-7,1
2021	5,5	0,4	8,6	2,6	7,4	8,6	5,4	1,9	6,1	3,3	4,2	6,5
2022	3,5	0,0	1,5	1,3	7,7	5,7	-0,1	1,8	4,6	1,7	11,9	2,2
2022 Q3	2,6	0,3	1,8	0,7	4,5	7,1	-0,7	1,3	3,7	1,1	6,8	0,2
Q4	2,0	-0,2	1,4	-0,2	2,7	4,1	0,4	1,0	3,0	1,9	6,9	-0,9
2023 Q1	1,6	1,4	-0,2	1,0	2,4	5,4	-0,2	1,3	2,1	1,1	7,1	-2,4
Q2	0,5	0,7	-1,1	0,3	-0,1	4,6	-0,4	0,7	1,6	0,7	3,4	0,0
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2022 Q3	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 Q1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
Q2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2020	-6,0	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,5	0,0	1,7	0,2	1,3	0,5	0,3	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	0,5	0,3	0,4	-
2022 Q3	2,6	0,0	0,4	0,0	0,8	0,4	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
Q4	2,0	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	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-
Q2	0,5	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-

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	1,5	1,6	0,4	0,2	-0,3	3,3	0,5	4,8	1,0	1,0	3,0	2,1	0,9
2022	2,3	2,5	1,1	-0,3	1,3	3,2	3,3	5,8	-0,1	3,0	3,1	1,6	1,6
2022 Q3	1,9	2,0	1,2	-0,6	1,3	3,3	2,0	6,3	-0,4	3,9	2,5	1,5	0,8
Q4	1,6	1,7	0,7	-0,9	1,1	2,3	1,7	4,6	0,4	3,1	2,1	1,3	1,1
2023 Q1	1,6	1,7	1,3	-1,2	1,3	1,6	2,2	4,5	1,0	2,5	2,0	1,2	1,0
Q2	1,3	1,3	1,4	-2,2	1,1	0,6	1,9	3,7	0,9	2,7	2,0	1,1	0,2
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	7,2	25,3	3,5	2,5	1,1	14,0	21,9	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,3	-3,4	-7,5	-6,2	-14,6	-1,9	-2,2	-5,1	-8,4	-2,4	-12,3
2021	5,6	5,4	6,4	0,1	4,8	9,4	6,8	7,5	3,1	7,1	7,7	3,5	5,9
2022	3,5	3,6	3,0	-0,9	0,9	3,3	7,4	6,0	-0,3	5,1	4,1	0,7	5,9
2022 Q3	2,7	3,0	1,4	-0,4	2,0	3,6	3,4	7,5	0,2	4,8	3,9	1,3	2,4
Q4	2,2	2,3	1,9	-0,5	1,2	3,2	3,0	5,0	0,9	3,4	3,2	1,1	2,7
2023 Q1	2,0	2,2	0,8	-0,5	1,7	1,5	2,7	4,2	1,3	1,6	2,5	1,3	1,9
Q2	1,4	1,5	1,1	-2,6	1,2	1,1	1,5	3,7	1,4	2,5	2,3	1,5	0,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,7	-6,9	-11,3	-3,8	-2,6	-5,8	-6,5	-3,3	-9,5
2021	4,1	3,8	6,0	0,0	5,1	5,8	6,3	2,6	2,1	6,0	4,5	1,4	5,0
2022	1,1	1,0	1,8	-0,6	-0,3	0,1	3,9	0,1	-0,3	2,0	1,0	-0,9	4,1
2022 Q3	0,8	1,0	0,2	0,2	0,6	0,3	1,4	1,1	0,6	0,9	1,4	-0,2	1,6
Q4	0,6	0,5	1,2	0,4	0,1	0,9	1,2	0,4	0,5	0,3	1,0	-0,3	1,7
2023 Q1	0,3	0,5	-0,5	0,7	0,4	-0,1	0,5	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,1	0,9
Q2	0,1	0,2	-0,3	-0,5	0,1	0,5	-0,4	0,0	0,4	-0,2	0,2	0,4	0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
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 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
Q2	-	-	-	6,4	-	-	5,6	-	13,9	-	6,1	-	6,7	3,0
2023 Febr.	-	-	11,181	6,6	-	8,952	5,8	2,229	14,1	5,625	6,2	5,556	7,0	-
März	-	-	11,078	6,5	-	8,868	5,8	2,210	14,0	5,570	6,2	5,507	6,9	-
April	-	-	11,047	6,5	-	8,833	5,7	2,214	13,9	5,566	6,2	5,481	6,9	-
Mai	-	-	10,970	6,5	-	8,736	5,7	2,233	14,0	5,515	6,1	5,455	6,8	-
Juni	-	-	10,871	6,4	-	8,678	5,6	2,194	13,8	5,507	6,1	5,364	6,7	-
Juli	-	-	10,944	6,4	-	8,738	5,7	2,206	13,8	5,559	6,2	5,385	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	-5,4	-0,8	3,7	-2,2	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,7	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	5,8	-1,7	11,1	12,5	12,3	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,0	-2,7	3,0	7,7	13,2	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,6	3,2	9,1	1,5
Q4	2,1	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,6	-5,0	-1,6	3,0	6,2	15,3
2023 Febr.	1,7	2,5	-5,1	9,6	3,3	-4,4	2,0	-2,3	-4,6	-0,7	0,4	4,2	11,6
März	-1,5	-1,0	-4,6	-1,9	5,4	-6,4	-0,9	-3,3	-6,1	-1,5	1,8	4,7	30,8
April	-0,1	0,8	-6,2	8,5	-0,7	-8,1	0,2	-2,8	-4,5	-1,2	-3,1	3,2	19,4
Mai	-2,4	-1,9	-5,6	2,5	-3,0	-6,7	0,3	-2,3	-2,9	-1,5	-1,5	4,5	20,3
Juni	-1,1	-0,4	-6,3	4,7	-0,5	-7,3	-0,3	-1,0	-2,7	0,6	-1,8	3,4	19,0
Juli	-2,2	-1,8	-5,0	0,4	-1,2	-5,7	-	-1,0	-2,2	1,1	-3,4	-	16,5
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2023 Febr.	1,8	1,3	0,8	1,8	1,6	0,8	2,1	-0,1	-0,4	0,1	-1,3	0,6	3,4
März	-4,5	-5,1	-1,1	-15,4	-1,1	-1,1	-1,9	-0,4	-0,8	-0,7	0,4	0,9	-1,2
April	1,3	1,9	-0,7	15,3	-2,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	0,3	-2,3	0,4	-1,2
Mai	0,1	0,1	0,4	1,1	0,2	-2,2	0,2	0,6	0,3	0,4	0,5	1,7	-0,2
Juni	0,4	0,9	-1,0	-0,3	-1,3	0,4	-1,0	0,2	0,2	0,3	-0,3	-0,5	1,7
Juli	-1,1	-2,1	0,2	-2,7	0,6	1,6	-	-0,2	0,4	0,5	-1,2	-	3,7

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	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	1,9	81,7	-27,0	2,9	-6,8	7,6	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	95,3	-0,9	81,4	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,2	0,1	81,3	-19,6	1,2	-1,0	9,4	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
Q2	96,8	-5,2	80,7	-17,0	-0,8	-4,0	7,4	90,2	44,7	46,4	54,5	52,3
2023 März	98,8	-0,8	-	-19,1	0,9	-1,8	8,9	-	47,3	50,4	55,0	53,7
April	98,8	-2,9	81,2	-17,5	0,7	-0,9	9,6	89,9	45,8	48,5	56,2	54,1
Mai	96,3	-5,3	-	-17,4	-0,4	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8
Juni	95,2	-7,3	-	-16,1	-2,6	-5,9	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
Juli	94,5	-9,3	80,2	-15,1	-3,6	-4,5	5,4	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
Aug.	93,3	-10,3	-	-16,0	-5,2	-5,0	3,9	-	43,5	43,4	47,9	46,7

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	95,4	-0,1	4,2	-1,7	5,6	4,8	46,0	24,6	78,7	3,7	-12,0	2,6
2021	17,5	95,6	1,6	3,7	17,4	8,0	8,2	48,6	26,6	76,5	5,5	7,5	3,5
2022	13,5	93,0	-0,1	2,6	12,4	1,5	6,9	48,7	23,8	72,1	2,9	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.

- Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 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.
- Die Gewinnquote ergibt sich aus der Division des Bruttounternehmensgewinns (der im Großen und Ganzen dem Cashflow entspricht) durch die Bruttowertschöpfung.
- Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 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
Q2	1 362,0	1 315,8	46,2	737,7	660,0	326,0	309,4	255,4	262,4	42,9	84,0	20,4	14,4
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	432,5	430,0	2,5	231,8	215,5	107,6	104,4	79,7	82,5	13,4	27,7	6,4	5,7
Mai	460,8	452,9	7,9	249,8	227,9	109,8	104,1	86,4	94,1	14,8	26,8	5,2	4,0
Juni	468,7	432,9	35,8	256,0	216,7	108,6	100,9	89,3	85,7	14,7	29,5	8,9	4,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2023 Juni	5 456,3	5 465,3	-9,0	2 992,2	2 911,7	1 280,6	1 196,3	1 015,3	1 027,3	168,3	329,9	138,7	97,3
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2023 Juni	39,3	39,4	-0,1	21,6	21,0	9,2	8,6	7,3	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-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q3	20,2	47,6	729,8	365,5	133,5	217,0	588,4	859,7	531,0	117,3	168,8	534,1	108,1
Q4	14,9	20,2	733,4	361,2	139,8	221,2	605,7	796,2	481,6	114,1	170,0	517,6	97,1
2023 Q1	8,6	0,4	722,3	346,2	137,6	224,0	597,0	722,8	425,0	113,3	160,5	500,5	77,7
Q2	-1,9	-14,3	708,6	.	.	.	588,1	703,8	.	.	.	498,1	.
2023 Jan.	11,1	10,2	239,6	115,0	45,0	74,1	197,2	251,5	149,4	39,1	53,7	169,0	30,1
Febr.	7,6	1,5	241,2	115,6	45,8	75,9	199,3	242,0	143,0	37,4	54,3	168,3	24,4
März	7,5	-8,8	241,5	115,6	46,8	74,0	200,5	229,3	132,6	36,8	52,5	163,2	23,2
März	-3,6	-11,8	233,2	109,0	47,0	72,0	193,3	241,1	141,1	37,7	55,5	168,9	25,5
April	-2,6	-13,1	238,3	109,9	49,3	72,9	196,3	238,0	138,1	39,0	55,6	169,1	24,2
Mai	0,3	-17,7	237,2	.	.	.	198,4	224,6	.	.	.	160,2	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q3	2,8	14,9	106,5	104,8	105,9	114,5	106,3	124,0	121,8	123,7	121,0	122,8	140,4
Q4	1,5	3,6	107,2	104,0	109,7	114,6	106,9	119,8	116,2	120,3	121,6	120,6	144,8
2023 Q1	1,5	-1,3	106,3	102,0	105,6	117,0	106,0	114,8	111,6	119,8	115,9	117,3	142,7
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Dez.	-1,1	-3,4	105,6	101,0	108,0	115,7	105,3	117,2	114,2	113,4	120,1	116,8	147,0
2023 Jan.	2,8	4,1	105,9	102,0	103,9	117,1	104,7	117,9	114,9	122,4	117,1	118,4	151,7
Febr.	-0,4	-0,5	106,8	101,5	105,8	118,9	106,7	117,3	114,3	118,8	117,5	118,5	144,6
März	2,2	-6,8	106,2	102,5	107,2	115,1	106,4	109,3	105,7	118,4	113,1	114,9	131,7
April	-6,1	-4,3	103,0	98,5	107,2	112,3	103,2	119,1	115,4	124,7	119,2	121,7	158,7
Mai	-3,3	-4,6	106,4	100,0	111,5	114,9	107,0	118,9	114,5	125,9	120,5	122,0	151,7

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
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	2,0	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	0,8	3,3	2,7	1,7	-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 März	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,2	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	0,2	-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	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,5	5,2	7,7	
Juli	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3	
Aug. ³⁾	124,1	5,3	5,3	.	5,5	0,6	0,4	-0,2	0,4	3,2	0,2	.	.	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten	
							14	15	16	17	18		19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
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 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	
Juli	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3	
Aug. ³⁾	9,8	10,4	7,8	.	4,8	-3,3	.	.	.	.	.	.

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) Schnellschätzung.

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	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 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	.
Q2	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,5	6,5	-13,1	6,4	.	.
2023 Febr.	156,5	12,7	9,9	10,3	9,4	7,4	14,6	18,3	8,7	15,8	-	-	-
März	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-
April	149,3	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,2	-	-	-
Mai	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,3	6,4	-13,5	-	-	-
Juni	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,0	5,9	-16,4	-	-	-
Juli	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,7	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte 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	1,6	3,7	5,8	7,9	59,8	29,6	21,5	37,2	29,1	22,2	37,1
2022	114,6	4,6	6,8	6,8	4,3	7,7	12,7	17,6	95,0	18,1	29,0	9,0	19,2	28,2	9,9
2022 Q3	115,0	4,6	7,5	7,5	4,9	7,7	13,6	19,8	98,3	14,4	30,0	1,5	14,7	26,9	2,3
Q4	117,3	5,7	6,9	8,6	6,1	7,4	10,2	12,8	86,6	5,3	13,8	-2,3	4,9	12,2	-3,1
2023 Q1	119,4	6,2	5,5	7,9	4,5	6,4	5,5	3,9	75,8	-10,5	-5,3	-15,1	-11,3	-6,5	-16,4
Q2	120,9	6,2	4,0	6,8	4,9	4,6	0,5	-3,7	71,6	-18,1	-16,0	-20,3	-18,4	-16,1	-21,3
2023 März	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-17,9	-13,3	-22,1	-18,2	-13,6	-23,2
April	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,1	-14,8	-23,1	-19,2	-14,8	-24,2
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,1	-17,5	-20,7	-19,4	-17,6	-21,7
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-16,0	-15,6	-16,5	-16,6	-15,7	-17,6
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-14,3	-14,4	-14,2	-15,6	-15,2	-16,2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-16,5	-16,8	-16,1	-17,0	-16,2	-18,0

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

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
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	54,7	27,7	40,9	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	40,2	51,7	29,0	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	23,7	43,5	26,0	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
Q2	7,5	30,1	18,1	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
2023 März	17,8	41,3	23,5	21,4	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
April	11,5	34,8	19,6	15,3	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
Mai	6,5	30,1	18,7	12,3	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
Juni	4,4	25,3	16,1	7,7	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
Juli	3,4	23,4	16,5	4,9	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
Aug.	3,6	22,8	16,7	6,0	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6

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

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste 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	3,7	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,3	1,2	1,4	0,8	1,1	1,5	1,3
2022	105,8	4,4	3,7	6,6	4,8	3,7	2,9
2022 Q3	102,4	3,5	2,7	5,7	3,7	3,2	3,0
Q4	113,8	5,6	5,0	7,4	5,6	5,6	3,1
2023 Q1	103,0	5,0	4,6	6,1	5,3	4,5	4,4
Q2	.	.	.	.	.	.	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	-0,4	2,0	4,8	7,5	-0,1	1,0	1,2	3,6	6,3	17,0
2021	110,0	-0,2	2,0	-4,0	5,3	-1,4	1,5	-1,3	4,1	1,3	1,0	-0,6
2022	113,6	3,3	4,6	3,3	5,7	1,8	3,4	3,7	5,0	3,5	3,4	-3,5
2022 Q3	113,9	3,3	4,3	2,0	5,9	2,1	2,4	3,6	6,4	3,6	3,8	-1,1
Q4	116,3	4,7	5,3	3,1	7,2	4,3	4,1	3,5	4,4	5,1	4,8	-1,1
2023 Q1	118,9	6,0	3,6	7,4	5,0	6,5	4,4	6,4	5,1	6,7	4,2	-0,4
Q2	119,7	6,5	3,5	7,6	5,7	8,2	4,9	5,7	5,8	6,4	5,4	2,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2020	107,0	-0,4	1,5	-2,4	-1,2	-4,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,3	4,5	4,6	5,4	5,2	3,0	5,0	4,3	2,1	2,7
2022	116,0	4,3	5,0	3,5	3,7	6,1	3,3	3,6	3,8	5,1	3,5	6,2
2022 Q3	116,4	3,8	5,2	2,5	3,3	4,6	3,1	3,2	3,8	4,9	3,4	4,8
Q4	118,4	4,9	6,0	3,5	4,6	5,3	3,7	3,5	2,2	6,0	5,4	4,7
2023 Q1	120,6	5,5	6,3	5,9	4,4	6,7	5,2	5,1	3,8	6,8	4,1	5,5
Q2	121,3	5,5	6,5	5,3	5,4	6,1	5,9	4,3	3,7	6,0	5,0	6,1
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2020	97,1	-4,7	1,9	-4,3	-5,8	-10,7	0,1	-1,1	-1,4	-3,7	-3,7	-15,5
2021	101,1	4,1	0,3	8,9	-0,7	6,9	3,7	4,4	0,9	3,0	1,2	3,2
2022	102,1	1,0	0,3	0,2	-1,9	4,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,5	0,1	10,0
2022 Q3	102,2	0,5	0,9	0,5	-2,4	2,5	0,7	-0,4	-2,4	1,2	-0,4	6,0
Q4	101,8	0,2	0,7	0,4	-2,5	1,0	-0,4	0,0	-2,1	0,8	0,5	5,8
2023 Q1	101,4	-0,5	2,6	-1,5	-0,6	0,2	0,8	-1,3	-1,2	0,1	-0,1	6,0
Q2	101,3	-0,9	2,9	-2,1	-0,3	-2,0	1,0	-1,3	-2,0	-0,4	-0,4	3,1
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2020	113,9	5,8	4,1	3,0	5,1	7,1	3,2	1,8	4,4	5,9	5,5	6,8
2021	114,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,4	2,6	1,1	0,4	0,3	1,0	-1,4
2022	117,8	3,2	5,8	3,9	4,0	1,8	3,4	3,8	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 Q3	118,1	2,8	5,2	1,9	3,1	2,4	2,1	2,3	3,0	3,1	3,6	3,7
Q4	120,5	4,3	7,0	3,3	3,5	3,9	3,6	3,1	1,7	5,1	5,8	3,4
2023 Q1	122,0	5,0	4,9	5,5	4,3	5,7	5,3	4,9	4,4	6,0	3,9	4,7
Q2	122,7	5,4	6,6	5,1	5,0	6,5	5,6	4,1	4,2	5,8	4,5	5,2
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2020	104,7	2,1	2,8	1,5	1,2	0,7	4,1	1,5	4,6	3,0	-0,4	-6,6
2021	104,7	0,0	0,3	3,6	-6,2	0,6	1,0	2,2	-4,8	-1,4	-0,2	-1,7
2022	104,6	-0,1	0,9	0,5	-2,0	0,3	-0,3	0,2	-3,1	0,5	1,0	5,7
2022 Q3	104,8	-0,3	0,7	-0,2	-2,7	1,0	-0,4	-0,9	-3,3	-0,1	-0,2	4,3
Q4	104,4	-0,4	0,3	0,2	-3,3	-0,3	-0,8	-0,5	-2,4	-0,2	0,8	4,1
2023 Q1	103,6	-0,8	1,9	-1,8	-0,5	-0,3	1,1	-1,5	-0,3	-0,4	-0,2	5,1
Q2	103,5	-0,9	3,4	-2,3	-0,8	-1,6	0,9	-1,8	-1,8	-0,6	-0,8	2,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	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
2023 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
Juli	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
Aug.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06

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
2023 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
Juli	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
Aug.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77

Quelle: EZB-Berechnungen.

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

2) EZB-Berechnungen anhand zugrunde liegender Daten von EuroMTS und Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2023 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
Juli	460,1	4 364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4 508,1	32 694,1
Aug.	453,9	4 296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4 457,4	32 167,4

Quelle: Refinitiv.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten	
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten		Mit vereinbarter Laufzeit			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾			
		Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre						Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren		Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 Aug.	0,01	0,70	0,42	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	0,63	1,27	5,27	15,83	6,55	5,96	6,58	3,09	2,26	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
Okt.	0,03	0,73	0,93	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	1,21	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	1,42	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	1,60	2,08	6,34	15,99	7,44	6,97	7,60	4,28	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Febr.	0,12	1,17	1,91	2,20	6,59	16,08	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	2,11	2,26	6,76	16,07	7,83	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
April	0,18	1,25	2,28	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	0,21	1,30	2,47	2,48	7,19	16,34	8,36	7,60	8,33	5,08	4,23	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
Juni	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,14	4,39	4,07	3,71	3,41	4,04	3,70
Juli ^(a)	0,27	1,43	2,82	2,86	7,48	16,40	8,41	7,72	8,41	5,23	4,47	4,14	3,72	3,45	4,08	3,75

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 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	2,72	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	3,86
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	4,39	4,86	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
Mai	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,75	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
Juni	0,55	3,20	3,10	4,78	5,23	5,43	5,27	4,95	4,99	4,17	4,71	4,88	4,12	4,78
Juli ^(a)	0,60	3,31	3,58	4,89	5,51	5,52	5,43	5,12	5,02	4,33	4,82	5,02	4,34	4,93

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	Darunter: Zentralstaaten			
												3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2020	1 488,6	429,7	126,0	51,3	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 407,5	427,9	126,9	49,9	88,0	764,7	674,9	387,2	138,4	79,1	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1 371,5	466,8	143,0	49,8	94,7	667,0	621,7	481,7	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,1
2023 Febr.	1 374,1	529,3	137,2	51,1	94,2	613,4	569,4	495,0	224,6	98,5	35,2	49,1	122,8	96,2
März	1 423,7	536,6	136,0	50,9	96,4	654,7	603,4	583,5	239,4	122,3	38,7	53,3	168,5	131,0
April	1 454,9	564,9	133,9	47,7	102,3	653,7	603,5	511,4	218,1	100,9	31,9	60,2	132,2	103,3
Mai	1 457,4	580,5	137,3	50,3	102,9	636,8	599,6	515,1	242,0	118,0	37,9	53,7	101,4	86,5
Juni	1 478,7	581,6	130,5	49,1	93,1	673,5	634,2	515,7	222,0	114,9	36,0	45,8	133,1	107,1
Juli	1 463,0	574,0	129,1	45,3	96,0	664,0	635,3	488,2	181,4	113,7	31,1	53,7	139,5	122,0
Langfristig														
2020	19 285,0	4 077,2	3 104,3	1 260,9	1 543,3	10 560,1	9 773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 926,3	4 182,6	3 385,6	1 342,8	1 600,6	10 757,5	9 936,5	316,9	67,9	84,0	34,3	23,3	141,8	128,3
2022	17 902,9	3 972,3	3 267,0	1 333,8	1 397,7	9 265,9	8 553,9	300,1	78,4	74,5	29,0	16,7	130,6	121,1
2023 Febr.	18 187,1	4 081,0	3 288,5	1 325,5	1 418,9	9 398,7	8 675,3	353,7	99,1	54,1	12,9	17,6	182,9	165,8
März	18 409,2	4 104,4	3 277,4	1 322,9	1 415,5	9 611,8	8 876,2	339,1	84,5	70,4	30,9	15,5	168,6	156,1
April	18 411,1	4 118,5	3 279,6	1 332,9	1 419,2	9 593,8	8 873,4	308,5	72,7	76,1	34,4	16,4	143,2	137,3
Mai	18 573,7	4 191,4	3 329,2	1 368,3	1 427,4	9 625,6	8 908,1	372,0	100,0	100,2	56,2	27,3	144,5	136,2
Juni	18 669,3	4 202,9	3 337,5	1 375,6	1 429,4	9 699,4	8 979,2	401,5	114,4	83,9	30,9	30,6	172,6	160,9
Juli	18 765,7	4 300,6	3 350,2	1 365,4	1 436,2	9 678,8	8 958,5	348,5	142,8	57,9	11,5	17,9	129,9	125,1

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

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

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	FMKGs	Darunter: Zentralstaaten					
							3					4	5	6	7	8	9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2020	20 773,5	4 506,9	3 230,3	1 312,3	1 640,1	11 396,2	10 495,7	8 519,7	473,8	1 338,1	6 706,9
2021	21 333,7	4 610,5	3 512,5	1 392,7	1 688,5	11 522,2	10 611,3	10 414,6	600,0	1 560,1	8 253,5
2022	19 274,5	4 439,2	3 410,0	1 383,6	1 492,4	9 932,9	9 175,6	8 747,0	524,9	1 363,3	6 858,1
2023 Febr.	19 561,2	4 610,2	3 425,7	1 376,6	1 513,1	10 012,1	9 244,7	9 622,5	630,3	1 495,2	7 496,4
März	19 832,9	4 641,0	3 413,4	1 373,8	1 511,9	10 266,5	9 479,6	9 642,9	558,8	1 447,7	7 635,9
April	19 866,0	4 683,4	3 413,6	1 380,7	1 521,5	10 247,5	9 476,9	9 694,8	566,4	1 442,1	7 685,7
Mai	20 031,1	4 772,0	3 466,5	1 418,6	1 530,3	10 262,4	9 507,7	9 415,6	545,4	1 396,8	7 472,9
Juni	20 148,0	4 784,5	3 468,0	1 424,7	1 522,5	10 372,9	9 613,5	9 673,6	587,2	1 480,2	7 605,6
Juli	20 228,7	4 874,5	3 479,3	1 410,7	1 532,1	10 342,7	9 593,8	9 829,7	623,3	1 526,5	7 679,3
Wachstumsraten¹⁾											
2022 Dez.	3,7	4,7	4,7	-0,1	1,2	3,2	3,8	0,0	-1,8	1,2	-0,1
2023 Jan.	4,0	7,1	4,0	-0,3	1,0	3,1	3,7	0,0	-2,2	0,6	0,1
Febr.	4,1	7,8	3,1	-0,9	1,6	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
März	3,8	7,1	2,3	-1,7	-0,1	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
April	4,3	8,2	1,5	-1,6	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
Mai	4,4	9,1	2,2	1,5	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
Juni	5,2	10,2	3,3	2,9	0,9	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,6	-1,3
Juli	5,8	12,1	3,3	1,2	1,5	4,6	5,3	-0,9	-1,4	0,9	-1,2

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-18						EWK-41	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2020	99,7	93,7	93,8	89,8	75,1	88,1	119,2	93,9
2021	99,6	93,7	93,5	89,0	70,4	86,4	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	83,9	65,4	81,4	116,1	90,9
2022 Q3	93,7	89,3	92,5	82,0	63,6	79,7	113,9	89,0
Q4	95,7	91,9	95,0	84,7	64,4	81,9	116,7	91,8
2023 Q1	97,1	92,8	96,9	86,5	67,1	84,2	119,4	93,1
Q2	98,2	93,5	97,9	.	.	.	121,4	94,3
2023 März	97,3	92,9	97,1	-	-	-	119,7	93,4
April	98,4	93,8	98,0	-	-	-	121,5	94,6
Mai	98,0	93,2	97,7	-	-	-	120,9	93,9
Juni	98,2	93,5	98,0	-	-	-	121,8	94,5
Juli	99,2	94,6	99,2	-	-	-	123,7	95,9
Aug.	99,0	94,8	99,2	-	-	-	123,7	96,1
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2023 Aug.	-0,1	0,2	0,0	-	-	-	0,0	0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2023 Aug.	6,1	6,6	7,6	-	-	-	8,9	8,3

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 Q3	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
Q2	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
2023 März	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	4,9263	11,228	0,991	1,071
April	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097
Mai	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087
Juni	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
Juli	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
Aug.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>										
2023 Aug.	-0,5	0,9	0,0	1,6	1,3	0,4	0,0	0,0	1,5	-0,8	-1,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>										
2023 Aug.	14,8	-1,9	0,2	-4,2	15,4	-5,6	1,6	1,0	12,5	-1,1	7,7

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
Bestände in % des BIP												
2023 Q1	231,1	228,7	2,4	90,0	72,6	82,8	97,8	0,2	49,8	58,3	8,3	115,0
Transaktionen												
2022 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	-
Q2	134,9	64,6	70,3	43,6	57,8	155,1	76,8	7,0	-72,6	-70,0	1,9	-
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	2,7	32,4	-29,8	0,8	-8,1	40,4	6,7	1,0	-37,7	33,8	-1,8	-
Mai	79,6	57,5	22,1	19,6	56,2	37,3	-21,5	13,3	8,0	22,9	1,4	-
Juni	52,7	-25,4	78,1	23,1	9,7	77,4	91,7	-7,3	-42,9	-126,8	2,4	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen												
2023 Juni	-77,9	-218,3	140,4	-153,5	-212,7	138,7	325,7	56,8	-120,0	-331,4	0,0	-
Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP												
2023 Juni	-0,6	-1,6	1,0	-1,1	-1,5	1,0	2,3	0,4	-0,9	-2,4	0,0	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2					
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren				
1	2	3	4	5	8	9	10						
Bestände													
2020	1 363,7	8 906,5	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	4 194,1	15 185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16 063,6	
Q2	1 534,7	9 179,7	10 714,3	1 871,3	2 534,3	4 405,6	15 119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16 022,2	
2023 Febr.	1 539,6	9 593,3	11 132,9	1 544,7	2 557,5	4 102,2	15 235,1	124,2	651,9	80,8	856,9	16 092,0	
März	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,1	15 185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16 063,6	
April	1 536,8	9 373,1	10 909,9	1 702,7	2 537,5	4 240,2	15 150,1	101,5	677,0	86,2	864,8	16 014,8	
Mai	1 537,1	9 280,7	10 817,8	1 766,2	2 527,8	4 294,0	15 111,7	111,9	686,4	96,7	895,0	16 006,7	
Juni	1 534,7	9 179,7	10 714,3	1 871,3	2 534,3	4 405,6	15 119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16 022,2	
Juli ^(p)	1 534,1	9 086,7	10 620,8	1 915,4	2 526,9	4 442,3	15 063,2	122,3	690,9	80,1	893,3	15 956,5	
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	-125,9	-20,6	31,2	48,8	59,4	-66,5	
Q2	-9,4	-249,0	-258,3	222,0	-32,4	189,5	-68,8	10,1	15,9	-2,8	23,2	-45,6	
2023 Febr.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	29,2	36,5	-22,2	
März	4,4	-139,2	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	15,1	24,0	-16,5	
April	-7,3	-69,9	-77,2	57,2	-12,2	45,0	-32,2	-1,5	-4,2	-5,6	-11,3	-43,5	
Mai	0,3	-99,9	-99,5	59,7	-9,8	49,8	-49,7	9,8	9,3	8,7	27,9	-21,8	
Juni	-2,4	-79,2	-81,6	105,1	-10,4	94,7	13,1	1,7	10,8	-5,9	6,6	19,7	
Juli ^(p)	-0,7	-89,8	-90,5	45,7	-7,3	38,4	-52,2	9,4	-6,5	-11,1	-8,2	-60,3	
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	520,6	23,8	2,1	
Q2	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6	
2023 Febr.	2,9	-4,0	-3,1	59,1	1,7	17,5	1,7	-6,1	11,6	460,0	21,0	2,6	
März	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,6	23,8	2,1	
April	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,8	21,0	0,5	-13,7	13,2	351,8	20,1	1,4	
Mai	0,7	-8,1	-7,0	81,0	0,2	22,6	-0,1	-10,9	14,6	418,8	23,1	0,9	
Juni	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6	
Juli ^(p)	0,1	-10,5	-9,2	85,2	-0,9	23,9	-1,4	-1,5	16,3	218,0	20,6	-0,4	

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	3 338,4	2 507,9	686,3	132,5	11,7	8 381,2	5 309,3	705,0	2 366,1	0,9	1 182,1	231,7	565,2
2023 Febr.	3 380,1	2 663,1	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	8 376,9	5 398,7	608,4	2 368,9	0,9	1 213,8	227,0	560,5
2023 Mai	3 305,9	2 529,9	632,6	131,9	11,6	8 379,4	5 361,7	657,5	2 359,2	0,9	1 218,6	226,9	555,8
2023 Juni	3 338,4	2 507,9	686,3	132,5	11,7	8 381,2	5 309,3	705,0	2 366,1	0,9	1 182,1	231,7	565,2
2023 Juli ^(p)	3 305,0	2 462,7	699,6	132,0	10,7	8 378,7	5 264,1	756,3	2 357,5	0,8	1 191,6	215,3	560,8
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	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-97,6	-2,1	12,7
2023 Q2	-4,1	-91,2	84,3	-0,5	3,3	-9,5	-116,9	136,6	-29,0	-0,1	-21,9	0,2	-14,1
2023 Febr.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,0	-10,2	12,6
2023 März	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,5	7,1	2,5
2023 April	-4,2	-27,7	22,6	-1,0	1,8	-13,6	-44,3	40,4	-9,6	-0,1	14,4	-4,4	-18,6
2023 Mai	-35,5	-45,0	8,0	0,3	1,2	0,9	-37,8	48,4	-9,8	0,1	-0,2	-0,5	-5,0
2023 Juni	35,6	-18,6	53,7	0,2	0,3	3,2	-34,9	47,8	-9,6	-0,1	-36,1	5,1	9,4
2023 Juli ^(p)	-31,4	-43,9	13,8	-0,4	-0,9	-1,9	-44,8	51,5	-8,5	0,0	11,9	-16,3	-4,4
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	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
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	0,2	-11,9	119,0	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,3	0,3	18,9	-10,0	-1,2	-3,2
2023 Juni	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
2023 Juli ^(p)	-0,6	-14,1	118,2	2,0	13,5	0,7	-5,7	111,7	-1,0	6,3	-15,4	-9,5	-2,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und 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	5 127,1	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2022 Q3	6 359,7	1 002,3	5 333,1	15 421,7	13 051,1	13 204,2	5 165,6	6 613,7	1 110,6	161,2	1 545,9	824,6
Q4	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 177,9	5 127,1	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2023 Q1	6 358,0	995,7	5 337,4	15 415,3	13 013,9	13 204,4	5 131,0	6 666,0	1 078,5	138,5	1 552,0	849,4
Q2	6 268,9	986,0	5 257,5	15 418,8	12 979,0	13 205,8	5 130,7	6 633,4	1 071,0	144,0	1 569,9	869,9
2023 Febr.	6 347,5	997,3	5 325,2	15 417,3	13 023,0	13 214,7	5 140,2	6 659,9	1 074,3	148,6	1 548,5	845,7
März	6 358,0	995,7	5 337,4	15 415,3	13 013,9	13 204,4	5 131,0	6 666,0	1 078,5	138,5	1 552,0	849,4
April	6 319,0	981,7	5 312,2	15 422,6	13 000,7	13 202,3	5 124,9	6 666,7	1 064,5	144,6	1 564,3	857,7
Mai	6 262,1	990,6	5 245,9	15 445,4	13 000,6	13 228,2	5 134,9	6 631,4	1 092,7	141,6	1 582,5	862,3
Juni	6 268,9	986,0	5 257,5	15 418,8	12 979,0	13 205,8	5 130,7	6 633,4	1 071,0	144,0	1 569,9	869,9
Juli ^(p)	6 228,1	983,1	5 219,5	15 436,2	12 993,0	13 219,4	5 135,5	6 626,3	1 095,8	135,5	1 565,4	877,8
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	634,6	623,2	679,9	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,4
2022 Q3	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,7	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
Q4	44,3	4,1	39,7	3,6	-31,7	10,9	-17,4	27,4	-27,4	-14,2	22,6	12,6
2023 Q1	-80,5	-19,8	-60,6	-6,1	6,8	3,9	-3,0	14,1	3,4	-7,8	-20,9	7,9
Q2	-85,7	-9,6	-76,5	9,7	-29,6	3,1	4,0	-29,9	-9,2	5,5	22,9	16,4
2023 Febr.	2,1	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-7,8	-2,2	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
März	-25,1	-3,2	-21,9	6,5	1,8	4,1	-2,3	8,3	5,9	-10,0	2,6	2,0
April	-34,4	-14,0	-20,5	7,8	-9,5	2,4	-2,7	1,9	-14,8	6,2	12,2	5,1
Mai	-63,3	8,9	-72,7	18,3	-5,3	17,8	7,7	-35,4	25,5	-3,1	17,0	6,7
Juni	12,0	-4,5	16,8	-16,4	-14,8	-17,2	-1,0	3,6	-19,9	2,4	-6,2	4,6
Juli ^(p)	-39,7	-2,9	-36,8	20,2	18,4	17,1	6,9	-6,2	26,2	-8,5	-4,9	6,7
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
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	4,9	-9,8	-1,4	1,9
Q2	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
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
März	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,9	-9,8	-1,4	1,9
April	-0,8	-2,9	-0,5	2,5	2,9	3,3	3,8	2,6	2,7	-9,5	-1,3	3,0
Mai	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,3	-13,0	2,3	2,5
Juni	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
Juli ^(p)	-2,9	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,7	0,7	3,2	-15,1	1,0	5,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾ (in Mrd. €; Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2020	4 706,6	4 828,7	893,8	1 009,1	2 803,6	6 132,9	6 402,6	700,7	4 725,1	707,1
2021	4 861,3	4 993,1	885,3	1 005,5	2 970,5	6 373,6	6 638,4	698,5	4 971,1	703,9
2022	5 127,1	5 135,7	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	5 127,1	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	5 131,0	5 144,8	939,9	1 093,0	3 098,1	6 666,0	6 871,4	723,6	5 236,1	706,3
Q2	5 130,7	5 144,1	924,7	1 086,5	3 119,5	6 633,4	6 866,2	725,5	5 207,7	700,2
2023 Febr.	5 140,2	5 149,7	945,2	1 092,0	3 103,0	6 659,9	6 868,2	721,7	5 228,3	709,9
März	5 131,0	5 144,8	939,9	1 093,0	3 098,1	6 666,0	6 871,4	723,6	5 236,1	706,3
April	5 124,9	5 142,4	929,8	1 094,3	3 100,7	6 666,7	6 871,9	725,1	5 237,6	704,0
Mai	5 134,9	5 145,6	924,5	1 096,0	3 114,4	6 631,4	6 870,1	726,0	5 204,3	701,2
Juni	5 130,7	5 144,1	924,7	1 086,5	3 119,5	6 633,4	6 866,2	725,5	5 207,7	700,2
Juli ^(p)	5 135,5	5 147,2	922,6	1 087,9	3 124,9	6 626,3	6 857,9	727,1	5 202,8	696,4
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	308,1	78,5	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 Q3	139,1	139,3	55,4	39,9	43,8	58,7	59,5	4,9	55,6	-1,8
Q4	-17,4	7,0	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 Q1	-3,0	3,5	-21,1	10,9	7,2	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
Q2	4,0	0,7	-13,7	-4,7	22,4	-29,9	-3,5	3,4	-27,9	-5,4
2023 Febr.	-2,2	-1,4	-10,4	5,6	2,6	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
März	-2,3	5,8	-2,8	2,2	-1,8	8,3	5,4	2,6	7,5	-1,9
April	-2,7	0,6	-8,9	3,0	3,1	1,9	2,5	2,0	1,8	-1,9
Mai	7,7	-0,6	-6,6	1,2	13,1	-35,4	-3,6	1,3	-33,8	-2,9
Juni	-1,0	0,7	1,8	-8,9	6,1	3,6	-2,4	0,1	4,1	-0,7
Juli ^(p)	6,9	4,4	-0,9	1,8	6,0	-6,2	-7,2	2,5	-3,9	-4,7
Wachstumsraten										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 Q3	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
Q4	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Q1	4,5	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
Q2	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
2023 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	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
April	3,8	4,6	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	2,7	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
Juni	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
Juli ^(p)	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,5	0,8	-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) 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	6 736,8	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,7	1 333,6	410,2	137,8	147,6
2022 Q3	642,5	6 764,4	1 801,9	30,6	2 096,5	2 835,4	1 318,8	520,9	148,0	146,7
2022 Q4	683,4	6 736,8	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,7	1 333,6	410,2	137,8	147,6
2023 Q1	580,0	6 895,4	1 792,7	35,0	2 171,2	2 896,5	1 434,9	330,8	152,1	165,8
2023 Q2	477,6	6 965,8	1 807,5	40,4	2 232,3	2 885,6	1 484,6	293,3	168,6	172,6
2023 Febr.	553,6	6 818,8	1 785,7	33,8	2 177,0	2 822,3	1 336,3	363,4	154,6	159,6
2023 März	580,0	6 895,4	1 792,7	35,0	2 171,2	2 896,5	1 434,9	330,8	152,1	165,8
2023 April	586,5	6 907,3	1 807,4	35,8	2 168,6	2 895,5	1 448,2	318,8	153,3	161,9
2023 Mai	483,6	6 979,3	1 806,0	37,6	2 213,1	2 922,6	1 472,5	289,6	174,0	184,1
2023 Juni	477,6	6 965,8	1 807,5	40,4	2 232,3	2 885,6	1 484,6	293,3	168,6	172,6
2023 Juli ^(p)	457,3	7 078,1	1 807,0	42,8	2 321,4	2 906,9	1 569,1	258,5	153,8	156,4
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	31,5	-89,8	-5,2	14,7	111,8	-72,0	-193,6	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	64,3	-15,2	0,3	57,9	21,3	51,7	-74,0	-10,2	1,0
2023 Q1	-110,1	85,3	8,3	4,0	63,9	9,0	72,0	-76,7	15,0	18,9
2023 Q2	-102,2	92,7	13,9	5,1	61,4	12,3	93,8	-72,9	16,5	6,7
2023 Febr.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,0	8,7	-18,5	-0,2	3,0
2023 März	26,2	22,7	8,0	1,1	9,3	4,2	61,4	-10,4	-2,5	6,5
2023 April	6,5	21,8	15,4	0,8	4,1	1,5	29,0	-17,7	1,2	-3,9
2023 Mai	-102,7	40,3	-4,1	1,8	31,0	11,6	5,8	-45,0	20,7	22,2
2023 Juni	-5,9	30,6	2,6	2,5	26,4	-0,9	59,1	-10,3	-5,4	-11,5
2023 Juli ^(p)	-20,3	31,5	0,2	2,4	16,8	12,0	46,6	-76,4	-14,8	-16,2
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	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
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	3,8	5,0	3,1	-	-	-16,0	-5,3
2023 Mai	-35,0	3,1	-2,5	21,1	7,5	3,3	-	-	-4,2	8,2
2023 Juni	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
2023 Juli ^(p)	-39,0	3,9	-1,5	40,7	9,9	2,6	-	-	-10,9	-1,6

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						
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben		
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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		Emission	Tilgung
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr			
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	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 Q2	13,5	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	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 Q1	13,6	12,3	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2023 Febr.	13,2	12,0	4,5	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,8	1,9	2,1	1,7	0,7
März	13,6	12,3	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	12,1	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
Juni	13,7	12,4	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,4	1,9	2,0	2,8	1,1
Juli	13,6	12,3	3,9	1,3	0,3	8,2	1,9	1,3	1,6	2,0	2,0	3,0	1,2

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 13. September 2023.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-23-011-DE-N (Online-Version)