



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 3 / 2022



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	3
Zusammenfassung	3
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturerwicklung	14
3 Preise und Kosten	21
4 Finanzmarktentwicklungen	27
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	31
Kästen	39
1 Verschlechterung der Terms of Trade und ihre Auswirkungen auf das Realeinkommen und die Leistungsbilanz	39
2 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	43
3 Jüngste Bestimmungsfaktoren der Ersparnisbildung privater Haushalte über die Vermögensverteilung	47
4 Mindestlöhne und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet	54
5 Erklärungen für die jüngsten Fehler in den Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB	60
6 Spekulationsgeschäfte und ihre Bedeutung für den jüngsten Preisanstieg bei EU-Emissionszertifikaten	70
7 Schrittweises Auslaufen der pandemiebedingten Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitskriterien	76
Aufsätze	82
1 Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?	82
2 Wirtschaftliche Ungleichheit und Vertrauen der Öffentlichkeit in die Europäische Zentralbank	99
Statistik	115

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
EL	Griechenland	RO	Rumänien
ES	Spanien	SI	Slowenien
FR	Frankreich	SK	Slowakei
HR	Kroatien	FI	Finnland
IT	Italien	SE	Schweden
CY	Zypern	UK	Vereinigtes Königreich
LV	Lettland	JP	Japan
LT	Litauen	US	Vereinigte Staaten
		EA	Euro-Währungsgebiet

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Der Angriff Russlands auf die Ukraine sorgt für enormes Leid. Außerdem zieht er die Wirtschaft in Europa und darüber hinaus in Mitleidenschaft. Der Konflikt und die damit verbundene Unsicherheit belasten das Unternehmer- und das Verbrauchervertrauen schwer. Handelsstörungen führen zu neuerlichen Engpässen bei Material und Vorleistungen. Stark steigende Energie- und Rohstoffpreise schmälern die Nachfrage und bremsen die Produktion. Wie sich die Wirtschaft entwickelt, wird entscheidend vom weiteren Verlauf des Konflikts, von den Auswirkungen der verhängten Sanktionen sowie von etwaigen weiteren Maßnahmen abhängen. Zugleich wird die wirtschaftliche Aktivität noch immer durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der pandemiebedingten Krisenphase gestützt. Die Inflation ist deutlich gestiegen und wird – vor allem aufgrund des starken Anstiegs der Energiekosten – auch in den kommenden Monaten hoch bleiben. Der Inflationsdruck hat sich über viele Sektoren hinweg intensiviert.

Auf seiner Sitzung vom 14. April 2022 kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass die seit der März-Sitzung neu verfügbaren Daten seine Erwartung stärken, dass die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) im dritten Quartal eingestellt werden sollten. Die Geldpolitik der EZB wird von neu verfügbaren Daten und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks abhängen. In der gegenwärtigen Situation, die von hoher Unsicherheit geprägt ist, wird der EZB-Rat bei der Durchführung der Geldpolitik Optionalität, Gradualismus und Flexibilität wahren. Er wird jegliche Maßnahmen ergreifen, die erforderlich sind, um das Preisstabilitätsmandat der EZB zu erfüllen und zur Wahrung der Finanzstabilität beizutragen.

Wirtschaftstätigkeit

Die Weltwirtschaft zeigte sich zu Beginn des Jahres 2022 weiterhin robust. Umfragedaten lassen darauf schließen, dass sich die Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) wohl nur kurzzeitig auf die Industrieländer auswirken wird. Allerdings dürften der Krieg zwischen Russland und der Ukraine sowie neuerliche pandemiebedingte Maßnahmen in Asien die Weltwirtschaft belasten; darüber hinaus sind erneute Engpässe bei Material und Vorleistungen die Folge. Die geopolitische Lage und die Pandemie beeinträchtigen auch den Handel. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die Verzögerungen beim Abbau der Lieferkettenstörungen und die wirtschaftlichen Folgen des Krieges den Inflationsdruck weltweit erhöhen. Dabei dürften die Auswirkungen auf die Inflationszahlen in den Schwellenländern stärker sein als in den Industrieländern, weil Rohstoffe dort ein höheres Gewicht im Warenkorb haben.

Die Wirtschaft des Euroraums ist im Schlussquartal 2021 um 0,3 % gewachsen. Den Schätzungen zufolge fiel das Wachstum auch im ersten Quartal 2022 vor allem aufgrund pandemiebedingter Einschränkungen schwach aus.

Mehrere Faktoren deuten auch für die nächste Zeit auf ein schleppendes Wachstum hin. Der Krieg belastet bereits das Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern, unter anderem durch die damit einhergehende Unsicherheit. Die kräftig anziehenden Energie- und Rohstoffpreise lassen die Lebenshaltungskosten der privaten Haushalte und die Produktionskosten der Unternehmen steigen. Durch den Krieg sind neue Engpässe entstanden. Gleichzeitig tragen neuerliche Pandemiemaßnahmen in Asien zu Lieferkettenproblemen bei. Einige Sektoren haben zunehmend Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Vorleistungen, wodurch die Produktion beeinträchtigt wird. Es gibt jedoch auch ausgleichende Faktoren, die die laufende Erholung stützen. Hierzu zählen finanzpolitische Kompensationsmaßnahmen und die Möglichkeit der privaten Haushalte, auf die Ersparnisse zurückzugreifen, die sie während der Pandemie aufgebaut haben. Das Wiederhochfahren der von der Pandemie am stärksten betroffenen Sektoren sowie eine gute Arbeitsmarktlage mit höheren Beschäftigtenzahlen werden sich zudem weiterhin positiv auf die Einkommen und die Konsumausgaben auswirken.

Finanz- und geldpolitische Unterstützung ist, insbesondere angesichts der schwierigen geopolitischen Lage, nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus wird die erfolgreiche Umsetzung der Investitions- und Reformpläne im Rahmen des Aufbauprogramms „Next Generation EU“ die Energiewende und den ökologischen Wandel beschleunigen. Dies sollte das langfristige Wachstum und die Resilienz im Euroraum fördern.

Inflation

Die Inflation ist im März auf 7,5 % gestiegen, nachdem sie im Februar 5,9 % betragen hatte. Nach Kriegsbeginn haben die Energiepreise weiter angezogen und liegen nun 45 % über dem Vorjahresniveau. Sie sind nach wie vor der Hauptgrund für die hohe Inflationsrate. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Energiepreise auf kurze Sicht hoch bleiben, dann aber in gewissem Umfang nachgeben werden. Auch Nahrungsmittel haben sich drastisch verteuert. Ursächlich hierfür sind erhöhte Transport- und Produktionskosten, insbesondere die höheren Preise für Düngemittel, die zum Teil mit dem Krieg in der Ukraine zusammenhängen.

Die Preise ziehen nun auf breiterer Front an. In vielen Sektoren ist dies auf die Energiekosten zurückzuführen. Auch Lieferengpässe und die Normalisierung der Nachfrage durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft wirken weiterhin preistreibend. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind in den vergangenen Monaten auf Werte über 2 % gestiegen. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise ist ungewiss, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten wird.

Die Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter. So ist die Arbeitslosenquote im Februar auf einen historischen Tiefstand von 6,8 % gesunken.

Stellenausschreibungen in vielen Sektoren signalisieren weiterhin eine kräftige Nachfrage nach Arbeitskräften. Doch das Lohnwachstum bleibt bislang insgesamt verhalten. Die Rückkehr der Wirtschaft zur vollen Kapazitätsauslastung dürfte mit der Zeit ein schnelleres Lohnwachstum begünstigen. Verschiedene Messgrößen für die längerfristigen Inflationserwartungen, die von den Finanzmärkten und aus Befragungen von Fachleuten abgeleitet werden, liegen zwar weitgehend bei rund 2 %, aber erste Anzeichen für eine Korrektur dieser Messgrößen auf über dem Inflationsziel liegende Werte müssen genau beobachtet werden.

Risikobewertung

Die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten haben sich infolge des Krieges in der Ukraine erheblich erhöht. Die pandemiebedingten Risiken sind zwar zurückgegangen, doch könnte sich der Krieg noch stärker auf das Wirtschaftsklima auswirken und angebotsseitige Engpässe weiter verschärfen. Anhaltend hohe Energiekosten in Verbindung mit einem Vertrauensverlust könnten die Nachfrage sowie den Konsum und die Investitionstätigkeit stärker belasten als erwartet.

Die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten haben vor allem auf kurze Sicht ebenfalls zugenommen. Zu den Risiken für den mittelfristigen Inflationsausblick zählen eine Korrektur der Inflationserwartungen auf über dem Inflationsziel liegende Werte, unerwartet starke Lohnzuwächse und eine länger anhaltende Verschlechterung der angebotsseitigen Bedingungen. Sollte jedoch die Nachfrage mittelfristig zurückgehen, würde dies den Preisdruck verringern.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Finanzmärkte weisen seit Kriegsbeginn und der Verhängung von Finanzsanktionen eine hohe Volatilität auf. Die sich ändernden geldpolitischen Aussichten, das makroökonomische Umfeld und die Inflationsdynamik haben zu höheren Marktzinsen geführt. Die Refinanzierungskosten der Banken sind weiter gestiegen. Bisher ist es jedoch nicht zu einer starken Belastung der Geldmärkte oder zu Liquiditätsengpässen im Bankensystem des Euroraums gekommen.

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte liegen zwar nach wie vor auf niedrigem Niveau, doch gibt es erste Anzeichen dafür, dass sich der Anstieg der Marktzinsen in den Bankkreditzinsen niederschlägt. Die Vergabe von Krediten an private Haushalte, insbesondere von Wohnungsbaukrediten, zeigt sich robust. Die Kreditvergabe an Unternehmen hat sich stabilisiert.

Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet geht hervor, dass sich die Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite und Wohnungsbaukredite im ersten Quartal dieses Jahres insgesamt verschärft haben. Grund hierfür ist, dass den Kreditgebern die Risiken, die das ungewisse Umfeld für ihre Kunden mit sich bringt, zunehmend Sorge bereiten. Die Kreditrichtlinien dürften sich in den kommenden Monaten weiter verschärfen, da die Banken die nachteiligen

wirtschaftlichen Auswirkungen des russischen Angriffs auf die Ukraine und der höheren Energiepreise einkalkulieren.

Fazit

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass der Krieg in der Ukraine die Wirtschaft des Euroraums stark in Mitleidenschaft zieht und die Unsicherheit erheblich verstärkt hat. Die wirtschaftlichen Folgen des Krieges werden vom weiteren Verlauf des Konflikts, von den Auswirkungen der verhängten Sanktionen sowie von etwaigen weiteren Maßnahmen abhängen. Die Inflation ist deutlich gestiegen und wird – vor allem aufgrund des starken Anstiegs der Energiekosten – auch in den kommenden Monaten hoch bleiben. Der EZB-Rat verfolgt die aktuellen Unsicherheiten sehr aufmerksam und beobachtet die neu verfügbaren Daten im Hinblick auf ihre Implikationen für die mittelfristigen Inflationsaussichten genau. Die Kalibrierung der Maßnahmen der EZB wird von den Daten abhängen und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks durch den EZB-Rat Rechnung tragen. Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen und dabei erforderlichenfalls flexibel zu sein, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat bestätigte auf der geldpolitischen Sitzung vom 14. April 2022, dass sich die monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des APP im April auf 40 Mrd €, im Mai auf 30 Mrd € und im Juni auf 20 Mrd € belaufen werden. Er kam zu dem Schluss, dass die seit der vorherigen Sitzung neu verfügbaren Daten seine Erwartung stärken, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP im dritten Quartal eingestellt werden sollten. Die Kalibrierung der Nettoankäufe für das dritte Quartal wird von den Daten abhängen und der sich verändernden Beurteilung des Ausblicks durch den EZB-Rat Rechnung tragen.

Der EZB-Rat beabsichtigt zudem, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, bei Fälligkeit weiterhin vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität werden unverändert bei 0,00 %, 0,25 % bzw. -0,50 % belassen.

Etwaige Änderungen der EZB-Leitzinsen werden einige Zeit nach dem Ende der Nettoankäufe des EZB-Rats im Rahmen des APP vorgenommen. Dabei wird die EZB graduell vorgehen. Die Entwicklung der EZB-Leitzinsen richtet sich weiterhin nach der Forward Guidance des EZB-Rats und seiner strategischen Verpflichtung,

die Inflation auf mittlere Sicht bei 2 % zu stabilisieren. Dementsprechend geht der EZB-Rat davon aus, dass die EZB-Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass die Inflationsrate deutlich vor dem Ende seines Projektionszeitraums 2 % erreicht und sie diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft hält, und er der Auffassung ist, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten ist, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erworbenen Wertpapiere mindestens bis Ende 2024 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.

Die Wiederanlagen im Rahmen des PEPP können jederzeit flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg angepasst werden, wenn es im Zusammenhang mit der Pandemie zu einer neuerlichen Marktfragmentierung kommt. Dies könnte auch einen Ankauf von durch die Hellenische Republik begebenen Anleihen umfassen, der über die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen hinausgeht, um eine Unterbrechung von Ankäufen in diesem Land zu vermeiden. Eine solche Unterbrechung könnte die Transmission der Geldpolitik auf die griechische Wirtschaft beeinträchtigen, während diese sich noch von den Folgen der Pandemie erholt. Nettoankäufe im Rahmen des PEPP könnten erforderlichenfalls wieder aufgenommen werden, um negativen Schocks im Zusammenhang mit der Pandemie entgegenzuwirken.

Der EZB-Rat wird die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiterhin beobachten und dafür sorgen, dass die Fälligkeit von Geschäften im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) die reibungslose Transmission der Geldpolitik nicht beeinträchtigt. Zugleich wird er in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen. Wie angekündigt geht der EZB-Rat davon aus, dass die im Rahmen der GLRG III geltenden Sonderkonditionen im Juni 2022 auslaufen. Er wird darüber hinaus die angemessene Kalibrierung seines zweistufigen Systems für die Verzinsung von Reserveguthaben prüfen, damit die Intermediationsfunktion der Banken in einem von hoher Überschussliquidität geprägten Umfeld durch die Negativzinspolitik nicht eingeschränkt wird.

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen und dabei erforderlichenfalls flexibel zu sein, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig bei seinem Zielwert von 2 % stabilisiert. Die Pandemie hat gezeigt, dass – unter Stressbedingungen – Flexibilität bei der Gestaltung und Durchführung der Ankäufe von Vermögenswerten dazu beigetragen hat, der Beeinträchtigung der geldpolitischen Transmission entgegenzuwirken. Zudem hat sie die Effektivität der Bemühungen des EZB-Rats beim Erreichen seines Ziels erhöht. Unter Stressbedingungen wird Flexibilität innerhalb des Mandats des EZB-Rats auch in Zukunft ein Bestandteil der Geldpolitik bleiben, wann immer das Erreichen von Preisstabilität durch eine Gefährdung der geldpolitischen Transmission bedroht ist.

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Weltwirtschaft zeigte sich zu Beginn des Jahres 2022 weiterhin robust. Umfragedaten lassen darauf schließen, dass sich die Omikron-Variante des Coronavirus (Covid-19) wohl nur kurzzeitig auf die Industrieländer auswirken wird. Allerdings dürften der Krieg zwischen Russland und der Ukraine sowie neuerliche pandemiebedingte Maßnahmen in Asien die Weltwirtschaft belasten und zu erneuten Engpässen bei Material und Vorleistungen führen. Die geopolitische Lage und die Pandemie beeinträchtigen auch den internationalen Handel. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die Verzögerungen beim Abbau der Lieferkettenstörungen sowie die wirtschaftlichen Folgen des Krieges den Inflationsdruck weltweit erhöhen. Dabei dürften die Auswirkungen auf die Inflationszahlen in den Schwellenländern stärker sein als in den Industrieländern, weil Rohstoffe dort ein höheres Gewicht im Warenkorb haben.

Der Krieg zwischen Russland und der Ukraine und neuerliche pandemiebedingte Maßnahmen in Asien dürften die Weltwirtschaft auf kurze Sicht belasten.

Vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine wiesen Umfrageindikatoren zum Jahresbeginn 2022 auf ein moderates Wirtschaftswachstum hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg im Februar wieder an, nachdem er im Januar stark zurückgegangen war. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Omikron-Welle wohl nur kurzzeitig auf die Industrieländer auswirken wird. Im März hielt sich der zusammengesetzte EMI zwar oberhalb der Wachstumsschwelle, war dabei jedoch rückläufig. Ausschlaggebend hierfür war ein markanter Rückgang in Russland, in geringerem Umfang aber auch in China. Den Erwartungen zufolge werden der anhaltende Krieg in der Ukraine und die damit verbundenen Sanktionen gegen Russland die Weltwirtschaft in Gestalt höherer Rohstoffpreise und sinkenden Vertrauens belasten, wie die schwächeren Werte der Indikatoren für das Verbrauchervertrauen in einigen großen Volkswirtschaften zeigen. Dies wiederum dürfte – insbesondere im zweiten Quartal – zu einer Verringerung der Konsum- und der Investitionsausgaben führen. Ungeachtet dieser widrigen Faktoren und der erhöhten Unsicherheit über die weltwirtschaftlichen Aussichten sollte die Konjunktur im laufenden Jahr auf Expansionskurs bleiben, wenngleich sie auf einen niedrigeren Wachstumspfad einschwenken dürfte.

Die aktuellen weltwirtschaftlichen Entwicklungen haben erneute Engpässe bei Material und Vorleistungen zur Folge.

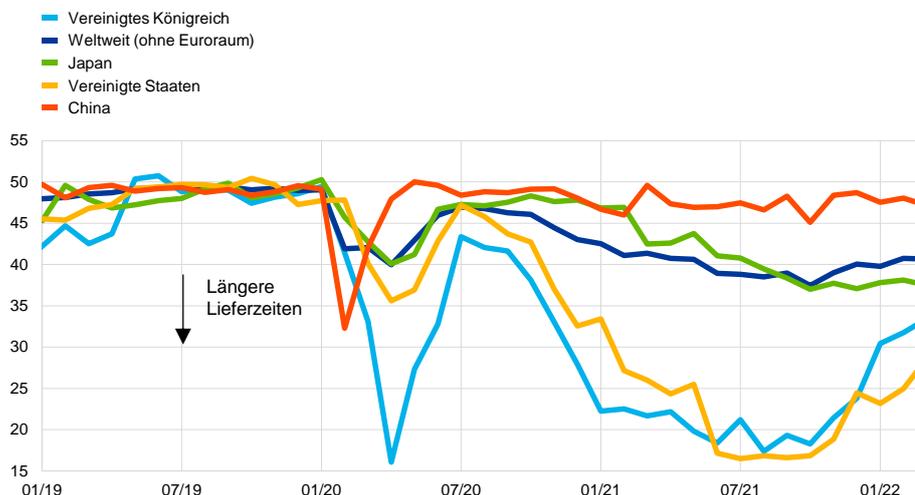
Die zuletzt beobachtete Entspannung der Lieferkettenengpässe hat sich fortgesetzt, wobei der EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten im März positiv überraschte (siehe Abbildung 1). Dies könnte auf die anhaltende Erholung zurückzuführen sein, die nach der Omikron-bedingten Eintrübung zum Jahreswechsel eingetreten war. Andere Daten mit höherer Frequenz (z. B. die Schiffsbewegungen und Frachtkosten) deuten jedoch darauf hin, dass der jüngste Abbau der Lieferkettenengpässe ins Stocken gerät, da sich der Russland-Ukraine-Krieg und der Wiederanstieg der Corona-Infektionszahlen sowie die neuerlichen

pandemiebedingten Maßnahmen in Asien negativ in der Produktion und im Transport niederschlagen.

Abbildung 1

EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer

(Diffusionsindizes)



Quellen: Markt und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2022.

Die geopolitische Lage und die Pandemie beeinträchtigen auch den Handel.

Hochfrequente Indikatoren weisen darauf hin, dass sich der Welthandel im März abgeschwächt hat. Diesbezüglich ist auch festzustellen, dass russische und ukrainische Häfen von deutlich weniger Handelsschiffen angelaufen wurden als im Durchschnitt des Jahres 2021, was durch den Krieg und die damit zusammenhängenden Sanktionen gegen Russland bedingt ist. Zahlreiche Unternehmen des Privatsektors haben sich im Gefolge der zuerst verhängten Sanktionen aus Russland zurückgezogen oder ihre Verbindungen dorthin gekappt. Es ist davon auszugehen, dass diese Boykotts den Handel bereits beeinträchtigen. Unterdessen hat das Wiederaufflammen der Corona-Pandemie in Asien im Zusammenspiel mit dem chinesischen Neujahrsfest und den jüngsten Lockdowns in China zur Drosselung der Frachtvolumen aus diesem Land beigetragen. Die Schiffsbewegungen gingen im Februar auch in anderen Regionen, beispielsweise in Nordamerika, zurück. Was die weitere Entwicklung anbelangt, so könnten sich die Handelsströme im zweiten und dritten Quartal des Jahres nochmals verringern, da die gegen Russland verhängten Sanktionen die Geschäftstätigkeit weiterhin einschränken.

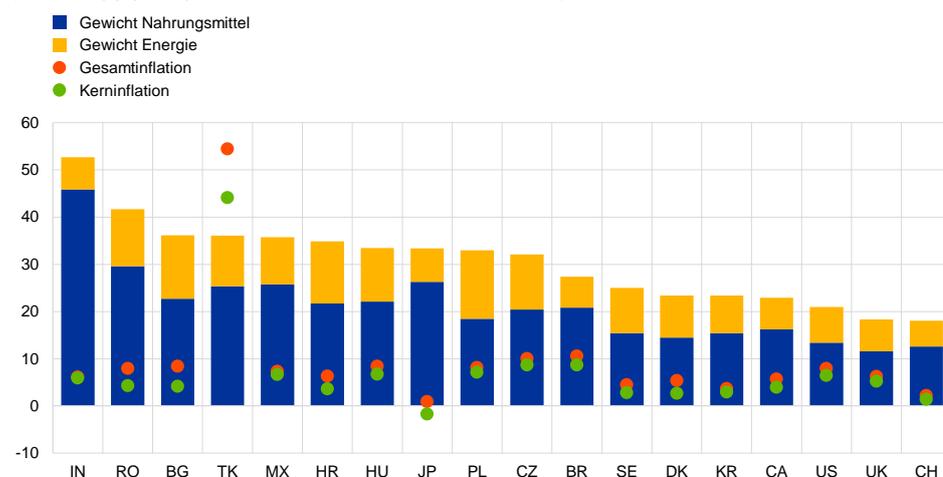
Erneute Spannungen in den Lieferketten und die wirtschaftlichen Folgen des Krieges stellen Aufwärtsrisiken für die Inflation weltweit dar.

In den OECD-Mitgliedstaaten beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Februar auf 7,7 %, während die Teuerungsrate ohne Energie und Nahrungsmittel einen Wert von 5,5 % erreichte. Energie und Nahrungsmittel trugen rund ein Drittel zur gesamten Erhöhung bei; die verbleibenden zwei Drittel entfielen auf die Kerninflation. Mit Blick auf die Zukunft könnte die Inflationsrate in den OECD-Ländern angesichts der seit Januar verzeichneten Rohstoffverteuerung sogar noch

weiteren Auftrieb erhalten. In Schwellenländern wie Indien, Mexiko oder der Türkei kann es zu noch stärkeren Zunahmen der Gesamtinflationsrate kommen, da Rohstoffe ein höheres Gewicht in den Warenkörben dieser Staaten aufweisen (siehe Abbildung 2). Industrieländer wie Kanada, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten scheinen weniger anfällig zu sein.

Abbildung 2
Anstieg der Verbraucherpreise und Gewichte von Nahrungsmitteln und Energie im Warenkorb

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Februar 2022; Gewichte im VPI/HVPI in %)



Quellen: Nationale Statistikämter, aufbereitet von Haver Analytics, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022. Für die EU-Mitgliedstaaten werden HVPI-Indizes ausgewiesen.

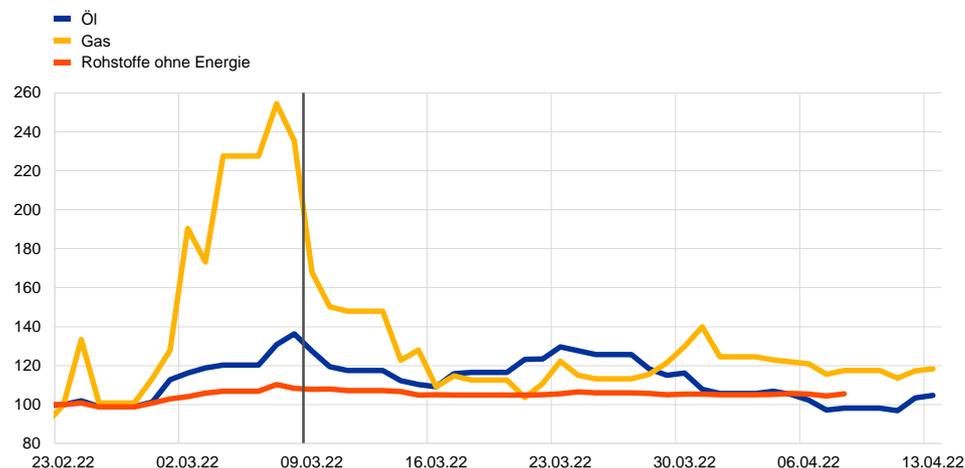
Die Rohstoffnotierungen haben seit der Sitzung des EZB-Rats im März nachgegeben, reagieren aber nach wie vor sensibel auf die angebotsseitigen Risiken, die aus dem Krieg in der Ukraine resultieren. Seit der EZB-Ratssitzung im März sind die Ölpreise bei hoher Volatilität um 18 % gesunken. Dies ist unter anderem auf die Entscheidung der Vereinigten Staaten zurückzuführen, in den nächsten sechs Monaten täglich 1 Million Barrel Rohöl aus der strategischen Reserve freizugeben. Zudem stellen andere Mitgliedstaaten der Internationalen Energieagentur zusätzlich 330 000 Barrel pro Tag zur Verfügung. Auch die durch die jüngsten Lockdowns in China ausgelösten abwärtsgerichteten Risiken für die Ölnachfrage trugen zu der Preisentwicklung bei. Während die Auseinandersetzung zwischen Russland und den G-7-Staaten und der EU über die Frage, in welcher Währung die Gaslieferungen zu bezahlen sind, zu neuerlichen Bedenken über Gasimporte aus Russland führte, gingen die Gaspreise um 30 % zurück. Offenbar sind die Marktteilnehmer erleichtert darüber, dass die russischen Gasausfuhren nach Europa seit dem Ausbruch des Krieges nicht gesunken sind. Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie haben sich seit der Ratssitzung im März leicht verringert (um 2 %). Grund hierfür ist, dass einerseits die Sorgen hinsichtlich möglicher kriegsbedingter Lieferengpässe nachgelassen haben und andererseits die Lockdown-Maßnahmen in China Abwärtsrisiken für die Nachfrage nach Metallen darstellen. Die Rohstoffpreise liegen jedoch nach wie vor allgemein über ihrem Niveau vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine (siehe Abbildung 3). Der kriegerische Konflikt geht mit einem erheblichen Risiko für das Angebot einher, da

Russland eines der führenden Exportländer für eine Vielzahl an Rohstoffen ist, darunter Öl, Gas, Aluminium, Düngemittel und Weizen.

Abbildung 3

Entwicklung der Rohstoffpreise seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine

(Index: 23. Februar 2022 = 100)



Quellen: Refinitiv, HWWI und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Gaspreise beziehen sich auf den Dutch TTF. Die vertikale Linie markiert das Datum der EZB-Ratssitzung im März 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. April 2022.

In den Vereinigten Staaten hat sich die Wirtschaftstätigkeit den Erwartungen zufolge im ersten Quartal 2022 abgeschwächt, wohingegen für das zweite Quartal eine Erholung prognostiziert wird.

Die Omikron-Welle ist zwar im Abklingen begriffen, doch haben die auslaufende finanzpolitische Unterstützung und die hohe Inflation seit dem Schlussquartal 2021 zu einem Rückgang des realen verfügbaren Einkommens geführt. Dementsprechend könnten sich die privaten Konsumausgaben – besonders die der Haushalte mit einem niedrigen Einkommen – zu Jahresbeginn verhaltener entwickelt haben. Auch die Auswirkungen des Krieges auf die Rohstoffpreise spielen dabei eine Rolle. Dennoch sind die Bilanzen der privaten Haushalte insgesamt solide. Die robuste Arbeitsmarktlage und hohe Nominaleinkommen dürften das Wirtschaftswachstum überdies im restlichen Jahresverlauf stützen. Unterdessen ist die Situation am Arbeitsmarkt angesichts des Arbeitskräftemangels nach wie vor angespannt und manifestiert sich in einem zunehmenden Lohndruck. Die jährliche am VPI gemessene Gesamtteuerungsrate kletterte im März auf 8,5 %, und die Kernrate stieg auf 6,5 %. Dabei wird die Inflation weiterhin vornehmlich durch die Energiepreise bestimmt. Doch auch die Lieferengpässe schlagen sich preistreibend nieder, da sie Druck auf die Preise für Waren ausüben. Die Dienstleistungspreise zogen vor dem Hintergrund weiter steigender Mieten ebenfalls an, und auch die Preise für Transportleistungen stiegen wieder. Als Reaktion auf die angespannte Arbeitsmarktlage und die hohe Inflation hob das Federal Reserve System den Zielzinssatz für Tagesgeld an und beschloss auf seiner Sitzung im März eine deutliche Straffung des geldpolitischen Kurses.

In China dürfte die höchste seit Beginn der Pandemie verzeichnete Inzidenz bei den Corona-Neuinfektionen das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht bremsen.

Zwar erwies sich die Wirtschaftstätigkeit im Januar und Februar offenbar

als noch recht kräftig, doch der sprunghafte Anstieg der Covid-19-Fälle im März zog großflächige Lockdowns nach sich, die das Wachstum merklich drosseln. Von den Behörden angeordnete lokale Lockdown-Maßnahmen könnten zu weiteren Störungen wichtiger Lieferketten führen. Der Rückgang der Verkehrsbehinderungen in bedeutenden Hafenstädten und Finanzzentren wie Schanghai und Shenzhen, die einen Anteil von rund einem Sechstel an den chinesischen Exporten haben, deutet darauf hin, dass das Expansionstempo zum Ende des ersten Quartals nachgelassen hat. Angesichts der weiter steigenden Corona-Fallzahlen und der Lockdowns in großen Städten dürfte sich die Konjunktur im zweiten Quartal 2022 weiter abschwächen.

In Japan verlangsamte sich Anfang 2022 die konjunkturelle Erholung im Zuge der Ausbreitung der Omikron-Variante. Hochfrequente Daten lassen darauf schließen, dass der spürbare Anstieg der Covid-19-Infektionen seit Jahresbeginn und die Ausrufung eines Quasi-Notstands in einer Reihe von Präfekturen zu einem Rückgang der Konsumausgaben und des Verbrauchervertrauens im Januar und Februar beitrugen. Da die Neuinfektionen Anfang Februar ihren Höchstwert überschritten und die Notstandsmaßnahmen im März aufgehoben wurden, ist aktuell davon auszugehen, dass die negativen Auswirkungen der Omikron-Variante auf die Wirtschaftsentwicklung von kurzer Dauer sein werden. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate erhöhte sich im Februar auf 0,9 %, wofür die steigenden Energiepreise und in geringerem Maße auch die Verteuerung von Nahrungsmitteln verantwortlich waren. Die Kerninflation stieg unterdessen leicht auf -1,8 %. Die Kernrate wird immer noch durch den im vergangenen Jahr verzeichneten deutlichen Rückgang der Mobilfunkgebühren gedämpft, zu dem es kam, nachdem die Regierung von den Mobilfunk-Netzbetreibern eine Reduzierung ihrer Gebühren verlangt hatte. Da dieser Faktor aus den jährlichen Daten schrittweise herausfällt, dürften sich die Inflationsraten wieder erhöhen und dem 2 %-Zielwert annähern.

Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich erholt sich rasch von den Folgen der Omikron-Variante, doch der kräftige Inflationsanstieg belastet allmählich das Verbrauchervertrauen. Das Wachstum des realen BIP verlangsamte sich im Februar im Vormonatsvergleich auf 0,1 %, nachdem es im Januar überraschend hoch ausgefallen war. Die Konjunktur wurde dabei in erster Linie von einer Ausweitung der verbrauchernahen Dienstleistungen getragen; die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe und in der Baubranche ließ hingegen nach. Mit Blick auf die nähere Zukunft weist eine Eintrübung des Verbrauchervertrauens auf eine deutliche Wachstumsabschwächung hin. Infolge der merklichen Zunahme der Inflation, steigender Zinsen und einer restriktiveren Finanzpolitik machen sich die privaten Haushalte zunehmend Sorgen über ihre Einkommensaussichten. Die jährliche VPI-Gesamtteuerungsrate kletterte im März auf 7,0 % und wurde dabei hauptsächlich von der Energiekomponente bestimmt. Aber auch die Preise für Möbel und Hausrat sowie jene im Gastgewerbe leisteten einen Beitrag zur anziehenden Teuerung. Unterdessen stieg die Kerninflation auf 5,7 %. Der geldpolitische Ausschuss der Bank of England hob den Leitzins auf seiner Sitzung im März von 0,50 % auf 0,75 % an. Den Hintergrund für die Entscheidung bildeten die angespannte Arbeitsmarktlage und die anhaltenden Anzeichen für einen robusten heimischen Kosten- und Preisdruck.

Der zuletzt verbuchte Preissprung bei den Rohstoffen wird den Erwartungen zufolge die Wachstumsaussichten der rohstoffimportierenden

Schwellenländer beeinträchtigen. Die Verschlechterung der Terms of Trade in den rohstoffimportierenden Schwellenländern, vor allem in den großen asiatischen Herstellerländern, führt zu einem negativen Einkommenseffekt, der die Konjunktur belastet. Zudem könnten rohstoffimportierende Staaten mit Leistungsbilanzdefiziten, wie etwa Indien und die Türkei, stärker in Mitleidenschaft gezogen werden. Dies könnte dann der Fall sein, wenn ausländische Investoren nicht bereit sind, die höheren Defizite zu finanzieren, die benötigt werden, damit diese Länder die Einfuhr von Rohstoffen bezahlen können. Im Gegensatz dazu sollten mit Blick auf wichtige Rohstoffexporteure unter den aufstrebenden Volkswirtschaften (z. B. Iran, Nigeria und Saudi-Arabien) die Preissteigerungen bei den Rohstoffen die negativen Auswirkungen der nachlassenden Auslandsnachfrage und der steigenden Preise für andere Rohstoffe abfedern. Die geldpolitische Ausrichtung in den Schwellenländern war in den vergangenen Wochen nach wie vor unterschiedlich, was durch die voneinander abweichende Inflationsentwicklung bedingt war. Während einige Länder wie Brasilien, Mexiko und Südafrika die Leitzinsen weiter anhoben, wurden in anderen Staaten, etwa in Indien und Indonesien, die Zinsen unverändert belassen.

2 Konjunkturentwicklung

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet belief sich im Schlussquartal 2021 auf 0,3 %. Den Schätzungen zufolge fiel das Wachstum auch im ersten Quartal 2022 vor allem aufgrund pandemiebedingter Einschränkungen schwach aus.

Russlands Aggression gegen die Ukraine sorgt für enormes Leid. Sie zieht auch die Wirtschaft in Europa und darüber hinaus in Mitleidenschaft. So belastet der Krieg in der Ukraine bereits das Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern, unter anderem durch die damit einhergehende Unsicherheit. Die kräftig anziehenden Energie- und Rohstoffpreise lassen die Lebenshaltungskosten der privaten Haushalte und die Produktionskosten der Unternehmen steigen. Durch den Krieg sind neue Engpässe entstanden. Gleichzeitig tragen neuerliche pandemiebedingte Maßnahmen in Asien zu Lieferkettenproblemen bei. Einige Sektoren haben zunehmend Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Vorleistungen, wodurch die Produktion beeinträchtigt wird. Es gibt jedoch auch ausgleichende Faktoren, die die laufende Erholung stützen. Hierzu zählen finanzpolitische Kompensationsmaßnahmen und die Möglichkeit für private Haushalte, auf die Ersparnisse zurückzugreifen, die sie während der Pandemie aufgebaut haben. Die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in Sektoren, die von der Pandemie am stärksten betroffen waren, sowie eine gute Arbeitsmarktlage mit höheren Beschäftigtenzahlen werden sich zudem weiterhin positiv auf die Einkommen und Konsumausgaben auswirken.

Finanz- und geldpolitische Unterstützung ist, vor allem in dieser schwierigen geopolitischen Lage, nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus wird die erfolgreiche Umsetzung von Investitions- und Reformplänen im Rahmen des Aufbauprogramms „Next Generation EU“ die Energiewende und den ökologischen Wandel beschleunigen. Dies sollte das langfristige Wachstum und die Resilienz im Euroraum fördern.

Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im Schlussquartal 2021, nachdem die Entwicklung in den beiden vorangegangenen Quartalen dynamischer verlaufen war.

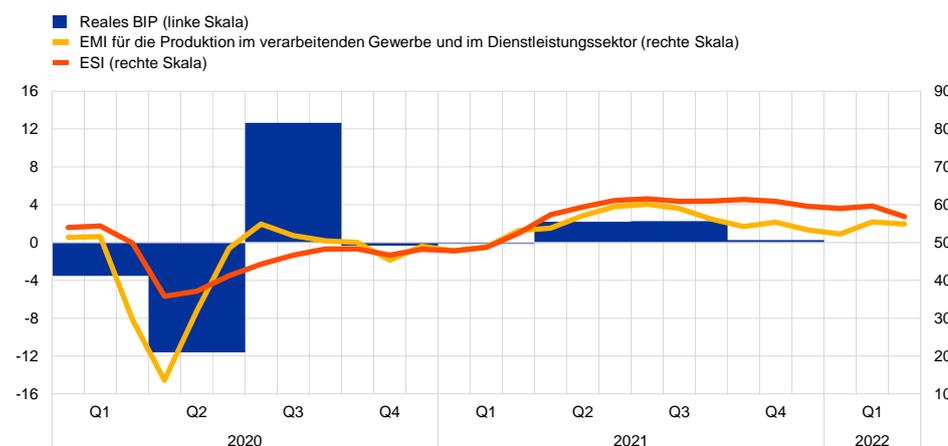
Nach kräftigeren Zuwächsen im zweiten und dritten Quartal schwächte sich das Wirtschaftswachstum im letzten Jahresviertel 2021 auf 0,3 % gegenüber dem Vorquartal ab (siehe Abbildung 4). Dieses Ergebnis deckt sich mit der Schnellschätzung. Das BIP liegt nun 0,2 % über dem im Schlussquartal 2019 verzeichneten Höchststand vor der Pandemie. Der sich für die Jahreswachstumsrate 2022 ergebende statistische Überhang wird auf 1,9 % geschätzt. Die Binnennachfrage und die Vorratsveränderungen leisteten im vierten Quartal des vergangenen Jahres einen positiven Wachstumsbeitrag, wohingegen vom Außenbeitrag negative Impulse ausgingen. Ein Anstieg der Wirtschaftsleistung im Schlussquartal 2021 war in fast allen Ländern zu beobachten. In Deutschland kam es indessen zu einem Rückgang. Die jüngste Schätzung für das Gesamtjahr 2021 beziffert das BIP-Wachstum auf 5,3 %; dies wäre die höchste jährliche Zunahme seit Anfang der 1970er-Jahre. Auf der Produktionsseite erhöhte sich die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung im

vierten Quartal 2021 leicht um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Die Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) blieb unverändert. Gleiches gilt für den Dienstleistungssektor, wohingegen die Wertschöpfung im Baugewerbe um 1,1 % stieg.

Abbildung 4

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

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, IHS Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken die Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte ESI ist standardisiert und reskaliert, damit er denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie der EMI aufweist. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (reales BIP) bzw. März 2022 (EMI und ESI).

Vor dem Hintergrund der Omikron-Welle, des weiteren Anstiegs der Energiekosten und des russischen Einmarschs in die Ukraine dürfte das Wachstum auch im ersten Quartal 2022 schwach geblieben sein.

Die konjunkturelle Verlangsamung im Schlussquartal 2021 und die Erwartung eines anhaltend gedämpften Wachstums im ersten Jahresviertel 2022 stehen im Einklang mit den neu eingeleiteten Maßnahmen zur Eindämmung der sich rasch ausbreitenden Omikron-Variante des Coronavirus. Wenngleich davon in erster Linie der Dienstleistungssektor betroffen ist, wird der Einmarsch Russlands in die Ukraine auf kurze Sicht auch negative Folgen für die Gesamtwirtschaft – und insbesondere für die Industrie – haben. Hinzu kommt, dass vor Ausbruch des Krieges zwar gewisse Anzeichen einer Entspannung bei den durch die Pandemie ausgelösten Lieferkettenstörungen erkennbar waren, sich nun jedoch wieder zunehmende Engpässe abzeichnen (etwa als Folge der neuerlichen pandemiebedingten Maßnahmen in Asien). Darüber hinaus schmälern hohe Energiekosten die Kaufkraft der privaten Haushalte und stellen eine zusätzliche Belastung für den privaten Konsum und die Wirtschaftstätigkeit dar. Die Angaben von Unternehmen aus dem nichtfinanziellen Sektor bestätigen diese Gesamtbeurteilung der kurzfristigen Aussichten weitgehend (siehe Kasten 2).

Neu verfügbare Daten stützen die Einschätzung eines gedämpften Wachstums zu Jahresbeginn.

Die Industrieproduktion entwickelte sich im Januar 2022 unverändert gegenüber Dezember 2021 und lag 1,6 % über dem Durchschnittswert

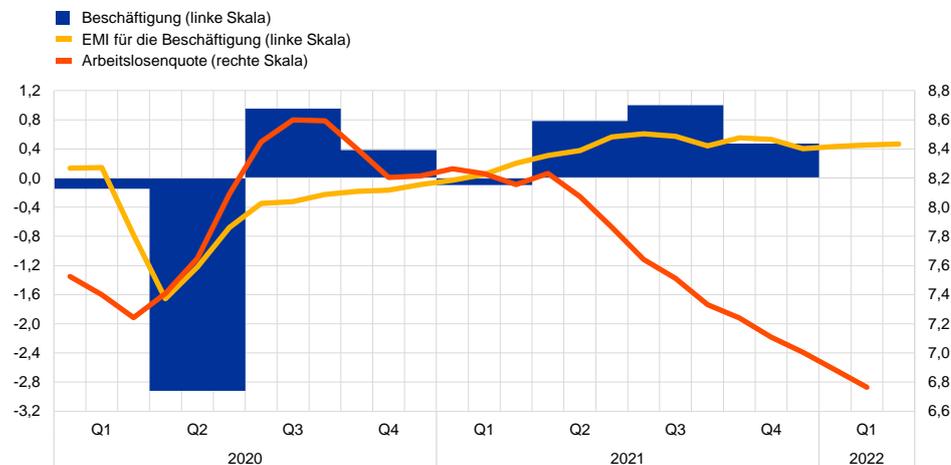
für das vierte Quartal. Allerdings schlagen sich die Auswirkungen des derzeitigen Geschehens in der Ukraine in aktuelleren Umfragedaten bereits nieder. So sank beispielsweise der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor von 55,5 Punkten im Februar auf 54,9 Zähler im März, was gänzlich auf die Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen war. Zugleich verschlechterte sich der EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer, der die Lieferkettenstörungen im verarbeitenden Gewerbe erfasst, erneut und kehrte auf den Wert von Ende 2021 zurück. Auch der zusammengesetzte Indikator der Geschäftserwartungen in zwölf Monaten brach im März ein und verzeichnete den zweitstärksten Rückgang seit seiner Einführung im Jahr 2012. Der ESI verbuchte im selben Monat vor dem Hintergrund des Überfalls auf die Ukraine ebenfalls ein kräftiges Minus. Sein Durchschnittswert für das erste Quartal fiel niedriger aus als der entsprechende Wert für das letzte Jahresviertel 2021, lag aber immer noch über dem langfristigen Durchschnitt und dem Vorpandemieniveau. Die Stimmung trübte sich im März in nahezu allen Ländern des Euroraums ein. Den Ergebnissen des aktuellen, Anfang April von der EZB durchgeführten [Survey of Professional Forecasters](#) zufolge belief sich das vierteljährliche Wachstum im Eurogebiet im ersten Quartal auf 0,2 %. Dies entspricht einer deutlichen Abwärtskorrektur gegenüber der vorangegangenen Umfragerunde von Anfang Januar.

Die Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet ist weiter rückläufig, obwohl die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden nach wie vor unter dem Vorpandemieniveau liegt. Die Arbeitslosenquote belief sich im Februar 2022 auf 6,8 % und war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Januar und rund 0,6 Prozentpunkte niedriger als vor der Pandemie im Februar 2020 (siehe Abbildung 5). Im Zuge der Lockerung pandemiebedingter Eindämmungsmaßnahmen verringerte sich der Anteil der Beschäftigten, die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnahmen, im Februar 2022 auf 1,3 % der Erwerbspersonen, verglichen mit rund 1,6 % im Dezember 2021. Die aktuellen Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigen, dass die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden im vierten Quartal 2021 vor allem in der Industrie und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen immer noch geringer war als vor der Pandemie. Grund hierfür waren die laufenden Arbeitsplatzsicherungsprogramme.

Abbildung 5

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



Quellen: Eurostat, IHS Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken die Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (Beschäftigung), März 2022 (EMI) bzw. Februar 2022 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren haben sich im ersten Quartal 2022 erneut verbessert, wobei erste Anzeichen einer Abschwächung im weiteren Verlauf erkennbar sind.

Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor erhöhte sich gegenüber Februar um 0,2 Punkte auf 54,7 Punkte im März. Er blieb damit oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Seit seinem Allzeittief vom April 2020 hat er sich kräftig erholt und lag den vierzehnten Monat in Folge im expansiven Bereich. Mit Blick auf die einzelnen Sektoren deutete der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe im März auf eine Abschwächung hin, während er im Dienstleistungssektor weiterhin auf ein robustes Beschäftigungswachstum schließen ließ. Die jüngsten Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission zu den Beschäftigungserwartungen von Unternehmen und den Erwartungen von Arbeitnehmern in Bezug auf die Arbeitslosigkeit zeigen, dass sich der Einmarsch Russlands in die Ukraine bereits im zweiten Quartal 2022 negativ auf die Entwicklung am Arbeitsmarkt auswirken könnte.

Nach ihrem Rückgang Ende 2021 dürften sich die privaten Konsumausgaben zu Beginn des laufenden Jahres angesichts der starken Energiepreissteigerungen und der hohen Unsicherheit weiterhin schwach entwickelt haben.

Zwar wurde die Wirtschaftsaktivität – besonders im Dienstleistungssektor – durch die Aufhebung pandemiebedingter Einschränkungen gestützt, aber der kräftige Energiepreisanstieg nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine belastet das reale verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und das Konsumklima. Vor diesem Hintergrund sank das Verbrauchervertrauen im März auf den niedrigsten Stand seit dem Ausbruch der Pandemie. Der jüngsten Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission zufolge haben sich unterdessen die Erwartungen der privaten Haushalte für die nächsten zwölf Monate hinsichtlich der Entwicklung der Wirtschaftslage und ihrer finanziellen Situation mit der

zunehmenden Inflation und der wachsenden Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine deutlich verschlechtert. Die erhöhte Unsicherheit könnte dazu führen, dass die privaten Haushalte aus Vorsichtsgründen vermehrt sparen. Andererseits könnte der drastische Energiepreisanstieg durch einen Abbau überschüssiger Ersparnisse auf aggregierter Ebene teilweise abgefedert werden. Gestützt wird diese Annahme durch die jüngste Evidenz vom März, die auf einen Rückgang der Sparabsichten der privaten Haushalte in den nächsten zwölf Monaten schließen lässt (wie aus der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission hervorgeht). Zudem sank die Sparquote von 15 % im dritten Jahresviertel auf 13,3 % im vierten Quartal 2021. Anhaltend hohe Energiekosten und ein Vertrauensverlust dürften gleichwohl den Konsum auf kurze Sicht dämpfen (für nähere Informationen zu den Wirkungskanälen der Energiepreise auf die privaten Konsumausgaben siehe Aufsatz 1) und eine fragilere und uneinheitlichere Erholung zur Folge haben. Am stärksten belastet sind vermutlich die Haushalte mit einem niedrigen Einkommen, da sie tendenziell einen größeren Teil ihres Einkommens für Energie ausgeben und während der Pandemie geringere Ersparnisse aufgebaut haben (siehe Kasten 3). Auf mittlere Sicht dürften die privaten Konsumausgaben die Haupttriebfeder des Wirtschaftswachstums bleiben und dabei – angesichts des Wiederhochfahrens der Wirtschaft und einer anhaltenden Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt – von stabilen Rahmenbedingungen profitieren.

Die Unternehmensinvestitionen dürften im ersten Quartal 2022 weiter zugenommen haben, obgleich die Aussichten unsicherer geworden sind. Die Investitionen ohne Bauten erhöhten sich im vierten Quartal 2021 aufgrund von Investitionen in immaterielle Vermögenswerte (vor allem, aber nicht ausschließlich in Irland) sowie in Fahrzeuge und sonstige Ausrüstungen um 6,3 % gegenüber dem Vorquartal. Was das erste Quartal 2022 betrifft, so lag die Investitionsgüterproduktion im Januar 1,7 % über ihrem Durchschnittswert vom Schlussquartal 2021. Zusammen mit den für den Großteil des ersten Quartals guten Umfrageergebnissen zu den Auftragseingängen und Produktionserwartungen und der positiven, wenngleich sich abschwächenden Kreditnachfrage deutet diese Entwicklung auf einen Investitionsanstieg im ersten Quartal des Jahres hin. Mit Blick auf die Zukunft hat die Unsicherheit zugenommen, und die Investitionstätigkeit dürfte durch höhere Energiekosten, die Verschärfung von Lieferkettenengpässen und die gestiegene Unsicherheit infolge des russischen Einmarschs in die Ukraine beeinträchtigt werden. Die hohe Kapazitätsauslastung wird indessen das Wachstum der Unternehmensinvestitionen stützen. Auch Mittel aus dem Hilfsprogramm „Next Generation EU“ zur Unterstützung von Digitalisierung, Forschung und Entwicklung, Infrastruktur und des Übergangs zu einer umweltfreundlichen Wirtschaft werden das Wachstum der Unternehmensinvestitionen fördern.

Die Wohnungsbauinvestitionen wurden im ersten Quartal weiterhin von der hohen Nachfrage getragen, während angebotsseitige Beschränkungen aufgrund des Krieges zunehmen dürften. Nach einer Erholung der Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum im Schlussquartal 2021 weisen mehrere Kurzfristindikatoren auf eine Fortsetzung der Dynamik im ersten Quartal 2022 hin. So lag etwa die Produktion im Hochbau im Januar des laufenden Jahres 3,0 % über dem Durchschnitt des vierten Quartals 2021. Der EMI für die Produktion im

Wohnungsbau blieb im ersten Quartal 2022 oberhalb der Wachstumsschwelle und stieg im Durchschnitt weiter an. Zugleich erhöhte sich auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der aktuellen Entwicklung der Bautätigkeit deutlich. Laut den Umfrageergebnissen zu den Produktionshemmnissen wurde die Erholung im Baugewerbe von einem Rückgang nachfrageseitiger Beschränkungen gestützt, während angebotsseitige Beschränkungen aufgrund des Arbeitskräfte- und Materialmangels zunahmen. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat jedoch zu einer hohen Unsicherheit hinsichtlich der Aussichten für die Wohnungsbauinvestitionen mit Blick auf das zweite Quartal geführt. Einerseits dürfte der anhaltende Krieg in der Ukraine den Materialmangel und den Kostenanstieg bei Vorleistungen verschärfen und somit die Bauproduktion dämpfen. So sank der EMI für die Geschäftserwartungen im Baugewerbe im März unter die Wachstumsschwelle. Andererseits könnten die hohen Liquiditätsbestände der privaten Haushalte und die aktuelle Dynamik der Wohnimmobilienpreise die Nachfrage weiterhin stützen.

Der Handel des Euroraums erholte sich im Januar 2022 weiter, aber die kurzfristigen Aussichten haben sich deutlich verschlechtert. Nach einem Rückgang im Dezember vergangenen Jahres stiegen die nominalen Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums im Januar wieder an, während die Einfuhren aus Ländern außerhalb des Eurogebiets erneut zunahmen. Aufgrund der höheren Kosten für Energieimporte wies die Warenhandelsbilanz weiterhin ein Defizit auf. Während die Handelsdaten für Januar noch auf eine – das Exportwachstum stützende – Entspannung bei den Lieferkettenengpässen hindeuteten, erhöhte sich im März die Zahl der in internationalen Häfen blockierten Waren, und auch die Seefrachtkosten stiegen. Grund hierfür waren pandemiebedingte Lockdowns in China und der Einmarsch Russlands in die Ukraine. Dies lässt auf ein Ende der positiven Entwicklung schließen. Zukunftsorientierte Indikatoren der Exporte im verarbeitenden Gewerbe fielen im März in den Kontraktionsbereich, da die Nachfrage infolge der russischen Invasion und der gegen Russland verhängten Sanktionen zurückging. Auch der EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors sank trotz der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen und liegt nun unter der Wachstumsschwelle. Die Indikatoren für Reisebuchungen weisen jedoch – vor allem für den Reiseverkehr innerhalb des Euroraums – vor der Sommersaison auf eine anhaltende Erholung hin.

Zwar deuten mehrere Faktoren für die nächste Zeit auf ein verhaltenes Wachstum hin, aber es gibt auch ausgleichende Faktoren, die die laufende Erholung stützen. Die Ergebnisse des aktuellen von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters zeigen, dass die Wachstumsprognosen für das BIP gegenüber der vorangegangenen Umfrage sowohl für das laufende als auch für das kommende Jahr nach unten korrigiert wurden. Während der Krieg die Wirtschaftsaussichten des Euroraums maßgeblich beeinträchtigt, gibt es auch Faktoren, die die laufende Erholung stützen sollten. Hierzu zählen finanzpolitische Kompensationsmaßnahmen und die Möglichkeit für private Haushalte, auf die Ersparnisse zurückzugreifen, die sie während der Pandemie aufgebaut haben. Die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in Sektoren, die von der Pandemie am

stärksten betroffen waren, sowie eine gute Arbeitsmarktlage mit höheren Beschäftigtenzahlen werden sich zudem weiterhin positiv auf die Einkommen und Konsumausgaben auswirken. Finanz- und geldpolitische Unterstützung ist, vor allem in dieser schwierigen geopolitischen Lage, nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus wird die erfolgreiche Umsetzung der Investitions- und Reformpläne im Rahmen des Aufbauprogramms „Next Generation EU“ die Energiewende und den ökologischen Wandel beschleunigen. Dies sollte das langfristige Wachstum und die Resilienz im Euroraum fördern.

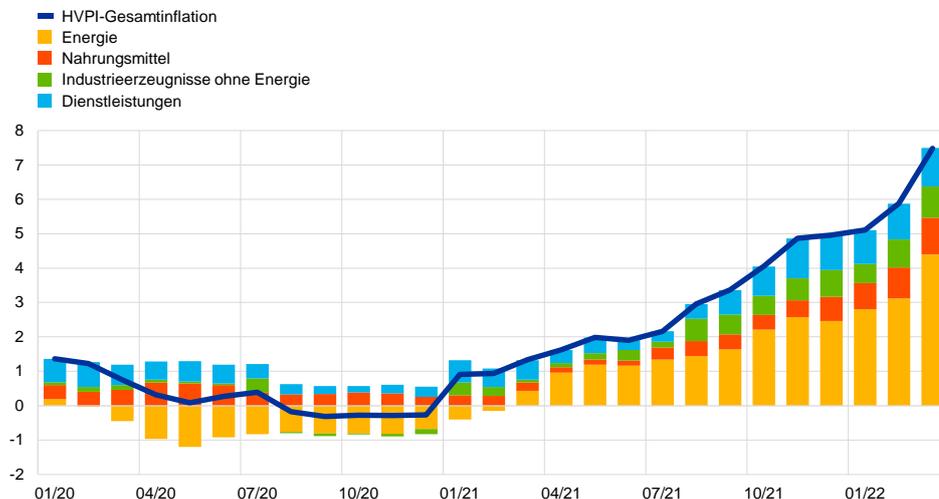
3 Preise und Kosten

Laut der Schnellschätzung von Eurostat stieg die Inflation im März auf 7,5 %, verglichen mit 5,9 % im Februar. Nach Ausbruch des Krieges wurden die Energiepreise weiter nach oben getrieben und lagen im März 45 % über ihrem Vorjahrsstand. Die Energiepreise waren nach wie vor der Hauptgrund für die hohe Gesamtinflation. Marktbasierte Indikatoren deuten darauf hin, dass die Energiepreise auf kurze Sicht hoch bleiben, dann aber in gewissem Umfang nachgeben werden. Auch Nahrungsmittel haben sich drastisch verteuert. Ursächlich hierfür sind höhere Transport- und Produktionskosten, insbesondere die Preissteigerungen bei Düngemitteln, die zum Teil mit dem Krieg in der Ukraine zusammenhängen. Die Preise ziehen nun auf breiterer Front an. Die Energiekosten treiben die Preise in vielen Sektoren in die Höhe. Auch Lieferengpässe und die sich im Zuge des Wiederanlaufens der Wirtschaft normalisierende Nachfrage üben weiterhin Aufwärtsdruck auf die Preise aus. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind in den vergangenen Monaten auf über 2 % gestiegen. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen höherer Energiepreise ist ungewiss, wie lange dieser Anstieg anhalten wird.

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge betrug die die HVPI-Inflation im März 2022 7,5 % und hat sich damit erneut kräftig erhöht (siehe Abbildung 6). Der kräftige Anstieg um 1,6 Prozentpunkte seit Februar ist zum Teil auf die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine zurückzuführen. Für die Zunahme der Gesamtinflation zeichneten primär die höheren Energiepreise verantwortlich, auch wenn sich der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) ebenfalls beschleunigten. Die Steigerungsrate des HVPIX lag im März bei 3,0 %, wofür die Preisentwicklung bei den Dienstleistungen und auch bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie maßgeblich war.

Abbildung 6 Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



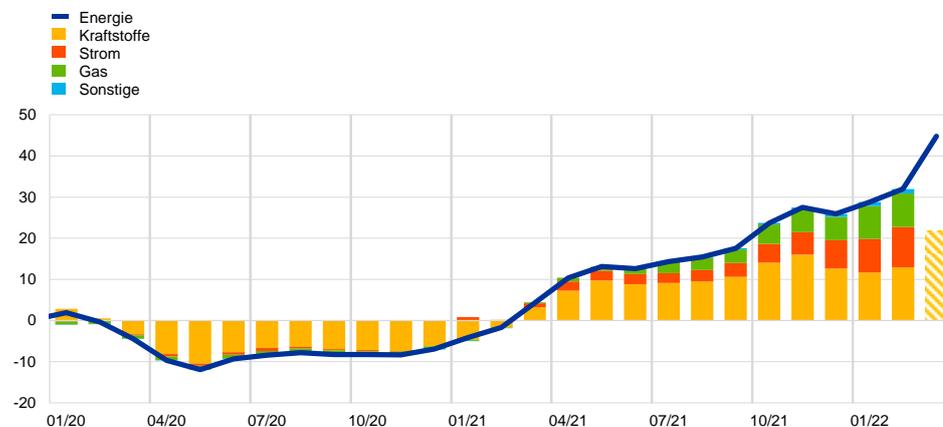
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2022.

Der Preisauftrieb bei Energie, der im Februar bei 32,0 % gelegen hatte, erreichte mit 44,7 % im März ein neues Rekordhoch (siehe Abbildung 7). Die seit September 2021 verzeichneten Jahresänderungsraten der Energiepreise sind die höchsten seit Gründung der Währungsunion verzeichneten Raten. Die bis Februar vorliegenden Daten lassen den Schluss zu, dass die Gas- und Stromtarife in den ersten Monaten des laufenden Jahres hauptverantwortlich für den Inflationsanstieg bei Energie waren. Dabei spiegelten die Strompreise zum Teil die höheren Preise anderer Energierohstoffe wider. Einen größeren Beitrag dürften im März auch die Kosten für Kraftstoffe für private Verkehrsmittel sowie die gestiegenen Raffinerie- und Vertriebsmargen geleistet haben. Die für die jüngsten Preisanstiege bei Energie maßgeblichen Faktoren stehen in Zusammenhang mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine sowie damit verbundenen Bedenken hinsichtlich möglicher Störungen der Energieversorgung. Da Energie sowohl für die Produktion als auch den Vertrieb ein Vorleistungsgut darstellt, dürften die in den letzten Monaten sprunghaft gestiegenen Energiekosten mithin zu höheren Steigerungsraten der anderen HVPI-Komponenten beigetragen haben, einschließlich des Preisauftriebs bei Nahrungsmitteln und den Industrieerzeugnissen ohne Energie (die entsprechenden Raten lagen im März bei 5,0 % bzw. 3,4 %). Auch durch den Krieg zwischen Russland und der Ukraine entsteht ein Aufwärtsdruck auf die Nahrungsmittelpreise, denn beide Länder sind wichtige Exporteure von Weizen und in der Düngemittelherstellung verwendeten Mineralstoffen. Der wachsende Druck auf die Verbraucherpreise für Energie wurde zum Teil von den Regierungen im Euroraum durch steuerliche Maßnahmen abgemildert.

Abbildung 7

HVPI-Inflationsrate für Energie und deren Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



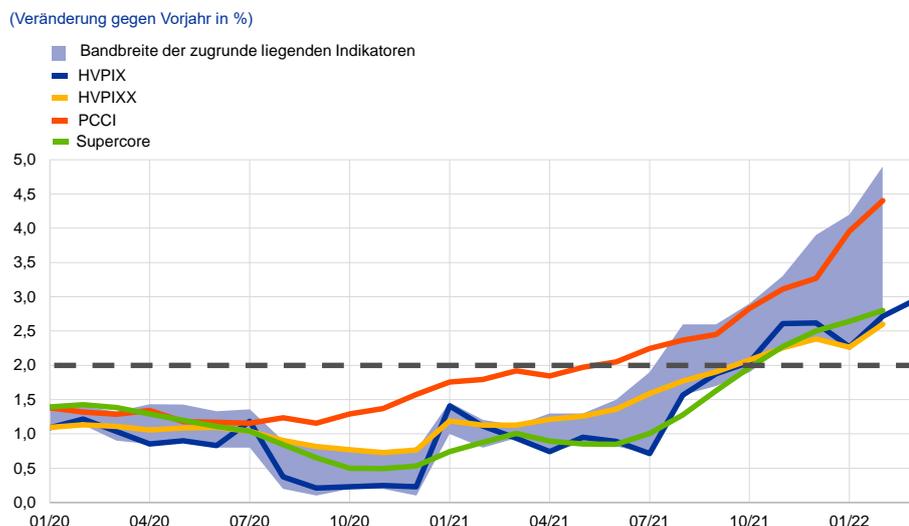
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben zur HVPI-Inflationsrate für Energie beziehen sich auf März 2022. Der in Prozentpunkten ausgewiesene Beitrag der Kraftstoffe für März 2022 wurde von der EZB auf der Grundlage des am 4. April von der Europäischen Kommission veröffentlichten [Weekly Oil Bulletin](#) geschätzt. Die jüngsten Angaben für die übrige Reihe beziehen sich auf Februar 2022.

Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind in den letzten Monaten auf über 2 % gestiegen. Allerdings ist es angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Auswirkungen der Energiepreisentwicklung ungewiss, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten wird. Die Inflationsindikatoren, bei denen der Einfluss volatiler

Komponenten und temporärer Faktoren unberücksichtigt bleiben soll, haben sich in den letzten Monaten weiter nach oben bewegt (siehe Abbildung 8). Die Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) erhöhte sich im März auf 3,0 % nach 2,7 % im Februar. Angaben zu anderen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sind nur bis Februar verfügbar. Im genannten Monat stieg die HVPIX-Inflation (die neben Energie und Nahrungsmitteln auch Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe außer Acht lässt) auf 2,6 %, nachdem sie sich im Januar noch vorübergehend auf 2,3 % abgeschwächt hatte. Im selben Zeitraum stieg die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) von 4,0 % auf 4,4 % und die PCCI ohne Energie nahm von 2,4 % im Januar auf 2,7 % zu. Der Supercore-Indikator, der konjunkturrempfindliche HVPI-Komponenten umfasst, erhöhte sich ebenfalls leicht von 2,6 % im Januar auf 2,8 % im Februar. Angesichts der Rolle temporärer pandemiebedingter Faktoren und der indirekten Effekte höherer Energiepreise ist es unsicher, wie lange der Anstieg dieser Indikatoren anhalten wird. Mit Blick auf die Zukunft wird die künftige Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation ganz wesentlich von der Dynamik der Löhne und Gehälter abhängen. Die jüngsten verfügbaren Daten (für das vierte Quartal 2021) deuten weiterhin auf ein relativ moderates Jahreswachstum sowohl der Tarifverdienste (1,6 %) als auch der Effektivverdienste hin. So sind das Arbeitnehmerentgelt je Stunde um 1,1 % und das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer um 3,5 % gestiegen. Letzteres war allerdings infolge des Einflusses von Kurzarbeitsregelungen merklich verzerrt.

Abbildung 8
Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation



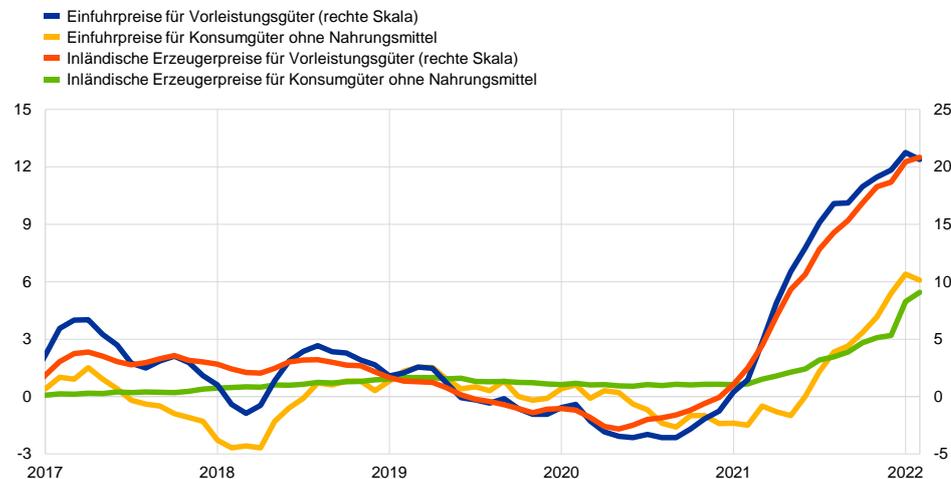
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX), HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX), getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %) und gewichteter Median des HVPI. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022, mit Ausnahme der Angaben zum HVPIX, die auf Basis der Schnellschätzung von Eurostat vom März 2022 ermittelt wurden.

Der Druck auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse ohne Energie hat sich weiter erhöht; die entsprechenden Messgrößen haben Rekordstände erreicht, obwohl sie die Auswirkungen des Ukraine-Krieges weiterhin nur teilweise widerspiegeln (siehe Abbildung 9). Der Kostendruck nahm im Februar im Vergleich zum Vorjahr weiter zu. Ursächlich hierfür war der Anstieg der weltweiten Rohstoff- und insbesondere der Energiepreise. Auch Störungen der Lieferketten und die weltweite Erholung der Nachfrage zeichneten für den Druck auf die Vorleistungskosten verantwortlich. Auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette lag die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter im Februar bei 20,8 % und damit über dem Vormonatswert von 20,5 %. Zugleich verringerte sich die Vorjahresrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter, die im Januar einen Rekordstand von 21,2 % verzeichnet hatte, im Februar auf 20,7 %. Der Druck tritt nun auch deutlicher auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette zutage. So stieg die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 5,0 % im Januar auf 5,4 % im Februar und erreichte damit ein neues Rekordhoch. Die Teuerungsrate für Importe von Konsumgütern ohne Nahrungsmittel sank im selben Zeitraum leicht von 6,4 % auf 6,1 %. Die Entwicklung dieser beiden Änderungsraten deutet darauf hin, dass der Druck auf die am HVPI gemessene Teuerung bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie in naher Zukunft wohl nicht nachlassen dürfte.

Abbildung 9 Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022.

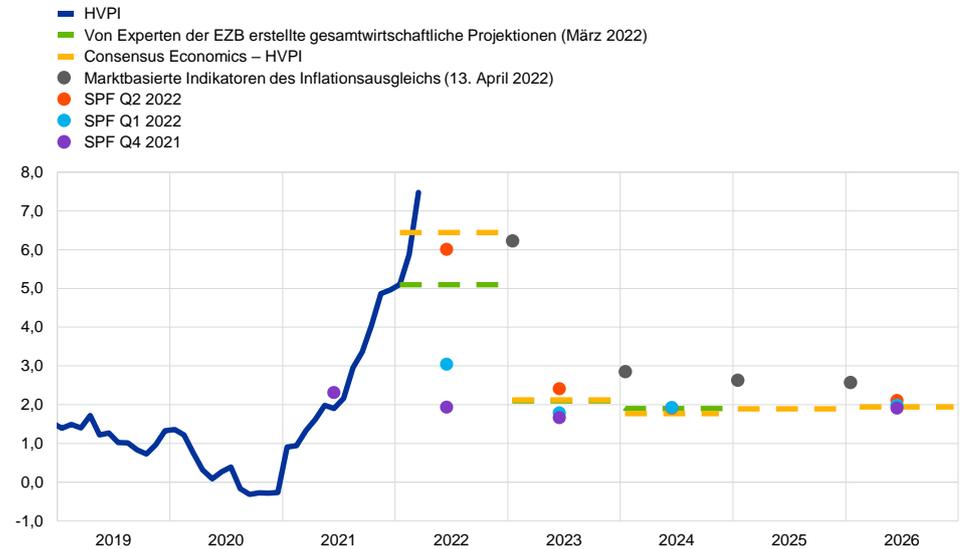
Obschon verschiedene Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen, die von den Finanzmarktentwicklungen und der Befragung von Fachleuten abgeleitet wurden, meist bei rund 2 % liegen, gibt es erste Anzeichen für Korrekturen dieser Messgrößen auf über dem Inflationsziel liegende Werte, die genau beobachtet werden müssen. Die marktbasieren Messgrößen des

Inflationsausgleichs, mit denen die künftigen jährlichen Änderungsraten des HVPI ohne Tabakwaren geschätzt werden, deuten nun darauf hin, dass die Teuerung im Euroraum im dritten Quartal 2022 einen Höchststand bei rund 8 % erreichen wird. Sie dürfte bis Ende 2022 auf knapp unter 7 % zurückgehen und damit mehr als einen Prozentpunkt über dem Wert zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom März liegen, um sich 2025 bei etwas über 2,5 % einzupendeln. Darüber hinaus liegen auch die längerfristigen Indikatoren des Inflationsausgleichs noch weiter über dem Zielwert der EZB. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren stieg im Berichtszeitraum um 23 Basispunkte und erreichte erstmals seit Mitte 2013 ein Niveau von über 2,3 %. Insgesamt preisen die Märkte einen persistenteren Anstieg der Inflation im Euroraum ein. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs stellen jedoch keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer dar, da sie Inflationsrisikoprämien als Ausgleich für die Unsicherheit in Bezug auf die Inflationsentwicklung enthalten. Die derzeit als positiv bewerteten Prämien deuten darauf hin, dass die tatsächlichen Inflationserwartungen den Einschätzungen zufolge niedriger sind und näher an 2 % liegen, als aus den marktbasieren längerfristigen Messgrößen des Inflationsausgleichs hervorgeht. In der von der EZB vom 1. bis zum 4. April durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das zweite Quartal 2022 stiegen die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen für 2026 weiter auf 2,1 % nach 2,0 % in der Januar-Umfrage.

Abbildung 10

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters sowie EZB, [Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), März 2022, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate und dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren, dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 13. April 2022. Die SPF-Umfrage der EZB für das zweite Quartal 2022 wurde vom 1. bis zum 4. April 2022 durchgeführt. Stichtag für die Prognosen von Consensus Economics war der 10. Januar 2022 für die Jahre 2024, 2025 und 2026 sowie der 14. März 2022 für die Jahre 2022 und 2023. Für die in den Projektionen der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 2. März 2022.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die weltweiten Finanzmärkte erholten sich im Berichtszeitraum (10. März bis 13. April 2022) weiter von den drastischen Kursverlusten, die sie nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verzeichnet hatten. Die Risikostimmung hellte sich insgesamt etwas auf. Die Terminkurve des Tagesgeld-Referenzzinssatzes €STR (Euro Short-Term Rate) wurde abermals steiler, und der vom Markt implizierte Zeitpunkt für eine erste Erhöhung der EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte rückte damit auf den September 2022 vor. Vorausgegangen war die Bekanntmachung des EZB-Rats im März, dass er den Fahrplan für die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) für die kommenden Monate revidiert habe und diese im dritten Quartal 2022 einstellen werde, sofern die neu verfügbaren Daten die Erwartung stützten, dass sich die mittelfristigen Inflationsaussichten – auch nach Beendigung der Nettoankäufe – nicht verschlechtern würden. Nach derselben EZB-Ratssitzung wurde auch angekündigt, dass jedwede Anpassung der EZB-Leitzinsen erst einige Zeit nach dem Ende seiner Nettoankäufe im Rahmen des APP-Programms erfolgen und sich schrittweise vollziehen werde. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen zogen beiderseits des Atlantiks über den gesamten Beobachtungszeitraum hinweg spürbar an, während sich die Renditespreads der Staatsanleihen weiterhin nur sehr verhalten veränderten. An den Märkten für Risikoaktiva im Euroraum wurden die seit Kriegsbeginn entstandenen Kursverluste großenteils wieder wettgemacht. Dabei verkleinerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Berichtszeitraum beträchtlich, während Aktien deutliche Kurszuwächse verzeichneten. Der Euro wertete in handelsgewichteter Rechnung weiter ab.

Die kurzen bis mittleren Laufzeiten der €STR-Terminkurve haben sich nach der EZB-Ratssitzung vom März erheblich nach oben verlagert, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts einer ersten Anhebung der EZB-Leitzinsen merklich revidiert haben. Die auf dem kurzfristigen Referenzzinssatz €STR basierende Overnight-Index-Swap-Terminzinskurve (OIS-Terminzinskurve) nahm nach der März-Sitzung des EZB-Rats einen spürbar steileren Verlauf an, wodurch sich die markante Abflachung, die kurz nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine verzeichnet worden war, umkehrte. Diese Versteilung legt nahe, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen mit Blick auf die Geldpolitik verändert haben. Hintergrund ist der wachsende Inflationsdruck und die Ankündigung des EZB-Rats, dass er den Zeitplan für die APP-Nettoankäufe korrigiert habe und diese, sofern die neu verfügbaren Daten die Erwartung stützten, dass sich die mittelfristigen Inflationsaussichten – auch nach Beendigung seiner Nettoankäufe – nicht verschlechtern würden, im dritten Quartal einstellen werde. Die vom Markt implizierte erste Leitzinserhöhung hat sich damit zeitlich nach vorne verlagert: Sie wird nun bereits für September 2022 eingepreist, also fast zwei Monate früher als noch zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung vom März. Der €STR belief sich im Durchschnitt des Berichtszeitraums auf -58 Basispunkte, und die Überschussliquidität nahm um etwa 68 Mrd € auf 4 545 Mrd € zu.

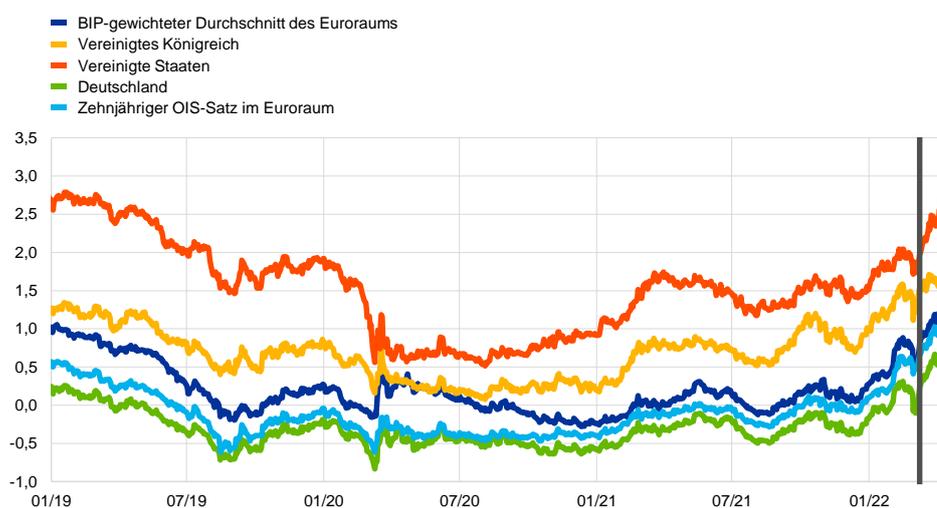
Die langfristigen Anleiherenditen im Eurogebiet haben seit der März-Sitzung des EZB-Rats analog zur Entwicklung der Kurzfristzinsen deutlich angezogen

(siehe Abbildung 11). Im Betrachtungszeitraum erhöhte sich die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Eurogebiet um 60 Basispunkte auf 1,35 % und jene zehnjähriger deutscher Bundesanleihen um 58 Basispunkte auf 0,77 %. Zuletzt waren solche Werte 2018 verzeichnet worden. Zu den im Euroraum wie auch weltweit höheren langfristigen Anleiherenditen beigetragen hat neben den Sorgen über den Inflationsdruck wahrscheinlich auch die Neubewertung des globalen Risikos durch die Anleger. Dieses hat sich von dem außergewöhnlichen Niveau direkt nach dem russischen Überfall auf die Ukraine, der im unmittelbaren Vorfeld der EZB-Ratssitzung vom März erfolgt war, in der Anlegereinschätzung zurückgebildet. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg im Berichtszeitraum, weitgehend im Einklang mit den entsprechenden Renditen im Euroraum, um 55 Basispunkte auf 2,55 % an, und die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs legte um 13 Basispunkte auf 1,65 % zu. Da die Staatsanleiherenditen im Euroraum weitgehend die risikofreien Zinssätze widerspiegeln, blieben die Abstände zum OIS-Satz relativ stabil. Der BIP-gewichtete Spread zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Euroraum verringerte sich auf aggregierter Ebene um 3 Basispunkte auf 0,13 %. Dahinter verbarg sich unter anderem ein Rückgang des Renditeabstands zehnjähriger griechischer Staatsanleihen um 23 Basispunkte, da Griechenland von einer Bonitätsheraufstufung profitierte und einen Kredit des Internationalen Währungsfonds zwei Jahre vor der eigentlichen Fälligkeit zurückzahlte.

Abbildung 11

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 10. März 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. April 2022.

Die Aufhellung der Risikostimmung gegenüber den ersten Tagen der russischen Invasion trug dazu bei, dass die Renditeabstände von Unternehmensanleihen auf ein ähnliches Niveau wie vor Kriegsbeginn zurückgingen. Die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Anleihen

nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften reduzierten sich um 16 Basispunkte auf 53 Basispunkte, während die Spreads von Anleihen finanzieller Kapitalgesellschaften noch stärker sanken. Wenngleich die Renditeaufschläge nahe am durchschnittlichen Niveau vor Ausbruch der Corona-Pandemie liegen, bleiben sie doch leicht über den Werten des Jahres 2021, worin sich möglicherweise eine allmähliche Abschwächung der wirtschaftlichen Erholung von der Pandemie widerspiegelt. Alles in allem erweisen sich die Spreads der Unternehmensanleihen angesichts der erwarteten Normalisierung der Geldpolitik als widerstandsfähig.

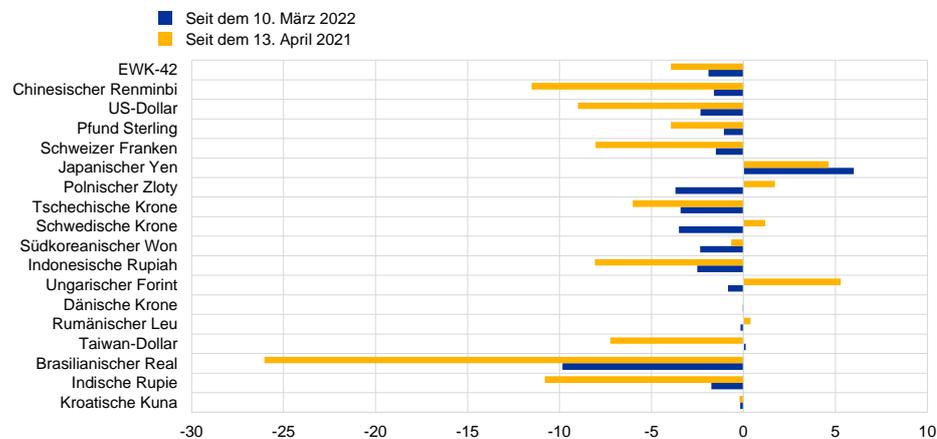
Die Aktienmärkte im Eurogebiet glichen die Kursverluste, die sie seit Beginn des Krieges in der Ukraine erlitten hatten, trotz höherer Diskontierungssätze und geringerer Gewinnwachstumsenerwartungen dank einer verbesserten Risikostimmung nahezu wieder aus. In Anbetracht einer gewissen Eintrübung der Vertrauensindikatoren im Zusammenhang mit den Konjunkturaussichten spiegelt die verbesserte Risikostimmung möglicherweise eine im Berichtszeitraum erfolgte Neubewertung des Risikos einer weiteren Eskalation des Ukraine-Krieges wider. Die Aktienkurse von Banken und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum legten – ungeachtet wesentlich höherer risikofreier Zinssätze angesichts der erwarteten Normalisierung der Geldpolitik – um 4,4 % bzw. 5,2 % zu. Die Erwartungen der Analysten zum langfristigen Gewinnwachstum börsennotierter Unternehmen gingen zwar ein Stück weit zurück, befanden sich aber nach wie vor auf einem erhöhten Niveau. In den Vereinigten Staaten entwickelten sich die Aktienkurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit einem Plus von 4,8 % besser als die ihrer Pendanten im Euroraum. Allerdings kehrte sich die Kursentwicklung bei Aktien von US-Banken, die sich von ihren zu Kriegsbeginn verzeichneten Tiefständen erholten, gegen Ende März wieder um und schlug zum Ende des Berichtszeitraums mit einem Minus von 4,7 % zu Buche.

An den Devisenmärkten verlor der Euro in handelsgewichteter Rechnung weiter an Wert, worin eine Abschwächung gegenüber den meisten wichtigen Währungen zum Ausdruck kam (siehe Abbildung 12). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, gab im betrachteten Zeitraum um 1,9 % nach. Darin spiegelte sich zum einen eine Abwertung gegenüber dem US-Dollar (um 2,3 %) wider. Diese vollzog sich vor dem Hintergrund der zunehmenden Erwartungen einer rascheren Straffung der Geldpolitik und der erfolgten ersten Anhebung des Zielzinssatzes für Tagesgeld durch das Federal Reserve System seit mehr als drei Jahren. Zum anderen wertete der Euro auch gegenüber den Währungen anderer großer Volkswirtschaften ab, etwa zum britischen Pfund Sterling (-1,1 %) und dem Schweizer Franken (-1,5 %). Auch in Relation zu den Währungen der meisten Schwellenländer verlor er an Wert, so etwa gegenüber dem chinesischen Renminbi (-1,6 %). Im Gegensatz dazu festigte er sich merklich gegenüber dem japanischen Yen (um 6,0 %). Darin schlug sich die steigende Erwartung nieder, dass die Bank of Japan ihre Geldpolitik deutlich langsamer als die anderen großen Zentralbanken straffen werde.

Abbildung 12

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-42“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderung war der 13. April 2022.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Angesichts der gestiegenen Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftsaussichten und der Erwartung einer weiteren geldpolitischen Normalisierung haben sich die Finanzierungskosten der Banken erhöht und ihre Kreditvergabebedingungen verschärft. Die Zinssätze für Kredite an Unternehmen und private Haushalte liegen zwar nach wie vor auf einem niedrigen Niveau, doch schlägt sich der bei den Marktzinsen beobachtete Anstieg allmählich in den Kreditzinsen nieder. Aus den aktuellen Daten (von Mitte April) geht hervor, dass die Kosten der Unternehmen für die marktbasiertere Fremdfinanzierung weiter zunahmten, wenn auch nicht mehr so stark wie in den vorangegangenen zwei Monaten. Die Vergabe von Krediten an private Haushalte (insbesondere von Wohnungsbaukrediten) zeigt sich robust, während sich die Kreditvergabe an Firmen stabilisiert hat. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken ist zu entnehmen, dass sich die Vergaberichtlinien für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im ersten Quartal dieses Jahres insgesamt verschärft haben. Grund hierfür ist, dass die Risiken, die das ungewisse Umfeld für ihre Kunden mit sich bringt, den Kreditgebern zunehmend Sorge bereiten. Die Kreditrichtlinien dürften sich in den kommenden Monaten weiter verschärfen, da die Banken die nachteiligen wirtschaftlichen Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine und der höheren Energiepreise einkalkulieren. Während die Geldschöpfung wieder auf ein Niveau zurückgekehrt ist, das näher am längerfristigen Durchschnitt liegt, stocken die Unternehmen und privaten Haushalte ihre Einlagen weiterhin stärker auf als vor der Pandemie.

Die Finanzierungskosten der Banken im Euro-Währungsgebiet haben in den vergangenen Monaten – angesichts von Erwartungen einer weiteren geldpolitischen Normalisierung – zugenommen.

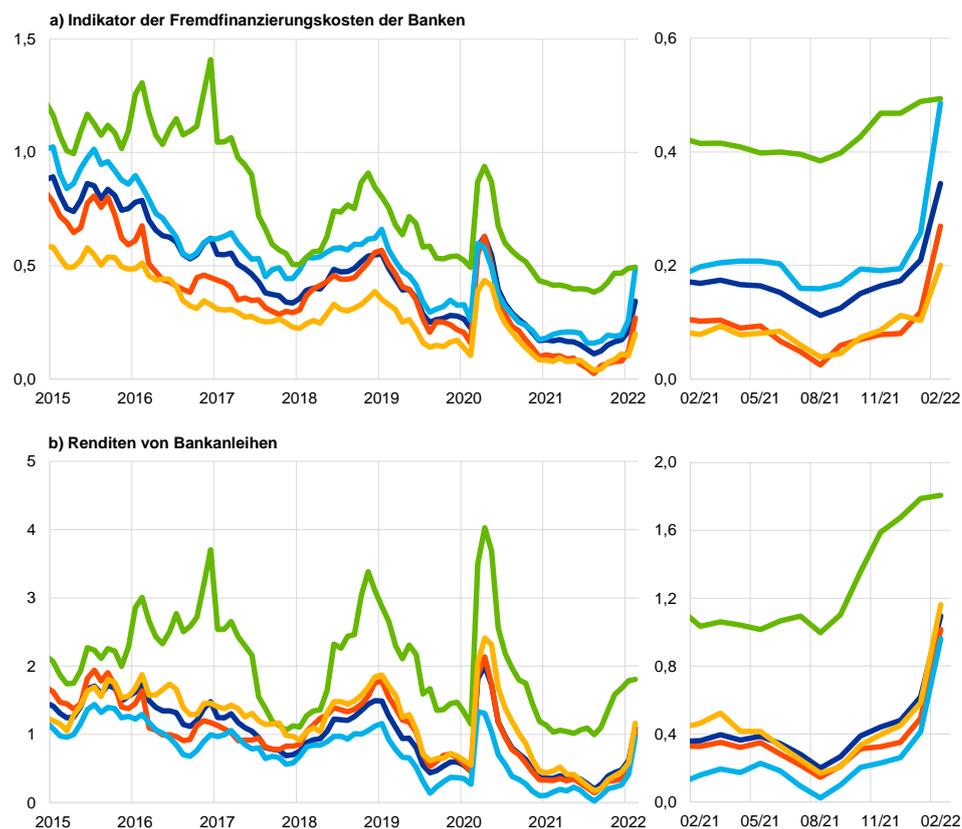
Im Februar erhöhte sich der Indikator für die Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum deutlich (siehe Abbildung 13, Grafik a). Ausschlaggebend hierfür waren vor allem höhere Renditen von Bankschuldverschreibungen (siehe Abbildung 13, Grafik b), in denen sich wiederum ein erheblicher Anstieg der risikofreien Zinssätze widerspiegelte. Zugleich verharrten die Zinssätze für Einlagen, die einen Großteil der Finanzierungsmittel der Banken im Eurogebiet ausmachen, stabil in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, da sich die Kreditinstitute auch über die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) Liquidität zu günstigen Konditionen beschaffen konnten. Bisher hat sich der Aufwärtsdruck auf die Gesamtfinanzierungskosten der Banken dank der umfangreichen Nutzung dieser alternativen Finanzierungsquellen in Grenzen gehalten. Allerdings deutet der jüngste, in allen Laufzeitsegmenten beobachtete Anstieg der Marktsätze darauf hin, dass die Finanzierungskosten der Banken in den kommenden Monaten stärker unter Aufwärtsdruck geraten werden.

Abbildung 13

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien



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

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

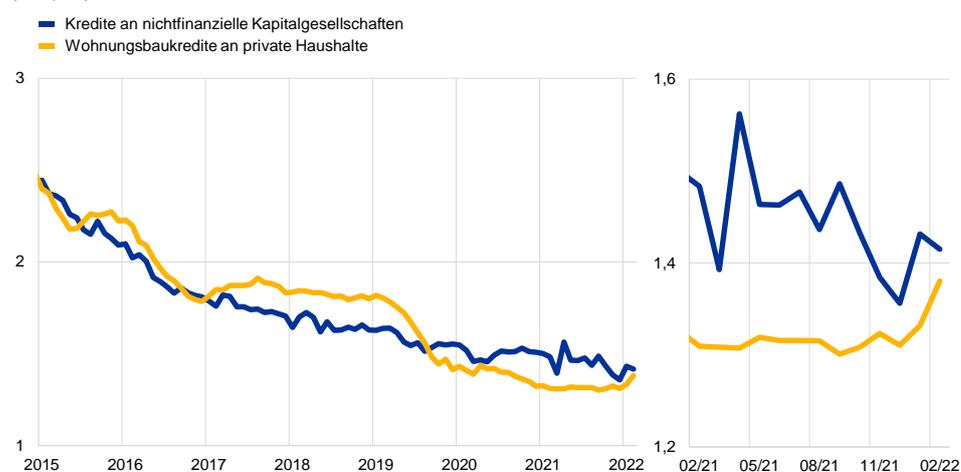
Die Bankzinsen für Kredite an Unternehmen und private Haushalte liegen zwar nach wie vor auf einem niedrigen Niveau, spiegeln aber allmählich die steigenden Marktzinsen wider (siehe Abbildung 14). Der jüngste kräftige Renditeanstieg im Euro-Währungsgebiet übt einen Aufwärtsdruck auf die inländischen Kreditzinsen aus, doch dieser Druck wurde bislang nur in sehr begrenztem Umfang weitergegeben. Folglich waren die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte weiterhin günstig. Im Februar erhöhten sich die gewichteten Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte moderat auf 1,38 %, während die entsprechenden Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit 1,41 % weitgehend stabil blieben. Die Hypothekenzinsen zogen in fast allen Euro-Ländern an. Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und für große Kredite blieb im Wesentlichen unverändert und war weiterhin geringer als vor der Pandemie, wobei auch hier nationale Unterschiede zu

beobachten waren. Bislang konnte durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB eine breit angelegte Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen verhindert werden, die die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie und der Invasion Russlands in der Ukraine noch verstärkt hätte. Künftig könnten steigende Finanzierungskosten der Banken jedoch zu einer deutlicheren Zunahme der Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte führen.

Abbildung 14

Gewichtete Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

(in % p. a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Kreditzinsen errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022.

Seit der EZB-Ratssitzung Mitte März hat sich die marktbasierete

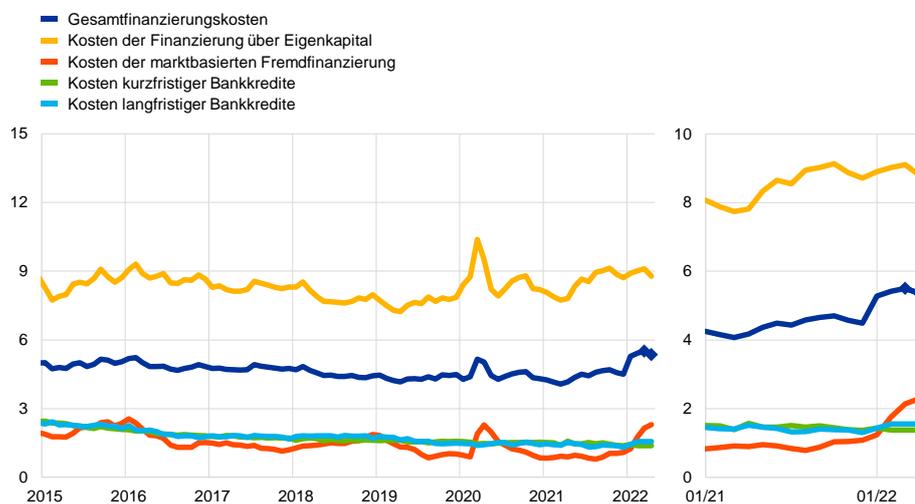
Fremdfinanzierung für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften marginal verteuert, während die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital deutlich zurückgegangen sind.

Unter der Annahme, dass die Kosten für Bankkredite auf dem Niveau vom Februar geblieben sind, dürften die Kosten der Außenfinanzierung gesunken sein, und zwar auf 5,4 % am 13. April 2022 nach 5,5 % Mitte März (siehe Abbildung 15). Dies stellt einen Rückgang im Vergleich zu einigen im bisherigen Jahresverlauf verzeichneten Werten dar. Die Kosten liegen aber immer noch deutlich über ihren Ständen von 2020 und 2021 und in der Nähe ihres zyklischen Höchststands vom März 2020. Sollten die Kosten für Bankkredite allerdings wegen des Aufwärtsdrucks auf die Kreditzinsen gestiegen sein, dann werden die Gesamtkosten der Außenfinanzierung den oben geschätzten Wert übersteigen. Die leichte Verteuerung der marktbasiereten Fremdfinanzierung ist dem erheblichen Anstieg des risikofreien Zinssatzes geschuldet, der den Rückgang der Renditeaufschläge von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mehr als aufgewogen hat. Angesichts einer wachsenden Zuversicht, dass die Kämpfe in der Ukraine nicht weiter eskalieren werden, verbesserte sich die Risikoeinschätzung. Dies spiegelte sich auch am Aktienmarkt wieder, an dem es zu einer deutlichen Verringerung der Aktienrisikoprämie kam, was wiederum – trotz eines gestiegenen Diskontierungssatzes – zu einem starken Rückgang der Kosten für die Finanzierung über Eigenkapital führte.

Abbildung 15

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 entsprechen einem gewichteten Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital, bezogen auf die entsprechenden Bestandsgrößen. Die dunkelblauen Rauten markieren die Nowcasts der Gesamtfinanzierungskosten für März und April 2022 (mit Daten bis zum 13. April 2022). Diese beruhen auf der Annahme, dass die Kosten von Bankkrediten unverändert auf ihrem Niveau von Februar 2022 verbleiben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 13. April 2022 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 8. April 2022 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. Februar 2022 (Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

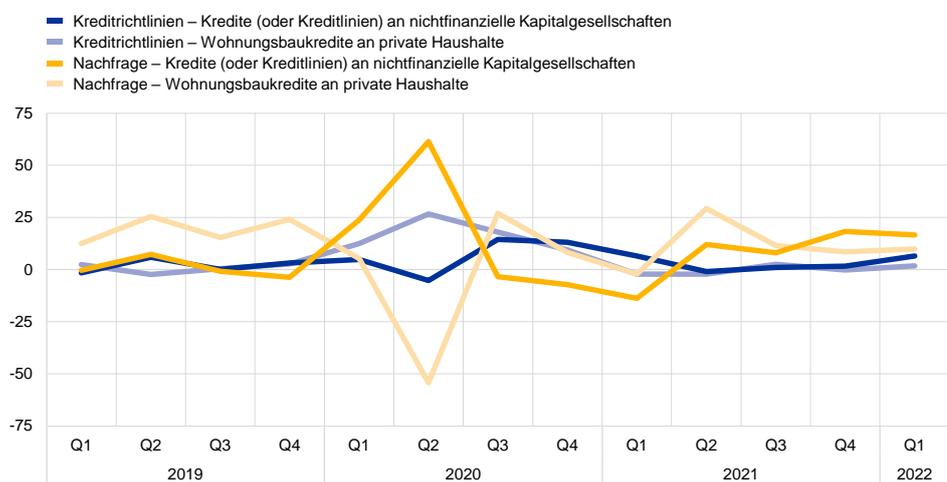
Der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2022 zufolge wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite im ersten Quartal 2022 gestrafft.

Vor dem Hintergrund der beträchtlichen Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftsaussichten, gestörter Lieferketten und der hohen Preise für Energie und Vorleistungsgüter meldeten die Banken zudem eine leichte Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte (siehe Abbildung 16). Als Gründe für diese Verschärfung wurden die aus Sicht der Banken gestiegenen Risiken sowie eine niedrigere Risikotoleranz angeführt. Für das zweite Quartal 2022 erwarten die Banken per saldo deutlich striktere Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten, was auf die Ungewissheit bezüglich der wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges in der Ukraine und die Erwartung eines weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurses zurückzuführen sein dürfte. Ferner rechnen sie per saldo mit etwas strengeren Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte.

Abbildung 16

Veränderung der Kreditrichtlinien und der Nettonachfrage bei Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der prozentuale Saldo definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Anteile (in Prozent) der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Anteile (in Prozent) der Banken, die „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ angaben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2022.

Die Ergebnisse der Umfrage deuten darauf hin, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen und der privaten Haushalte im ersten Jahresviertel 2022 zunahm.

Bei den Unternehmen wurde die Kreditnachfrage stark durch den hohen Betriebsmittelbedarf angekurbelt, der den Lieferengpässen und steigenden Vorleistungskosten, aber auch einer angesichts der erhöhten Unsicherheit aus Vorsichtsgründen erfolgten Lager- und Liquiditätshaltung geschuldet war. Die Anlageinvestitionen leisteten einen mäßig positiven Beitrag zur Nachfrage nach Unternehmenskrediten, der allerdings geringer ausfiel als im Quartal zuvor. Bei den privaten Haushalten wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten vorwiegend durch das niedrige allgemeine Zinsniveau gestützt, während die Nachfrage nach Konsumentenkrediten vor allem durch den Erwerb von Gebrauchsgütern angekurbelt wurde. Nach Einschätzung der Banken wird die Kreditnachfrage der Unternehmen – insbesondere die Nachfrage nach kurzfristigen Darlehen – im zweiten Quartal 2022 weiter zunehmen. Bei den Wohnungsbaukrediten rechnen die Banken indes mit einer sinkenden Nachfrage.

Die Banken sind nach wie vor der Auffassung, dass die Kreditvergabebedingungen durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB gestützt worden sind, gehen jedoch davon aus, dass diese Unterstützung in den kommenden sechs Monaten nachlassen wird. In den letzten sechs Monaten haben sich die Ankaufprogramme des Eurosystems, die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) sowie der negative Zinssatz für die Einlagefazilität den Banken zufolge allesamt günstig auf das Volumen der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte ausgewirkt. An der dritten

Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) nehmen die Banken nach wie vor in erster Linie aus Ertragsmotiven teil. Die Mittel daraus verwenden sie weiterhin vor allem zur Kreditgewährung an den nichtfinanziellen privaten Sektor. Die Wertpapierankäufe des Eurosystems sowie der negative Einlagesatz beeinträchtigen der Umfrage zufolge weiterhin die Ertragskraft der Banken. Dieser Effekt wird jedoch durch die GLRG III und das zweistufige System der EZB für die Verzinsung von Überschussreserven abgemildert. Ferner teilten die Banken mit, dass sich die Wertpapierankäufe des Eurosystems sowie die GLRG-III-Geschäfte nach wie vor positiv auf ihre Liquiditätsposition und die Finanzierungsbedingungen am Markt auswirken. In den kommenden sechs Monaten dürfte dieser positive Effekt jedoch nachlassen und sich im Fall der Wertpapierankäufe angesichts der angestrebten Normalisierung der geldpolitischen Ausrichtung ins Negative kehren.

Das jährliche Wachstum der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im Februar 2022 unverändert, während sich das Wachstum der Ausleihungen an private Haushalte marginal beschleunigte.

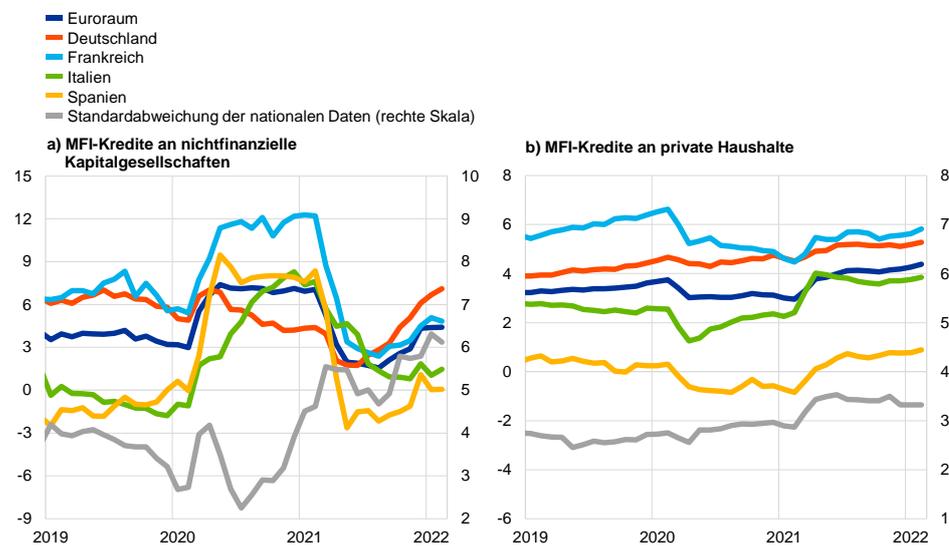
Der leichte Anstieg der Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte von 4,3 % im Januar auf 4,4 % im Februar (siehe Abbildung 17, Grafik b) war auf eine dynamischere Entwicklung der Konsumentenkredite und eine robuste Vergabe von Hypothekenkrediten zurückzuführen. Die jährliche Wachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieb im Februar unverändert bei 4,4 % (siehe Abbildung 17, Grafik a). Dabei kam es sowohl bei den kurzfristigen als auch bei den längerfristigen Krediten zu monatlichen Zuflüssen. Die Zunahme der kurzfristigen Ausleihungen war den anhaltenden Engpässen entlang der Lieferketten sowie den steigenden Energiepreisen geschuldet, die beide zu einem höheren Betriebsmittelbedarf beitrugen. Das Wachstum der langfristigen Kredite wurde weiterhin durch den Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Anlageinvestitionen gestützt, fiel aber insgesamt schwächer aus als in der ersten Jahreshälfte 2021. Hinter der euroraumweiten Entwicklung verbergen sich allerdings Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, die unter anderem durch die ungleichen Auswirkungen der Pandemie und die uneinheitliche konjunkturelle Erholung bedingt sind.¹

¹ Siehe EZB, [Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie in den Ländern des Euro-Währungsgebiets](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Abbildung 17

MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

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

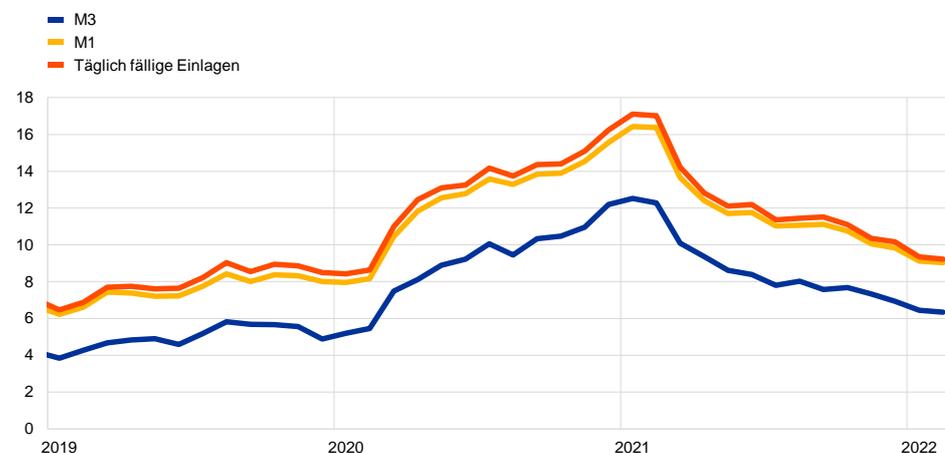
Die Unternehmen und Privathaushalte stocken ihre Einlagen weiterhin stärker auf als vor der Pandemie (siehe Abbildung 18). Seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie sind bei den täglich fälligen Einlagen beträchtliche Zuflüsse zu verzeichnen, die mit der gestiegenen wirtschaftlichen Unsicherheit zusammenhängen.² Mit der Lockerung der pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen hat sich das Wachstum der täglich fälligen Einlagen gegenüber den hohen Zuwachsraten der frühen Phasen der Pandemie im Jahr 2020 abgeschwächt. Im Februar verringerte sich die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen vor dem Hintergrund der aufkommenden geopolitischen Risiken und der damit verbundenen Unsicherheit allerdings nur geringfügig (auf 9,2 % nach 9,3 % im Januar). Die Einlagenbestände der Unternehmen und der privaten Haushalte entwickeln sich weiterhin von Land zu Land uneinheitlich und spiegeln damit den heterogenen Liquiditätsbedarf sowie die Unterschiede zwischen den nationalen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen wider.

² Siehe EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

Abbildung 18

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022.

Die Geldschöpfung wird nach wie vor maßgeblich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems bestimmt.

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 sank leicht von 6,4 % im Januar auf 6,3 % im Februar und näherte sich damit weiter ihrem längerfristigen Durchschnitt an (siehe Abbildung 18). Was die Komponenten der weit gefassten Geldmenge betrifft, so wird das M3-Wachstum im Wesentlichen noch immer vom eng gefassten Geldmengenaggregat M1 bestimmt, das wiederum vom anhaltend starken Wachstum der täglich fälligen Einlagen getragen wird. Aufseiten der Gegenposten wurde die Geldschöpfung nach wie vor durch die Ankaufprogramme des Eurosystems angekurbelt. Der Nettoerwerb von Staatsanleihen durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) leistete im Februar den größten Beitrag zum M3-Wachstum. Dieser fiel jedoch etwas geringer aus als in den Monaten zuvor, da die Ankäufe im Rahmen dieser Programme nun nach und nach auslaufen. Auch die Kreditgewährung an den privaten Sektor leistete abermals einen soliden Beitrag zum jährlichen M3-Wachstum. Leicht gedämpft wurde die Geldschöpfung indessen von den monetären Abflüssen aus dem Euroraum in die übrige Welt, die wahrscheinlich Ausdruck der gestiegenen Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine und dessen Folgen für die Wirtschaft des Euroraums waren.

Kästen

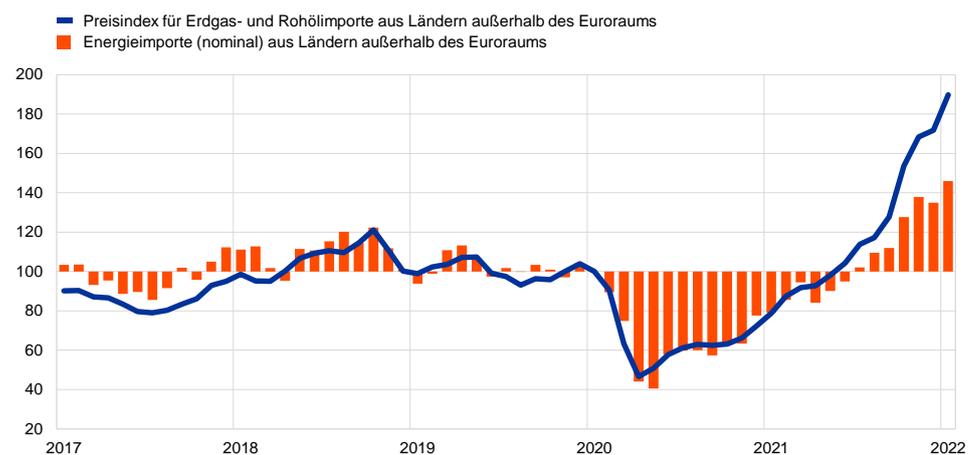
1 Verschlechterung der Terms of Trade und ihre Auswirkungen auf das Realeinkommen und die Leistungsbilanz

Vanessa Gunnella und Tobias Schuler

Der jüngste drastische Preisanstieg bei Erdgas und Rohöl hat zu einer starken Zunahme der nominalen Energieeinfuhren des Euroraums geführt. Bis Mitte 2021 hatten sich diese vom wirtschaftlichen Schock der Corona-Pandemie analog zu den Importpreisen für Gas und Öl wieder erholt (siehe Abbildung A). Im zweiten Halbjahr 2021 führten Lieferengpässe im Verbund mit erschöpften Gasvorräten der Einfuhrländer schließlich zu sprunghaft ansteigenden Energiepreisen, insbesondere für Öl und Gas. Mit der robusten Erholung der Wirtschaft und damit auch der Energienachfrage schlug sich dies in einer Zunahme der nominalen Energieimporte des Eurogebiets nieder, deren Niveau den entsprechenden Stand vor Ausbruch der Corona-Pandemie inzwischen um mehr als 40 % übersteigt. Nachfolgend werden die Implikationen des ungünstigeren realen Austauschverhältnisses (Terms of Trade) des Euroraums, der sich daraus ergebende negative Einkommenseffekt und die Auswirkungen auf die Leistungsbilanz des Eurogebiets beleuchtet.

Abbildung A
Energieeinfuhren und Energieimportpreise im Euroraum

(Index, Januar 2020 = 100)



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

Die Terms of Trade des Euroraums haben sich mit dem sprunghaften Anstieg der Energiepreise seit der zweiten Jahreshälfte 2021 erheblich verschlechtert (siehe Abbildung B). Angesichts des beträchtlichen Energieanteils an den Einfuhren des Eurogebiets und der seit Mitte 2021 verzeichneten Abwertung des Euro

gegenüber dem US-Dollar führte der abrupte Preisauftrieb bei Energie zu einer Verschlechterung der Terms of Trade des Euroraums.^{1,2} Die Terms of Trade haben in der Vergangenheit häufig Schwankungen unterlegen und weisen historisch eine stark negative Korrelation zu den Energieimportpreisen als wichtigstem Bestimmungsfaktor auf. Allerdings fallen die aktuellen Ausschläge infolge der starken Energieverteuerung allem Anschein nach heftiger als in den vergangenen Perioden aus.

Abbildung B
Terms of Trade und Energieimportpreise des Euroraums



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die Terms of Trade bemessen sich als Quotient aus Export- und Importdeflatoren. Die Beobachtungen für das erste Quartal 2022 beziehen sich nur auf die Daten für Januar 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2021 (Terms of Trade) bzw. auf Januar 2022 (Energieimportpreise).

Mit der Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses geht ein negativer Einkommenseffekt für den Euroraum einher. Vor dem Hintergrund der auf kurze Sicht starren Nachfrage nach importierter Energie führen unveränderte Einfuhrmengen bei gestiegenen Preisen zu einer Übertragung von Kaufkraft des Eurogebiets auf die übrige Welt. Der negative Einkommenseffekt dieses Kaufkrafttransfers wird auf rund 1,3 Prozentpunkte des BIP im vierten Quartal 2021 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal geschätzt. Ausschlaggebend für die ungünstigeren Terms of Trade ist vor allem die Energiekomponente, deren Beitrag zu den Auswirkungen des realen Austauschverhältnisses im Schlussquartal 2021 bei 3,5 Prozentpunkten des BIP lag (siehe Abbildung C, Grafik a). Weil die Unternehmen im Euroraum ihren weltweiten Kunden höhere Exportpreise in Rechnung stellten, wurde der Einkommensverlust aus den Energieimporten zu einem gewissen Teil kompensiert. Gleichwohl stellen sich die negativen Einkommenseffekte im Eurogebiet augenscheinlich deutlich größer als in den Vereinigten Staaten oder im Vereinigten Königreich dar, deren Volkswirtschaften weniger abhängig von (Netto-)Energieimporten sind (siehe Abbildung C, Grafik b).

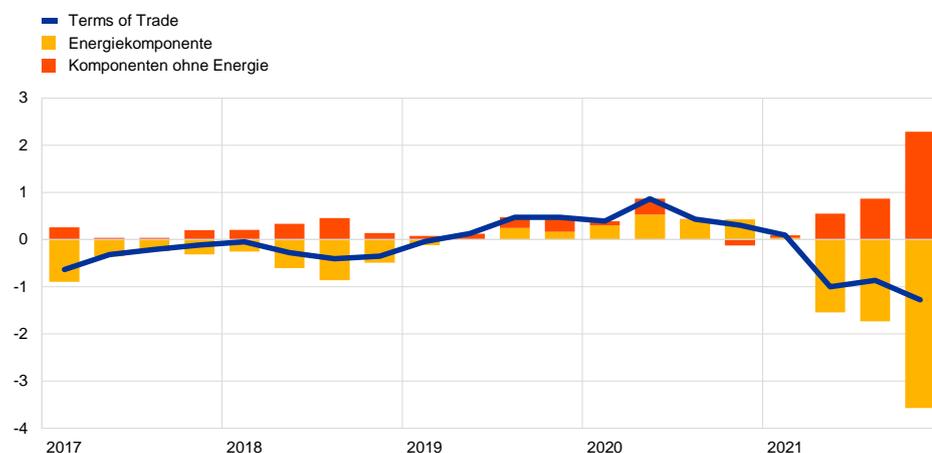
¹ Der Anteil der Energieeinfuhren an den gesamten Waren- und Dienstleistungsimporten des Euroraums belief sich im vierten Quartal 2021 auf 10,1 %.
² Im Jahr 2020 wurden 80 % der Rohöleinfuhren des Euroraums in US-Dollar abgerechnet.

Abbildung C

Einkommenseffekte der Terms of Trade

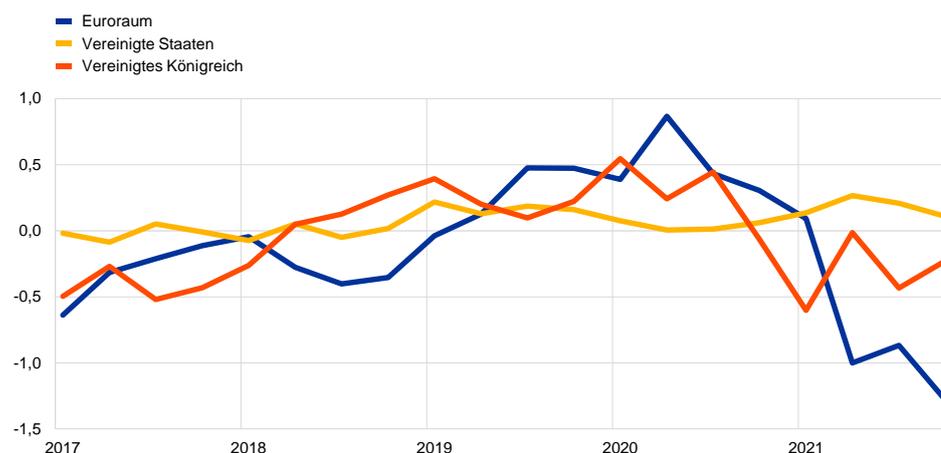
a) Euroraum: Beitrag nach Einzelkomponenten

(vierteljährliche Betrachtung der Auswirkung auf das jährliche Wirtschaftswachstum in Prozentpunkten)



b) Euroraum, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten im Vergleich

(vierteljährliche Betrachtung der Auswirkung auf das jährliche Wirtschaftswachstum in Prozentpunkten)



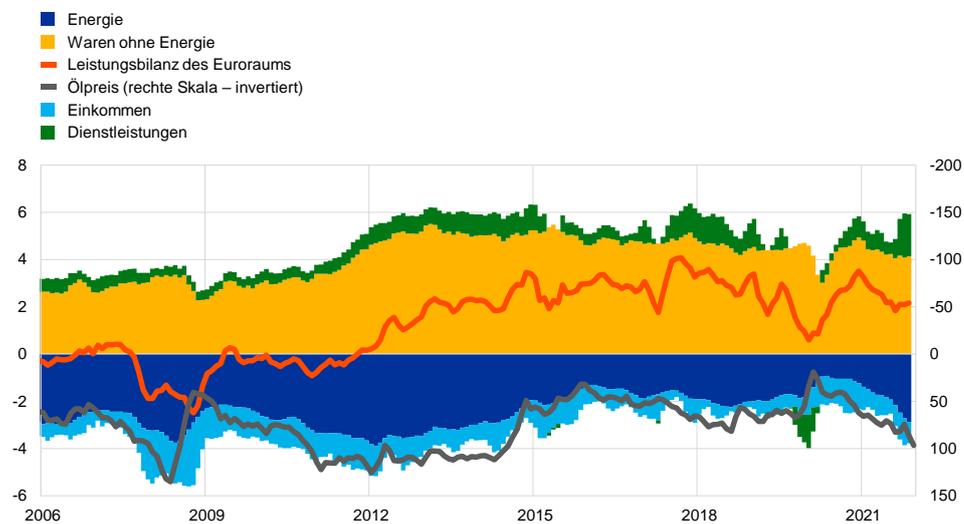
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Einkommenseffekt der Terms of Trade (in % des BIP) errechnet sich, indem die Veränderungen der Export- und Importpreise mit ihren entsprechenden Werten gewichtet werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Dezember 2021.

Aufgrund der Energieverteuerung hat sich der Überschuss in der Leistungsbilanz des Euroraums verringert (siehe Abbildung D). Die seit Anfang 2021 zu beobachtende Verschlechterung der Leistungsbilanz des Eurogebiets geht weitgehend auf das expandierende Defizit in der Energiehandelsbilanz zurück. Wenngleich sich der Passivsaldo im Energiehandel ausweitete, wog der positive Außenbeitrag der Dienstleistungen die verschlechterte Warenhandelsbilanz etwas auf. Langfristig betrachtet hat der Euroraum auf aggregierter Ebene eine nahezu ausgeglichene Netto-Auslandsposition erreicht, nachdem im vergangenen Jahrzehnt kontinuierlich Leistungsbilanzüberschüsse aufgebaut worden waren.

Abbildung D Leistungsbilanz

(linke Skala: in % des BIP, gleitende Dreimonatssumme; rechte Skala: US-Dollar je Barrel, monatlicher Durchschnitt)



Quellen: EZB, Eurostat, US Energy Information Administration, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022 (Ölpreise) bzw. auf Januar 2022 (alle übrigen Zeitreihen).

Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen

Gwenaël Le Breton, Richard Morris und Lina Segers

Im vorliegenden Kasten sind die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 67 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet gewinnen konnte. Die Umfrage fand überwiegend im Zeitraum vom 20. bis zum 30. März 2022 statt.¹

Mit Blick auf die Wirtschaftstätigkeit berichteten die Unternehmen insgesamt von einem guten Jahresauftakt. Aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Baugewerbe wurde weiterhin eine hohe oder steigende Nachfrage gemeldet. Diese spiegelte sich in einer soliden Auftragslage wider, während das Produktionsniveau nach wie vor überwiegend durch angebotsseitige Faktoren bestimmt wurde. Zwar sei bei einigen Engpässen (insbesondere der Knappheit an Halbleitern in der Automobilindustrie) eine allmähliche Entspannung zu verzeichnen, doch die Beeinträchtigungen durch den Mangel an Materialien und Komponenten aufgrund von Lieferverzögerungen im Seefrachtverkehr und anderen Faktoren hätten sich in den vergangenen Monaten nicht aufgelöst. Im Zuge der Corona-Pandemie sei es zudem zu erheblichen Arbeitszeitausfällen gekommen, deren Auswirkungen auf die Produktion jedoch durch die allgemeinen Lieferprobleme überdeckt worden seien. Die Ansprechpartner im Dienstleistungssektor vermeldeten für das erste Quartal 2022 in vielen Teilbereichen ebenfalls eine breit angelegte Wachstumsdynamik. Durch die Ausbreitung der Omikron-Variante des Coronavirus um die Jahreswende sei die Erholung im Gastgewerbe, in der Tourismusbranche und bei den Freizeitdienstleistungen vorübergehend ins Stocken geraten. Inzwischen zeichne sich in diesen Bereichen, nun da die Eindämmungsmaßnahmen wieder aufgehoben würden und sich die Verbraucher offensichtlich weniger von der Pandemie einschränken ließen, jedoch erneut eine Belebung ab.

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine habe die Aussichten eingetrübt und bringe erhebliche Abwärtsrisiken mit sich. Viele der befragten Unternehmen gaben an, dass sich ihre Geschäftslage nach dem Ausbrechen des Konflikts Ende Februar abrupt verändert habe, allerdings eher in preislicher und kostenmäßiger Hinsicht als in Bezug auf die Wirtschaftstätigkeit. Die direkten finanziellen Auswirkungen des Krieges seien gering, und unmittelbare Beeinträchtigungen der Produktion (und der Vorleistungsnachfrage) beschränkten sich überwiegend auf bestimmte Industriezweige, die auf Materialien oder Komponenten aus Russland oder der Ukraine angewiesen seien oder in denen bestimmte Teile der Produktion aufgrund der gestiegenen Energiekosten unrentabel geworden seien. Hierdurch – wie auch durch die Verbreitung der Omikron-Variante in China und die daraufhin ergriffenen Gesundheitsschutzmaßnahmen – könne es zu neuen (potenziellen) Lieferstörungen kommen. Einige wenige Unternehmen berichteten von allgemeinen

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

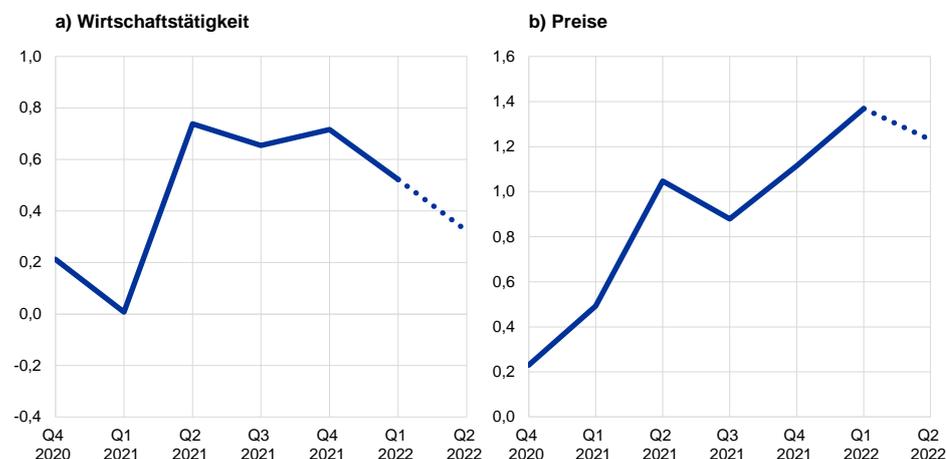
Verhaltensänderungen, die sie als erste Anzeichen für breitflächigere Nachfrageeffekte werteten. So würden die Haushalte auf günstigere Produkte ausweichen und ihre Pkw-Nutzung reduzieren, während Unternehmen Werbeaufträge aufschöben. Die meisten Unternehmen rechneten damit, dass die steigende Inflation in den kommenden Quartalen die Konsumausgaben dämpfen werde und dass die Unsicherheit sowie die gestiegenen Kosten die Unternehmensinvestitionen belasten würden. Gemildert wurde diese Einschätzung jedoch durch die Auffassung, dass sich eine geringere Nachfrage in Anbetracht des nach wie vor durch Lieferengpässe geprägten Umfelds nur schrittweise auf die Produktion auswirken werde. Außerdem würden die nachlassenden Befürchtungen im Zusammenhang mit der Pandemie das Wachstum im Dienstleistungssektor weiter stützen. Insgesamt erwarteten die Unternehmen deshalb tendenziell eher eine konjunkturelle Abschwächung als einen plötzlichen Einbruch der Wirtschaftstätigkeit. Zugleich hoben sie die enorme Unsicherheit und die beträchtlichen Abwärtsrisiken hervor, die zum Tragen kommen könnten, sollte der Konflikt in der Ukraine eskalieren.

Den Unternehmen zufolge haben sich die Beschäftigungsaussichten und die Arbeitsmarktlage kaum verändert. Viele Befragte gaben an, dass es nach wie vor schwierig sei, Mitarbeiter zu gewinnen und zu binden. Dies gelte insbesondere für hoch qualifizierte Fachkräfte in bestimmten Bereichen sowie für Beschäftigungsverhältnisse, bei denen die Arbeitsbedingungen mitunter als unattraktiv empfunden würden, weil sie z. B. mit Schichtarbeit oder Auswärtstätigkeiten einhergingen. Der Konflikt in der Ukraine dürfte sich nach Einschätzung der Ansprechpartner auf kurze Sicht nur wenig auf das Angebot und die Nachfrage nach Arbeitskräften auswirken. Unternehmen, die ihre Produktion aufgrund von Engpässen bei den Vorleistungen oder wegen der gestiegenen Energiepreise drosseln mussten, stellten Mitarbeiter entweder vorübergehend frei oder bauten befristete Arbeitsverhältnisse ab. Vor Entlassungen fest angestellter Mitarbeiter dürften die Unternehmen angesichts der Schwierigkeiten bei der Wiederbesetzung indes eher zurückscheuen.

Abbildung A

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

(Durchschnitt der von den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern der EZB vergebenen Scorewerte auf einer Skala von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg))



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Scorewerte spiegeln wider, wie die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der EZB, die die Telefonumfrage durchführen, die Antworten der befragten Unternehmen zur Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Absatz, Produktion und Auftragslage) sowie der Preise in ihrem jeweiligen Sektor im vorangegangenen Quartal im Durchschnitt einschätzen. Die Skala der Scorewerte reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Scorewert von 0 bedeutet keine Veränderung; ein Scorewert von 1 entspricht einem normalen Wachstum. Die gepunktete Linie zeigt die Erwartungen für das kommende Quartal an.

Der Preis- und Kostendruck blieb hoch und wurde durch den Konflikt in der Ukraine weiter verstärkt.

Die meisten Befragten beschrieben ihr Preisumfeld in den ersten Monaten des laufenden Jahres als sehr dynamisch. Der Kostendruck durch den Preisschub, der im Jahr 2021 bei vielen Rohstoffen und auch bei den Logistikkosten verzeichnet worden sei, wirke noch immer entlang der Wertschöpfungskette durch. Zudem habe der Konflikt in der Ukraine inzwischen weiteren Kostendruck geschürt und zu einer außerordentlich hohen Volatilität nicht nur der Gas- und Strompreise, sondern auch der Preise für viele Rohstoffe (insbesondere Metalle, Holz, Öl-derivate und Nahrungsmittel) geführt. Die Bedingungen für ein Durchwirken dieser höheren Kosten auf die Preise seien in den meisten Sektoren nach wie vor sehr günstig. Während Preiserhöhungen bei den Endkunden und in endkundennahen Bereichen noch auf größeren Widerstand stießen, fänden sich insbesondere Geschäftskunden inzwischen mit steigenden Preisen ab. Zahlreiche Unternehmen gaben an, häufiger Preisanpassungen vorzunehmen als zuvor und/oder sich beispielsweise durch Aufnahme neuer Indexierungsklauseln in ihre Verträge auf das neue Umfeld einzustellen.

Die befragten Unternehmen rechnen nach wie vor mit stärkeren Lohnzuwächsen.

In diesem Jahr werde das Lohnwachstum noch im Zeichen der überwiegend sehr moderaten Tarifabschlüsse der Jahre 2020 und 2021 stehen. Die jüngsten Tarifvereinbarungen seien jedoch im Schnitt etwas höher ausgefallen, und auch bei den laufenden und bevorstehenden Verhandlungen seien insgesamt etwas höhere Abschlüsse zu erwarten. Deshalb gehen die meisten Unternehmen von einem allmählich steigenden Lohnruck aus. Als Haupttriebkraft nannten sie die gegenwärtig hohe Inflation und die Aufhellung am Arbeitsmarkt. Angesichts der unsicheren Aussichten für die Produktion wie auch die Preisentwicklung könnte die

Laufzeit der anstehenden Tarifverträge nach Einschätzung einiger Befragter kürzer als sonst üblich ausfallen.

Jüngste Bestimmungsfaktoren der Ersparnisbildung privater Haushalte über die Vermögensverteilung

Niccolò Battistini, Alina Bobasu und Johannes Gareis

Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der Ersparnisbildung privater Haushalte anhand von Einlagenströmen in der Vermögensverteilung seit Beginn der Corona-Pandemie (Covid-19) im März 2020 bis zu dem Mitte 2021 einsetzenden Inflationsanstieg betrachtet. Die Einlagenströme werden als

Näherungsgröße für die Ersparnisse der privaten Haushalte herangezogen, da private Haushalte vor allem auf diesem Weg Ersparnisse bilden.¹ Rund die Hälfte der Veränderungen im Bestand der liquiden Aktiva privater Haushalte entfällt auf Einlagen. Im Falle wirtschaftlicher Schocks helfen sie insbesondere ärmeren Haushalten, den Konsum zu glätten.² Die behördlich angeordneten und freiwilligen Mobilitätsbeschränkungen wirkten sich zusammen mit den politischen Stützungsmaßnahmen in besonderer Weise aus, denn es kam zu einem Rückgang der Konsumausgaben in kontaktintensiven Branchen einerseits und Einkommensresilienz andererseits. Dies führte in den Frühphasen der Pandemie zu einem deutlichen Anstieg der Einlagenströme. Seitdem hat sich der Aufbau von Einlagen infolge der zuletzt stark gestiegenen Inflation, der Nachfrageerholung und beträchtlicher Lieferengpässe verlangsamt.³ Dabei entwickelten sich die Einlagenströme in den einzelnen Haushaltsgruppen unterschiedlich.⁴ Im Folgenden werden die Bestimmungsfaktoren der Einlagenströme privater Haushalte im Euro-Währungsgebiet über die gesamte Vermögensverteilung hinweg untersucht. Angesichts der möglichen makroökonomischen Auswirkungen wirtschaftlicher Ungleichheit kommt der Verteilungsdimension hier besondere Bedeutung zu.⁵ Gegenstand der Analyse ist der Zeitraum vom Beginn der Covid-19-Pandemie im ersten Quartal 2020 bis zum einsetzenden Inflationsanstieg im zweiten Quartal 2021. Für die Analyse wurden Daten aus den Distributional Wealth Accounts

¹ Die gesamten Ersparnisse privater Haushalte umfassen nicht nur Änderungen der Einlagenbestände. Private Haushalte sparen in der Regel auf vielfältige Weise: Einzahlungen auf ein Bankkonto oder Erwerb von Finanzanlagen (wie Aktien, Investmentfondsanteilen und Anleihen), Immobilien oder sonstigen Vermögenswerten (wie nichtfinanziellem Betriebsvermögen, wenn es sich bei den Privathaushalten um Einzelunternehmen handelt).

² Liquide Aktiva beziehen sich hier auf die Summe aus Einlagen, Anleihen und börsennotierten Aktien. Mit Blick auf die Vermögensverteilung entfallen im Bereich der unteren 50 % der Verteilung rund 80 % aller Veränderungen der liquiden Aktiva auf Einlagenströme. Im Bereich der nächsten 40 % liegt der Anteil bei etwa 70 %, während er bei den obersten 10 % lediglich 36 % beträgt.

³ Ein Überblick über die Entwicklung der gesamten Ersparnisse der privaten Haushalte und ihre Bestimmungsfaktoren während der Pandemie findet sich in: EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020; EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

⁴ Siehe hierzu etwa EZB, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁵ Siehe etwa EZB, [Wirtschaftliche Ungleichheit und Vertrauen der Öffentlichkeit in die Europäische Zentralbank](#), im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

(DWA) für den Euroraum vom ersten Quartal 2009 bis zum dritten Quartal 2021 herangezogen.⁶

Seit der globalen Finanzkrise ist die Ungleichheit des Bestands an Einlagen privater Haushalte gestiegen, wenngleich es in den vergangenen Jahren Anzeichen einer Stabilisierung gab. Der Aufwärtstrend bei der Ungleichheit der Einlagenverteilung, die anhand des Gini-Koeffizienten und der obersten 10 % der Vermögensverteilung gemessen wird, verstärkte sich von 2011 bis 2015 und stand damit weitgehend im Einklang mit der Vermögensungleichheit insgesamt. In diesem Zeitraum erhöhten die privaten Haushalte im obersten Dezil der Vermögensverteilung ihre Einlagen um rund 600 Mrd €, während die privaten Haushalte in der unteren Hälfte ihren Einlagenbestand um etwa 50 Mrd € reduzierten. Während der anschließenden Konjunkturerholung verringerte sich die Ungleichheit dann allerdings (siehe Abbildung A). Nach Ausbruch der Pandemie erhöhten sich die verschiedenen Messgrößen der Ungleichheit geringfügig, sanken aber im zweiten und dritten Quartal 2021 wieder leicht.⁷ Dennoch bestehen weiterhin erhebliche Unterschiede. Im dritten Quartal 2021 hielten die 10 % Privathaushalte mit dem größten Vermögen rund 45 % aller Einlagen, während auf die unteren 50 % der Vermögensverteilung nur ein Anteil von 17 % entfiel.

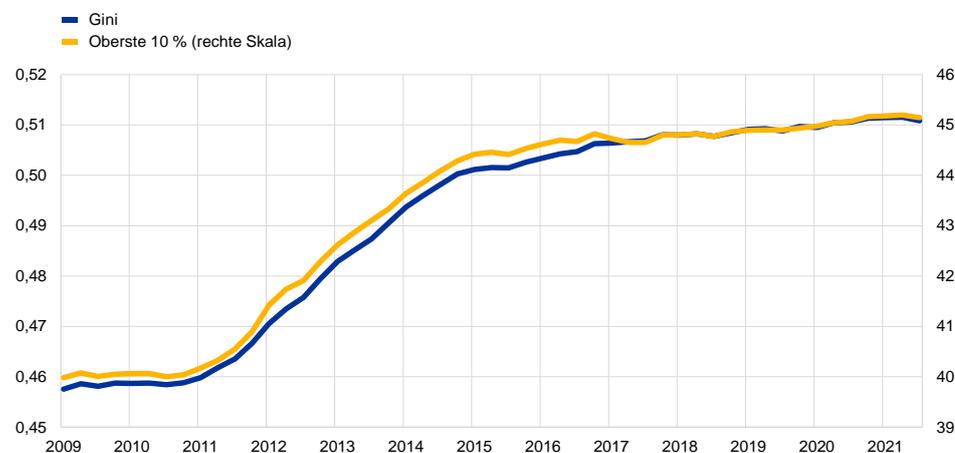
⁶ Die DWA sind ein experimenteller Datensatz, bei dem historische Beziehungen zwischen den Aggregaten der gesamtwirtschaftlichen vierteljährlichen Sektorkonten und Umfrageverteilungen verwendet werden, um die Nettovermögensverteilung, die in den verschiedenen Umfragerunden der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum ermittelt wurde, zu extrapolieren. Da sich die DWA noch in der Entwicklungsphase befinden, sind die hier verwendeten ersten Ergebnisse als vorläufig zu betrachten.

⁷ Die Entwicklung hängt auch mit der Art und Weise zusammen, wie die experimentellen DWA-Daten erstellt werden, da die letzte Umfrage, die Veränderungen in der Vermögensverteilung berücksichtigt, aus dem Jahr 2017 stammt. Daher sind die Daten für die letzten Quartale nach der zuletzt verfügbaren Haushaltsbefragung zu Finanzen und Konsum mit Vorsicht zu interpretieren. Denn sie wurden unter der Annahme einer stabilen Verteilung auf Ebene der einzelnen Finanzinstrumente extrapoliert, während sie auch Veränderungen der Vermögensverteilung aufgrund unterschiedlicher Entwicklungen über alle Instrumente hinweg berücksichtigen. Ergebnisse zu den Verteilungsveränderungen während der Pandemie werden erst mit der nächsten Haushaltsbefragung 2023 zur Verfügung stehen.

Abbildung A

Ungleichheit des Bestands an Einlagen privater Haushalte im Euroraum

(linke Skala: Index; rechte Skala: in %)



Quellen: Experimentelle DWA und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Als oberste 10 % wird der Anteil der privaten Haushalte bezeichnet, die in der Nettovermögensverteilung zu den 10 % mit dem größten Vermögen zählen.

Der jüngste Anstieg der Einlagenströme fiel für alle privaten Haushalte im historischen Vergleich hoch aus, vor allem in den Frühphasen der Pandemie.

Die in der Pandemie angeordneten und freiwilligen Beschränkungen hatten einen abrupten Rückgang der Konsumausgaben in den kontaktintensiven Branchen zur Folge. In Kombination mit der Einkommensresilienz, die den politischen Stützungsmaßnahmen zu verdanken war, führte dies zu einem signifikanten Anstieg der Einlagenströme (gemessen am Einkommen). Er war nahezu doppelt so hoch wie in der Zeit vor der Corona-Pandemie (siehe Abbildung B). Allerdings erhöhten sich die Einlagen über die Vermögensverteilung hinweg unterschiedlich stark. So entfiel auf die Haushalte im Bereich der obersten 10 % der Verteilung rund die Hälfte des Gesamtanstiegs – ihr Bestand an Einlagen war fast viermal so hoch wie jener der Haushalte in den unteren 50 %.⁸ Grund hierfür dürfte sein, dass die vermögendere Haushalte geringere Einkommenseinbußen erlitten als die ärmeren Haushalte. Außerdem könnte die uneinheitliche Entwicklung der Einlagen auch auf die Besonderheiten der Corona-Pandemie zurückzuführen sein, weil reichere Privathaushalte tendenziell einen größeren Anteil ihrer Konsumausgaben für Dienstleistungen aufwenden, die in der Pandemie stark eingeschränkt waren.⁹ Im zweiten und dritten Quartal 2021 schwächte sich das Wachstum der Einlagen angesichts der Erholung des Konsums in den kontaktintensiven Branchen und des zunehmenden Inflationsdrucks ab. Dennoch wurden weiterhin mehr Einlagen gebildet als vor der Covid-19-Pandemie.

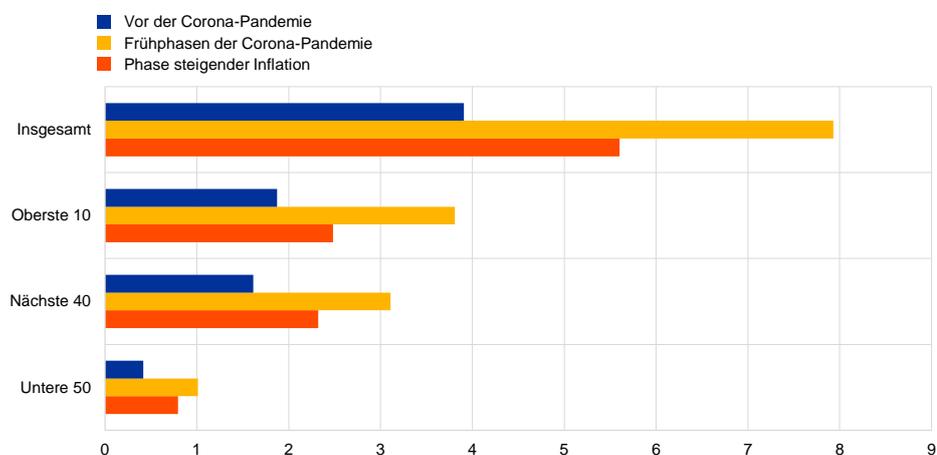
⁸ Bestätigt wird dies durch eine Analyse von Daten zu Bankeinlagen in Frankreich. Siehe D. Bounie et al., [Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Transaction & Bank Data](#), Discussion Paper Series des CEPR, Nr. DP15474, 2020.

⁹ Siehe EZB, [Einkommensungleichheit im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 1, in: Geldpolitik und Ungleichheit, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

Abbildung B

Einlagenströme über die gesamte Vermögensverteilung

(Veränderung in % des gesamten verfügbaren Einkommens)



Quellen: Experimentelle DWA, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Vor der Corona-Pandemie“ bezieht sich auf den Zeitraum vom vierten Quartal 2014 bis zum vierten Quartal 2019.

„Frühphasen der Corona-Pandemie“ bezeichnet den Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum ersten Quartal 2021. „Phase steigender Inflation“ bezieht sich auf den Zeitraum vom zweiten bis zum dritten Quartal 2021. Änderungen des Einlagenbestands werden anhand des gesamten verfügbaren Einkommens im entsprechenden Zeitraum normiert. Alle Daten sind saisonbereinigt.

Anhand eines empirischen Modells werden die Bestimmungsfaktoren, die den Einlagenströmen der privaten Haushalte zugrunde liegen, über die Vermögensverteilung hinweg voneinander abgegrenzt.¹⁰

Strukturelle Triebkräfte gesamtwirtschaftlicher Schwankungen können sich in unterschiedlicher Weise auf die Einlagenströme der Privathaushalte auswirken. Im Zuge einer konjunkturellen Belebung mit einer höheren nachfrageinduzierten Inflation sollten sowohl die realen Konsumausgaben als auch die Realeinkommen steigen. Bei einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit und einer höheren kosteninduzierten Inflation hingegen sollten die realen Konsumausgaben und die Realeinkommen gleichzeitig sinken. Um den Einfluss der die Einlagenströme bestimmenden Faktoren beurteilen zu können, wird anhand der vierteljährlichen Wachstumsraten der realen privaten Konsumausgaben, des Deflators der privaten Konsumausgaben und der Einlagenströme über die Vermögensverteilung hinweg ein empirisches Modell geschätzt. In dem Modell werden nachfrage- und kosteninduzierte Schocks identifiziert. Dabei wird unterstellt, dass sich die realen privaten Konsumausgaben als Reaktion auf nachfrageinduzierte Schocks erhöhen und auf kosteninduzierte Schocks verringern, während beide Schocks zu einem Anstieg des Deflators der privaten Konsumausgaben führen. Des Weiteren bilden Veränderungen des Google-Mobilitätsindex die Auswirkungen der pandemiebedingten Einschränkungen auf die Konsumausgaben in kontaktintensiven Branchen ab.¹¹ Da die Analyse darauf abzielt, den Einfluss dieser strukturellen Faktoren auf die Einlagenströme zu

¹⁰ Die Analyse basiert auf einem strukturellen Vektorautoregressionsmodell (SVAR-Modell) mit Null- und Vorzeichenrestriktionen, das für den Stichprobenzeitraum vom ersten Quartal 2009 bis zum dritten Quartal 2021 mittels bayesianischer Verfahren geschätzt wird. Ein ähnlicher Modellansatz findet sich in: EZB, Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

¹¹ Der Google-Mobilitätsindex für den Euroraum wird als exogene Variable in das Modell eingeführt. Er wird als zusammengesetzter Indikator berechnet, der den Durchschnitt der Euroraum-Teilindizes für die Bereiche Freizeit, Arbeitsstätten sowie Bahnhöfe und Haltestellen abbildet und auf Ebene der Länderindizes bevölkerungsgewichtet ist.

erfassen, unterliegt die Reaktion dieser Variablen auf alle Schocks keinen Restriktionen.¹²

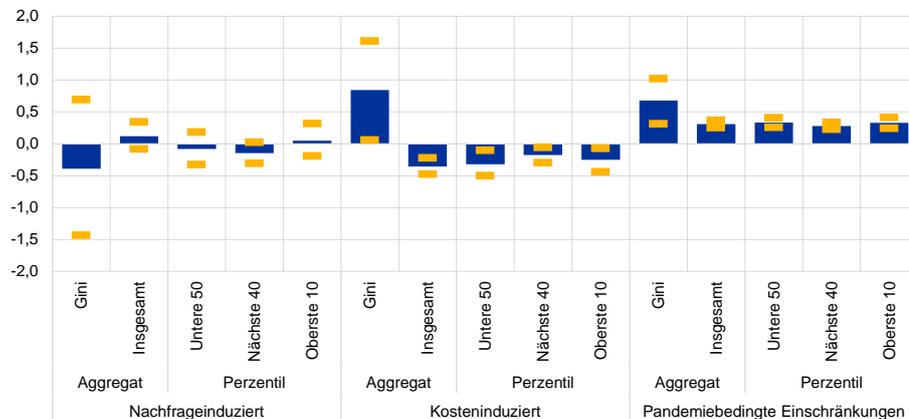
Beschränkungen beim Konsum kontaktintensiver Dienstleistungen schlagen sich positiv in den Einlagenströmen nieder, während die Folgen einer steigenden Inflation von den zugrunde liegenden Faktoren abhängen. Die Ergebnisse der Untersuchung deuten darauf hin, dass die verschiedenen Bestimmungsfaktoren der Inflation asymmetrisch wirken. Kosteninduzierte Inflationsschocks belasten die Einlagenströme und verschärfen die Ungleichheit der Ersparnisverteilung, da sie die Reallöhne sinken lassen und somit ärmere Haushalte relativ gesehen stärker beeinträchtigen (siehe Abbildung C). Die Schocks haben zudem statistisch signifikante Auswirkungen. Im Gegensatz dazu haben nachfrageinduzierte Inflationsschocks tendenziell entgegengesetzte und statistisch insignifikante Effekte. Was den Einfluss der pandemiebedingten Einschränkungen betrifft, so sind die Auswirkungen des veränderten Mobilitätsverhaltens auf den Konsum, die Preise und die Ungleichheit mit denen eines kosteninduzierten Inflationsschocks vergleichbar. Allerdings nehmen die Einlagenströme als Reaktion auf den Pandemieschock zu. Dies ist den negativen Folgen der angeordneten und freiwilligen Beschränkungen des Konsums kontaktintensiver Dienstleistungen zuzuschreiben.

¹² Außerdem wird unterstellt, dass die realen privaten Konsumausgaben und der Deflator der privaten Konsumausgaben nicht auf andere, nicht identifizierte Schocks reagieren. Dies wird durch die Auferlegung von Nullrestriktionen gewährleistet. Weitere Einzelheiten zur Methodik finden sich in: EZB, Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung C

Veränderung der Einlagenströme über die gesamte Vermögensverteilung

(vierteljährliche Wachstumsraten; in Prozentpunkten)



Quellen: Experimentelle DWA, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die strukturellen Bestimmungsfaktoren der Einlagenströme privater Haushalte über die gesamte Vermögensverteilung hinweg werden anhand eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells (SVAR-Modell) bewertet. Das Modell ist durch Null- und Vorzeichenrestriktionen gekennzeichnet, wobei ein positiver nachfrageinduzierter Schock zu einer Erhöhung der realen privaten Konsumausgaben und des Deflators der privaten Konsumausgaben führt. Ein positiver kosteninduzierter Schock zieht indes einen Anstieg des Deflators der privaten Konsumausgaben und einen Rückgang der realen privaten Konsumausgaben nach sich. Die Impuls-Antwort-Reaktionen der Einlagenströme (insgesamt und für verschiedene Messgrößen der gesamten Nettovermögensverteilung) und des Gini-Koeffizienten bleiben unrestringiert. Es gilt die Annahme, dass die realen privaten Konsumausgaben und der Deflator der privaten Konsumausgaben nicht auf andere, nicht identifizierte Schocks reagieren. Dies wird durch die Auferlegung von Nullrestriktionen gewährleistet. Die Schätzung des Modells erfolgt auf Basis vierteljährlicher Daten, die als vierteljährliche prozentuale Veränderungen im Zeitraum vom ersten Quartal 2009 bis zum dritten Quartal 2021 ausgedrückt werden. Alle Daten (mit Ausnahme des Gini-Koeffizienten) sind saisonbereinigt. Die gelben Balken beziehen sich auf das Kreditintervall von 68 %.

Im zweiten und dritten Quartal 2021 wirkten sich kosteninduzierte

Inflationsschocks negativ auf die Einlagenströme aus und führten zu einer größeren Ungleichheit der Ersparnisverteilung; dies wurde durch die Lockerung der pandemiebedingten Restriktionen teilweise ausgeglichen.

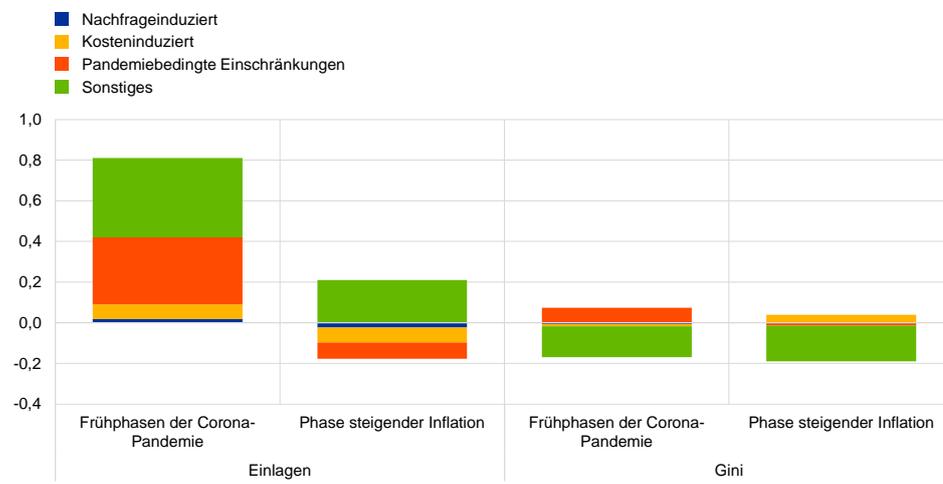
Die Zunahme der Einlagenströme vom ersten Quartal 2020 bis zum ersten Quartal 2021 war auf Beschränkungen beim Konsum kontaktintensiver Dienstleistungen und in geringerem Umfang auf disinflationäre kosteninduzierte Schocks zurückzuführen (siehe Abbildung D). Im zweiten und dritten Quartal 2021 kehrte sich dieses Bild jedoch um, da die pandemiebedingten Einschränkungen gelockert wurden und die Einlagendynamik durch eine kosteninduzierte Inflation gebremst wurde. In diesem Zeitraum schlug sich die Lockerung der Pandemiemaßnahmen in einer geringeren Ersparnisungleichheit nieder, weil der Konsum kontaktintensiver Dienstleistungen – insbesondere durch vermögendere Haushalte – angeregt wurde. Dagegen ging von der kosteninduzierten Inflation ein gegenteiliger Effekt aus, da diese das reale Arbeitseinkommen ärmerer Haushalte in relativer Betrachtung stärker belastete. Dies lässt darauf schließen, dass Privathaushalte – vor allem solche am unteren Ende der Vermögensverteilung – ihre Einlagenströme angepasst haben könnten, um die Auswirkungen des kosteninduzierten Inflationsschocks auf die Konsumausgaben abzufedern.¹³

¹³ Dies steht mit der Tatsache im Einklang, dass ärmere Haushalte einen relativ großen Anteil ihres Einkommens für Energie aufwenden. Weitere Informationen hierzu finden sich in: EZB, Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung D

Bestimmungsfaktoren der gesamten Einlagenströme und des Gini-Koeffizienten

(Beiträge zur Abweichung vom vierteljährlichen Trendwachstum im vierten Quartal 2019; in Prozentpunkten)



Quellen: Experimentelle DWA, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die strukturellen Bestimmungsfaktoren der Einlagenströme privater Haushalte über die gesamte Vermögensverteilung hinweg werden anhand eines strukturellen Vektorautoregressionsmodells (SVAR-Modell) bewertet. Das Modell ist durch Null- und Vorzeichenrestriktionen gekennzeichnet, wobei ein positiver nachfrageinduzierter Schock zu einer Erhöhung der realen privaten Konsumausgaben und des Deflators der privaten Konsumausgaben führt. Ein positiver kosteninduzierter Schock zieht indes einen Anstieg des Deflators der privaten Konsumausgaben und einen Rückgang der realen privaten Konsumausgaben nach sich. Die Impuls-Antwort-Reaktionen der Einlagenströme (insgesamt und für verschiedene Messgrößen der gesamten Nettovermögensverteilung) und des Gini-Koeffizienten bleiben unrestringiert. Es gilt die Annahme, dass die realen privaten Konsumausgaben und der Deflator der privaten Konsumausgaben nicht auf andere, nicht identifizierte Schocks reagieren. Dies wird durch die Auferlegung von Nullrestriktionen gewährleistet. Die Schätzung des Modells erfolgt auf Basis vierteljährlicher Daten, die als vierteljährliche prozentuale Veränderungen im Zeitraum vom ersten Quartal 2009 bis zum dritten Quartal 2021 ausgedrückt werden. Alle Daten (mit Ausnahme des Gini-Koeffizienten) sind saisonbereinigt. „Frühphasen der Corona-Pandemie“ bezeichnet den Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum ersten Quartal 2021. „Phase steigender Inflation“ bezieht sich auf den Zeitraum vom zweiten bis zum dritten Quartal 2021.

Die jüngste Entwicklung der Einlagenströme und der Ersparnisungleichheit privater Haushalte dürfte von den pandemiebedingten Restriktionen und der kosteninduzierten Inflation, aber auch von der Unsicherheit infolge des Krieges in der Ukraine geprägt gewesen sein. Im Schlussquartal 2021 und im ersten Quartal 2022 dürften sich die strengeren Beschränkungen des Konsums kontaktintensiver Dienstleistungen und die kosteninduzierten Inflationsschocks jeweils entgegengesetzt auf die Entwicklung der Einlagenströme ausgewirkt und in beiden Fällen die Ersparnisungleichheit verstärkt haben. Die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine könnte das Vorsichtssparen der Privathaushalte gefördert, aber auch Portfolioumschichtungen ausgelöst haben. Somit bleibt unklar, welchen Einfluss die Unsicherheit letztlich auf die Einlagenströme und deren Verteilung hatte.

Mindestlöhne und ihre Bedeutung für das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet

Gerrit Koester und David Wittekopf

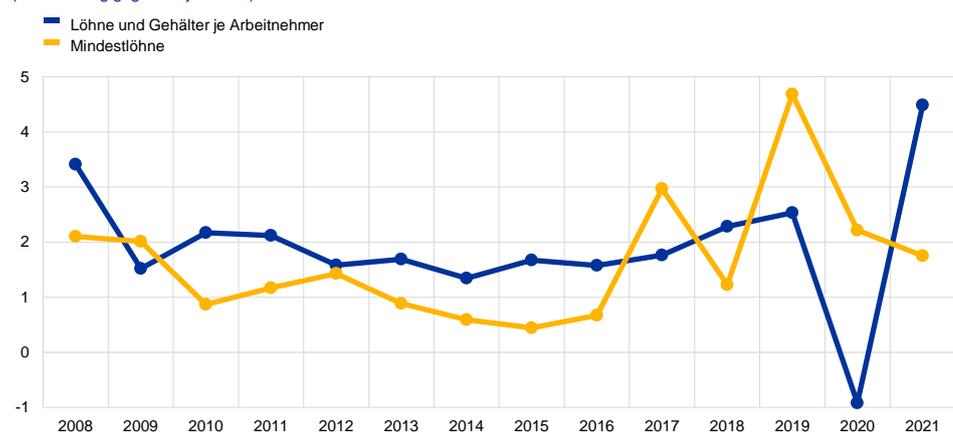
Mindestlöhne werden in zahlreichen Euro-Ländern gezahlt, und Änderungen beim Mindestlohn können sich gravierend auf das gesamtwirtschaftliche Lohnwachstum auswirken.

In 15 der insgesamt 19 Euro-Länder gibt es Mindestlöhne.¹ Deren Höhe wird anhand verschiedener Methoden bestimmt, beispielsweise unter Verwendung vorgegebener Formeln, unter Berücksichtigung der Empfehlungen von Expertenausschüssen und durch Beratung mit den Tarifpartnern. Oftmals liegt ihre Festlegung auch im Ermessen der Regierung. Die Häufigkeit von Mindestlohnanpassungen variiert von Land zu Land, aber die meisten Länder überprüfen die Höhe ihres Mindestlohns alle ein bis zwei Jahre. Änderungen der Mindestlöhne können rechnerisch gesehen einen direkten mechanischen Effekt auf das aggregierte Lohnwachstum ausüben. Ein Anstieg dieser Löhne hebt das Lohnniveau derjenigen Beschäftigten an, deren Verdienst zuvor unter dem neuen Mindestlohn lag. Durch eine Steigerung des Mindestlohns kann der Anteil der Mindestlohnempfänger in einer Volkswirtschaft zunehmen – vor allem, wenn es sich um eine umfangreiche Erhöhung handelt. Mindestlohnänderungen können sich durch Folgewirkungen auch indirekt auf die über dem Mindestlohn liegenden Löhne auswirken. Dies ist der Fall, wenn ein gewisser Abstand zu den Mindestlöhnen aufrechterhalten werden soll oder Mindestloohnerhöhungen als Referenzgröße für Tarifverhandlungen dienen.

Abbildung A

Anstieg des Mindestlohns und Entwicklung der Löhne und Gehälter im Zeitverlauf

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat (EU-SILC) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Anstieg des Mindestlohns wird für jedes Land für das entsprechende Jahr mit dem geschätzten Anteil der an Mindestlohnempfänger gezahlten Löhne und Gehälter gewichtet, der sich aus den Daten der EU-SILC-Statistik ergibt, wobei die Gewichte für 2018 für die Zeit von 2018-2021 konstant gehalten werden. Für Deutschland (wo der Mindestlohn erst 2015 eingeführt wurde) wurde für die Zeit von 2008 bis 2015 ein Anstieg um 0 % angesetzt.

¹ Bei den vier Euro-Ländern, in denen kein gesetzlicher Mindestlohn gilt, handelt es sich um Italien, Zypern, Österreich und Finnland.

Im Euro-Währungsgebiet sind die Mindestlöhne im Schnitt zwar tendenziell ähnlich rasch gestiegen wie die Löhne und Gehälter, aber das Wachstum wich in einigen Jahren auch stark vom Zuwachs bei den Löhnen und Gehältern ab.

Mit einem Wert von durchschnittlich 1,5 % vom Jahr 2009 (ungefähr ab dem Ausbruch der globalen Finanzkrise) bis 2019 (vor der Pandemie) war das Mindestlohnwachstum etwas geringer als der Anstieg der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer, der im Euroraum bei 1,8 % lag² (siehe Abbildung A). Am stärksten wich die Zuwachsrate der Mindestlöhne von jener der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer im Jahr 2019 ab, als Erstere mit 4,7 % wesentlich rascher stiegen als Letztere (2,5 %). Während der Pandemiejahre 2020 und 2021, als viele Tarifvereinbarungen nur geringe oder gar keine Erhöhungen vorsahen und die Entwicklung der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer stark im Zeichen von Kurzarbeitsmaßnahmen standen,³ nahmen die Mindestlöhne im Schnitt um 2,2 % im Jahr 2020 und 1,7 % im Jahr 2021 zu.

Häufig wird das Mindestlohniveau in zahlreichen Ländern angehoben, aber quantitativ gesehen wird die durchschnittliche Entwicklung im Eurogebiet von Veränderungen in den großen Ländern dominiert. Erstmals seit 2008 haben 2019 alle Länder, in denen Mindestlöhne gezahlt werden, das Niveau ihres jeweiligen gesetzlichen Mindestlohns angehoben (siehe Abbildung B, Grafik a). Dies trug zum relativ starken Mindestlohnanstieg im genannten Jahr bei. Haupttreiber der kräftigen Steigerung beim Aggregat des Euroraums war eine Mindestloohnerhöhung in Spanien um rund 22 % (siehe Abbildung B, Grafik b).

² Die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Stunde stieg von 2009 bis 2019 um durchschnittlich 2 %.

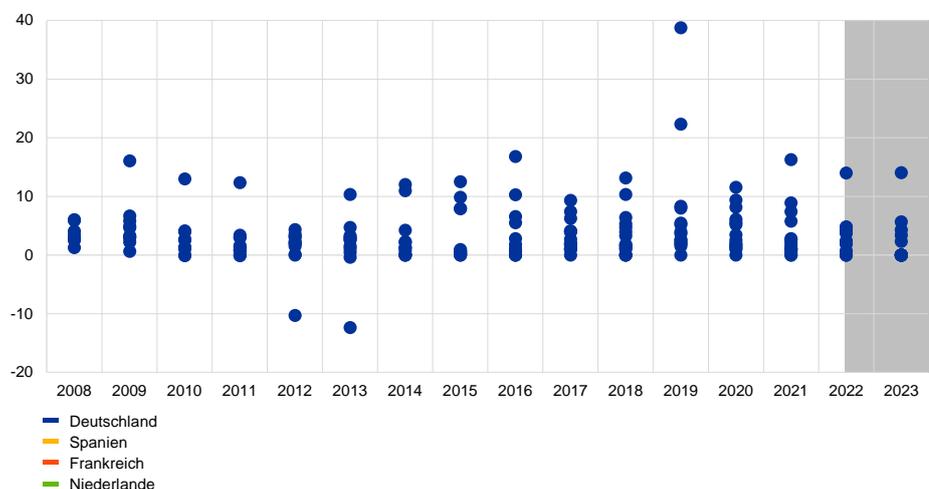
³ Siehe auch EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020; EZB, [Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Stunde und je Arbeitnehmer seit Beginn der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, in: Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet, Wirtschaftsbericht 8/2020, Januar 2021.

Abbildung B

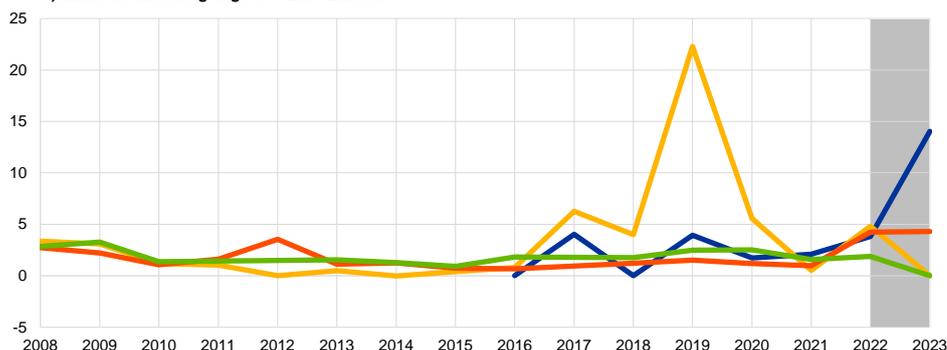
Mindestlohnanstieg in den Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

a) Verteilung des Mindestlohnanstiegs in den einzelnen Ländern im Zeitverlauf



b) Mindestlohnanstieg in großen Euro-Ländern



Quellen: Eurostat, nationale Statistikämter und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a basiert auf dem Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Die Mindestlöhne für die Zeit von 2008 bis 2021 basieren auf Daten, die Eurostat für Januar und Juli eines jeden Jahres zur Verfügung stellt. Für 2022 und 2023 spiegeln Mindestlohnsteigerungen bereits umgesetzte Steigerungen oder solche Anhebungen wider, die sich aus der Indexierung der Mindestlöhne an die Inflationsrate (unter Verwendung der jüngsten EZB-Prognose) ergeben. Hierbei wird der Monat, in dem die Anhebung wirksam wird, berücksichtigt. Der grau schattierte Bereich markiert den zukunftsorientierten Teil (2022 und 2023).

Es wird erwartet, dass die Mindestlöhne in vielen Euro-Ländern 2022 und 2023 beträchtlich steigen werden.

Auf der Grundlage aktueller Informationen wird für 2022 von einem Anstieg der Mindestlöhne in 12 der 19 Euro-Länder ausgegangen (siehe Abbildung B, Grafik a). Die stärkste Anhebung erfolgt in Deutschland, wo der Mindestlohn im Oktober 2022 auf 12 € je Stunde und damit um 25 % gegenüber dem Niveau vom Dezember 2021 (9,60 €) steigen wird. Da sie erst im vierten Quartal vorgenommen wird, wird sie sich 2022 und 2023 in der Jahreswachstumsrate des Mindestlohns widerspiegeln (siehe auch Abbildung B, Grafik b). Bei der Festsetzung des Mindestlohns sind diese kräftigen Anstiege häufig dadurch begründet worden, dass ein Aufholprozess stattfinden muss, nachdem sich die Mindestlöhne weniger stark erhöht haben als die durchschnittlichen Löhne und Gehälter. Als weiterer Grund werden die derzeit hohen Inflationsraten genannt, die vor allem Haushalte mit niedrigem Einkommen treffen, da bei diesen Haushalten die Produkte, die sich sehr stark verteuert haben (wie Energie und Nahrungsmittel),

einen vergleichsweise hohen Anteil am Warenkorb ausmachen.⁴ Angesichts der hohen Unsicherheit, mit denen die Aussichten behaftet sind, ist neben den bereits beschlossenen Erhöhungen und jenen, die sich aus den Indexierungsklauseln für Mindestlöhne ergeben, von weiteren Änderungen beim Mindestlohn in den Jahren 2022 und 2023 auszugehen.

Zur Berechnung des direkten mechanischen Effekts der Mindestlöhne auf das gesamtwirtschaftliche Lohnwachstum sind Angaben zur Anzahl der Mindestlohnempfänger erforderlich.

In diesem Kasten wird anhand von Daten aus der EU-Statistik zu Einkommen und Lebensbedingungen (EU-SILC) ein Näherungswert für den Anteil der an Mindestlohnempfänger gezahlten Löhne und Gehälter an der Gesamtheit der Löhne und Gehälter abgeleitet. Diese Daten liegen derzeit jedoch nur bis zum Jahr 2018 vor. Anschließend wird der direkte mechanische Effekt auf das Lohnwachstum insgesamt ermittelt, indem die Wachstumsrate des Mindestlohns mit dem Anteil der Mindestlöhne an den gesamten Löhnen und Gehältern multipliziert wird.⁵ Um zu beurteilen, wie sich Änderungen der Mindestlöhne nach 2018 (dem letzten Jahr, für das Daten vorliegen) auf den Anstieg der Löhne und Gehälter insgesamt auswirken, müssen weitere Annahmen in Bezug auf die Entwicklung des Anteils der Mindestlohnempfänger für die Zeit nach 2018 getroffen werden. Zu diesem Zweck werden im vorliegenden Kasten zwei Optionen betrachtet. Bei der ersten Option wird die Zahl der Empfänger konstant auf dem Niveau von 2018 gehalten. Bei der zweiten wird sie auf der Grundlage des Anteils der Arbeitnehmer angepasst, der im Jahr 2018 unter das neue Mindestlohnniveau gesunken wäre, das in den Folgejahren eingeführt wurde bzw. noch eingeführt werden soll. Bei der ersten Annahme dürften die Zahl der Empfänger und damit der direkte mechanische Einfluss auf das Lohnwachstum – vor allem bei größeren Anhebungen des Mindestlohns – unterzeichnet werden. Im zweiten Fall dürften sich Schätzungen ergeben, die hoch ausfallen, da sich die Lohnskala insgesamt in jedem Jahr tendenziell nach oben bewegt. Aus diesen beiden Optionen ergibt sich eine Bandbreite, die die Unsicherheit über das Ausmaß des direkten mechanischen Effekts von Mindestlohnänderungen widerspiegelt.

⁴ Der Effekt der Inflation auf die Mindestlöhne (z. B. über die Indexierung und die Bedeutung der Mindestlöhne für die Tarifverhandlungen in den einzelnen Sektoren) wird beschrieben von E. Gautier, D. Fougère und S. Roux, *The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France*, Working Paper Series der Banque de France, Nr.587, 2016. Zur Anfälligkeit der privaten Haushalte gegenüber Energiepreisschocks auf Grundlage ihres Einkommens siehe EZB, *Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?*, Abbildung 6, im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

⁵ Zunächst wird der Anteil der Mindestlohnempfänger auf der Grundlage der Daten aus der EU-SILC berechnet, indem der Anteil der Arbeitnehmer mit einem Einkommen in der Bandbreite zwischen 90 % und 110 % des Mindestlohns ermittelt wird. Dieser Prozentsatz wird dann auf die Gesamtzahl der Arbeitnehmer in einer Volkswirtschaft angewandt, um die Anzahl der entsprechenden Mindestlohnempfänger abzuleiten. Durch Multiplikation des Ergebnisses mit dem im jeweiligen Land geltenden Mindestlohnniveau ergibt sich der Betrag der Löhne und Gehälter, der Mindestlohnempfängern zugeordnet werden kann. So kann der Anteil dieser Gruppe an der Gesamtheit der Löhne und Gehälter eines Landes ermittelt werden. Durch Aggregation der Länderdaten wird der entsprechende Wert für den Euroraum berechnet. Eine Berücksichtigung der Unterschiede zwischen den geleisteten Arbeitsstunden von Mindestlohnempfängern und denjenigen der Beschäftigten insgesamt wirkt sich nur unwesentlich auf die Ergebnisse aus. Der Prozentsatz der Beschäftigten wurde für jedes Jahr bis 2018 (letzte verfügbare Daten) auf Basis von Mikrodaten aus der EU-SILC geschätzt. Für die restliche Erhebung wurden diese Prozentsätze unverändert beibehalten, sofern keine Verwaltungsdaten auf Länderebene verfügbar waren, um die Analyse zu ergänzen. Siehe auch EZB, [Aktuelle Entwicklung der Sozialbeiträge und Mindestlöhne im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

Mindestlohnänderungen dürften in den Jahren 2022 und 2023 stärker als sonst üblich zum Lohnzuwachs im Euro-Währungsgebiet beitragen.

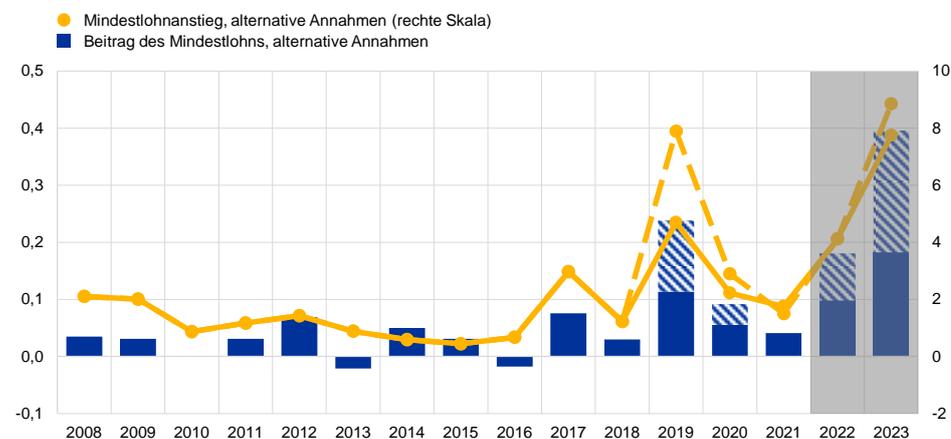
Auf der Grundlage des Anteils der Mindestlohnempfänger, der anhand der bis 2018 vorliegenden EU-SILC-Daten ermittelt werden kann, liegt der direkte mechanische Beitrag von Mindestlohnänderungen zum Anstieg der Löhne und Gehälter im Euroraum seit 2008 tendenziell bei unter 0,1 Prozentpunkten pro Jahr. Im Jahr 2019 war dieser Einfluss Schätzungen zufolge deutlich größer, wenn die potenziellen Effekte der mit 22 % ungewöhnlich hohen Mindestlohnanpassung in Spanien (siehe Abbildung B, Grafik b) auf den Anteil der Mindestlohnempfänger berücksichtigt werden. In diesem Fall erhöht sich der Beitrag der Mindestlohnänderungen zum gesamtwirtschaftlichen Lohnwachstum von rund 0,1 Prozentpunkten (bei Annahme eines verglichen mit 2018 unveränderten Anteils von Mindestlohnempfängern in Spanien im Jahr 2019) auf 0,2 Prozentpunkte (bei Annahme eines höheren Anteils von Mindestlohnempfängern in Spanien, einschließlich aller Arbeitnehmer, deren Verdienst im Jahr 2018 unter dem 2019 in Spanien eingeführten Mindestlohn von 900 € pro Monat lag). Es ist davon auszugehen, dass der Beitrag von Mindestloohnerhöhungen zum Lohnzuwachs insgesamt in den Jahren 2022 und 2023 deutlich höher ausfallen wird als üblich. Wird eine gegenüber 2018 unveränderte Zahl an Mindestlohnempfängern unterstellt, könnte der Anstieg des Mindestlohns im Euroraum 2022 mehr als 4 % betragen und sich 2023 sogar auf knapp 8 % erhöhen. Damit würde er 2022 mit etwa 0,1 Prozentpunkten und 2023 mit 0,2 Prozentpunkten beim Lohnwachstum im Eurogebiet zu Buche schlagen (siehe Abbildung C). Die hohen Mindestlohnsteigerungen im Euroraum sind im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass der Mindestlohn in Deutschland im Oktober 2022 auf 12 € je Stunde angehoben wird. Wenn der Anteil der Mindestlohnempfänger angepasst wird, um einer deutlichen Mindestloohnerhöhung Rechnung zu tragen (d. h., um in Deutschland alle Arbeitnehmer mit einem Verdienst von 12 € oder weniger je Stunde im Jahr 2018 und in Spanien alle Arbeitnehmer mit einem monatlichen Verdienst von unter 900 € im Jahr 2018 einzuschließen), könnte sich das Mindestlohnwachstum im Euroraum 2022 auf mehr als 4 % und 2023 sogar auf rund 9 % belaufen; dies entspräche einem direkten mechanischen Beitrag der Mindestlöhne zum Anstieg der Löhne und Gehälter von etwa 0,2 Prozentpunkten im Jahr 2022 und rund 0,4 Prozentpunkten im Jahr 2023.⁶

⁶ Eine Berechnung der Auswirkungen der geplanten Mindestloohnerhöhung auf das Lohnwachstum in Deutschland findet sich in: Deutsche Bundesbank, [Makroökonomische Effekte der geplanten Erhöhung des allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns auf 12 € je Stunde](#), Monatsbericht, 74. Jahrgang, Nr. 2, Februar 2022.

Abbildung C

Direkter (mechanischer) Beitrag der Mindestlohnänderungen zum Anstieg der Löhne und Gehälter

(linke Skala: in Prozentpunkten; rechte Skala: Jahreswachstumsraten)



Quellen: Eurostat (EU-SILC) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die geschätzten erwarteten Effekte für 2022 und 2023 (markiert durch die schraffierten Bereiche) basieren auf derzeit geplanten Maßnahmen und Lohnindexierungsklauseln. Die Zahl der Mindestlohnempfänger nach 2018 (dem letzten Jahr, für das Daten aus der EU-SILC verfügbar sind) ist gemäß den Annahmen des Basisszenarios unverändert (durchgezogene Linien/einfarbige Balken), während das Szenario mit alternativen Annahmen (gestrichelte Linien/schraffierte Balken) höhere Anteile vorsieht. In den alternativen Annahmen wird unterstellt, dass der Anteil der Mindestlohnempfänger in Deutschland in den Jahren 2022 und 2023 ebenso hoch ist wie der Anteil der Arbeitnehmer, die 2018 einen Stundenlohn von höchstens 12 € erhielten. Für Spanien lautet die alternative Annahme, dass der Anteil der Mindestlohnempfänger sämtliche Arbeitnehmer einschließt, deren monatlicher Verdienst 2018 unter 900 € lag. Dieser Wert entspricht dem im Jahr 2019 geltenden Mindestlohnniveau, wobei von 14 monatlichen Zahlungen pro Jahr ausgegangen wird.

5 Erklärungen für die jüngsten Fehler in den Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB

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

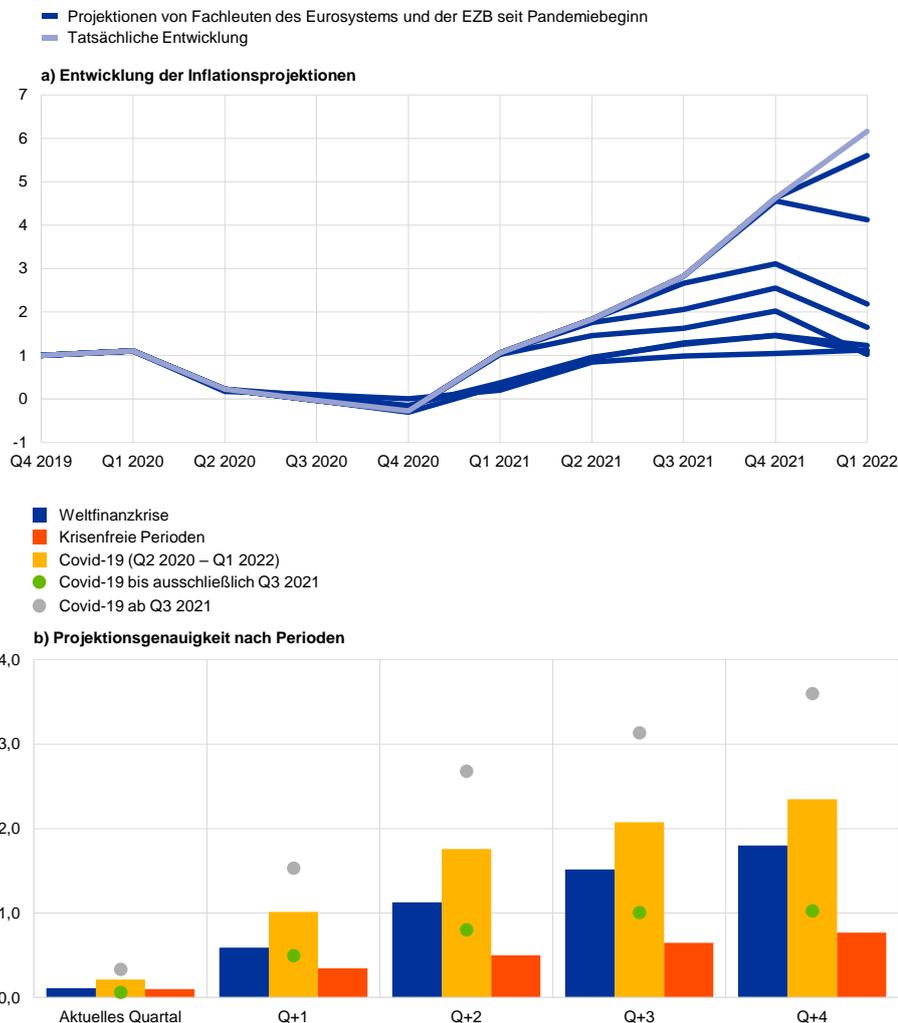
Die Expertinnen und Experten des Eurosystems und der EZB haben den Anstieg der Inflation in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen zuletzt deutlich unterschätzt, hauptsächlich aufgrund von außergewöhnlichen Entwicklungen wie einer bislang ungekannten Energiepreisdynamik oder Lieferengpässen. Die Projektionen für die HVPI-Gesamtinflation erwiesen sich im

Jahr 2020 trotz des Ausbruchs der Corona-Pandemie (Covid-19) als recht genau. Im ersten Quartal 2021 war jedoch erstmals eine gewisse Unterschätzung festzustellen, die sich ab dem dritten Jahresviertel immer deutlicher zeigte. Im ersten Quartal 2022 wich die tatsächliche Inflationsrate 2,0 Prozentpunkte von dem im Dezember 2021 projizierten Wert ab. Dies war der bislang größte Fehler einer Projektion auf Sicht von einem Quartal seit dem Jahr 1998, als die erste Ausgabe der gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht wurde (siehe Abbildung A, Grafik a). Während der Coronakrise hat die Genauigkeit der Projektionen zur HVPI-Inflation, gemessen anhand der Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers, deutlich nachgelassen (siehe Abbildung A, Grafik b). Gleichwohl waren die Projektionen bis zum zweiten Quartal 2021 (grüne Punkte) im Schnitt immer noch zutreffender als jene zu Zeiten der Weltfinanzkrise, obwohl die konjunkturellen Schwankungen damals geringer waren als im Verlauf der Pandemie. Die Genauigkeit der Projektionen verschlechterte sich im Wesentlichen ab dem dritten Quartal 2021, als unerwartete Energiepreisentwicklungen im Verbund mit Effekten, die sich einerseits aus dem Wiederhochfahren der Volkswirtschaften nach dem Wegfall der Corona-Beschränkungen und andererseits aus weltweiten Lieferengpässen ergaben, zu einem beispiellosen Anstieg der HVPI-Inflation führten (graue Punkte).

Abbildung A

Entwicklung und Genauigkeit der jüngeren Projektionen zur HVPI-Inflation

(Grafik a: Veränderung gegen Vorjahr in %; Grafik b: Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und von Fachleuten der EZB und des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet.

Anmerkung: Grafik a: Die dunkelblauen Linien stellen die von Juni 2020 bis März 2022 sukzessive veröffentlichten Projektionen dar. Grafik b: Auf der x-Achse sind Projektionszeiträume abgetragen. „Krisenfreie Perioden“ = viertes Quartal 1999 bis erstes Quartal 2008 sowie erstes Quartal 2014 bis erstes Quartal 2020; „Weltfinanzkrise“ = zweites Quartal 2008 bis viertes Quartal 2009; „Covid-19“ = zweites Quartal 2020 bis erstes Quartal 2022; die Auswahl der Zeiträume basiert auf den Arbeiten des Euro Area Business Cycle Network.

Die aus dem Jahr 2021 und dem ersten Quartal 2022 datierenden Inflationsprojektionen wurden vor dem Hintergrund eines sprunghaften Anstiegs der Energiepreise erstellt.

Sowohl die Großhandelspreise für Gas und Strom als auch die Rohölpreise verzeichneten in den letzten Quartalen außergewöhnlich hohe Jahreswachstumsraten (siehe Abbildung B, Grafik a). Die Großhandelspreise für Gas und Strom wiesen im vierten Quartal 2021 eine jährliche Steigerungsrate von 540 % bzw. 390 % auf. Dies entsprach in etwa dem Vierfachen des vormaligen, im Zeitraum 2005-2020 verzeichneten Höchststands. Zudem lagen sämtliche seit dem zweiten Quartal 2021 beobachteten Jahresänderungsraten deutlich über ihren jeweiligen historischen Werten. Der Angriff Russlands auf die Ukraine bewirkte, dass die Rohstoffpreise für Energie im ersten Quartal 2022 sogar

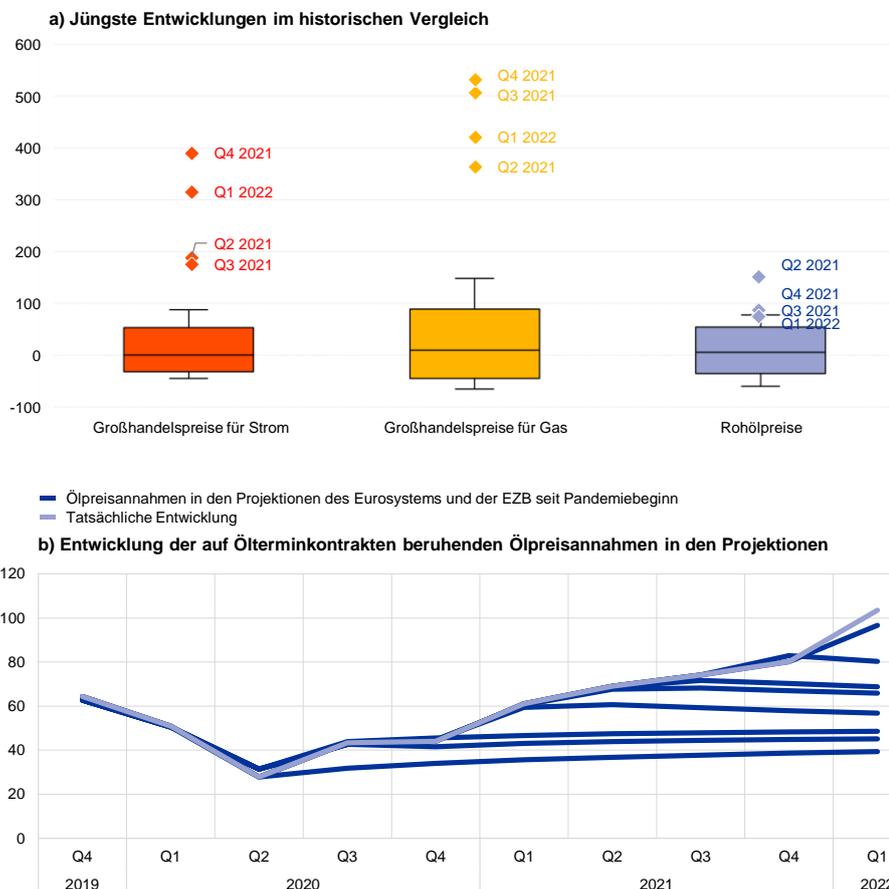
noch weiter anziehen. In den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems und der EZB werden die Preisannahmen für Energierohstoffe – gemäß der gängigen Praxis bei Zentralbanken und internationalen Institutionen – unter Bezugnahme auf marktbasierende Terminkontrakte erstellt.¹ Die außergewöhnliche Energieverteuerung war von den meisten Marktteilnehmern so nicht erwartet worden (siehe Abbildung B, Grafik b).

¹ Die Preisannahmen für Energierohstoffe werden in den Projektionen des IWF, der Europäischen Kommission und zahlreicher Zentralbanken (darunter die Federal Reserve und die Bank von Japan) auf der Basis von Ölterminkontrakten erstellt. Die OECD und die Reserve Bank of Australia verfolgen einen alternativen Ansatz und unterstellen konstante Ölpreise. Die Bank of England hingegen verwendet für die ersten sechs Monate Terminpreise und anschließend einen konstanten Ölpreis. Im jüngsten Zeitraum, in dem die Ölterminkontrakte einen gewissen Preisrückgang signalisierten, hätte die Annahme eines konstanten Ölpreises zu einer geringeren Unterschätzung der Inflation geführt. Allerdings wäre diese Verringerung in Relation zum Ausmaß der Fehler nur minimal gewesen, da der beobachtete Ölpreisanstieg beträchtlich war. Um die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Ölpreisannahmen zu begrenzen, werden die von Fachleuten des Eurosystems und der EZB erstellten Projektionen regelmäßig durch Sensitivitätsanalysen ergänzt. Diese zeigen die Auswirkungen alternativer Preisentwicklungen anhand der aus Optionen abgeleiteten risikoneutralen Preisdichte von Ölterminkontrakten.

Abbildung B

Entwicklung der Preise für Energierohstoffe

(Grafik a: Veränderung gegen Vorjahr in %; Grafik b: US-Dollar je Barrel)



Quellen: Eurostat, Bloomberg, Refinitiv und Fraunhofer ISE.

Anmerkung: Grafik a: Die Kastendiagramme stellen die Verteilung im Zeitraum vom zweiten Quartal 2005 bis zum ersten Quartal 2021 dar und decken das erste bis dritte Quartil ab. Die waagrechten Linien kennzeichnen den Höchst- und Tiefststand. Die Großhandelspreise für Strom entsprechen dem (anhand der Stromerzeugung) gewichteten Durchschnitt der Preise an den fünf größten Märkten des Euroraums. Grafik b: Die dunkelblauen Linien beziehen sich auf die Annahmen, die in den von Juni 2020 bis März 2022 sukzessive veröffentlichten Projektionen des Eurosystems und der EZB getroffen wurden. Als Referenz für die Ölpreise dient die Rohölsorte Brent. Die Daten werden vierteljährlich ausgewiesen.

Die Prognosen internationaler Institutionen und privater Organisationen zur Inflation im Euroraum wiesen in der jüngsten Vergangenheit ähnlich hohe Fehler auf.

Im Durchschnitt war die Genauigkeit der aus unterschiedlichen Quellen stammenden Inflationsprognosen während der Corona-Pandemie in etwa vergleichbar (siehe Abbildung C, Grafik a). Der allgemeine Preisanstieg im Jahr 2021 und im ersten Quartal 2022 wurde in sämtlichen Prognosen – unabhängig von deren Herkunft – deutlich unterzeichnet. Dies zeigt, dass die Erstellung solcher Prognosen in Zeiträumen extremer Konjunkturschwankungen und insbesondere stark volatiler Energiepreise mit enormen Herausforderungen verbunden ist. Die Projektionen der EZB und des Eurosystems zur HVPI-Inflation im ersten Quartal 2021 waren fehlerhafter als die Vorhersagen anderer Organisationen, allerdings nahm ihre Prognosegüte in den übrigen Jahresvierteln 2021 und im ersten Quartal 2022 in relativer Betrachtung wieder zu.

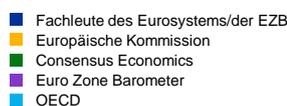
Was die Gesamtinflation betrifft, so projizierten die Expertinnen und Experten des Eurosystems und der EZB diese für den Euroraum mit ähnlicher Genauigkeit wie der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) für die USA und die Bank of England für das Vereinigte Königreich. In Abbildung C, Grafik b werden vier Datenstände aus dem Jahr 2021 miteinander verglichen und die Inflationsprognosefehler für das vierte Quartal 2021 gezeigt, als die Teuerungsraten deutlich von den Erwartungen abwichen. Sowohl die Fachleute des Eurosystems und der EZB als auch der Offenmarktausschuss der US-Notenbank verfügen bei der Erstellung ihrer Projektionen über einen leichten Informationsvorteil gegenüber der Bank of England, denn sie können aufgrund des späteren Stichtags in der Regel einen zusätzlichen Monatswert für die Inflation einbeziehen. Der sprunghafte Anstieg der Gesamtinflation, der im vergangenen Jahr in allen Volkswirtschaften festzustellen war, wurde von keiner der genannten Zentralbanken vorhergesagt; auch die hohen Prognosefehler für das vierte Quartal 2021 waren bei allen Institutionen in etwa vergleichbar.²

² Die Inflationsprojektionen des Policy Board der Bank von Japan werden lediglich als Jahresdurchschnitte für volle Geschäftsjahre veröffentlicht. Deshalb stehen keine Daten zur Verfügung, die in diesen Vergleich einfließen könnten. Allerdings legen die bisher veröffentlichten Daten zur tatsächlichen Inflation nahe, dass diese im Geschäftsjahr 2021 (das im März 2022 endete) in den Projektionen der japanischen Zentralbank überschätzt wurde. Der Verbraucherpreisanstieg blieb im genannten Zeitraum unter anderem aufgrund einer deutlichen Senkung der Mobilfunkgebühren verhalten. Hierdurch verringerte sich die am Verbraucherpreisindex ohne frische Nahrungsmittel gemessene Inflation den Schätzungen der Bank von Japan zufolge um rund 1,1 Prozentpunkte (siehe Bank von Japan, [Outlook for Economic Activity and Prices](#), Januar 2022).

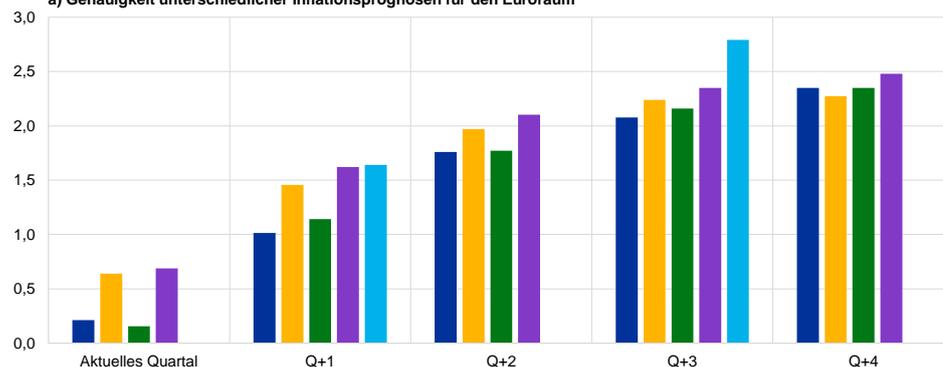
Abbildung C

Vergleich der Genauigkeit der Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB seit Beginn der Covid-19-Periode

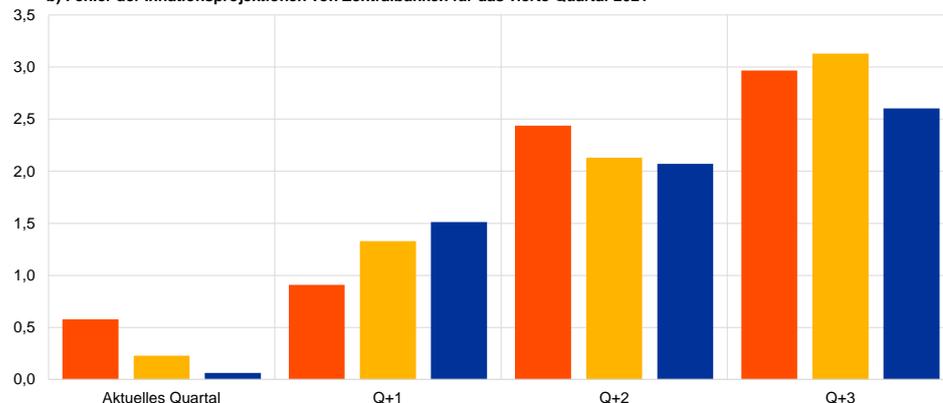
(Grafik a: Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers in Prozentpunkten; Grafik b: in Prozentpunkten)



a) Genauigkeit unterschiedlicher Inflationsprognosen für den Euroraum



b) Fehler der Inflationsprojektionen von Zentralbanken für das vierte Quartal 2021



Quellen: Von Fachleuten der EZB und des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet und EZB-Berechnungen (beide Grafiken). Grafik a: Consensus Economics, Europäische Kommission, Euro Zone Barometer, OECD und Eurostat. Grafik b: EZB, Federal Reserve (FOMC) und Bank of England.

Anmerkung: In die Covid-19-Periode fallen die Projektionen für die Zeiträume vom zweiten Quartal 2020 bis zum ersten Quartal 2022. Grafik a: Um Quartalswerte aus den monatlichen Umfragen des Euro Zone Barometer zu ermitteln, wurde jeweils die Umfrage in größter zeitlicher Nähe zum Stichtag der Eurosystem- bzw. EZB-Projektionen verwendet. Im Fall der OECD liegen aus Gründen der Datenvergleichbarkeit keine Projektionen für das aktuelle Quartal sowie für „Q+2“ und „Q+4“ vor. Grafik b: Der Projektionsfehler wird als Differenz von tatsächlicher und projizierter Inflation definiert. Im Fall des FOMC wurde jeweils der Median der Inflationsprojektionen ausgewiesen.

Im Schnitt lassen sich die Fehler, die in den jüngeren Inflationsprojektionen von Fachleuten des Eurosystems und der EZB enthalten sind, zu etwa drei Vierteln durch unzutreffende konditionierende Annahmen – insbesondere für die Energiepreise – erklären (siehe Abbildung D). Wie bereits erwähnt sind diese Projektionen so konzipiert, dass sie auf einer Reihe von Rohstoffpreisannahmen sowie Wechselkursen und Zinssätzen beruhen, die zumeist aus Finanzmarktdaten abgeleitet werden. Am häufigsten und deutlichsten trugen falsche Ölpreisannahmen zu den Fehleinschätzungen der Inflation bei (gelbe Balken). Dies betraf vor allem längere Projektionszeiträume. Der Großteil der ab dem dritten Quartal 2021

auftretenden Fehler bei den kurzen Projektionszeiträumen geht unterdessen darauf zurück, dass der Anstieg der Gas- und Strompreise vor dem Hintergrund einer noch nie dagewesenen Entkopplung der Öl- und der Gaspreise unterschätzt wurde (grüne Balken).³ Diese Fehler hängen möglicherweise auch damit zusammen, dass die Großhandelspreise für Energie schneller als erwartet auf die entsprechenden Verbraucherpreise durchwirkten. Ein Indiz hierfür sind die Gaspreise an den Großhandels- und den Verbrauchermärkten, die in letzter Zeit stärker kontemporär korrelieren.⁴ Am Strommarkt wurden die Großhandelspreise in einigen Ländern praktisch unverzüglich an die Verbraucher weitergegeben, während dies in der Vergangenheit erst nach drei bis zwölf Monaten der Fall gewesen war.⁵ Diese Fehlannahmen hatten nicht nur direkte Auswirkungen auf die Verbraucherpreise für Energie, sondern beeinflussten indirekt auch die projizierte Inflation ohne Energie (blau schraffierte Balken). Neben dem Beitrag der Energiekomponente machte sich in den Fehlern der Projektionen – vor allem auf Sicht von vier Quartalen – auch bemerkbar, dass sowohl die Teuerung als auch die konjunkturelle Erholung bei den wichtigsten Handelspartnern des Euroraums stärker ausfielen als erwartet (rote Balken). Insgesamt waren die technischen Annahmen und die damit verbundenen Fehler in Bezug auf den Preisauftrieb bei Energie in hohem Maße für die in der letzten Zeit erfolgte Unterschätzung der Inflation verantwortlich. Dies gilt in erster Linie für den Zeithorizont von einem Quartal. Hier trugen die genannten Fehler im ersten Quartal 2022 in absoluter Betrachtung 1,6 Prozentpunkte zum Gesamtfehler bei, was einem historischen Höchstwert entspricht. Im Vergleich dazu war ihr Effekt vor der Corona-Pandemie üblicherweise geringer (0,2 Prozentpunkte in absoluter Rechnung).

³ Die komplexe Preisbildung für Strom in den einzelnen Ländern des Euroraums trug ebenfalls dazu bei, dass sich die entsprechenden Verbraucherpreise nur schwer prognostizieren ließen. Siehe EZB, Entwicklungen bei den Rohstoffpreisen für Energie und deren Auswirkungen auf die Projektionen bezüglich der HVPI-Inflation für Energie, Kasten 3, in: [Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet](#), Dezember 2021.

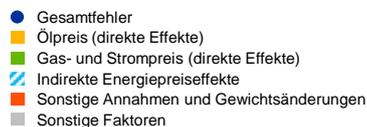
⁴ Die über 24 Monate rollierende Korrelation zwischen den zeitgleichen Bewegungen in den beiden Zeitreihen erhöhte sich von durchschnittlich 0,36 im Zeitraum 2005-2021 auf 0,92 in der zweiten Jahreshälfte 2021.

⁵ Siehe Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, [Energy markets and the euro area macroeconomy](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 113, Juni 2010.

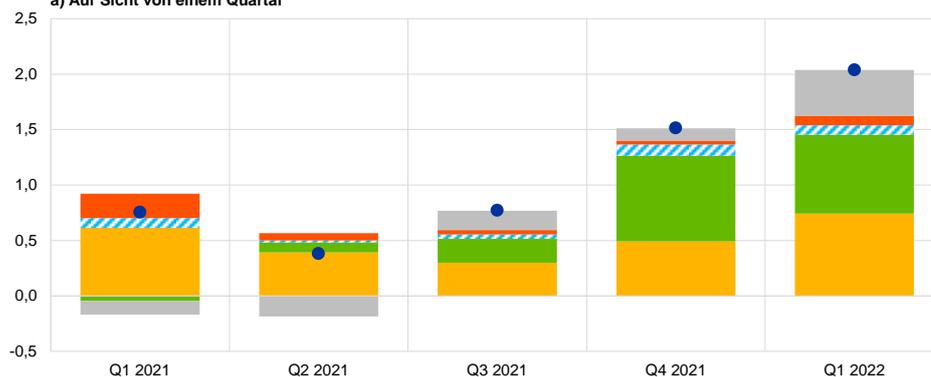
Abbildung D

Aufschlüsselung der Projektionsfehler bei der HVPI-Inflation für verschiedene Projektionszeiträume

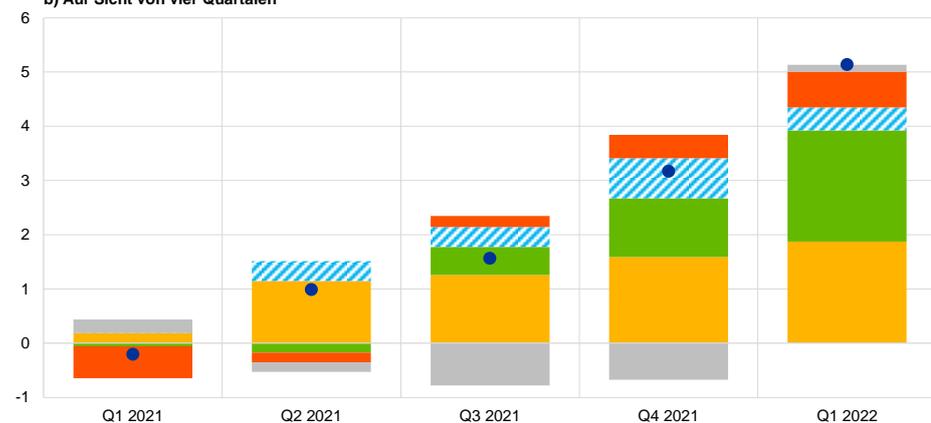
(in Prozentpunkten)



a) Auf Sicht von einem Quartal



b) Auf Sicht von vier Quartalen



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Elastizitäten, die aus den makroökonomischen Modellen der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet abgeleitet wurden.
 Anmerkung: „Gesamtfehler“ ist die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem projizierten Wert. „Auf Sicht von einem Quartal“ und „Auf Sicht von vier Quartalen“ bezeichnen den jeweiligen Projektionszeitraum. So stellt der Projektionsfehler auf Sicht von einem Quartal für „Q1 2021“ den Fehler dar, den die von Fachleuten des Eurosystems erstellten Projektionen vom Dezember 2020 für die Inflation im ersten Quartal 2021 enthalten. „Sonstige Annahmen und Gewichtsänderungen“ sind die Annahmen für die kurz- und langfristigen Zinssätze, die Aktienkurse, die Auslandsnachfrage, die Exportpreise der Wettbewerber, die Nahrungsmittelpreise und den Wechselkurs sowie der Effekt von Änderungen der HVPI-Gewichte. „Gas- und Strompreis (direkte Effekte)“ stellt den Fehler bei der Schätzung des Energiepreisanstiegs dar, der sich nicht durch fehlerhafte Öl- und Wechselkursannahmen erklären lässt. „Indirekte Energiepreiseffekte“ bezeichnet die Summe der indirekten Effekte der Öl-, Gas- und Strompreise. Bei den Ölpreisen basieren diese indirekten Effekte auf den aus den makroökonomischen Modellen des Eurosystems abgeleiteten Elastizitäten. Bei den Gas- und Strompreisen werden die indirekten Effekte unter Annahme einer sich proportional zum Ölpreisschock verhaltenden Elastizität berechnet.

Sonstige Faktoren, die zu den fehlerhaften Inflationsprojektionen beigetragen haben dürften, umfassen unerwartete Effekte, die sich aus den länger anhaltenden Lieferengpässen und dem Wiederhochfahren der Wirtschaft ergeben, die unerwartet niedrige Unterauslastung am Arbeitsmarkt sowie die höheren Energiepreise, die möglicherweise stärker als üblich durchgewirkt haben. Diese außergewöhnlichen Entwicklungen ließen sich nur schwer prognostizieren. So fielen die Lieferengpässe, die sowohl auf die zügige Erholung

der weltweiten Güternachfrage als auch auf Lieferkettenstörungen zurückgingen, vor allem im zweiten Halbjahr 2021 deutlich gravierender aus als erwartet.⁶ Simulationsrechnungen der EZB deuten darauf hin, dass Lieferengpässe mit einem Anteil von rund 0,5 Prozentpunkten in der zweiten Jahreshälfte 2021 erheblich zur Dynamik des Preisauftriebs bei Industrieerzeugnissen ohne Energie beitrugen.⁷ Die Projektionsfehler bei der Teuerung von Dienstleistungen sind hauptsächlich auf die kontaktintensiven Sektoren zurückzuführen, in denen die Preise nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft kräftiger anzogen als erwartet. Die Dienstleistungspreise sind jedoch auf breiter Front gestiegen. Auch in einigen weniger kontaktintensiven Branchen – wie etwa Instandhaltung und Reparatur der Wohnung sowie Kommunikation – entstand Aufwärtsdruck. Ein weiterer Faktor dürfte die unerwartet geringe Unterauslastung am Arbeitsmarkt sein, denn die Projektionen zur Arbeitslosigkeit wurden im Betrachtungszeitraum sukzessive nach unten revidiert. Darin spiegeln sich zum Teil die Aufwärtskorrekturen wider, die von Ende 2020 bis Ende 2021 nach und nach an den Projektionen des realen BIP vorgenommen wurden. Schätzungen zufolge haben die zu niedrigen BIP-Projektionen jedoch nur geringfügig zu den Prognosefehlern bei der HVPI-Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie beigetragen. Zu guter Letzt könnte die Tatsache, dass die Entwicklung der Energierohstoffpreise stärker als üblich auf die Teuerungsrate ohne Energie durchgewirkt hat, mit höheren indirekten Effekten einhergegangen sein als in den recht moderaten modellbasierten Schätzungen (siehe blau schraffierte Balken in Abbildung D) angenommen.⁸ Dabei gilt es zu bedenken, dass die zur Beurteilung der modellbasierten Effekte verwendeten Elastizitäten grundsätzlich mit Unsicherheit behaftet sind. Im Fall der indirekten Auswirkungen der Energierohstoffpreise könnte die Unterschätzung jedoch möglicherweise auf starke Nichtlinearitäten zurückzuführen sein, die sich daraus ergeben, dass die rekordträchtigen Preiserhöhungen von den Unternehmen aufgrund der engen Margen nur begrenzt abgedeckt werden können.

Die Expertinnen und Experten des Eurosystems und der EZB überprüfen die Prognosegüte ihrer Projektionen regelmäßig und nehmen mit Blick auf die jeweils aktuellen Entwicklungen entsprechende Anpassungen an den Annahmen und den allgemeinen Modellierungsverfahren vor.⁹ Die Projektionen

⁶ Siehe beispielsweise P. R. Lane, [Bottlenecks and monetary policy](#), The ECB Blog, 10. Februar 2022; F. Panetta, [Patient monetary policy amid a rocky recovery](#), Rede an der Hochschule Sciences Po in Paris am 24. November 2021; EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021; EZB, [Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

⁷ Die Teuerung von Industrieerzeugnissen ohne Energie belief sich im selben Zeitraum auf durchschnittlich 2,1 %. Die Schätzungen erfolgen auf Basis des Ansatzes in: EZB, [Störungen der Lieferketten und ihre Auswirkungen auf die Weltwirtschaft](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022. Verwendet werden VAR-Modelle unter Berücksichtigung des Preisanstiegs bei Industrieerzeugnissen ohne Energie, der Erzeugerpreise, der Industrieproduktion, der Export- und Importvolumina und eines auf dem Einkaufsmanagerindex (EMI) basierten Näherungswerts für Engpässe (ein auf Basis des EMI geschätzter Indikator des Angebotsschocks und der Lieferzeiten der Zulieferer), der die Auswirkungen der Energiepreise außer Acht lässt. Die daraus abgeleiteten Effekte von Lieferengpässen könnten jedoch auch von der Ölpreisentwicklung beeinflusst werden. Vorläufige Schätzungen lassen darauf schließen, dass diese Effekte etwas geringer ausfallen, wenn die Ölpreise berücksichtigt (und zugrunde gelegt) werden.

⁸ Die Schätzungen zu den Auswirkungen der verschiedenen Annahmen auf die Fehler der Inflationsprojektionen beruhen auf Modellen, die von den Fachleuten des Eurosystems zur Erstellung der Projektionen verwendet werden. Näheres dazu ist in den Anmerkungen zur Abbildung D zu finden.

⁹ Siehe beispielsweise EZB, [Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems und der EZB seit der Finanzkrise](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

weisen naturgemäß inhärente Fehler auf, denn sie beruhen auf bestimmten Annahmen, die vorwiegend aus marktbasieren Daten, unter anderem zu den Energiepreisen, abgeleitet werden. Gleichwohl liefern die zuletzt gesammelten Erfahrungen einige Informationen darüber, wie die Projektionen weiter verbessert werden können, um sie belastbarer zu machen. Die technischen Annahmen, mit denen die Projektionen bestimmten Bedingungen unterworfen werden, unterliegen einer regelmäßigen Überprüfung und entsprechenden Anpassungen. Insbesondere implizieren die jüngsten Entwicklungen, dass der Energiemarkt einer gründlicheren Betrachtung bedarf. Zu diesem Zweck wurden in den letzten Projektionen bereits Annahmen zu den Großhandelspreisen für Gas und Strom sowie zum Emissionshandelssystem der EU berücksichtigt.¹⁰ Darüber hinaus sind die in den Projektionen verwendeten Modelle auf dem neuesten Stand und werden kontinuierlich verfeinert. Wie bereits in der Covid-19-Periode werden die „Workhorse“-Projektionsmodelle durch zweckgebundene Satellitenmodelle ergänzt, um spezifischen Schocks Rechnung zu tragen.¹¹ Dennoch dürften sich die kurzfristigen Inflationsprognosen im gegenwärtigen Umfeld nach wie vor als sehr schwierig gestalten, denn dieses wird von der volatilen Preisentwicklung bei Energierohstoffen bestimmt und hat sich darüber hinaus durch die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg und durch die Effekte des Wiederhochfahrens der Volkswirtschaften nach dem Wegfall der Corona-Beschränkungen weiter verschärft. Vor diesem Hintergrund können Szenario- und Sensitivitätsanalysen als Ergänzung der Basisprojektionen des Eurosystems und der EZB dazu beitragen, die Aussagekraft des Inflationsausblicks zu verbessern.¹²

¹⁰ Bis vor Kurzem erschien es angesichts der sich nahezu im Gleichlauf bewegenden Öl- und Gaspreise ausreichend, nur eine einzige Preisannahme – und zwar für Öl – zugrunde zu legen. Zudem implizierte der Preis von Emissionszertifikaten einen lediglich geringen Effekt auf die Gesamtinflation.

¹¹ Siehe beispielsweise Work stream on Eurosystem modelling, [Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 267, 2021. Zudem hat sich die EZB in ihrem Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten nicht nur zur Durchführung theoretischer und empirischer Analysen verpflichtet, sondern auch dazu, die Entwicklung neuer Modelle voranzutreiben, mit denen die Auswirkungen des Klimawandels und der zu seiner Eindämmung ergriffenen Maßnahmen überwacht werden sollen. Siehe hierzu auch EZB, [Preise von EU-Emissionszertifikaten vor dem Hintergrund des Maßnahmenplans zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten der EZB](#), Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021. Darüber hinaus wurden Satellitenmodelle erstellt, um die wirtschaftlichen Folgen von Lieferengpässen zu beschreiben. Siehe hierzu unter anderem EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021; EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022; EZB, [Aktueller Stand der Lieferkettenengpässe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2022, März 2022.

¹² Statistische Tests sämtlicher Beobachtungen von 1999 bis 2022 zeigen, dass die Projektionen der Fachleute des Eurosystems und der EZB sowohl für die HVPI-Gesamtinflation als auch für die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel in der langfristigen Perspektive verzerrungsfrei, effizient und richtungsgenau sind und dass diese Eigenschaften durch die zuletzt hohen Prognosefehler nicht signifikant beeinflusst werden. Eine Beschreibung der den Tests zugrunde liegenden Methode findet sich bei G. Kontogeorgos und K. Lambrias, [An analysis of the Eurosystem/ECB projections](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2291, 2019. Die Ergebnisse dieser über einen derart langen Zeitraum durchgeführten Tests beziehen sich zum Teil auch auf eine historische Phase sukzessiver Überschätzungen der Inflation, vor allem von 2013 bis 2016. Siehe hierzu EZB, [Prognosegüte der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems und der EZB seit der Finanzkrise](#), Wirtschaftsbericht 8/2019, Dezember 2019.

Spekulationsgeschäfte und ihre Bedeutung für den jüngsten Preisanstieg bei EU-Emissionszertifikaten

Miguel Ampudia, Giovanna Bua, Daniel Kapp und Dilyara Salakhova

Der Preis der im Emissionshandelssystem der EU (EU-EHS) gehandelten Emissionszertifikate ist seit Anfang 2018 von unter 10 € je Tonne CO₂ auf über 90 € gestiegen (siehe Abbildung A). Wie nachstehend erläutert, werden die Preise für Emissionszertifikate im Allgemeinen von nachfrageseitigen Faktoren (wie der konjunkturellen Entwicklung und der Umstellung auf andere Brennstoffe) und staatlichen Maßnahmen bestimmt. Marktkommentaren zufolge dürfte der seit Jahresbeginn 2018 zu beobachtende Preisanstieg im Wesentlichen auf eine striktere Klimapolitik in der EU und weltweit sowie auf eine Reihe von Änderungen bei der Ausgestaltung des EHS-Marktes zurückzuführen sein. Im April 2018 scheint die Einführung der überarbeiteten Emissionshandelsrichtlinie¹, die den Rahmen für die vierte Handelsperiode (2021-2030) festlegte, dem System mehr Glaubwürdigkeit verliehen zu haben.² Auch die Ankündigung des europäischen „Grünen Deals“ durch die Europäische Kommission Ende 2019 hat zu höheren Preisen für EU-Emissionszertifikate beigetragen, wie berichtet wurde. Hinzu kam die Billigung eines neuen EU-weiten Emissionsreduktionsziels durch den Europäischen Rat am Jahresende 2020.

Am stärksten sind die Preise für EU-Emissionszertifikate seit Beginn des Jahres 2021 gestiegen. Diese Zunahme dürfte auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen sein. Untersuchungen der Europäischen Kommission und Kommentare der Teilnehmer am EU-Emissionshandel lassen darauf schließen, dass der sich seit Anfang 2021 beschleunigende Preisauftrieb unterschiedlichen Ursachen zuzuschreiben ist. Erstens beflügelte das zu Jahresbeginn 2021 besonders kalte Wetter in Europa die Nachfrage nach Energie. Auf kurze Sicht schlägt sich eine höhere Energienachfrage im Falle von Produktionsrigiditäten direkt in einer höheren Nachfrage nach EU-Emissionszertifikaten und damit in höheren Preisen für diese Zertifikate nieder. Zweitens stärkte die Ankündigung des „Fit für 55“-Pakets der Europäischen Kommission mit den darin enthaltenen Gesetzesvorschlägen die Rolle des EU-Emissionshandelssystems als wichtigstes Dekarbonisierungsinstrument der EU. Drittens wird im Verlauf der Phase 4 dieses Systems, die im Jahr 2021 begann, die Anzahl der Emissionszertifikate gesenkt. Dabei werden auch die Parameter für die Marktstabilitätsreserve aktualisiert, was zu einer weiteren Verringerung der am Markt verfügbaren Zertifikate führen wird.³ Viertens sind die jüngsten Preissteigerungen überwiegend auf höhere Gaspreise zurückzuführen. Diese

¹ Siehe Richtlinie (EU) 2018/410 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2018 zur Änderung der Richtlinie 2003/87/EG zwecks Unterstützung kosteneffizienter Emissionsreduktionen und zur Förderung von Investitionen mit geringem CO₂-Ausstoß und des Beschlusses (EU) 2015/1814 (Abl. L 76 vom 19.3.2018, S. 3).

² Durch die Richtlinie wurde die Marktstabilitätsreserve geändert. Darüber hinaus wurde für Phase 4 des EHS die jährliche Reduktionsrate der Emissionsobergrenze von 1,74 % auf 2,2 % angehoben.

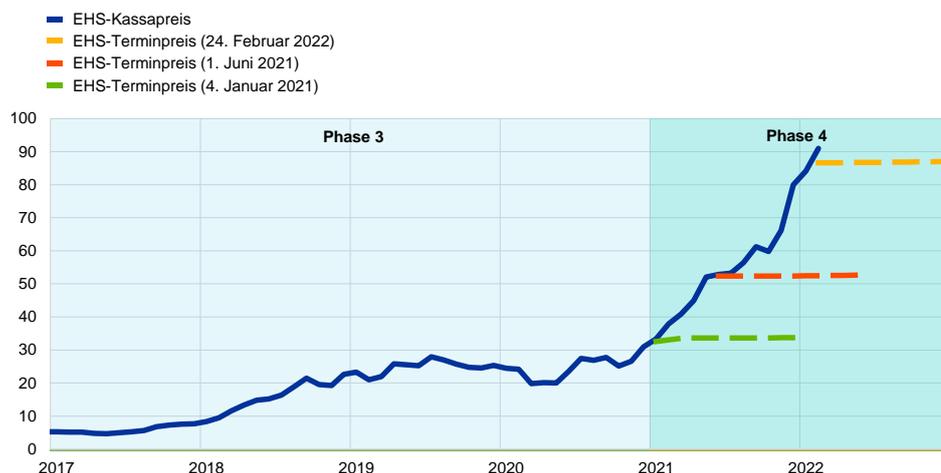
³ Weitere Informationen zu den Merkmalen des EU-EHS finden sich in: EZB, [Preise von EU-Emissionszertifikaten vor dem Hintergrund des Maßnahmenplans zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten der EZB](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

veranlassen die Stromerzeuger dazu, von Gas auf die CO₂-intensivere Kohleverstromung umzustellen, wodurch sich die Nachfrage nach Emissionszertifikaten erhöht.

Abbildung A

Kassa- und Terminpreise von Emissionszertifikaten im EU-EHS

(in € je Tonne CO₂)



Quellen: Refinitiv, Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Im Laufe der Jahre wurde das EU-EHS mehrfach verändert. Das im Jahr 2005 eingeführte System ist in Handelsperioden unterteilt, wobei aktuell die vierte Handelsphase läuft. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2022 (EHS-Kassapreise, monatliche Daten).

Da sich die Preise für EU-Emissionszertifikate in den vergangenen zwei Jahren besonders stark erhöht haben, ist auch der potenzielle Einfluss von Spekulationsgeschäften verstärkt in den Fokus geraten. Auch wenn mit einem Anstieg der entsprechenden Preise zu rechnen ist, damit die zunehmend strengen Dekarbonisierungsziele erreicht werden können, könnte eine drastische Verteuerung innerhalb eines kurzen Zeitraums darauf hindeuten, dass die Unternehmen mit rapiden Kostensteigerungen konfrontiert sind, dabei aber nicht ausreichend Zeit haben, ihre Produktionskapazitäten anzupassen. Diesbezüglich lassen Studien der Europäischen Kommission darauf schließen, dass der Preisanstieg durch ein gesteigertes Interesse von Non-Compliance-Unternehmen (z. B. Investmentfonds) am EHS gestützt wird.⁴ Marktinformationen zufolge kommt börsengehandelten Fonds und anderen Investmentfonds möglicherweise eine zunehmende Bedeutung am EHS-Markt zu.

Bislang konzentrieren sich die meisten empirischen Studien zu den Bestimmungsfaktoren der CO₂-Preise jedoch auf die strukturellen Faktoren von Preisschwankungen und lassen die Veränderungen bei Spekulationsgeschäften weitgehend außer Acht. Der Umstellungseffekt, der sich aus der Substitution von Brennstoffquellen durch andere Quellen mit abweichendem CO₂-Ausstoß ergibt, wurde in der Theorie als einer der wichtigsten Preistreiber bei Kohlenstoff ermittelt. Die Substitution erfolgt in Europa vorwiegend zwischen Gas

⁴ Unter Compliance-Unternehmen sind Unternehmen und Fluggesellschaften zu verstehen, die zur Teilnahme am EU-EHS verpflichtet sind. Non-Compliance-Unternehmen wie Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Fonds und Rohstoffhandelsfirmen (die keinen Compliance-Anforderungen unterliegen) können ebenfalls teilnehmen.

und Kohle, doch es liegen nur uneinheitliche empirische Belege dafür vor, wie sich die Brennstoffumstellung nach einer Veränderung der Kohlepreise auf die CO₂-Preise auswirkt.⁵ Als weitere wesentliche Preisdeterminanten werden in der Fachliteratur Konjunkturschwankungen⁶ sowie Preisänderungen bei Enderzeugnissen – die meist den Strompreis betreffen –⁷ genannt. Schließlich spielt auch die Witterung eine wichtige Rolle, da sie die Nachfrage nach Emissionszertifikaten beeinflussen kann, und zwar über ihren Einfluss auf den Energieverbrauch und die Erzeugung erneuerbarer Energien. Dabei scheint dem erstgenannten Effekt eine größere Bedeutung zuzukommen.⁸ In einigen Studien wurde auch untersucht, wie sich Ankündigungen zu Änderungen der Marktausgestaltung (z. B. des Zeitplans für die Ausgabe von Emissionszertifikaten) auswirken. Dabei wurde festgestellt, dass der Effekt solcher Ankündigungen auf den Preis der Emissionszertifikate erheblich ist.⁹ Nur einige wenige Analysen beleuchten die Art der Handelstätigkeit an den Kohlenstoffmärkten und deren Entwicklung im Zeitverlauf. Darin wird ein geringer Einfluss der Spekulation festgestellt.¹⁰

⁵ Ein aus der Brennstoffumstellung resultierender Aufwärtseffekt auf die Kohlepreise wird beispielsweise festgestellt in: E. Alberola, J. Chevallier und B. Chèze, Price drivers and structural breaks in European carbon prices 2005-2007, *Energy Policy*, Bd. 36, Nr. 2, Februar 2008; B. Hintermann, Allowance price drivers in the first phase of the EU ETS, *Journal of Environmental Economics and Management*, Bd. 59, Nr. 1, 2010, S. 43-56. In anderen Studien werden hingegen kaum Anhaltspunkte dafür gefunden, dass es nach Änderungen der Kohlepreise zu Umstellungseffekten kommt. Siehe beispielsweise W. Rickels, D. Görlich und G. Oberst, Explaining European emission allowance price dynamics: Evidence from Phase II, *Kiel Working Papers*, Nr. 1650, Kiel Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel), 2014.

⁶ Die meisten Studien verwenden Aktienindizes als Näherungswert für die Konjunkturentwicklung. Siehe beispielsweise W. Rickels et al., a. a. O.; N. Koch, S. Fuss, G. Grosjean und O. Edenhofer, Causes of the EU ETS price drop: Recession, CDM, renewable policies or a bit of everything? – New evidence, *Energy Policy*, Bd. 73, 2014, S. 676-685.

⁷ Siehe beispielsweise E. Alberola et al., a. a. O.; P. Aatola, M. Ollikainen und A. Toppinen, Price determination in the EU ETS market: Theory and econometric analysis with market fundamentals, *Energy Economics*, Bd. 36, März 2013, S. 380-395. In einigen Studien wird argumentiert, dass der Strompreis aufgrund des potenziellen wechselseitigen Bezugs zum Preis von EU-Emissionszertifikaten nicht einbezogen werden sollte. Siehe beispielsweise H. Fell, EU-ETS and Nordic Electricity: A CVAR Analysis, *The Energy Journal*, Bd. 31, Nr. 2, 2010, S. 1-26; Y. Lovcha, A. Perez-Laborda und I. Sikora, The determinants of CO₂ prices in the EU emission trading system, *Applied Energy*, Bd. 305, Ausgabe C, Nr. S0306261921012162, 2022.

⁸ Studien, die sich mit dem Energieverbrauch befassen, kommen übereinstimmend zu dem Schluss, dass zusätzliches Heizen und Kühlen in den ersten beiden EHS-Phasen eine Rolle gespielt haben. Siehe beispielsweise D. Bredin und C. Muckley, An emerging equilibrium in the EU emissions trading scheme, *Energy Economics*, Bd. 33, Nr. 2, 2011, S. 353-362; B. Lutz, U. Pigorsch und W. Rotfuß, Nonlinearity in cap-and-trade systems: The EUA price and its fundamentals, *Energy Economics*, Bd. 40, Ausgabe C, 2013, S. 222-232. Andererseits ist der Einfluss von Wetterveränderungen auf die Bereitstellung von erneuerbaren Energien weniger deutlich. Insgesamt legen die Ergebnisse einen marginalen Effekt auf die Preise für EU-Emissionszertifikate nahe, der auch von der Art der erneuerbaren Energie und den betrachteten Ländern abhängt; siehe beispielsweise N. Koch et al., a. a. O.

⁹ Siehe C. Conrad, D. Rittler und W. Rotfuß, Modeling and explaining the dynamics of European Union Allowance prices at high-frequency, *Energy Economics*, Bd. 34, Nr. 1, 2012, S. 316-326; N. Koch et al., a. a. O.; N. Koch, G. Grosjean, S. Fuss und O. Edenhofer, Politics matters: Regulatory events as catalysts for price formation under cap-and-trade, *Journal of Environmental Economics and Management*, Bd. 78, Ausgabe C, 2016, S. 121-139.

¹⁰ Siehe J. J. Lucia, M. Mansanet-Bataller und A. Pardo, Speculative and hedging activities in the European carbon market, *Energy Policy*, Bd. 82, Ausgabe C, 2015, S. 342-351. Der Beitrag untersucht die Entwicklung von Spekulations- und Absicherungsgeschäften in den ersten drei Phasen des EHS und kommt zu dem Schluss, dass Spekulationsgeschäfte bis zu einem gewissen Grad eine Rolle in Phase 2 gespielt haben dürften. Dabei war der Grad an Spekulation immer dann am höchsten, wenn ein neuer Kontrakt zum Handel zugelassen wurde. Darüber hinaus kam es im ersten Quartal eines jeweiligen Jahres verstärkt zu Spekulationsgeschäften. Insgesamt wurde jedoch festgestellt, dass Spekulation im Preisbildungsprozess keine große Rolle spielte. Y. Lovcha et al., a. a. O., dokumentieren ergänzend, dass bis zu 90 % der Schwankungen des CO₂-Preises historisch durch Änderungen der Fundamentalvariablen zu erklären sind.

Derzeit gibt es kaum eindeutige Belege dafür, dass es im Zusammenhang mit potenziellen Änderungen der Marktstruktur zu einer starken Zunahme von Spekulationsgeschäften gekommen wäre. Die Europäische

Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) hat in ihrem vorläufigen Bericht zur Struktur des Kohlenstoffmarktes dokumentiert, dass sich zwar die Anzahl der Gegenparteien, die Futures-Positionen auf EU-Emissionszertifikate halten, seit 2018 tendenziell erhöht hat, dass aber für alle Arten von Gegenparteien ein relativ homogener Anstieg verzeichnet wurde.¹¹ Allgemein können die Marktteilnehmer sowohl mit Spot- als auch mit Derivatekontrakten auf EU-Emissionszertifikate handeln. Anders als an anderen Derivatemärkten werden Derivate auf CO₂-Emissionszertifikate fast ausschließlich am regulierten Markt gehandelt und von zentralen Gegenparteien gecleart. Börsengehandelte Terminkontrakte stellen die gängigsten Derivate auf EU-Emissionszertifikate am Sekundärmarkt dar, wobei der Dezember-Terminkontrakt bei Weitem der liquideste Kontrakt ist.¹² Die Daten, die gemäß der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) in einem Transaktionsregister für Regulierungszwecke gespeichert werden, in dem der Handel mit finanziellen Derivatekontrakten wie börsengehandelten Terminkontrakten erfasst wird, bestätigen, dass sich die Marktstruktur in den vergangenen fünf Jahren kaum verändert hat (siehe Abbildung B, Grafik a) – und das, obwohl sich das Marktvolumen in den letzten zwei Jahren mehr als verdoppelt hat. So lag der Nominalbetrag der offenen Positionen an Derivaten auf EU-Emissionszertifikaten Anfang Dezember 2021 bei 415 Mrd €. ¹³ Hätte sich die Spekulationstätigkeit deutlich erhöht, so wäre ein höherer Anteil der offenen Positionen zwischen Finanzinstituten (blaue Balken) zu erwarten gewesen. Dies ist jedoch nicht der Fall.¹⁴ Demgegenüber deuten Marktdaten darauf hin, dass Investmentfonds ihre Aktivitäten am EHS-Markt zuletzt ausgeweitet haben, was auf vermehrte Spekulationsgeschäfte hindeuten könnte. Allerdings entfällt auf Investmentfonds insgesamt weiterhin nur ein sehr geringer Teil der offenen Positionen, und dieser ist nur geringfügig gestiegen (von 0,6 % im Jahr 2020 auf 0,7 % Ende 2021 (siehe Abbildung B, rechte Grafik). Diese Ergebnisse stimmen mit dem jüngsten ESMA-Bericht zum EU-Kohlenstoffmarkt überein.¹⁵

¹¹ Siehe [Preliminary report – Emission Allowances and derivatives thereof](#), Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 15. November 2021.

¹² Siehe beispielsweise J. J. Lucia, et al., a. a. O.; S. Quemin und M. Pahle, [Financials Threaten to Undermine the Functioning of Emissions Markets](#), abrufbar auf SSRN, überarbeitet am 24. März 2022.

¹³ Die hier verwendete Stichprobe an EMIR-Daten enthält Transaktionen, bei denen mindestens eine Gegenpartei im Euroraum ansässig ist oder bei denen die zugrunde liegenden Wertpapiere von einem im Euroraum ansässigen Unternehmen begeben wurden. Die (von beiden Handelspartnern gemeldeten) Daten werden paarweise zusammengefasst und dedupliziert. Anschließend werden statistische Ausreißer eliminiert. Dennoch können die endgültigen Daten noch immer in ihrer Qualität eingeschränkt sein. So können sich fehlende Werte und Untererfassungen ergeben oder einige Geschäfte nicht ausgeführt werden. Zur Vermeidung von Jahresendeffekten wurde der Nominalbetrag zum 7. Dezember 2021 gemeldet.

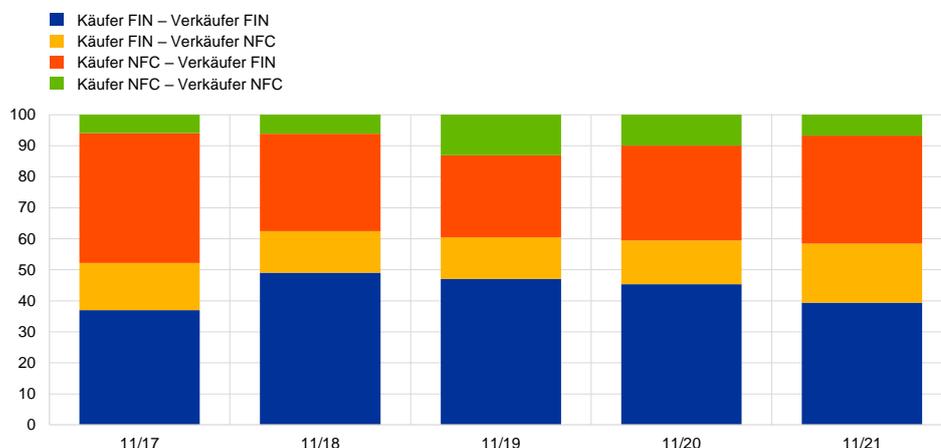
¹⁴ Einer derartigen Zunahme steht zuweilen ein Anstieg der offenen Positionen zwischen Finanzinstituten und Nichtfinanzunternehmen gegenüber. Dies ist der Fall, wenn Letztere EHS-Futures erwerben, um sich gegen das mit dem CO₂-Preis verbundene Risiko abzusichern. Die finanziellen Gegenparteien agieren hier als Intermediäre, erleichtern den Handel und stellen dem Markt Liquidität zur Verfügung. Siehe [Preliminary report – Emission Allowances and derivatives thereof](#), Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 15. November 2021.

¹⁵ Siehe [Final Report – Emission allowances and associated derivatives](#), Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, 28. März 2022.

Abbildung B Marktstruktur des EU-EHS

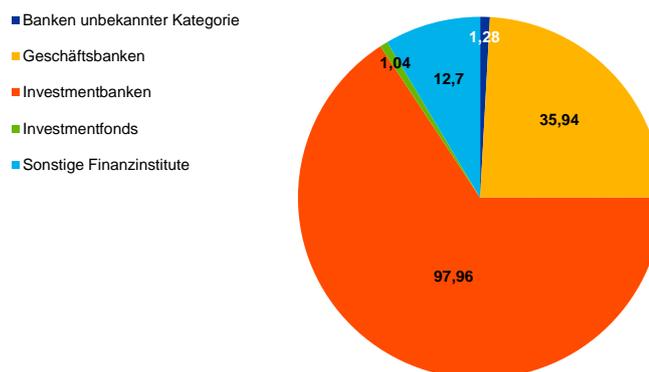
a) Entwicklung offener Positionen nach Unternehmen

(in %)



b) Anteil der offenen Positionen nach finanziellem Teilsektor

(in %)



Quellen: Der EZB zur Verfügung stehende EMIR-Daten und EZB-Berechnungen.

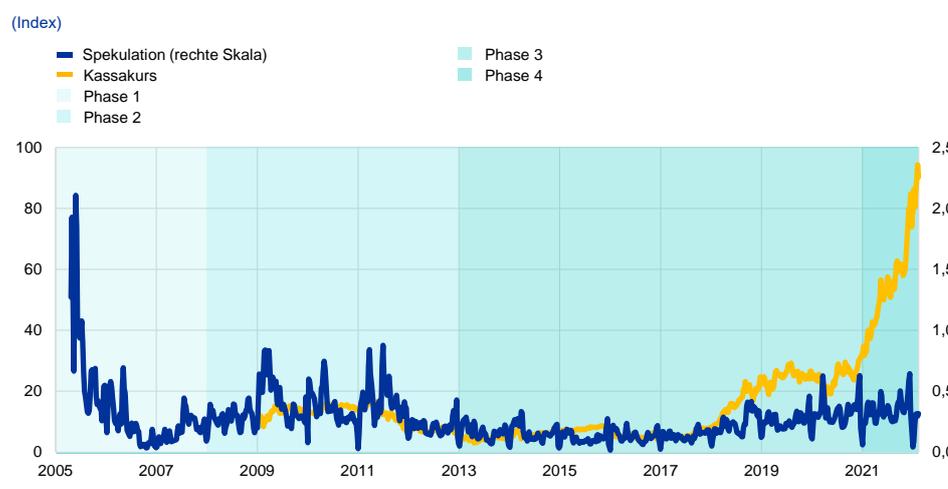
Anmerkung: Grafik a: Die Abbildung zeigt die Anteile der offenen Positionen an nicht börsengehandelten und börsengehandelten Terminkontrakten für Kohlenstoffemissionen aufgeschlüsselt danach, ob das Unternehmen als Käufer oder als Verkäufer auftritt. FIN steht für finanzielle Kapitalgesellschaften und NFC für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Grafik b: Die Abbildung zeigt die Anteile der offenen Positionen der verschiedenen Teilsektoren der Finanzinstitute. Die finanziellen Teilsektoren werden nach der Methode von F. D. Lenoci und E. Letizia klassifiziert. Siehe Classifying Counterparty Sector in EMIR Data, in: S. Conso, D. Reforgiato Recupero und M. Saisana (Hrsg.), Data Science for Economics and Finance, Springer, 9. Januar 2021.

Ein Spekulationsindex bestätigt, dass es seit Anfang 2019 zwar anscheinend zu einer Zunahme der Spekulationsgeschäfte gekommen ist, sich diese aber wohl weiterhin in Grenzen halten und noch immer deutlich unter dem in früheren Phasen des EHS verzeichneten Niveau liegen. Ein Näherungswert für die Spekulationstätigkeit am EHS-Markt lässt sich durch einen Vergleich des Handelsvolumens insgesamt mit dem Volumen an offenen Positionen für alle Unternehmen ermitteln.¹⁶ Dem liegt die Überlegung zugrunde, dass spekulatives

¹⁶ Zu beachten ist, dass im obigen Abschnitt ein Anstieg des Anteils der offenen Positionen zwischen Finanzinstituten als mögliches Anzeichen für spekulatives Verhalten angesehen wird. Allerdings wird im Rahmen des in diesem Abschnitt betrachteten Spekulationsindex unterstellt, dass offene Positionen jedweden Marktteilnehmers nicht spekulativer Natur sind. Auch wenn beide Annahmen nicht immer vollständig zutreffen, sollten sie doch weitgehend Gültigkeit haben. Die beiden Messgrößen sollten einander also ergänzen.

Verhalten zu einem Anstieg des Handelsvolumens führt, dass aber, da spekulative Positionen tendenziell rasch geschlossen werden, das Volumen an offenen Positionen nicht in gleicher Weise zunimmt. Ein Spekulationsindex, bei dem das wöchentliche Handelsvolumen in Bezug gesetzt wird zu den am Ende einer jeweiligen Woche offenen Kontraktpositionen, lässt derzeit darauf schließen, dass die Spekulationsgeschäfte in den letzten zwei Jahren schrittweise zugenommen haben könnten.¹⁷ Der Index bleibt aber weitgehend unter dem Niveau, das bei der Einrichtung des EHS-Marktes und in dessen Phase 2 verzeichnet wurde (siehe Abbildung C).¹⁸

Abbildung C
Spekulation am Terminmarkt im EU-EHS



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Abbildung zeigt den gleitenden Zweiwochendurchschnitt einer Spekulationsmessgröße, die definiert wird als Verhältnis des Volumens zu den offenen Positionen an börsengehandelten Terminkontrakten, die im Dezember auslaufen. Das Volumen und die offenen Positionen werden wöchentlich gemessen, und zwar anhand des von Montag bis Freitag kumulierten Volumens bzw. der am jeweiligen Freitag registrierten offenen Positionen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Februar 2022 (wöchentliche Daten).

¹⁷ Dem Index liegt die Methode von J. J. Lucia, a. a. O., zugrunde. Ein derartiger Index wurde erstmalig von P. Garcia, R. M. Leuthold und H. Zapata entwickelt. Siehe *Lead-lag relationships between trading volume and price variability: New evidence*, *Journal of Futures Markets*, Bd. 6, Nr. 1, 1986, S. 1-10.

¹⁸ Die ungewöhnlich hohe Spekulation zu Beginn von Phase 1 (verglichen mit Phase 2 und 3) lässt sich wahrscheinlich dadurch erklären, dass der Anfang 2005 ins Leben gerufene Kohlenstoffmarkt eine Neuerung darstellte. Sie stand also vermutlich im Zeichen eines anfänglichen Lernprozesses (siehe J. J. Lucia, a. a. O.). Die gegenüber Phase 3 geringeren Absicherungsgeschäfte in Phase 2 könnten damit zusammenhängen, dass in Phase 3 die Zertifikate größtenteils im Rahmen von Auktionen versteigert wurden. Daraus folgt, dass die meisten Industrieanlagen, die nicht über ausreichend Zertifikate zur Abdeckung ihrer Emissionen in Phase 3 verfügten, ihre Terminpositionen absichern mussten.

Schrittweises Auslaufen der pandemiebedingten Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien

Charlotte Bakker, Luca Bortolussi, Mark Büssing-Lörcks, Adina-Elena Fudulache, Diana Gomes, Iskra Pavlova und Stephan Sauer¹

Die Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Kreditsicherheiten haben eine Schlüsselrolle bei der geldpolitischen Reaktion der EZB auf die Corona-Pandemie (Covid-19) gespielt und den Zugang zu den Kreditgeschäften des Eurosystems erleichtert. Die in Schaubild A zusammengefassten befristeten einschlägigen Maßnahmen wurden im April 2020 eingeführt, um einen erweiterten Zugang des Bankensektors zu Zentralbankliquidität über liquiditätszuführende Geschäfte des Eurosystems (überwiegend in Form von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften – GLRG III) zu günstigen Bedingungen zu gewährleisten.² Dies versetzte die Banken in die Lage, den Finanzierungsbedarf der Wirtschaft im Euroraum weiterhin zu decken. Insbesondere dienten die ergriffenen Maßnahmen den folgenden, miteinander verknüpften Hauptzielsetzungen:

- **Vermeidung einer Verknappung notenbankfähiger Sicherheiten:** Sämtliche Maßnahmen wurden präventiv ergriffen, um eine Knappheit an notenbankfähigen Sicherheiten im Falle einer erhöhten Liquiditätsnachfrage zu vermeiden. Damit wurde den Banken der Zugang zu reichlich Zentralbankliquidität zu günstigen Bedingungen ermöglicht. Dies trug zur umfangreichen Mittelaufnahme im Rahmen der GLRG-III-Geschäfte bei, wodurch sich die monetären Impulse reibungslos auf die Gesamtwirtschaft übertragen konnten.
- **Ausweitung der Flexibilität des Sicherheitenrahmens:** Durch einige Maßnahmen erhielten die NZBen mehr Flexibilität, um die Deckung des Sicherheitenbedarfs der heimischen Banken zu gewährleisten. Hierzu gehörte etwa die Zulassung von Krediten aus den pandemiebedingt aufgelegten staatlichen/öffentlichen Garantieprogrammen, die den Anforderungen des allgemeinen Sicherheitenrahmens nicht vollumfänglich entsprachen, sodass diese über die nationalen Rahmen für die Hereinnahme zusätzlicher Kreditforderungen (Additional Credit Claims – ACC) mobilisiert werden konnten.

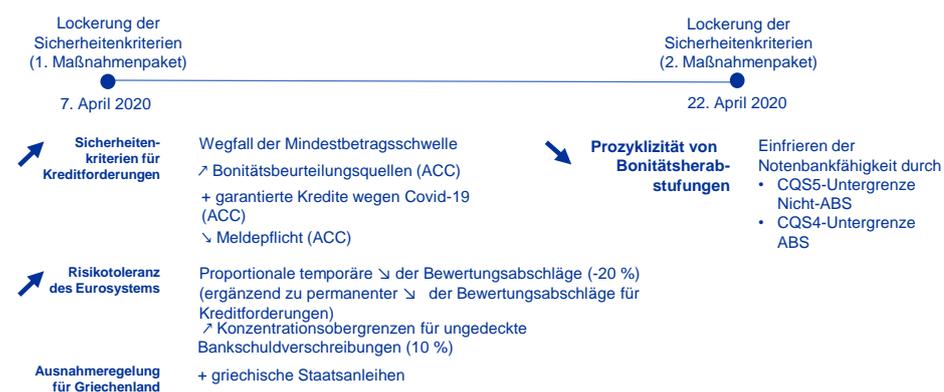
¹ Der vorliegende Kasten basiert auf den umfangreichen Arbeiten im Zusammenhang mit der Überprüfung der pandemiebedingten Lockerungen der Kriterien für den Sicherheitenrahmen. Neben den oben angeführten Autorinnen und Autoren und Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern der nationalen Zentralbanken haben auch folgende Kolleginnen und Kollegen Anmerkungen und Beiträge geleistet: M.-A. Anghel, L. Bara de La Fuente, N. Bihrer, M. Blau, G. Camba-Méndez, S. Ciummo, T. Dzaja, B. Hartung, N. Luo, M. Micuch und P. Kusmierczyk.

² Siehe die Pressemitteilungen vom [7. April 2020](#) und vom [22. April 2020](#) zur Verabschiedung des Maßnahmenpakets und die Pressemitteilung vom [10. Dezember 2020](#) zur Verlängerung der Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten bis Juni 2022. Eine Erläuterung der Maßnahmen findet sich in folgendem EZB-Blog-Beitrag von Luis de Guindos und Isabel Schnabel: [Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures](#). Die Bedeutung dieser Maßnahmen für die Unterstützung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) wurde erörtert in: EZB, [GLRG III und Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten](#), Kasten 1, in: Die GLRG III und ihr Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen der Banken, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

- Vermeidung negativer prozyklischer Rückkopplungseffekte:** Fallende Vermögenspreise und potenzielle Bonitätsherabstufungen hätten die Verfügbarkeit von Sicherheiten zusätzlich beeinträchtigen können, was möglicherweise Unsicherheit hinsichtlich des Zugangs einzelner Banken zu Zentralbankliquidität geschürt hätte. Um prozyklisch wirkende Rückkopplungsschleifen (Feedback Loops) zu verhindern und letztlich günstige Kreditbedingungen für die Realwirtschaft zu wahren bzw. wiederherzustellen, wurde eine Reihe von Maßnahmen eingeführt. Hierzu gehörten die Aufrechterhaltung („Einfrierung“) der Notenbankfähigkeit marktfähiger Vermögenswerte, die die Mindestbonitätsanforderungen am 7. April 2020 erfüllten, deren Bonität sich danach jedoch verschlechterte und unter den Mindestbonitätsschwellenwert sank, sowie die vorübergehende Absenkung der Bewertungsabschläge für Sicherheiten.

Schaubild A

Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten in Reaktion auf die Covid-19-Pandemie



Quelle: EZB, GLRG III und Maßnahmen zur Lockerung der Kriterien für Sicherheiten, Kasten 1, in: Die GLRG III und ihr Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen der Banken, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

Anmerkung: „ACC“ steht für zusätzliche Kreditforderungen („additional credit claims“), „ABS“ für Asset-Backed Securities, und „CQS“ bezeichnet die Kreditqualitätsstufe („credit quality step“) gemäß der Definition des Rahmenwerks für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem. Ergänzend zu den im Schaubild skizzierten Maßnahmen ist anzumerken, dass einige NZBen neue ACC-Rahmen schufen oder ihren bestehenden ACC-Rahmen um bereits vor der Pandemie zulässige Merkmale erweiterten.

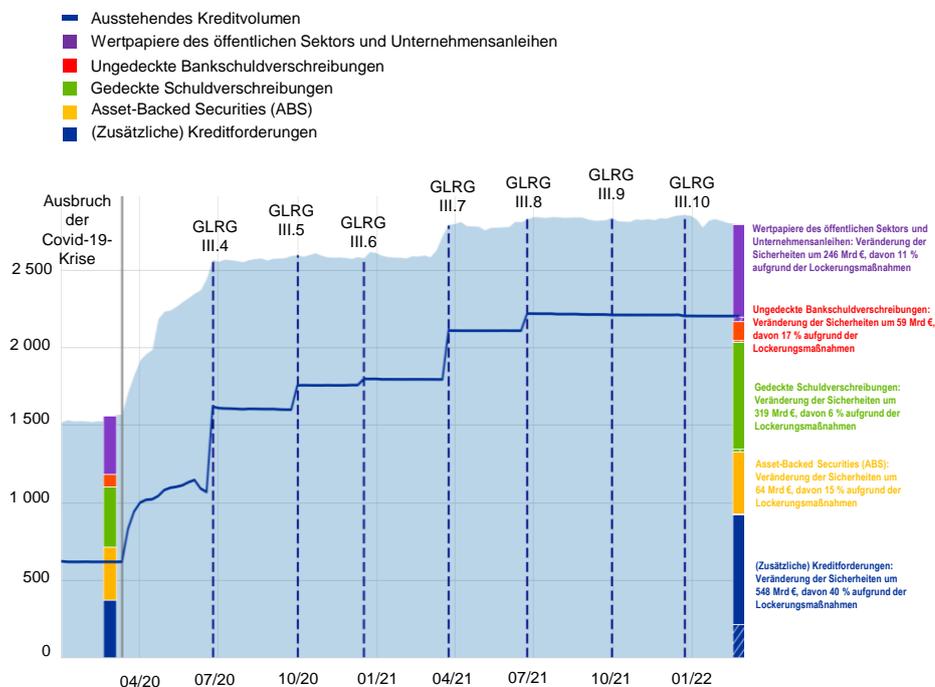
Die Maßnahmen der EZB zur Lockerung der Sicherheitskriterien trugen erheblich zur Steigerung des Volumens an zulässigen Sicherheiten bei.

Alles in allem lag der Gesamtwert der dank der Lockerungsmaßnahmen verfügbar gewordenen Sicherheiten Ende Februar 2022 laut EZB-Schätzungen bei rund 285 Mrd €, was etwa 10 % der insgesamt mobilisierten Sicherheiten im Umfang von 2 794 Mrd € entspricht. Der Beitrag dieser Maßnahmen zum Gesamtanstieg der Sicherheitenpositionen von 1 236 Mrd € belief sich damit auf rund 23 % (siehe Abbildung A). Dabei spielten in erster Linie die temporäre Absenkung der Bewertungsabschläge und die Erweiterung auf die ACC-Rahmen der NZBen eine Rolle; diese Faktoren waren insgesamt für mehr als 90 % des Gesamteffekts verantwortlich.

Abbildung A

Mobilisierung von Sicherheiten und Inanspruchnahme von Kreditgeschäften im Eurosystem

(in Mrd €)



Quelle: EZB und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Das Balkendiagramm zeigt die Mobilisierung von Sicherheiten des Eurosystems nach Aktiva-Klasse. Der Wert der Sicherheiten wird nach Bewertung und Bewertungsabschlägen dargestellt. Die Angaben zur Zusammensetzung der Sicherheiten vor Ausbruch der Covid-19-Krise beziehen sich auf den 27. Februar 2020. Die Balkenbereiche ganz rechts zeigen den Gesamtwert der Sicherheiten, die durch die Lockerung der Kriterien in der entsprechenden Vermögenswertkategorie verfügbar wurden, zum Stichtag 24. Februar 2022 an.

Auslaufen der Maßnahmen in drei Schritten

Am 24. März 2022 gab der EZB-Rat seinen Beschluss bekannt, die pandemiebedingten Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien schrittweise auslaufen zu lassen.³ Der Beschluss spiegelte die Erwartung wider,

dass die Liquiditätsnachfrage der Banken im Zeitverlauf zurückgehen wird, da die GLRG-III-Geschäfte nach und nach fällig werden. Die EZB hat auch die Effizienz der verschiedenen Maßnahmen mit Blick auf die damit verbundenen Finanzrisiken geprüft. Dazu wurde die befristete Ausweitung der Sicherheiten zur Veränderung der Risikoabsicherung des Eurosystems in Beziehung gesetzt. Insbesondere die vorübergehende Absenkung der Bewertungsabschläge weist ein höheres Finanzrisiko pro Einheit des eingegangenen Risikos auf als die übrigen Lockerungen am Sicherheitenrahmen. Darüber hinaus wurde geprüft, inwieweit die jeweilige anfängliche geldpolitische Motivation – etwa das Bestreben, den Banken eine

³ Siehe EZB, [EZB gibt Zeitplan für schrittweises Auslaufen der pandemiebedingten befristeten Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien bekannt](#), Pressemitteilung vom 24. März 2022.

raschere Mobilisierung von Sicherheiten dank verminderter Berichtspflichten zu ermöglichen – noch Bestand hat.

Das allmähliche Auslaufen der Maßnahmen soll in drei Schritten erfolgen und lässt den Banken einen gewissen zeitlichen Spielraum, sich an die Veränderungen des Sicherheitenrahmens anzupassen.

Im ersten Schritt wird die EZB ab dem 8. Juli 2022 die vorübergehende Absenkung der Bewertungsabschläge für alle Sicherheitenkategorien von aktuell 20 % auf 10 % halbieren. Dadurch wird die Risikotoleranz allmählich wieder auf das Vorpandemieniveau herabgesetzt, und die mit der Absenkung der Bewertungsabschläge einhergehenden Finanzrisiken des Eurosystems werden vermindert. Die Absenkung der Bewertungsabschläge entspricht rund 40 % des Gesamtwerts der hinterlegten Sicherheiten, die sich aus den Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheitenkriterien ergeben. Diese partielle Rücknahme gewährt den Banken eine angemessene Vorlaufzeit, um sich im Hinblick auf die Mobilisierung ihrer Sicherheiten entsprechend anzupassen. Die EZB wird zudem eine Reihe von Maßnahmen mit eher begrenzter Wirkung und geringerem Umfang auslaufen lassen: a) Die EZB wird das Einfrieren der Notenbankfähigkeit von marktfähigen Vermögenswerten, deren Rating sich verschlechtert hat, nicht länger aufrechterhalten; b) die EZB wird mit Blick auf die Sicherheitenpools von Kreditinstituten den maximal zulässigen Anteil für von einer einzelnen anderen Bankengruppe begebene unbesicherte Schuldtitel wieder von 10 % auf 2,5 % herabsetzen; c) die EZB wird die vorübergehende Lockerung bestimmter technischer Anforderungen für die Zulassung zusätzlicher Kreditforderungen (Additional Credit Claims – ACC) als Sicherheiten wieder rückgängig machen. Diese Anforderungen beziehen sich im Wesentlichen auf die Häufigkeit der Meldungen für gepoolte ACCs auf Einzelkreditebene sowie auf die Zulassung von Bonitätsbeurteilungen, welche die Banken selbst anhand interner ratingbasierter Systeme ermitteln.

Im zweiten Schritt wird die EZB im Juni 2023 voraussichtlich neue Bewertungsabschlagsätze einführen, die auf dem vor der Pandemie herrschenden Risikotoleranzniveau für Kreditgeschäfte basieren, und damit die vorübergehende Absenkung der Bewertungsabschläge komplett beenden. Einzelheiten zu den neuen Bewertungsabschlägen werden zu gegebener Zeit veröffentlicht; als Grundlage dienen die Ergebnisse der nächsten regelmäßigen Überprüfung des Risikokontrollrahmens der EZB.⁴

Im dritten Schritt wird die EZB im März 2024 die dann noch bestehenden pandemiebedingten Lockerungsmaßnahmen für Sicherheiten grundsätzlich auslaufen lassen. Den endgültigen Beschluss wird der EZB-Rat nach einer umfassenden Überprüfung der ACC-Rahmen fassen. Dabei wird sie den Sicherheitenbedarf berücksichtigen, der seitens der Banken besteht, um weiter an den Kreditgeschäften des Eurosystems – einschließlich der bis Dezember 2024 ausstehenden GLRG-III-Geschäfte – teilnehmen zu können. Zu den noch bis März 2024 geltenden Maßnahmen zählt auch die während der Pandemie

⁴ Eine Beschreibung des Risikokontrollrahmens und der Methodik zur Ermittlung der Bewertungsabschläge findet sich in: EZB, [The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations](#), 2015.

beschlossene Zulassung unterschiedlicher ACCs, darunter insbesondere von Staaten oder bestimmten öffentlichen Stellen garantierte Kredite. Dies hat seit Ausbruch der Pandemie wesentlich zur Verfügbarkeit von Sicherheiten beigetragen. Konkret entfallen auf garantierte Kredite rund 40 % des Gesamtwerts der durch die entsprechenden Lockerungsmaßnahmen mobilisierten Sicherheiten. Ungeachtet dessen können die nationalen Zentralbanken beschließen, ihre ACC-Rahmen bereits zu einem früheren Zeitpunkt vollständig oder teilweise außer Kraft zu setzen, wenn beispielsweise wenig Gebrauch davon gemacht wird.

Fortsetzung der Ausnahmeregelung hinsichtlich der Mindestbonitätsanforderungen für griechische Staatsanleihen

Der EZB-Rat hat beschlossen, den NZBen auch weiterhin zu gestatten, griechische Staatsanleihen, die nicht die Mindestbonitätsanforderungen des Eurosystems erfüllen, als Sicherheiten zu akzeptieren, sofern sie den übrigen geltenden Zulassungskriterien entsprechen. Diese Regelung soll mindestens so lange Bestand haben, wie im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) eine Wiederanlage griechischer Staatsanleihen erfolgt. Der EZB-Rat führte diese mit einem besonderen System von Sicherheitsabschlägen versehene befristete Ausnahmeregelung für die Zulassung griechischer Staatsanleihen als Sicherheiten am 7. April 2020 ein, nachdem griechische Schuldtitel in das am 18. März 2020 verabschiedete PEPP aufgenommen worden waren. Die Verlängerung der Maßnahme beruht auf mehreren zusätzlichen Erwägungen. Hierzu zählt die Notwendigkeit, weiterhin eine Fragmentierung des Zugangs zu geldpolitischen Geschäften des Eurosystems zu verhindern, welche das reibungslose Funktionieren der geldpolitischen Transmission auf die griechische Wirtschaft beeinträchtigen würde, während diese sich noch von der Pandemie erholt. Außerdem unterliegt Griechenland nach wie vor einer regelmäßigen Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms in Bezug auf seine wirtschaftliche und finanzielle Lage und erhält vorbehaltlich der erfolgreichen Umsetzung seiner Reformagenda Mittel im Rahmen der Aufbau- und Resilienzfazilität.

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems ermöglicht es dem EZB-Rat, nach eigenem Ermessen erforderlichenfalls von den Bonitätsbewertungen der Ratingagenturen abzuweichen, um eine automatische Abhängigkeit von diesen Bewertungen zu vermeiden. Der Ermessensspielraum zur Vermeidung einer automatischen Verwendung der Bonitätsbewertungen der Ratingagenturen ist in Artikel 159 der Leitlinie über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems festgelegt.⁵ Er steht im Einklang mit Grundsatz III.1 der vom Finanzstabilitätsrat verabschiedeten „Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings“.⁶ Dieser Ermessensspielraum kam bereits zuvor zum Tragen, etwa in Form von Ausnahmeregelungen hinsichtlich der Mindestbonitätsanforderungen für mehrere Länder während der

⁵ Siehe Leitlinie (EU) 2015/510 der Europäischen Zentralbank vom 19. Dezember 2014 über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems (EZB/2014/60) (Neufassung) (ABl. L 091 vom 2.4.2015, S. 3).

⁶ Siehe Finanzstabilitätsrat, [Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings](#), Oktober 2010.

Staatsschuldenkrise. Ein weiteres Beispiel dafür ist das oben beschriebene, am 22. April 2020 beschlossene und am 8. Juli 2022 endende Einfrieren der Notenbankfähigkeit.

Aufsätze

1 Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino, Maarten Dossche und Aleksandra Kolndrekaj

1 Einleitung

Der jüngste Anstieg der Energiepreise wirft die Frage auf, inwieweit die privaten Haushalte als Reaktion darauf ihre Konsumausgaben verringern werden. Im Zuge der weltwirtschaftlichen Erholung von der Corona-Pandemie (Covid-19) zogen die Preise vieler Rohstoffe wie etwa Öl und Gas ungefähr im Zeitraum der letzten zwölf Monate deutlich an. Da die Energienachfrage auf kurze Sicht unelastisch ist, führen diese großen Preissteigerungen zu einem merklichen Rückgang der Kaufkraft der privaten Haushalte. Dieser muss a) durch einen geringeren Konsum von Waren und Dienstleistungen (ohne Energie), b) niedrigere Ersparnisse oder c) eine Zunahme des Einkommens kompensiert werden. Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, welche Rolle diese drei Variablen bei der Transmission der gestiegenen Energiepreise auf die gesamtwirtschaftlichen Konsumausgaben spielen. Außerdem werden die Verteilungseffekte höherer Energiepreise analysiert, da die Auswirkungen auf die einzelnen Privathaushalte tendenziell stark variieren. Solche Preissteigerungen können mit einer sehr hohen Verteilungswirkung einhergehen. Daher ist möglicherweise eine spezifische, von den makroökonomischen Implikationen dieser Entwicklungen unabhängige Reaktion der Politik erforderlich.

Der Anstieg der Energiepreise ist vor dem Hintergrund einer außergewöhnlichen Konjunkturerholung, aber auch anderer Faktoren zu sehen. Der Einfluss der Energiepreise auf die Konsumausgaben ist zwar auch schon früher untersucht worden, allerdings ist die wirtschaftliche Belebung nach der Covid-19-Krise historisch gesehen untypisch. Im bisherigen Verlauf war sie von einer kräftigen Zunahme der weltweiten Nachfrage nach Gebrauchs- und Verbrauchsgütern geprägt, was zu beispiellosen Engpässen in der Produktion und im Handel führte. Zugleich hatten die privaten Haushalte im Zuge der Pandemie Ersparnisse in Rekordhöhe aufgebaut.¹ Darüber hinaus verringerte sich das Energieangebot durch einen Rückstand bei der Ölförderung und geopolitische Spannungen (insbesondere wegen des jüngsten Einmarsches Russlands in die Ukraine) sowie durch technische Störungen, in deren Folge die Lieferung von Erdgas in europäische Länder

¹ Siehe EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022; EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021.

beeinträchtigt wurde.² Es ist wichtig, diese Störfaktoren zu berücksichtigen, um die gesamten Auswirkungen der gestiegenen Energiepreise auf den privaten Konsum zu verstehen und eine geeignete Politikreaktion zu entwickeln.

Der vorliegende Aufsatz enthält neue Erkenntnisse für das Euro-Währungsgebiet und ist wie folgt gegliedert. Abschnitt 2 gibt einen Überblick über die schon vorhandene einschlägige Literatur. Anschließend wird in Abschnitt 3 neue empirische Evidenz aus aggregierter wie auch aus disaggregierter Sicht dargelegt. Bei der aggregierten, makroökonomischen Perspektive geht es vor allem darum, die Ursache von Energiepreisschwankungen zu ermitteln, während sich die disaggregierte, mikroökonomische Perspektive auf die Verteilungswirkungen jenseits der gesamtwirtschaftlichen Implikationen konzentriert. Dabei ist zu beachten, dass die aggregierte und die disaggregierte Analyse jeweils auf Umfragedaten beruhen, um zu einer zeitnahen Bewertung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen und Verteilungseffekte umfangreicher Energiepreisveränderungen zu gelangen. Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung, und es werden verschiedene politische Implikationen aufgezeigt.

2 Überblick über die Fachliteratur

In Ländern, die Nettoimporteure von Energie sind, geht ein Energiepreisanstieg normalerweise mit einer Verschlechterung der Terms of Trade einher.

Backus und Crucini haben für eine Auswahl von Industrieländern gezeigt, dass Veränderungen der Terms of Trade zu großen Teilen mit extremen Ölpreisbewegungen zusammenhängen.³ Sie untersuchten die Terms of Trade und deren Korrelation mit anderen Variablen. Dabei wurde ein Umfeld unterstellt, in dem die Ölproduktion beeinträchtigende Ereignisse mit der Herstellung und dem Vertrieb anderer Güter interagierten. De Michelis et al. wiesen nach, dass Ölpreiserhöhungen im Allgemeinen zur Folge haben, dass sich der Konsum in ölimportierenden und ölexportierenden Ländern auseinander entwickelt.⁴ Höhere Rohölpreise führen zu einem Vermögenstransfer von Ölimportländern in Ölexportländer. Dieser Vermögenseffekt wiederum hat über Multiplikatoreffekte negative Auswirkungen auf den Konsum in ölimportierenden Ländern. Dabei ist zu beachten, dass Sektoren, die Komplementärgüter zum Ölverbrauch herstellen (z. B. die Automobilbranche), hiervon stärker betroffen sein können.

Ein Anstieg der Energiepreise hat nicht in jedem Fall einen rückläufigen Verbrauch zur Folge, sondern kann auch das Ergebnis höherer Konsumausgaben sein.

So zeigte Kilian auf, dass Veränderungen des Ölpreises durch Schocks bedingt sein können, die sowohl vom Ölangebot als auch von der

² Siehe EZB, [Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

³ Siehe D. Backus und M. Crucini, [Oil prices and the terms of trade](#), Journal of International Economics, Bd. 50, Nr. 1, 2000, S. 185-213.

⁴ Siehe A. De Michelis, T. Ferreira und M. Iacoviello, [Oil prices and consumption across countries and US states](#), International Journal of Central Banking, Bd. 16, Nr. 2, 2020, S. 3.

globalen Nachfrage herrühren.⁵ Der wirtschaftliche Effekt einer Ölpreisveränderung, die durch einen unerwarteten aggregierten weltweiten Nachfrageschock ausgelöst wird, unterscheidet sich sehr deutlich von den Folgen eines Ölpreisanstiegs, der einem unerwarteten Ausfall der Ölproduktion geschuldet ist. Daher ist es zunächst wichtig zu verstehen, inwieweit Ölpreiserhöhungen von verschiedenartigen Schocks beeinflusst werden, und erst dann politische Maßnahmen zu formulieren. Bodenstein et al. legten dar, dass die optimale Reaktion der Geldpolitik auf Energiepreisschwankungen in erheblichem Maße von der Ursache eines Ölschocks abhängt.⁶ Sie untersuchten ein breites Spektrum geldpolitischer Regeln und ermittelten eine leicht implementierbare wohlfahrtsmaximierende Regel. Diese besagt, dass die Zentralbank den Ölpreis mit null gewichtet, aber auf Lohnsteigerungen reagiert. Früheren Erkenntnissen von Aoki zufolge fördert eine Stabilisierung der Lohninflation nach Ölpreisschwankungen auch die Stabilisierung der Kerninflation.⁷ Steigen die Ölpreise aufgrund einer erhöhten gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, dann ziehen auch die Löhne an, und die Geldpolitik muss restriktiver werden. Wenn die Verteuerung von Öl dagegen auf Störungen des Ölangebots zurückzuführen ist und Zweitrundeneffekte auf die Löhne ausbleiben, ist keine Straffung der Geldpolitik erforderlich, um die Kerninflation zu stabilisieren.

Hohe Energiepreissteigerungen können sich in verschiedenster Weise auf private Haushalte auswirken. So haben etwa Michael und Hagemann dargelegt, dass die Privathaushalte in den Vereinigten Staaten dem stärkeren Preisauftrieb bei Energie in sehr unterschiedlichem Maße ausgesetzt sind.⁸ Arme Haushalte sind bei einer Energieverteuerung besonders stark von Inflation betroffen, da sie einen relativ hohen Anteil ihres Einkommens für Energie aufwenden. Hobijn und Lagakos bestätigten diese früheren Erkenntnisse. Sie stellten aber auch fest, dass private Haushalte, die sich in einem Jahr einer überdurchschnittlichen Teuerung (aufgrund gestiegener Energiepreise) gegenübersehen, sehr wahrscheinlich im folgenden Jahr nicht mit derselben Inflationsungleichheit konfrontiert sein werden.⁹ Dies bedeutet, dass ärmere Haushalte wegen ihrer relativ höheren Energieausgaben im Zeitverlauf keine systematisch höhere Inflation erfahren. Zugleich ergibt sich daraus jedoch auch, dass die negativen Folgen eines umfangreichen Energiepreisschocks so gravierend auf einige Privathaushalte durchschlagen können, dass sie die über makroökonomische Kanäle (z. B. die Beschäftigung) übertragenen positiven Effekte klar übersteigen.

⁵ Siehe L. Kilian, [Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market](#), *American Economic Review*, Bd. 99, Nr. 3, 2009, S. 1053-1069.

⁶ Siehe M. Bodenstein, L. Guerrieri und L. Kilian, [Monetary policy responses to oil price fluctuations](#), *IMF Economic Review*, Bd. 60, Nr. 4, 2012, S. 470-504.

⁷ Siehe K. Aoki, [Optimal monetary policy responses to relative-price changes](#), *Journal of Monetary Economics*, Bd. 48, Nr. 1, 2001, S. 55-80.

⁸ Siehe R. Michael, [Variation across households in the rate of inflation](#), *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 11, Nr. 1, 1979, S. 32-46; R. Hagemann, [The variability of inflation rates across household types](#), *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 14, Nr. 4, Teil 1, 1982, S. 494-510.

⁹ Siehe B. Hobijn und D. Lagakos, [Inflation inequality in the United States](#), *The Review of Income and Wealth*, Bd. 51, Nr. 4, 2005, S. 581-606.

3 Empirische Evidenz aus dem Euroraum

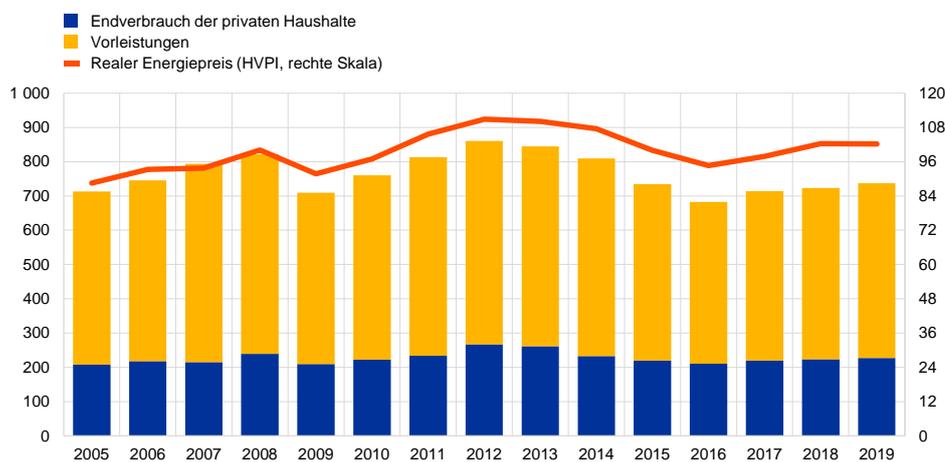
Aggregierte Perspektive

Die Energiepreise haben sowohl einen direkten als auch einen indirekten Einfluss auf die privaten Konsumausgaben.

Ein Anstieg der Energiepreise wirkt sich unmittelbar auf die Kaufkraft der privaten Haushalte aus, da sich Energieerzeugnisse (wie etwa Strom, Gas, Benzin oder Heizöl) verteuern. Im Euroraum entfallen etwa 30 % des gesamten Energieverbrauchs auf den Endverbrauch durch Konsumenten (siehe Abbildung 1). Die restliche Energie wird als Vorleistung für die Produktion von Waren und Dienstleistungen (ohne Energie) eingesetzt. Höhere Energiepreise ziehen einen Anstieg der Produktionskosten in den Nichtenergiesektoren und – soweit die Erzeuger von Waren und Dienstleistungen (ohne Energie) ihre Endpreise anpassen – eine weitere direkte Verringerung der Kaufkraft privater Haushalte nach sich. Wenn diese Kosten nicht auf die Endpreise der jeweiligen Erzeugnisse überwältigt werden können, wird die Kaufkraft der privaten Haushalte indirekt beeinflusst, da die Produzenten in den entsprechenden Sektoren entweder die Löhne senken oder geringere Gewinne ausschütten. Außerdem gibt es in Industrieländern, die viel Energie produzieren (z. B. Kanada, Norwegen, Vereinigtes Königreich oder Vereinigte Staaten), ebenfalls starke indirekte Effekte über die Löhne und Gewinne der Energieerzeuger.

Abbildung 1
Energieverbrauch und Energiepreise im Euroraum

(linke Skala: in Mrd €; rechte Skala: Index: 2015 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

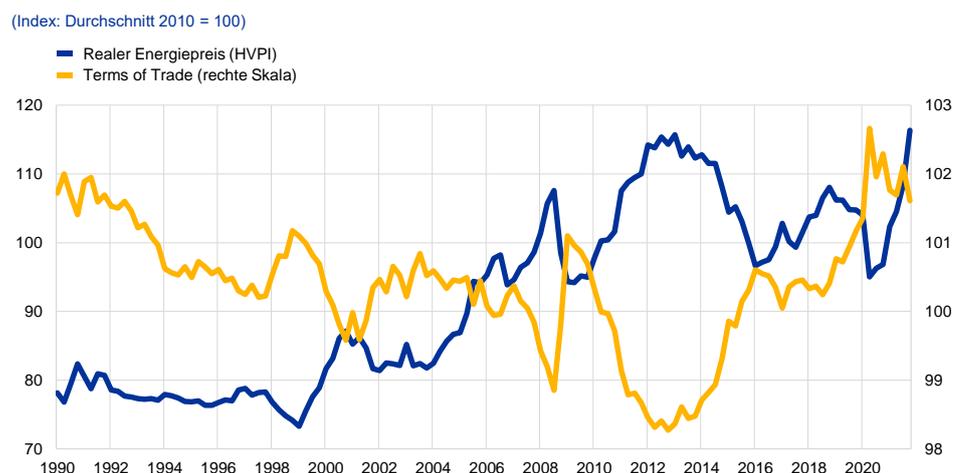
Anmerkung: „Energie“ beinhaltet Koks, Mineralölprodukte, Strom, Gas, Wärme- und Kälteversorgung. Die Daten basieren auf Herstellungspreisen. Der „reale Energiepreis“ bezeichnet den Anteil der Energiekomponente des HVPI am Gesamtindex.

Der Einfluss von Energiepreisveränderungen auf das reale verfügbare Einkommen lässt sich näherungsweise anhand des Verhältnisses zwischen BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben ermitteln.

Bei Nettoimporteuren von Energie wie dem Eurogebiet ist eine stabile negative Korrelation zwischen den Energiepreisen und den Terms of Trade gegeben. Letztere sind als Menge importierter Güter definiert, die eine Volkswirtschaft je Einheit

exportierter Güter kaufen kann. Die Auswirkungen von Energiepreisänderungen auf die Konsumausgaben lassen sich sehr gut anhand eines Näherungswerts beurteilen, der sich aus dem Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben (oder dem Quotienten aus Einkommensdeflator und Ausgabendeflator) ergibt.¹⁰ Im Euroraum sind die (realen) Energiepreise negativ mit diesem Quotienten korreliert (siehe Abbildung 2). Die Messgröße ist aus theoretischer Sicht gut fundiert und bildet sowohl die direkten als auch die indirekten Kanäle ab, über die sich die Energiepreise im realen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte niederschlagen.¹¹ Auch wenn sich die Kanäle ändern, über welche die Energiepreise die Wirtschaft beeinflussen, zeigt sich in diesem Ansatz dennoch eine stabile Beziehung zwischen den energiepreisbedingten Veränderungen der Kaufkraft und dem privaten Verbrauch. Dies ist dann wichtig, wenn sich die Energieintensität des Konsums ändert und im Bereich der Herstellung von energetischen und nichtenergetischen Gütern Innovationen erzielt werden.

Abbildung 2
Energiepreise und Terms of Trade



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Der „reale Energiepreis“ bezeichnet den Anteil der Energiekomponente des HVPI am Gesamtindex. Die „Terms of Trade“ werden als BIP-Deflator dividiert durch den Deflator der privaten Konsumausgaben berechnet. Aufgrund der eingeschränkten Datenverfügbarkeit stammen die Daten vor 1995 aus der Datenbank des Eurosystems für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen.

Frühere von starken Energiepreisschwankungen geprägte Episoden zeigen die Bedeutung der verschiedenen Transmissionskanäle auf. In Abbildung 3 wird die Entwicklung des realen verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte in verschiedene Einkommensquellen aus wirtschaftlicher Tätigkeit (Löhne, Gewinne und andere Vermögenseinkommen), staatliche Nettotransfers und Terms of Trade (approximiert durch den Quotienten aus BIP-Deflator und Deflator der privaten Konsumausgaben) aufgeschlüsselt. Nach a) der Ausweitung der Ölförderung durch die OPEC und dem daraus folgenden Einbruch der Energiepreise im ersten Quartal 1986 und b) dem Einmarsch des Irak in Kuwait und dem dadurch

¹⁰ Siehe EZB, [Ölpreise, Terms of Trade und private Konsumausgaben](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2018, September 2018.

¹¹ Siehe O. Blanchard und J. Galí, [The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?](#), in: J. Galí, und M. Gertler (Hrsg.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, S. 373-421.

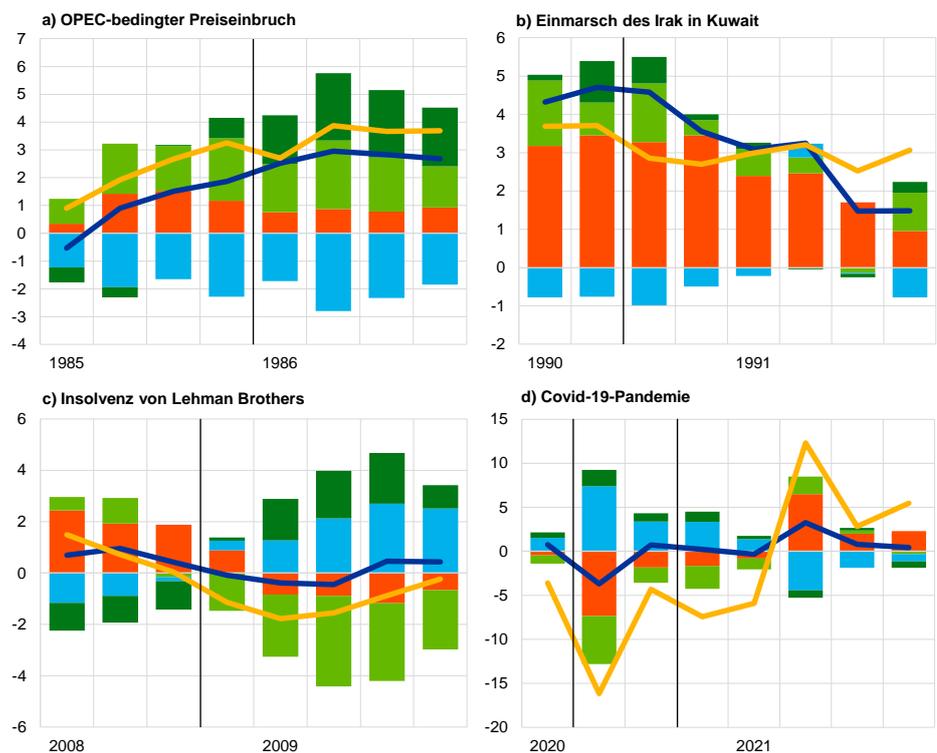
ausgelösten kräftigen Energiepreisanstieg im dritten Quartal 1990 scheinen Schwankungen der Terms of Trade aufgrund der starken Veränderungen des Energieangebots das Einkommen der privaten Haushalte maßgeblich bestimmt zu haben. Dagegen erfolgte der Einkommensrückgang der Privathaushalte im vierten Quartal 2008, d. h. nach der Insolvenz von Lehman Brothers, offenbar hauptsächlich über den Kanal der gesamtwirtschaftlichen Aktivität bei zugleich sinkenden Energiepreisen und daraus resultierenden Terms-of-Trade-Gewinnen. In der Anfangsphase der Corona-Pandemie stellten die abrupten Schwankungen der Konjunkturentwicklung den wichtigsten Transmissionsmechanismus dar. Die Terms of Trade belasteten das Einkommen der privaten Haushalte hingegen am Jahresende 2021. Um aber die zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren ermitteln zu können, müssen aktuellere Indikatoren mit höherer Frequenz, wie beispielsweise Umfragedaten, herangezogen werden.

Abbildung 3

Reales verfügbares Einkommen und Konsumausgaben der privaten Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)

- Reales verfügbares Einkommen
- Reale private Konsumausgaben
- Arbeitnehmerentgelt
- Betriebsüberschuss und Vermögenseinkommen
- Direkte Steuern, Sozialabgaben und Sozialtransfers
- Terms of Trade



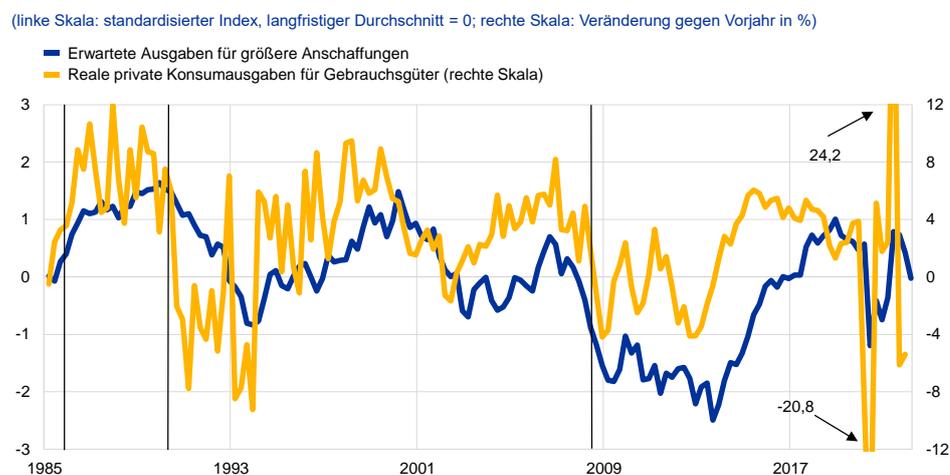
Quellen: Eurostat, Eurosystem, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den ersten drei Grafiken markiert die vertikale Linie den Beginn der betreffenden Episode. In Grafik d stellt die erste vertikale Linie den Beginn der Pandemie und die zweite den Beginn des Energiepreisanstiegs dar. Aufgrund der eingeschränkten Datenverfügbarkeit stammen die Daten für Episoden vor 1995 und für das vierte Quartal 2021 aus der Datenbank des Eurosystems für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen.

Haushaltsbefragungen liefern aktuelle und höher frequente Daten zur Inflation und zum privaten Konsum sowie zu den Bestimmungsfaktoren, die ihnen zugrunde liegen. Ein Index, der die Pläne privater Haushalte für größere Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten erfasst, wird aus der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission abgeleitet. Er wies im Laufe der Jahre einen recht engen Gleichlauf mit dem jährlichen Wachstum der realen privaten Konsumausgaben für Gebrauchsgüter auf, wenngleich sich die Korrelation zwischen den beiden Größen während der ersten Pandemiewelle deutlich abgeschwächt hat (siehe Abbildung 4). Zudem besitzt dieser umfragebasierte Indikator der erwarteten Konsumausgaben privater Haushalte gute Vorlaufeigenschaften in Bezug auf den tatsächlichen künftigen Verbrauch.¹² Umfragen enthalten in der Tat Informationen, die zu einer frühzeitigen Identifizierung der Bestimmungsfaktoren, die den Konsumententscheidungen der Privathaushalte zugrunde liegen, beitragen können (siehe Kasten 1). Eine Zunahme der Inflationserwartungen kann auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sein, wovon sich einige genau entgegengesetzt auf die Ausgabenplanung privater Haushalte auswirken können. Im Kontext einer konjunkturellen Belebung mit einer höheren, nachfrageinduzierten Inflation können die Konsumausgaben mit dem Realeinkommen steigen. Bei einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit und einer höheren, kosteninduzierten Inflation können die Konsumausgaben hingegen mit dem Realeinkommen zurückgehen.

Ein Index, der die Pläne privater Haushalte für größere Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten erfasst, wird aus der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission abgeleitet. Er wies im Laufe der Jahre einen recht engen Gleichlauf mit dem jährlichen Wachstum der realen privaten Konsumausgaben für Gebrauchsgüter auf, wenngleich sich die Korrelation zwischen den beiden Größen während der ersten Pandemiewelle deutlich abgeschwächt hat (siehe Abbildung 4). Zudem besitzt dieser umfragebasierte Indikator der erwarteten Konsumausgaben privater Haushalte gute Vorlaufeigenschaften in Bezug auf den tatsächlichen künftigen Verbrauch.¹² Umfragen enthalten in der Tat Informationen, die zu einer frühzeitigen Identifizierung der Bestimmungsfaktoren, die den Konsumententscheidungen der Privathaushalte zugrunde liegen, beitragen können (siehe Kasten 1). Eine Zunahme der Inflationserwartungen kann auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sein, wovon sich einige genau entgegengesetzt auf die Ausgabenplanung privater Haushalte auswirken können. Im Kontext einer konjunkturellen Belebung mit einer höheren, nachfrageinduzierten Inflation können die Konsumausgaben mit dem Realeinkommen steigen. Bei einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit und einer höheren, kosteninduzierten Inflation können die Konsumausgaben hingegen mit dem Realeinkommen zurückgehen.

Abbildung 4
Schwankungen der Konsumausgaben im Zeitverlauf



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: „Erwartete Ausgaben für größere Anschaffungen“ sind vierteljährliche Durchschnittswerte eines standardisierten Index, der auf dem Nettosaldo der Antworten der Verbraucherinnen und Verbraucher auf die Frage nach deren geplanten größeren Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten basiert. Für den Zeitraum bis (einschließlich) 1989 beziehen sich die Daten zu den „realen privaten Konsumausgaben für Gebrauchsgüter“ nur auf Frankreich. Finnland wurde 1990 und Deutschland 1991 in die Zeitreihe aufgenommen. Ab 1995 stellen die Daten Euroraum-Aggregate dar. Die senkrechten Linien markieren das erste Quartal 1986 (OPEC-bedingter Preiseinbruch), das dritte Quartal 1990 (Einmarsch des Irak in Kuwait) und das vierte Quartal 2008 (nach der Insolvenz von Lehman Brothers).

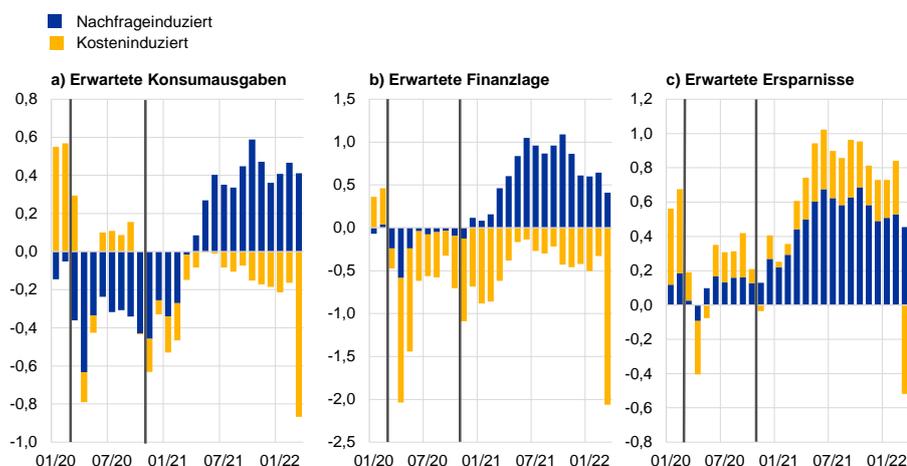
¹² Von Vorlaufeigenschaften wird ausgegangen, wenn die kontemporäre Korrelation (d. h. die Korrelation zwischen dem durchschnittlichen Umfrageindex für ein bestimmtes Quartal und der vierteljährlichen Wachstumsrate des tatsächlichen Konsums im selben Quartal) bei unterschiedlichen Zeithorizonten geringer ist als die künftige Korrelation (d. h. die Korrelation zwischen dem Umfrageindex für ein bestimmtes Quartal und der kumulierten Wachstumsrate der tatsächlichen Daten bis zu einem bestimmten künftigen Quartal). Die Vorlaufeigenschaften des Umfrageindex in Bezug auf die tatsächlichen Daten erreichen im Zeithorizont von drei Quartalen einen Höchststand, sind aber für einen künftigen Zeitraum von bis zu acht Monaten beobachtbar.

Die Erholung der Konsumausgaben wird bislang in erster Linie von der Nachfrage gestützt; kostentreibende Faktoren trüben die kurzfristigen Aussichten jedoch zunehmend ein.

Die privaten Haushalte fuhren ihre Konsum- und Sparpläne in den frühen Phasen der Pandemie, als sich ihre finanziellen Perspektiven verschlechterten, zurück. Damit reagierten sie vor allem auf kontraktive Kostenschocks und auch auf Nachfrageschocks, die kurz darauf folgten (siehe Abbildung 5).¹³ Seit Anfang 2021 haben kräftige Nachfrageschocks zu einer Erholung der Erwartungen der Privathaushalte im Hinblick auf ihre Finanzlage, ihre Konsumausgaben und ihre Ersparnisse beigetragen. Der seit Sommer 2021 zu beobachtende Anstieg der Rohstoffpreise wurde von den Haushalten jedoch zunehmend als Belastung für ihre erwartete Finanzlage angesehen und beeinträchtigte somit auch ihre Ausgabenplanung. Im März 2022 wurden die expansiven Faktoren auf der Nachfrageseite, die sich günstig auf die Konsumpläne auswirken, durch kontraktive Kräfte auf der Angebotsseite, die durch die anhaltenden geopolitischen Spannungen noch verstärkt wurden, mehr als ausgeglichen.

Abbildung 5
Nachfrage- und kosteninduzierte Bestimmungsfaktoren der erwarteten Konsumausgaben, Finanzlage und Ersparnisse der privaten Haushalte

(Beitrag zur Standardabweichung vom langfristigen Durchschnitt)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Erläuterungen zum Schätzverfahren sind in Kasten 1 zu finden. In jeder Grafik markiert die erste vertikale Linie den Beginn der Corona-Pandemie und die zweite den Anfang des Energiepreisanstiegs.

¹³ Der Indikator der erwarteten Ersparnisse der privaten Haushalte ging im März und April 2020 kurz zurück, bevor er sich ab Mai 2020 – und somit deutlich vor den Indikatoren der erwarteten Konsumausgaben und der erwarteten Finanzlage – wieder kräftig erholte. Daraus lässt sich schließen, dass die privaten Haushalte eine gewisse Zeit benötigten, um zu realisieren, dass sich ihre Vermögensbilanz dank der hohen akkumulierten Ersparnisse verbessert hatte. Untermuert wird diese Schlussfolgerung durch den Indikator der aktuellen Ersparnisbildung der privaten Haushalte (als enger Näherungswert für die Veränderung der aktuellen Vermögensbilanzpositionen der Privathaushalte), der sich ähnlich entwickelt hat. Auch dieser Indikator verzeichnete in den frühen Phasen der Pandemie einen kleinen Rückgang und erholte sich anschließend deutlich.

Kasten 1

Ist eine Unterscheidung nachfrage- und kosteninduzierter Bestimmungsfaktoren für die Konsumausgaben relevant?

Niccolò Battistini und Maarten Dossche

Im vorliegenden Kasten wird anhand eines empirischen Zeitreihenmodells untersucht, inwieweit die Pläne der privaten Haushalte für größere Anschaffungen von deren Wahrnehmung der Wirtschaftslage bestimmt werden. Im Rahmen der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission werden die Erwartungen der Privathaushalte in Bezug auf Konjunktur und Inflation erfasst. Darüber hinaus werden die Haushalte zu ihrer Ausgabenplanung, ihrer finanziellen Situation und ihren Ersparnissen befragt. Auf der Basis der Umfragedaten für den Zeitraum von Januar 1985 bis Februar 2022 wurde ein strukturelles multivariates (Vektorautoregressions-)Modell geschätzt. Um die verschiedenen strukturellen Bestimmungsfaktoren voneinander unterscheiden zu können, beruht das Modell auf der Annahme, dass sich die erwartete Wirtschaftstätigkeit nach einem wahrgenommenen nachfrageinduzierten Schock verbessert und nach einem kosteninduzierten Schock verschlechtert. Dabei führen beide Schocks zu höheren Inflationserwartungen. Ziel der Untersuchung ist es zu beleuchten, wie die Erwartungen der privaten Haushalte im Hinblick auf ihre Konsumausgaben, ihre finanzielle Lage und ihre Ersparnisse auf solche Schocks reagieren. Folglich bleiben die Reaktionen dieser drei Variablen unrestringiert.¹⁴

Die Reaktionen auf nachfrage- und kosteninduzierte Schocks deuten darauf hin, dass die Ursachen dieser Schocks für die Konsum-, Finanz- und Sparerwartungen privater Haushalte relevant sind (siehe Abbildung A). Um vergleichen zu können, wie stark die Reaktionen auf die verschiedenartigen Schocks ausfallen, ist jeder Schock standardisiert und geht mit demselben Effekt (d. h. einer Standardabweichung) auf die erwartete Inflation einher. Daher führen die standardisierten nachfrage- und kosteninduzierten Schocks zu einem beobachtungsäquivalenten Inflationsdruck, doch ihre ökonomischen Auswirkungen sind deutlich asymmetrisch. Im Einklang mit den theoretischen Vorhersagen verbessern sich die Erwartungen der Privathaushalte hinsichtlich ihrer Konsumausgaben, finanziellen Situation und Ersparnisse nach einem wahrgenommenen Nachfrageschock erheblich und verschlechtern sich nach einem wahrgenommenen Kostenschock. Des Weiteren zeigen die Ergebnisse, dass sich kosteninduzierte Schocks in den zwei darauffolgenden Jahren nachhaltiger auf die genannten Erwartungen der privaten Haushalte auswirken als nachfrageinduzierte Schocks. Damit werden die identifizierenden Annahmen bestätigt, die in der empirischen Fachliteratur typischerweise verwendet werden. Im gesamten Betrachtungszeitraum scheinen die Haushaltserwartungen stärker auf Kosten- als auf Nachfrageschocks zu reagieren.¹⁵

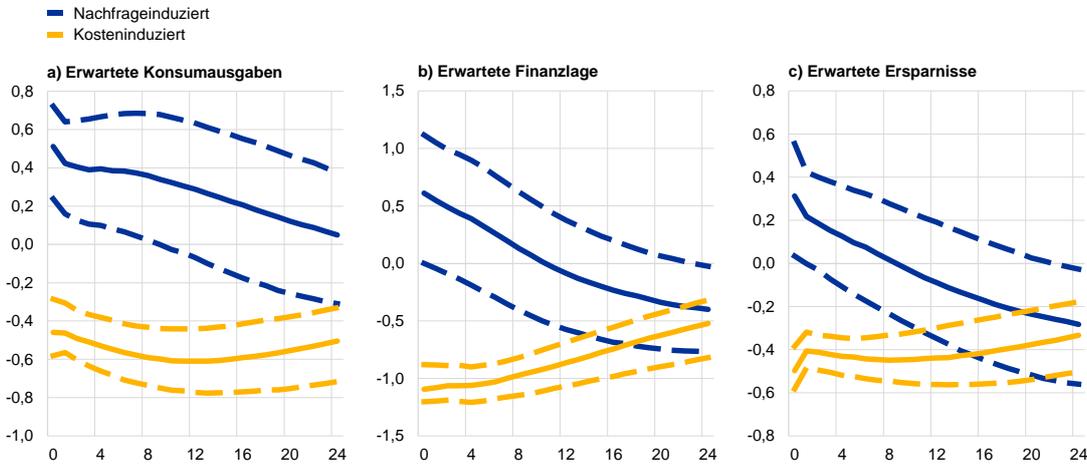
¹⁴ Ferner unterstellt die nicht restringierte Schätzung, dass die erwartete Konjunktur- und Inflationsentwicklung zunächst nicht auf andere, nicht identifizierte Schocks reagiert. Somit können solche nicht identifizierten Schocks nur die spezifischen Erwartungen der privaten Haushalte im Hinblick auf ihre finanzielle Situation und ihre Konsumausgaben beeinflussen.

¹⁵ Siehe beispielsweise O. Blanchard und D. Quah, [The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances](#), *American Economic Review*, Bd. 79, Nr. 4, 1989, S. 655-673. Ausmaß und Persistenz der Reaktionen können im Zeitverlauf variieren. Gründe hierfür sind strukturelle Veränderungen und unterschiedliche politische Reaktionen (z. B. nach der Euro-Einführung). Eine Beschränkung des Betrachtungszeitraums auf die Zeit nach Januar 1999 hat jedoch keine wesentlichen Auswirkungen auf die hier dargelegten Schlussfolgerungen.

Abbildung A

Reaktionen auf nachfrage- und kosteninduzierte Schocks

(x-Achse: Monate; y-Achse: Standardabweichungen)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Reaktionen auf standardisierte nachfrage- und kosteninduzierte Schocks, die sich mit einer Standardabweichung in der erwarteten Inflation niederschlagen. Die durchgezogenen Linien stellen den Median der Reaktionen dar, während die gestrichelten Linien das obere und das untere Ende des Kreditintervalls von 68 % markieren.

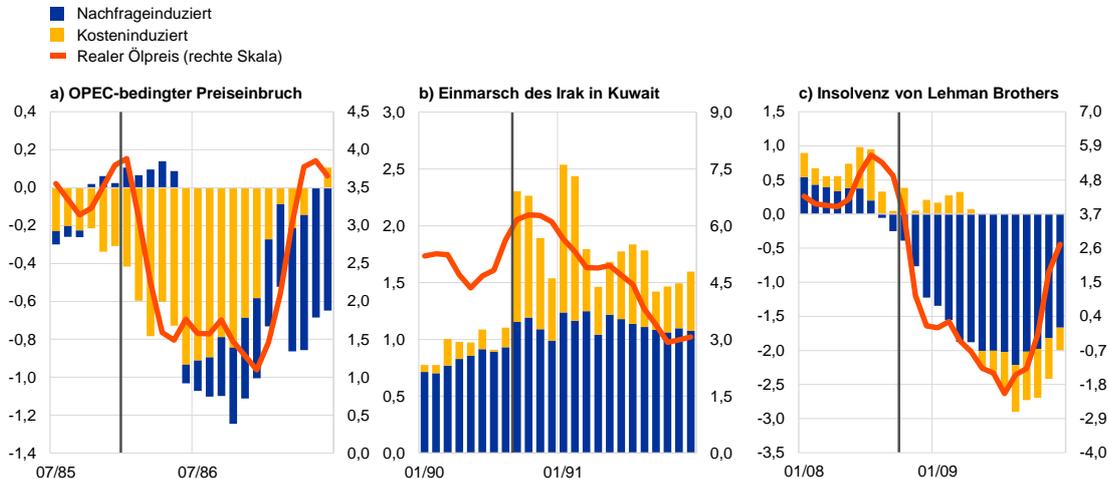
Anhand einer Analyse der Bestimmungsfaktoren der Inflationserwartungen privater Haushalte um die Zeit hinlänglich dokumentierter historischer Episoden werden die gewählten identifizierenden Annahmen validiert (siehe Abbildung B). So lässt sich mit dem Modell zum Beispiel gut feststellen, dass der Rückgang der erwarteten Inflation infolge der Ausweitung der Ölförderung durch die OPEC-Staaten und des daraus resultierenden Ölpreiseinbruchs in den ersten Monaten des Jahres 1986 auf Kostenfaktoren zurückging. Auch für den Großteil des Anstiegs der Verbraucherpreiserwartungen, der durch den Preisauftrieb bei Öl nach dem Einmarsch des Irak in Kuwait im Sommer 1990 ausgelöst wurde, waren kostentreibende Kräfte verantwortlich. Zudem zeigt das Modell korrekt auf, dass der Rückgang der erwarteten Inflation nach der Insolvenz von Lehman Brothers, die in der zweiten Jahreshälfte 2008 zu Beginn der globalen Finanzkrise eintrat, nachfragebedingt war. Insgesamt scheint das Modell die Veränderungen der Verbraucherpreiserwartungen richtig abzubilden, die als Reaktion auf Nachfrage- und Kostenfaktoren erfolgten.

Abbildung B

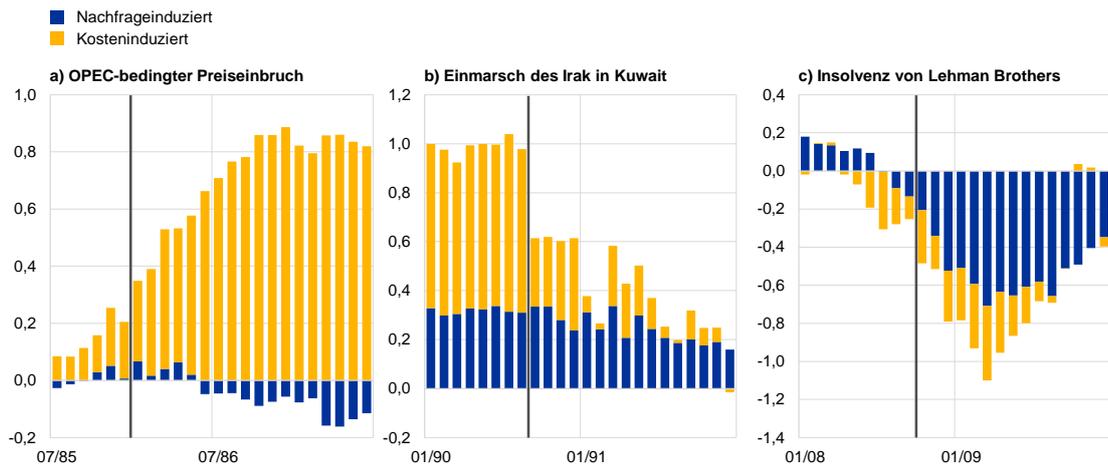
Beiträge nachfrage- und kosteninduzierter Faktoren während wichtiger Episoden

(linke Skala: Beiträge zu den Standardabweichungen vom langfristigen Durchschnitt; rechte Skala: Veränderung gegen Vorjahr in %)

Erwartete Inflation



Erwartete Konsumausgaben



Quellen: Europäische Kommission, US Energy Information Administration, US Bureau of Labor Statistics und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Der „reale Ölpreis“ wird berechnet als Quotient aus den Anschaffungskosten der Raffinerien für (importiertes) Rohöl und dem Verbraucherpreisindex.

Mit Blick auf die erwarteten Konsumausgaben in den besagten Episoden lässt sich feststellen, dass Kostenfaktoren die privaten Haushalte dazu bewogen, ihre geplanten Ausgaben während des OPEC-bedingten Preiseinbruchs in den ersten Monaten des Jahres 1986 zu erhöhen und nach dem Einmarsch des Irak in Kuwait im Sommer 1990 abrupt zurückzufahren. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers in der zweiten Jahreshälfte 2008 war der anhaltende Abwärtsdruck auf die erwarteten Konsumausgaben dagegen in erster Linie nachfrageinduzierten Kräften geschuldet. Alles in allem scheinen die wichtigsten Bestimmungsfaktoren in Episoden, die ihren Ursprung im Energiesektor (vor allem im Ölmarkt) haben, kosteninduziert zu sein.

Disaggregierte Perspektive

Energiepreisveränderungen können zwar verschiedene Ursachen haben, doch in der Wahrnehmung privater Haushalte stellen sie in der Regel einen exogenen Schock auf ihr reales verfügbares Einkommen dar. Bei ihren Konsum- und Sparentscheidungen sehen Privathaushalte die Energiepreise als gegeben an. Sie berücksichtigen dabei nicht, dass ihre Entscheidungen Einfluss auf die Energiepreise haben. So schmälern steigende Energiekosten das reale verfügbare Einkommen der Haushalte auch dann, wenn dieser Preisauftrieb durch eine höhere Nachfrage nach Energie verursacht wurde. Je nach gesamtwirtschaftlicher Lage wird durch eine Verteuerung von Energie ein Rückgang des verfügbaren Einkommens verstärkt oder ein diesbezüglicher Anstieg (z. B. bei einem Konjunkturaufschwung) teilweise aufgezehrt. Daher befasst sich dieser Abschnitt mit den direkten Verteilungseffekten von Energiepreisveränderungen. Dabei werden die zugrunde liegenden makroökonomischen Bestimmungsfaktoren von Energieschocks berücksichtigt, die im Abschnitt über die aggregierte Perspektive bereits untersucht wurden.

Energie ist ein lebensnotwendiges Konsumgut, daher sinkt mit steigendem Einkommen die Anfälligkeit privater Haushalte gegenüber Energiepreisschwankungen. Da Energieverbrauch zu den Grundbedürfnissen gehört, auf die private Haushalte nicht vollständig verzichten können, ist die Nachfrage nach Energie auf kurze Sicht tendenziell nicht preiselastisch. In der Regel gleichen Verbraucherinnen und Verbraucher steigende Energiepreise durch eine Anpassung ihrer Sparpläne und Ausgabenschwerpunkte aus. Inwieweit private Haushalte auf eine dieser Strategien zurückgreifen müssen, hängt jedoch davon ab, wie stark sie dem Risiko von Energiepreisveränderungen ausgesetzt sind. Der Anteil ihres monatlichen Einkommens, der in Versorgungs- und Transportleistungen – also in energieintensiven Konsum – fließt, ist dafür ein ungefährender Indikator. Die Anfälligkeit variiert je nach Einkommensgruppe deutlich. So liegt sie im untersten Quintil der Einkommensverteilung bei nahezu 35 %, aber im obersten Quintil bei weniger als 10 %.¹⁶ Steigende Energiepreise sind somit mit beträchtlichen Verteilungseffekten verbunden. Dabei sind Privathaushalte mit geringem Einkommen fast viermal so stark betroffen wie Privathaushalte aus dem obersten Quintil der Einkommensverteilung (siehe Abbildung 6).¹⁷

Bei zunehmenden Ausgaben für Energie verringern die privaten Haushalte den Erwerb lebensnotwendiger Waren und Dienstleistungen nur in geringem Maße.

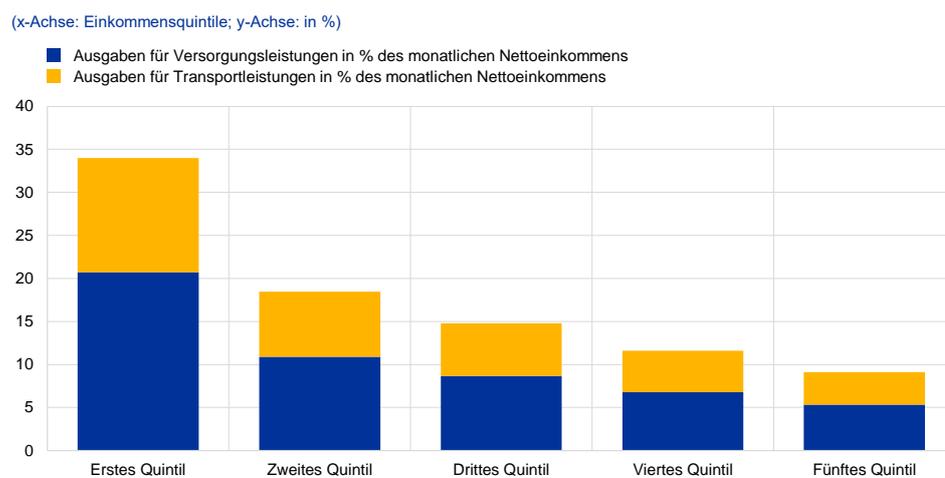
Die durchschnittliche Substitutionselastizität zwischen Energieausgaben und Ausgaben für sonstige lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen (wie etwa Lebensmittel, Wohnungsdienstleistungen und Gesundheitsversorgung) ist recht niedrig, wengleich die Reaktion je nach Einkommensquintil unterschiedlich ausfällt

¹⁶ Ein diesbezüglicher Vergleich zwischen der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) und der Erhebung über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte (Household Budget Survey – HBS) findet sich in: K. Bankowska et al., [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 287, 2021.

¹⁷ Einzelheiten zur regressiven Wirkung von CO₂-Steuern finden sich in: Q. Wang, K. Hubacek, K. Feng, Y.-M. Wei und Q.-M. Liang, [Distributional effects of carbon taxation](#), Applied Energy, Bd. 184, 2016, S. 1123-1131.

(siehe Abbildung 7; Näheres zur Schätzmethodik findet sich in Kasten 2). Werden Grundbedürfnisse vornehmlich mit kostengünstigen Waren und Dienstleistungen gedeckt (was bei Haushalten mit dem geringsten Einkommen der Fall ist), besteht nur sehr wenig Spielraum, um im Zuge steigender Energiepreise die Ausgaben für andere lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen zu kürzen. Der Spielraum wird auf 0,2 Prozentpunkte der Gesamtausgaben je Anstieg der Energieausgaben um 1 Prozentpunkt geschätzt.¹⁸

Abbildung 6
Anfälligkeit der privaten Haushalte gegenüber Energiepreisschocks



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Zahlenangaben stützen sich auf die Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen für Januar 2022 und stellen gewichtete Durchschnitte der Daten für Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, die Niederlande und Belgien dar.

Haushalte mit höherem Einkommen passen ihre Aufwendungen für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen weniger stark an, da ein geringerer Teil ihres Einkommens für energiepreisabhängige Ausgaben verwendet wird. Ausgehend von einem gleich hohen absoluten Anstieg der Energieausgaben reduzieren die privaten Haushalte im obersten Quintil der Einkommensverteilung ihre Aufwendungen für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen lediglich um 0,15 Prozentpunkte. Bei Privathaushalten mit mittlerem Einkommen fällt die Reaktion tendenziell stärker aus, da sie Markenprodukte eher durch kostengünstigere Alternativen ersetzen.¹⁹ Innerhalb der Einkommensquintile neigen liquiditätsbeschränkte Haushalte (deren Nettoeinkommen also nicht ausreicht, um ihre gesamten Ausgaben zu decken und zugleich ihre Schulden zu tilgen) dazu, ihren Verbrauch an lebensnotwendigen Waren und Dienstleistungen etwas mehr einzuschränken als jene Haushalte, die über einen Liquiditätspuffer für unerwartete Ausgaben verfügen.

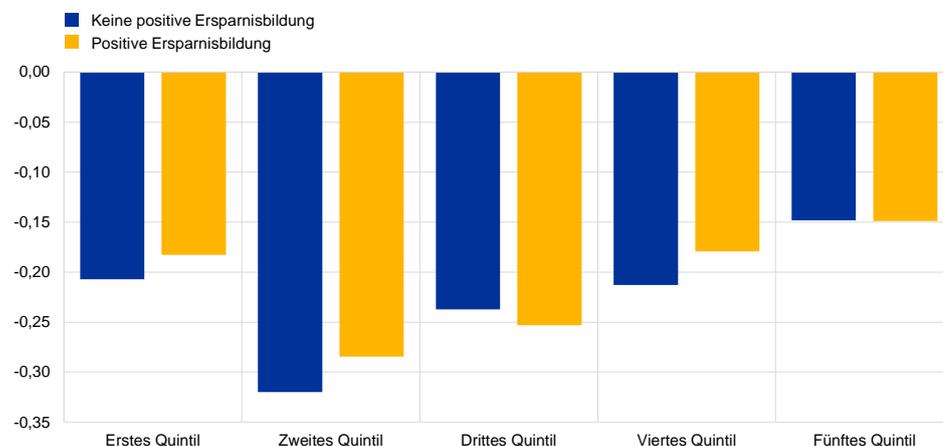
¹⁸ Ähnliche Ergebnisse, die jedoch anhand einer anderen Methode ermittelt wurden, finden sich in: P. Edelstein und L. Kilian, [How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 56, Nr. 6, 2009, S. 766-779.

¹⁹ Siehe D. Gicheva, J. Hastings und S. Villas-Boas, [Investigating Income Effects in Scanner Data: Do Gasoline Prices Affect Grocery Purchases?](#), American Economic Review: Papers and Proceedings, Bd. 100, Nr. 2, 2010, S. 480-484.

Abbildung 7

Veränderung der Ausgaben für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen aufgrund höherer Energieausgaben

(x-Achse: Einkommensquintile; y-Achse: in Prozentpunkten der monatlichen Gesamtausgaben)



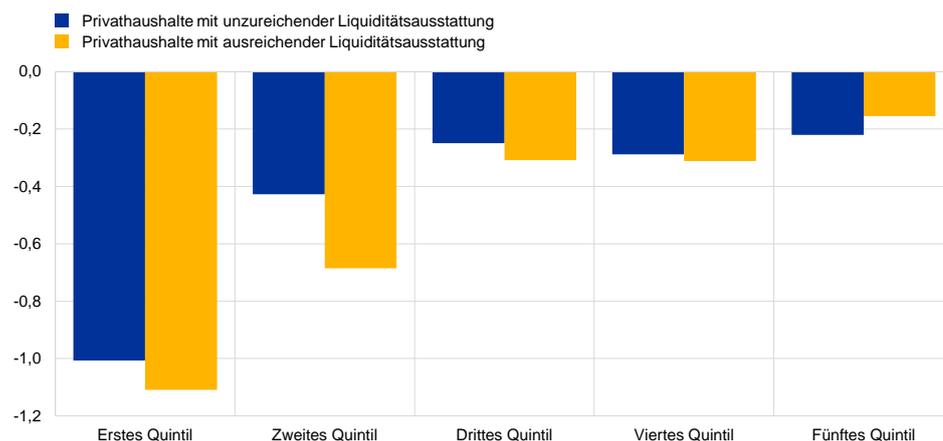
Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale Achse stellt den durchschnittlichen Rückgang der Aufwendungen für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen dar, der auf höhere Ausgaben für Energie zurückzuführen ist. In jedem Einkommensquintil erhöhen sich die Ausgaben für Energie um einen Wert, der einem Anstieg des Energieanteils am Durchschnittseinkommen des ersten Quintils der Verteilung um einen Prozentpunkt entspricht. Anhand der Gleichung in Kasten 2 wird die in Prozentpunkten ausgedrückte Veränderung des Anteils der Gesamtausgaben für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen geschätzt, die sich aus einem Anstieg des Anteils der Ausgaben für Versorgungsleistungen am Einkommen um einen Prozentpunkt ergibt. Um die durchschnittliche Reaktion auf eine gleich hohe absolute Veränderung der Ausgaben für Versorgungsleistungen zu ermitteln, werden die Beta-Koeffizienten unter Verwendung des Quotienten aus dem Durchschnittseinkommen jedes Quintils und dem Durchschnittseinkommen des ersten Quintils angepasst. Die blauen Balken bilden die durchschnittlichen Reaktionen der privaten Haushalte ab, bei denen keine positive Ersparnisbildung zu verzeichnen ist; die gelben Balken zeigen die durchschnittlichen Reaktionen der privaten Haushalte mit positiver Ersparnisbildung. Den Schätzungen liegt eine Stichprobe zugrunde, die den Zeitraum von April 2020 bis Januar 2022 umfasst.

Abbildung 8

Veränderung der Ersparnisbildung aufgrund höherer Energieausgaben

(x-Achse: Einkommensquintile; y-Achse: in Prozentpunkten des Einkommens)



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale Achse zeigt die Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte infolge eines Anstiegs der Ausgaben für Versorgungsleistungen. In jedem Einkommensquintil erhöhen sich die Ausgaben für Versorgungsleistungen um einen Wert, der einem Anstieg des Anteils der Ausgaben für Versorgungsleistungen am Durchschnittseinkommen des ersten Quintils um einen Prozentpunkt entspricht. In der Abbildung wird zwischen den Reaktionen der privaten Haushalte, die über einen Liquiditätspuffer verfügen (gelbe Balken), und jenen ohne Liquiditätspuffer (blaue Balken) unterschieden. Den Schätzungen liegt eine Stichprobe zugrunde, die den Zeitraum von April 2020 bis Januar 2022 umfasst.

Private Haushalte greifen auf ihre Ersparnisse zurück, um den Einfluss höherer Energiepreise auf den Konsum abzumildern. Die empirische Evidenz

bestätigt, dass Privathaushalte ihre Sparquote zumindest auf kurze Sicht deutlich verringern, um die höheren Ausgaben für Energie abzufedern (auch wenn dies in Fällen, in denen nur begrenzte Liquiditätspuffer für unerwartete Aufwendungen zur Verfügung stehen, in geringerem Maße erfolgt).²⁰ Aus der Analyse der Veränderung der Ersparnisbildung in den einzelnen Einkommensquintilen geht hervor, dass bei einem gleich hohen absoluten Anstieg der Ausgaben für Energie eine negative Korrelation zwischen der Verringerung der Ersparnisse und dem Familieneinkommen besteht. Außerdem fällt der Rückgang bei privaten Haushalten im untersten Quintil der Einkommensverteilung etwa fünf- oder sechsmal so hoch aus wie bei jenen im obersten Quintil (siehe Abbildung 8).

Kasten 2

Schätzung der Reaktionen privater Haushalte auf Veränderungen der Energieausgaben

Virginia Di Nino und Aleksandra Kolndrekaj

Im vorliegenden Kasten werden genauere Informationen zu dem ökonometrischen Verfahren vorgestellt, mithilfe dessen untersucht wurde, inwieweit sich Veränderungen der monatlichen Ausgaben für Energie auf die Sparquoten der privaten Haushalte und ihre Ausgaben für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen auswirken. Die Analyse, die sich auf Mikrodaten der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen stützt, betrachtet die sechs größten Volkswirtschaften im Euro-Währungsgebiet mithilfe von mehr als 75 000 Beobachtungen, und zwar für den Zeitraum ab April 2020. In jedem Quartal werden im Rahmen der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen Daten zu den monatlichen Ausgaben der Privathaushalte in zwölf wichtigen Bereichen erhoben (darunter Versorgungsleistungen, Transportleistungen, Nahrungsmittel, Gesundheitsversorgung und Wohnungsdienstleistungen). Die Ersparnisbildung wird durch Subtraktion der monatlichen Gesamtausgaben vom monatlichen Nettoeinkommen ermittelt. Ausgaben für „lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen“ bezeichnen die Ausgaben für Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren, Gesundheitsversorgung sowie Wohnungsdienstleistungen.

Zwei lineare Panelmodelle, mit denen die vierteljährlichen Veränderungen der monatlichen Sparquote und der monatlichen Ausgaben für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen in Relation zu den Gesamtausgaben ($y_{j,c,t} - y_{j,c,t-3}$) analysiert werden, sind jeweils als Funktion der vierteljährlichen Veränderung des prozentualen Anteils des Einkommens, das für Versorgungsleistungen aufgewendet wird, spezifiziert ($x_{j,c,t} - x_{j,c,t-3}$):

$$y_{j,c,t} - y_{j,c,t-3} = \alpha_{c,t} + \alpha_j + \alpha_{i,t} + \rho s_{j,c,t-3} + (\beta + \delta_{iq=0})(x_{j,c,t} - x_{j,c,t-3}) + \varepsilon$$

Die Gleichung beinhaltet die monatliche Sparquote vor drei Monaten ($s_{j,c,t-3}$), wodurch der Einfluss wichtiger einmaliger Anschaffungen in der Vorperiode, die sich auf die Sparquote auswirken, erfasst wird.

²⁰ Das Einkommensniveau scheint keinen größeren Einfluss darauf zu haben, wie die Konsumausgaben der privaten Haushalte auf erwartete und unerwartete Veränderungen der Energiepreise reagieren. Unabhängig von Antizipationseffekten deckt sich diese Erkenntnis mit der Hypothese, dass Ersparnisse stets den wichtigsten Puffer darstellen, um kleine Schocks auf das reale verfügbare Einkommen zu glätten. Eine Ausnahme bilden unerwartete Schocks auf liquiditätsbeschränkte private Haushalte, deren Verbrauch sich nicht ändert, um diese Schocks abzumildern. Siehe J. B. Cullen, L. Friedberg und C. Wolfram, *Do Households Smooth Small Consumption Shocks? Evidence from Anticipated and Unanticipated Variation in Home Energy Costs*, Mimeo, 2005.

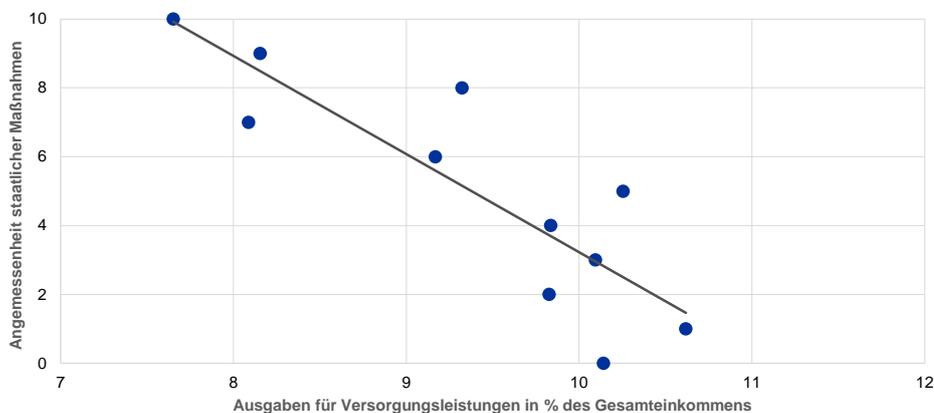
Diese Analyse ist mit einer Reihe von Herausforderungen verbunden. Für die privaten Haushalte kann es sich schwierig gestalten, sämtliche von ihnen getätigten Ausgaben genau nach Kategorien aufgeschlüsselt nachzuvollziehen. So kann es vorkommen, dass sie ihre Gesamtausgaben nicht korrekt melden. Dies wird durch die Nutzung erster Differenzen in der Spezifikation zum Teil berücksichtigt, wodurch jegliche haushaltsspezifischen konstanten Verzerrungen in den Daten eliminiert werden. Die Spezifikation umfasst auch verschiedene fixe Effekte mit dem Ziel, den wesentlichen Parameter β zu identifizieren, der die Reaktion auf eine Veränderung der Ausgaben für Versorgungsleistungen, bereinigt um verschiedene verzerrende Einflüsse, misst. Diese fixen Effekte beziehen sich auf a) die unterschiedlichen Merkmale der privaten Haushalte (α_j) wie die Größe und Lage der bewohnten Immobilien und die Zusammensetzung der Familien, b) länderspezifische, aber zeitvariable Faktoren ($\alpha_{c,t}$) wie die verschiedenen wirtschaftlichen Bedingungen in den einzelnen Ländern (BIP-Wachstum, Inflationsraten usw.) und c) Faktoren, die in den einzelnen Einkommensgruppen und im Zeitverlauf variieren ($\alpha_{i,t}$) und Spar- oder Ausgabenentscheidungen beeinflussen können, darunter staatliche Maßnahmen zur Abmilderung der pandemiebedingten Auswirkungen auf die privaten Haushalte.

Privathaushalte, die Energiepreisschwankungen stärker ausgesetzt sind, halten staatliche Maßnahmen, um Belastungen aufgrund steigender Energiepreise abzufedern, für weniger geeignet. Staatliche Eingriffe zielen vorrangig darauf ab, die ungleichen Auswirkungen anziehender Energiepreise auf die privaten Haushalte abzumildern und ärmere Haushalte zu unterstützen, deren Ausgaben für Energie in Relation zu ihrem Einkommen tendenziell höher sind. Wenngleich die Haushalte, die sehr stark von steigenden Energiepreisen betroffen sind, am meisten von den ergriffenen Maßnahmen profitieren, neigen sie dazu, diese als nicht ausreichend anzusehen, um die negativen Folgen höherer Energiepreise auszugleichen (siehe Abbildung 9).

Abbildung 9

Wahrnehmung der Angemessenheit staatlicher Maßnahmen und Anfälligkeit gegenüber Energiepreisschwankungen

(x-Achse: Ausgaben für Versorgungsleistungen in % des Gesamteinkommens; y-Achse: Beurteilung der Angemessenheit staatlicher Maßnahmen auf einer Skala von 0 bis 10)



Quellen: Umfrage zu den Verbrauchererwartungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf der vertikalen Achse sind die durchschnittlichen Bewertungen angegeben, die private Haushalte für die staatlichen Maßnahmen zur Abfederung der Auswirkungen steigender Energiepreise auf das verfügbare Einkommen abgegeben haben. Die Privathaushalte in Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, den Niederlanden und Belgien wurden auf der Grundlage ihrer Ausgaben für Versorgungsleistungen im Verhältnis zum Gesamteinkommen in elf gleich große Gruppen aufgeteilt. In jeder Gruppe wurden die am Gesamteinkommen gemessenen durchschnittlichen Ausgaben für Versorgungsleistungen mit der entsprechenden durchschnittlichen Beurteilung der Angemessenheit staatlicher Maßnahmen in Bezug gesetzt. Die Daten wurden im Oktober 2021 erhoben.

4 Schlussbemerkungen

Der jüngste Anstieg der Energiepreise ist eine eindeutige Belastung für die Erholung des privaten Konsums.

In den frühen Phasen der Pandemie verschlechterten sich die finanziellen Perspektiven der privaten Haushalte, sodass diese ihre Konsumpläne zurückführen. Damit reagierten sie vor allem auf kontraktive Kostenschöcks und auch eine Reihe negativer Nachfrageschocks, die kurz darauf folgten. Seit Anfang 2021 haben positive Nachfrageschocks zu einer Erholung der erwarteten finanziellen Lage, des Konsums und der Ersparnisbildung beigetragen. Der seit Sommer 2021 zu beobachtende Anstieg der Rohstoffpreise wird von den Haushalten jedoch zunehmend als Belastungsfaktor für ihre erwartete Finanzlage angesehen und beeinträchtigt somit auch ihre Ausgabenplanung.

Energiepreissteigerungen sind mit signifikanten Verteilungseffekten verbunden, die zielgenaue finanzpolitische Maßnahmen erfordern.

Der Einfluss der Energiepreise auf Einkommen und Ausgaben der privaten Haushalte hängt in erster Linie von deren Anfälligkeit gegenüber Energiepreisschwankungen ab. Privathaushalte mit geringem Einkommen, die dem Energiepreisschöck in hohem Maße ausgesetzt sind, geraten tendenziell in erhebliche finanzielle Schwierigkeiten, wenn die Ausgaben für Energie unerwartet steigen. Als Reaktion auf einen derartigen Schock verringern sie ihre Ersparnisse oder schieben Zahlungen auf. Infolgedessen dürften solche Haushalte eher der Auffassung sein, dass es staatlicher Maßnahmen bedarf, um die negativen Folgen höherer Energiepreise abzumildern.

Wirtschaftliche Ungleichheit und Vertrauen der Öffentlichkeit in die Europäische Zentralbank

Stephanie Bergbauer, Alessandro Giovannini und Nils Hernborg

1 Einleitung

In den meisten Industrieländern ist die Einkommens- und Vermögensungleichheit seit den frühen 1980er-Jahren gestiegen, wobei die verfügbaren Daten auf unterschiedliche nationale Entwicklungen hindeuten.

So haben die Vermögenskonzentration und die Ungleichverteilung des Einkommens in Kontinentaleuropa zwar zugenommen, aber in wesentlich geringerem Maße als etwa in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich.¹ Durch die Corona-Pandemie (Covid-19) dürften sich die wirtschaftlichen Ungleichheiten weiter verstärken. Eine höhere Arbeitslosigkeit und Einkommenseinbußen bei jüngeren Arbeitskräften, Frauen, Beschäftigten aus den unteren Einkommensgruppen und Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern mit niedrigem Bildungsniveau oder in befristeten Arbeitsverhältnissen könnten die Einkommensungleichheit verschärfen.² Auch steigende Vermögenspreise – z. B. für Aktien und Immobilien – sowie Veränderungen im Konsum- und Sparverhalten, wie sie während der Pandemie in den verschiedenen Bereichen der Vermögensverteilung festzustellen waren, könnten zu einer stärkeren Ungleichverteilung des Vermögens beitragen.³

Im Rahmen der Strategieüberprüfung der EZB wurden aus der Bevölkerung Bedenken über die wirtschaftliche Ungleichheit geäußert.⁴ Empirischen Studien zufolge hat die Geldpolitik hierauf möglicherweise nur begrenzt Einfluss. Insgesamt scheint die geldpolitische Lockerung der Ungleichheit in den vergangenen Jahren eher leicht entgegengewirkt zu haben.⁵ Zugleich hat sich gezeigt, dass wirtschaftliche Ungleichheit bei der Transmission der Geldpolitik eine Rolle spielen

¹ Siehe beispielsweise F. Alvaredo, L. Chancel, T. Piketty, E. Saez und G. Zucman, *Global Inequality Dynamics: New Findings from WID.world*, *American Economic Review*, Bd. 107, Nr. 5, 2017, S. 404-409; T. Blanchet, L. Chancel und A. Gethin, [Why is Europe more equal than the United States?](#), *World Inequality Lab Working Papers*, Nr. 2020/19, 2020; T. Piketty und E. Saez, *Inequality in the long run*, *Science*, Bd. 344, Nr. 6186, 2014, S. 838-843; B. Nolan und L. Valenzuela, *Inequality and its discontents*, *Oxford Review of Economic Policy*, Bd. 35, Nr. 3, 2019, S. 396-430; G. Zucman, *Global Wealth Inequality*, *Annual Review of Economics*, Bd. 11, Nr. 1, 2019, S. 109-138.

² Siehe beispielsweise EZB, [Einkommensungleichheit im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 1, in: *Geldpolitik und Ungleichheit*, *Wirtschaftsbericht 2/2021*, März 2021; EZB, [Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet](#), *Wirtschaftsbericht 8/2020*, Januar 2021.

³ Siehe hierzu auch I. Schnabel, [Monetary policy and inequality](#), Rede anlässlich einer virtuellen Konferenz zum Thema „Diversity and Inclusion in Economics, Finance, and Central Banking“, 9. November 2021.

⁴ Siehe EZB, [Die EZB hört zu – Zusammenfassung der Zwischenergebnisse](#), 2021; EZB, [Die EZB hört zu – Zusammenfassung der Antworten aus dem Portal](#), 2022.

⁵ Siehe EZB, [Geldpolitik und Ungleichheit](#), *Wirtschaftsbericht 2/21*, März 2021. Während die Evidenz zu den Auswirkungen der Geldpolitik auf die Einkommensungleichheit recht aussagekräftig ist, sind die Belege in Bezug auf die Vermögensverteilung weniger schlüssig. Siehe I. Schnabel, a. a. O.

könnte. Deshalb ist es wichtig zu untersuchen, wie sich Ungleichheit auf die Erfüllung des Mandats der EZB auswirken kann.

Weniger im Fokus stand bislang die Frage, wie sich eine subjektiv wahrgenommene Zunahme der Ungleichheit auf das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Zentralbanken auswirken kann und welche Folgen dies für die Erfüllung der Mandate der Zentralbanken haben könnte. Mit Blick auf Europa wurde festgestellt, dass zunehmende wirtschaftliche Ungleichheiten das Vertrauen der Öffentlichkeit in die EU und ihre Institutionen schmälern, und zwar sowohl direkt als auch indirekt über die negativen Auswirkungen der Ungleichheit auf das Vertrauen in die nationalen Institutionen.⁶ Dies könnte auch die EZB betreffen. Das Vertrauen der Öffentlichkeit ist nicht nur wichtig für die Verankerung der Inflationserwartungen, die die Wirksamkeit der Geldpolitik steigert.⁷ Es ist auch von großer Bedeutung, um die EZB vor politischem Druck abzuschirmen, der ihre Unabhängigkeit untergraben könnte.

Dieser Aufsatz beschäftigt sich mit dem Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Ungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB und andere europäische Institutionen. Anhand von Daten aus der neuen Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) und dem Standard-Eurobarometer wird der Zusammenhang zwischen verschiedenen Formen wirtschaftlicher Ungleichheit, der Wahrnehmung von Ungleichheit und dem öffentlichen Vertrauen in die EZB und andere EU-Institutionen im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum von 1999 bis 2020 und im Kontext der Coronakrise untersucht. In Abschnitt 2 wird die Bedeutung wirtschaftlicher Ungleichheit für das Vertrauen in die Institutionen im Allgemeinen sowie in die EZB im Besonderen erörtert. Abschnitt 3 befasst sich mit verschiedenen Aspekten und Messgrößen der wirtschaftlichen Ungleichheit und deren Entwicklung im Euroraum. Abschnitt 4 liefert eine Analyse des Zusammenhangs zwischen verschiedenen Messgrößen der wirtschaftlichen Ungleichheit und dem öffentlichen Vertrauen in die EZB und in andere EU-Organe wie die Europäische Kommission und das Europäische Parlament. Abschnitt 5 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

⁶ Siehe beispielsweise T. Kuhn, E. van Elsas, A. Hakhverdian und W. van der Brug, An ever wider gap in an ever closer union: Rising inequalities and euroscepticism in 12 West European democracies, 1975-2009, *Socio-Economic Review*, Bd. 14, Nr. 1, 2016, S. 27-45; J. Lipps und D. Schraff, Regional inequality and institutional trust in Europe, *European Journal of Political Research*, Bd. 60, Nr. 4, 2021, S. 892-913. Darüber hinaus haben mehrere Studien gezeigt, dass eine zunehmende wirtschaftliche Ungleichheit populistischen Parteien tendenziell Zulauf bringt und sich somit auf die Politik der EU auswirkt. Siehe beispielsweise S. Guriev, *Economic Drivers of Populism*, AEA Papers and Proceedings, Bd. 108, 2018, S. 200-203.

⁷ Ein größeres Vertrauen der Bevölkerung kann dazu beitragen, die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure in der Nähe des Inflationsziels zu verankern. Dadurch wird sichergestellt, dass Lohnforderungen und die Preissetzung der privaten Haushalte und Unternehmen nicht durch temporäre Abweichungen der tatsächlichen Inflation vom Zielwert beeinflusst werden. Siehe beispielsweise D. Christelis, D. Georganakos, T. Jappelli und M. van Rooij, [Trust in the Central Bank and Inflation Expectations](#), *International Journal of Central Banking*, Bd. 16, Nr. 6, 2021, S. 1-37; F. Rumler und M. T. Valderrama, Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data, *Economic Modelling*, Bd. 87, 2020, S. 8-23; C. van der Cruysen und A. Samarina, [Trust in the ECB in turbulent times](#), DNB Working Paper, Nr. 722, De Nederlandsche Bank, 2021.

2 Die Bedeutung wirtschaftlicher Ungleichheit für das Vertrauen in die Institutionen

Eine größere wirtschaftliche Ungleichheit verringert tendenziell das Vertrauen in öffentliche Institutionen. Wirtschaftliche Ungleichheit kann als normativer Standard und als ein wesentliches Ergebnis der von der Politik ergriffenen Maßnahmen erachtet werden, anhand dessen die Bürgerinnen und Bürger die Leistung der Regierung bewerten. Gelingt es den Institutionen nicht, genügend Ressourcen für die gesamte Bevölkerung bereitzustellen und eine relativ gleichmäßige Verteilung zu gewährleisten, führt dies zu wirtschaftlicher Ungleichheit, Armut und wirtschaftlicher Ausgrenzung. Die Erwartungen eines Teils der Bevölkerung werden nicht erfüllt, was das Vertrauen in die Institutionen dämpft. Empirisch lässt sich feststellen, dass eine höhere Einkommens- und Vermögensungleichheit mit einem geringeren Vertrauen in politische Institutionen und einem allgemein schwächeren Zuspruch zur Demokratie korreliert.⁸

Die Beziehung zwischen wirtschaftlicher Ungleichheit und Vertrauen in die Institutionen kann durch kontextbezogene Faktoren abgeschwächt werden. So orientieren sich die Bürgerinnen und Bürger bei der Beurteilung der Ungleichheit in der eigenen Gesellschaft an länderspezifischen Normen, der bisherigen Entwicklung im eigenen Land und dem Beispiel anderer Länder.⁹ Auch scheinen sich Bedenken hinsichtlich der Ungleichheit in Krisenzeiten, in denen Fragen der wirtschaftlichen Ausgrenzung und des wirtschaftlichen Abstiegs ins Blickfeld geraten, stärker auf das Vertrauen auszuwirken.¹⁰ Indessen scheint der Effekt der Ungleichheit auf das Vertrauen schwächer zu sein, wenn eine starke Sozialpolitik und entschlossene Umverteilungsmaßnahmen vorhanden sind. Die von der Politik ergriffenen Maßnahmen spielen also eine wichtige Rolle, was die Abmilderung der politischen Folgen von Ungleichheit betrifft.¹¹

Wie sich wirtschaftliche Ungleichheit auf das Vertrauen in Institutionen auswirkt, hängt auch von subjektiven Wahrnehmungen, Überzeugungen und Erfahrungen ab. Untersuchungen zeigen, dass das Empfinden von Ungleichheit nicht immer mit den statistisch gemessenen Vermögens- und Einkommensunterschieden übereinstimmt.¹² Darüber hinaus haben die Bürgerinnen

⁸ Siehe beispielsweise R. Andersen, Support for democracy in cross-national perspective: The detrimental effect of economic inequality, *Research in Social Stratification and Mobility*, Bd. 30, Nr. 4, 2012, S. 389-402; E. Gould und A. Hijzen, [Growing Apart, Losing Trust? The Impact of Inequality on Social Capital](#), Working Paper des IWF, Nr. 16/176, 2016; J. Kriekhaus, B. Son, N. Bellinger und J. Wells, Economic Inequality and Democratic Support, *The Journal of Politics*, Bd. 76, Nr. 1, 2014, S. 139-151.

⁹ Beispielsweise akzeptieren Gesellschaften mit einer höheren Ungleichheit tendenziell auch eine ungleichere Einkommensverteilung. Andererseits könnte eine Zunahme der Ungleichheit in Ländern mit einer geringen anfänglichen Ungleichheit das Vertrauen in die Institutionen stärker beeinflussen als in Ländern, in denen die Ungleichheit zuvor schon hoch war. Siehe P. Sachweh und S. Olafsdottir, The Welfare State and Equality? Stratification Realities and Aspirations in Three Welfare Regimes, *European Sociological Review*, Bd. 28, Nr. 2, 2012, S. 149-168.

¹⁰ Siehe H. Ervasti, A. Kouvo und T. Venetoklis, Social and Institutional Trust in Times of Crisis: Greece, 2002-2011, *Social Indicators Research*, Bd. 141, 2019, S. 1207-1231.

¹¹ Siehe S. Kumlin und A. Haugsgjerd, The welfare state and political trust: bringing performance back in, in: S. Zmerli und T. W. G. van der Meer (Hrsg.), *Handbook on Political Trust*, Edward Elgar Publishing, 2017, S. 285-301.

¹² Siehe beispielsweise M. Knell und H. Stix, Perceptions of inequality, *European Journal of Political Economy*, Bd. 65, 2020.

und Bürger unterschiedliche normative Ansichten über die wünschenswerte Verteilung von Vermögen und Einkommen in der Gesellschaft. Auch dies kann das Vertrauen in die Institutionen beeinflussen.^{13,14} Und schließlich hängt der Zusammenhang zwischen der Ungleichheit auf Makroebene und dem Vertrauen der Bevölkerung in öffentliche Institutionen auch vom jeweiligen sozioökonomischen Hintergrund und von der individuellen Position in der Einkommens- und Vermögensverteilung ab.¹⁵

Wie gut die politischen Institutionen in der Wahrnehmung der Bevölkerung bei der Bekämpfung von Ungleichheit abschneiden, scheint auch für die Zentralbanken relevant zu sein. Aktuelle Belegen zufolge richtet sich die Sorge der Bürgerinnen und Bürger über Ungleichheit nicht nur an die Regierungen – die die Hauptverantwortung für dieses Thema tragen und auch in der Lage sind, es anzugehen –, sondern auch an die Zentralbanken. Im Rahmen der Veranstaltungsreihe „Die EZB hört zu“, die die EZB im Zuge der Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie durchführte, wurde die Ansicht geäußert, dass sich die EZB stärker in die Bewältigung gesellschaftlicher Fragen wie Ungleichheit und Armut einbringen sollte.¹⁶ Dies deutet darauf hin, dass die Bürgerinnen und Bürger von ihren Zentralbanken aktives Handeln erwarten. Werden diese Erwartungen nicht erfüllt, kann das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Zentralbank durch die oben beschriebenen Wirkungsmechanismen beeinträchtigt werden.

Die Fachliteratur zu den Auswirkungen wirtschaftlicher Ungleichheit auf das Vertrauen der Bevölkerung in Zentralbanken ist begrenzt. Bislang existieren nur wenige Studien, die die Zusammenhänge zwischen der Wahrnehmung wirtschaftlicher Ungleichheit und dem Vertrauen in Zentralbanken wie die EZB untersuchen. Dabei wurde beobachtet, dass das Vertrauen in die EZB mit den Ansichten über die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die Ungleichheit zusammenhängt.¹⁷ Zudem scheint es insbesondere in Krisenzeiten eine Beziehung zwischen Einkommensungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB zu geben.¹⁸ Darüber hinaus spielt möglicherweise nicht nur der statistisch gemessene, sondern auch der subjektiv empfundene Grad der Ungleichheit eine Rolle. Eine Studie mit Fokus auf die Bank of England ergab, dass Menschen, die mit

¹³ Deskriptive Ergebnisse finden sich z. B. in: M. L. Dion und V. Birchfield, *Economic Development, Income Inequality, and Preferences for Redistribution*, *International Studies Quarterly*, Bd. 54, Nr. 2, 2010, S. 315-334; J. Olivera, *Preferences for redistribution in Europe*, *IZA Journal of European Labor Studies*, Bd. 4, Nr. 14, 2015.

¹⁴ Der negative Effekt von Ungleichheit auf das Vertrauen in die Institutionen fällt bei Personen mit egalitäreren Wertevorstellungen nachweislich stärker aus. Siehe C. J. Anderson und M. M. Singer, *The Sensitive Left and the Impervious Right: Multilevel Models and the Politics of Inequality, Ideology, and Legitimacy in Europe*, *Comparative Political Studies*, Bd. 41, Nr. 4/5, 2008, S. 564-599.

¹⁵ Siehe beispielsweise S. Goubin und M. Hooghe, *The Effect of Inequality on the Relation Between Socioeconomic Stratification and Political Trust in Europe*, *Social Justice Research*, Bd. 33, 2020, S. 219-247.

¹⁶ Siehe EZB, [Die EZB hört zu – Zusammenfassung der Zwischenergebnisse](#), 2021.

¹⁷ In einer 2018 in Deutschland durchgeführten repräsentativen Umfrage äußerten Befragte, die der EZB vertrauten, eher die Auffassung, dass das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten entweder keine Auswirkungen oder einen mindernden Effekt auf die Ungleichheit in Deutschland habe und dass sich ihre persönliche wirtschaftliche Situation dadurch verbessert habe. Siehe B. Hayo, [Does Quantitative Easing Affect People's Personal Financial Situation and Economic Inequality? The View of the German Population](#), SSRN, 2020.

¹⁸ Siehe M. Bonasia, R. R. Canale, G. Liotti und N. Spagnolo, [Trust in Institutions and Income Inequality in the Eurozone: The Role of the Crisis](#), *Engineering Economics*, Bd. 27, Nr. 1, 2016, S. 4-12.

der aktuellen Einkommensverteilung zufrieden sind, größeres Vertrauen in ihre Zentralbank haben.¹⁹

3 Aspekte und Wahrnehmung der wirtschaftlichen Ungleichheit

Die einzelnen Messgrößen der wirtschaftlichen Ungleichheit decken verschiedene Aspekte der Ungleichheit ab und stützen sich auf unterschiedliche Methoden zur Bestimmung des wirtschaftlichen Wohlstands und seiner Verteilung in der Bevölkerung. Es ist wichtig, sich der methodischen

Unterschiede bewusst zu sein, denn diese können die Erkenntnisse über die empirische Beziehung zwischen Vertrauen und Ungleichheit beeinflussen.

Besonders bedeutsam ist hierbei die Unterscheidung zwischen der objektiv gemessenen Ungleichheit und deren subjektiver Wahrnehmung.

Was die unterschiedlichen Facetten der Ungleichheit betrifft, so wird am häufigsten zwischen Einkommensungleichheit und Vermögensungleichheit unterschieden. Zwar haben sowohl die Einkommens- als auch die

Vermögensungleichheit seit Anfang der 1980er-Jahre in den meisten Industrieländern zugenommen, doch ist die Vermögenskonzentration tendenziell größer als die Einkommenskonzentration.²⁰ Die Einkommensungleichheit lässt sich entweder vor Steuern oder nach Steuern (d. h. auf Basis des verfügbaren Einkommens) messen.²¹ Die Fähigkeit des Staates, durch Steuern und Transferleistungen auf die Einkommenskonzentration Einfluss zu nehmen, wirkt sich auch auf die öffentliche Meinung aus, vor allem in den europäischen Ländern mit traditionell stärkeren sozialen Sicherungssystemen und Umverteilungsinstrumenten.²²

Die Einkommens- wie auch die Vermögensungleichheit im Euroraum hat sich seit 1999 erhöht, wenn auch nur marginal (siehe Abbildung 1). Dieser Trend verstärkte sich im Gefolge der globalen Finanzkrise von 2008, wobei die Vermögensungleichheit rascher zunahm als die Einkommensungleichheit. Beide Messgrößen erreichten 2014 einen Höchststand und haben sich seither stabilisiert.²³

¹⁹ Siehe L. Farrell, J. M. Fry und T. R. L. Fry, Who trusts the bank of England and high street banks in Britain?, Applied Economics, Bd. 53, Nr. 16, 2021, S. 1886-1898.

²⁰ Siehe beispielsweise T. Piketty und E. Saez, a. a. O. Eine Darstellung der divergierenden Entwicklung der Einkommens- und Vermögensungleichheit in den USA findet sich in: M. Kuhn, M. Schularick und U. I. Steins, Income and Wealth Inequality in America, 1949-2016, Journal of Political Economy, Bd. 128, Nr. 9, 2020, S. 3469-3519.

²¹ Sowohl hinsichtlich der Einkommens- als auch hinsichtlich der Vermögensungleichheit ist der Gini-Koeffizient ein Standardindikator (wenn auch nicht der einzige) dafür, wie sehr die Verteilung des Einkommens oder des Vermögens von einer vollkommen gleichmäßigen Verteilung abweicht.

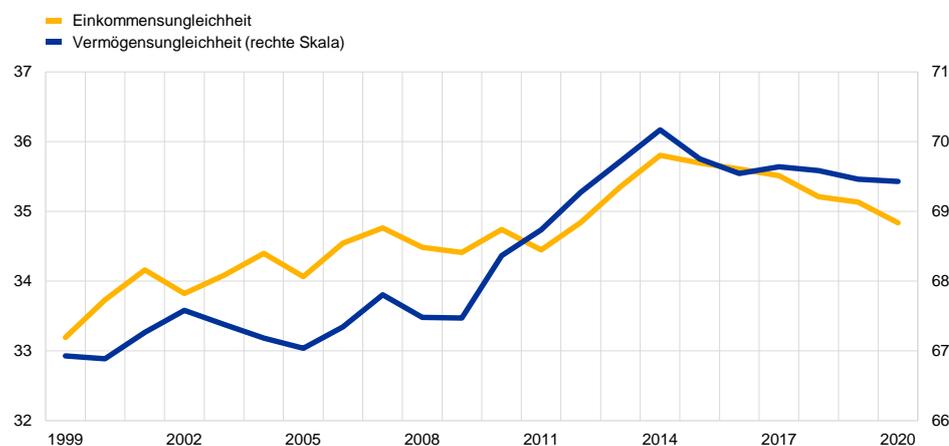
²² Zur Bemessung der Ungleichheit siehe T. McGregor, B. Smith und S. Wills, Measuring inequality, Oxford Review of Economic Policy, Bd. 35, Nr. 3, 2019, S. 368-395.

²³ Einzelheiten hierzu finden sich in: T. Blanchet, L. Chancel und A. Ghetin, [How Unequal is Europe? Evidence from Distributional National Accounts, 1980-2017](#), WID.world Working Paper, Nr. 2019/06, 2019.

Abbildung 1

Einkommens- und Vermögensungleichheit in den Ländern des Euroraums von 1999 bis 2020

(linke Skala: Gini-Koeffizient des Einkommens nach Steuern; rechte Skala: Gini-Koeffizient des Vermögens)



Quelle: World Inequality Database.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den durchschnittlichen Gini-Koeffizienten der Länder des Euroraums, gewichtet nach Bevölkerungsgröße und unter Berücksichtigung von Beitritten zum Euroraum.

Menschen gründen ihre Entscheidungen und politischen Präferenzen eher auf ihre subjektive Wahrnehmung der Einkommensungleichheit als auf statistische Messgrößen.

Während die meisten Menschen ungefähr wissen, wie hoch ihre eigenen Einkünfte sind, kennen sie in der Regel nicht die gesamte Einkommensverteilung und wissen auch nicht genau, wo ihr Einkommen in dieser Verteilung zu verorten ist.²⁴ Heuristisch tendieren sie dazu, ihre eigene Position in der Einkommensverteilung mit einer Referenzgruppe zu vergleichen, die ihnen bekannt ist. Dies ist häufig eine Bezugsgruppe mit ähnlichem sozioökonomischen Hintergrund; jedoch sehen sie sich selbst oft näher an der Mitte der Verteilung, als dies tatsächlich der Fall ist. Personen im oberen Verteilungssegment schätzen ihre Position tendenziell zu niedrig und Personen im unteren Verteilungssegment eher zu hoch ein.²⁵

Die individuelle Wahrnehmung von Ungleichheit richtet sich zumindest teilweise nach den fundamentalen Wirtschaftsfaktoren.

Länderübergreifende Forschungsarbeiten zeigen, dass ein Missverhältnis zwischen den subjektiven Eindrücken und der anhand von statistischen Indikatoren erfassten wirtschaftlichen Ungleichheit besteht.²⁶ Zugleich deuten jüngste Belege – trotz unvollständiger Informationen über die Einkommensverteilung – darauf hin, dass die Wahrnehmungen hinsichtlich der Einkommensunterschiede in den OECD-Ländern

²⁴ Siehe V. Gimpelson und D. Treisman, Misperceiving inequality, *Economics & Politics*, Bd. 30, Nr. 1, 2018, S. 27-54.

²⁵ Diese Tendenz wird als Verzerrung zur Mitte (Centre Bias) bezeichnet und stellt eine wiederkehrende Fehleinschätzung bei der subjektiven Interpretation der Einkommensungleichheit dar. Siehe K. B. Hvidberg, C. Kreiner und S. Stantcheva, *Social Positions and Fairness Views on Inequality*, Working Paper des NBER, Nr. 28099, 2021; G. Cruces, R. Perez-Truglia und M. Tetaz, *Biased perceptions of income distribution and preferences for redistribution: Evidence from a survey experiment*, *Journal of Public Economics*, Bd. 98, 2013, S. 100-112.

²⁶ Siehe G. Cruces et al., a. a. O.; A. Kuhn, *The Individual Perception of Wage Inequality: A Measurement Framework and Some Empirical Evidence*, IZA Discussion Paper Series, Nr. 9579, IZA Institute of Labor Economics, 2015.

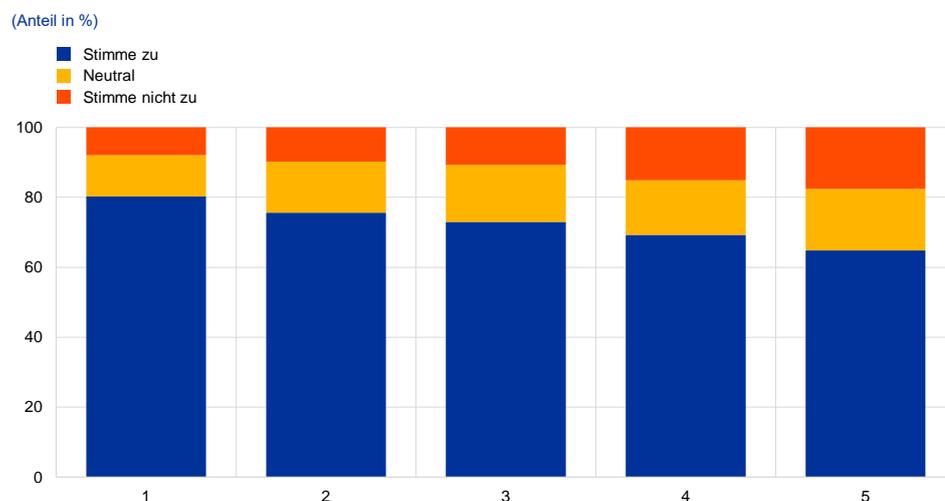
die tatsächlich feststellbare Ungleichheit widerzuspiegeln scheinen.²⁷ Menschen erkennen also dort eine Einkommensungleichheit, wo auch statistische Schätzungen in eine entsprechende Richtung weisen.

Aus der neuen EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen geht hervor, dass ein Großteil der Bevölkerung in allen sechs untersuchten Ländern die Einkommensungleichheit als „zu groß“ empfindet und dass diese Auffassung mit dem jeweiligen Einkommensstatus korreliert. Die in der Erhebung gestellte Frage ist in erster Linie normativ, da die Teilnehmerinnen und Teilnehmer gebeten werden, den aktuellen Grad der Ungleichheit anhand einer Benchmark der idealen Ungleichheit einzuschätzen. Dementsprechend erfasst die Messgröße nicht unbedingt, welchen Grad an Ungleichheit die Befragten in der Bevölkerung wahrnehmen. Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, wird die Ungleichheit in allen Einkommensquintilen von den meisten Menschen als „zu groß“ empfunden. In Belgien, Spanien und Italien ist dies bei mehr als 75 % der Befragten der Fall (in der Abbildung nicht dargestellt). Diese Wahrnehmung wird über die gesamte Einkommensverteilung und über alle Länder hinweg von einer Mehrheit der Befragten geteilt. Allerdings halten Personen, die sich am unteren Ende der Einkommensverteilung befinden, die Einkommensungleichheit häufiger für „zu groß“ (rund 15 Prozentpunkte mehr) als Personen am oberen Ende der Einkommensverteilung. Das Ausmaß dieser Divergenz variiert von Land zu Land. So schätzen die Befragten in Spanien und Italien die Ungleichheit in allen Einkommensgruppen recht ähnlich ein, wohingegen sich die Antworten von Menschen mit geringem und mit hohem Einkommen in Belgien, Deutschland, Frankreich und den Niederlanden stärker unterscheiden (in der Abbildung nicht dargestellt).

²⁷ Siehe OECD, Does Inequality Matter? How People Perceive Economic Disparities and Social Mobility, OECD Publishing, 2021.

Abbildung 2

Wahrnehmung einer „zu großen“ Ungleichheit nach Einkommensquintil



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Die Abbildung basiert auf gepoolten und gewichteten Daten aus den Erhebungen von April 2020 bis Dezember 2021 für die sechs an der Umfrage teilnehmenden Länder (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande). In der Umfrage ist die Frage, ob die Einkommensunterschiede „zu groß“ seien, anhand einer Skala von 1 („stimme überhaupt nicht zu“) bis 7 („stimme voll und ganz zu“) zu beantworten. Die Antworten 1-3 werden zusammengefasst unter „stimme nicht zu“, 4 zählt als „neutral“, und 5-7 werden zusammengefasst als „stimme zu“.

4 Vertrauen der Öffentlichkeit in die EU-Institutionen und wirtschaftliche Ungleichheit

Es ist nicht ganz einfach, einen kausalen Zusammenhang zwischen Ungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB und in andere EU-Institutionen herauszuarbeiten. Zum einen können verschiedene Störvariablen die wirtschaftliche Ungleichheit und das öffentliche Vertrauen in die Institutionen zugleich beeinflussen. So können etwa Unterschiede im Bildungsstand der Bevölkerung zu größerer Einkommensungleichheit führen. Diese Unterschiede würden sich auch im Vertrauen der Öffentlichkeit widerspiegeln, denn ein niedrigerer Bildungsstand geht mit einem geringeren Vertrauen der Bevölkerung in Institutionen einher.²⁸ Ebenso steht eine höhere Arbeitslosigkeit tendenziell mit einer größeren Einkommensungleichheit und einem geringeren öffentlichen Vertrauen in Verbindung.²⁹ Zum anderen kann die wirtschaftliche Ungleichheit mit Blick auf das Niveau des öffentlichen Vertrauens einen endogenen Faktor darstellen, da sich das zwischenmenschliche Vertrauen darauf auswirkt, ob mehr oder weniger umfangreiche Umverteilungsmaßnahmen bevorzugt werden. Die geringere Einkommensungleichheit und die großzügigeren sozialen Sicherungssysteme in skandinavischen Ländern können zum Beispiel auf ein stärkeres

²⁸ Siehe beispielsweise M. Ehrmann, M. Soudan und L. Stracca, Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times, *The Scandinavian Journal of Economics*, Bd. 115, Nr. 3, 2013, S. 781-807; S. Bergbauer, N. Hernborg, J.-F. Jamet und E. Persson, The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?, *Journal of European Public Policy*, Bd. 27, Nr. 8, 2020.

²⁹ Siehe beispielsweise F. Roth und L. Jonung, [Public Support for the Euro and Trust in the ECB: The first two decades of the common currency](#), Hamburg Discussion Papers in International Economics, Nr. 2, 2019.

zwischenmenschliches Vertrauen zurückgeführt werden,³⁰ welches mit dem institutionellen Vertrauen korreliert.³¹ Hierdurch können die Kausalzusammenhänge verschleiert werden, sodass es schwierig wird, zwischen den Effekten der Ungleichheit auf das Vertrauen und den Effekten des Vertrauens auf die Ungleichheit zu unterscheiden.

Im vorliegenden Abschnitt werden die Verbindungen zwischen der wirtschaftlichen Ungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit auf bivariater Ebene untersucht, ohne dass auf einen Kausalzusammenhang abgestellt wird. In Kasten 1 erfolgt eine empirische Analyse des Zusammenhangs zwischen der empfundenen Einkommensungleichheit und dem Vertrauen der Bevölkerung in die EU-Institutionen. Hierbei werden zusätzliche Kontrollvariablen berücksichtigt, um möglichen Störfaktoren Rechnung zu tragen, die das Verhältnis zwischen wirtschaftlicher Ungleichheit und institutionellem Vertrauen beeinflussen können.

Die Analyse beruht auf den Ergebnissen der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen sowie des Standard-Eurobarometers. In der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen wird das Vertrauen der Öffentlichkeit anhand einer monatlichen Panel-Befragung ermittelt, die erstmals im April 2020 durchgeführt wurde.³² Die Ergebnisse dieser Umfrage werden mit einer Analyse von Daten aus dem Standard-Eurobarometer kombiniert, wobei 43 Erhebungen dieser halbjährlich stattfindenden Umfrage zugrunde gelegt werden.³³ Diese beiden Meinungsumfragen sind die besten verfügbaren Datenquellen zur Untersuchung des öffentlichen Vertrauens in die EU-Institutionen. Sie ermöglichen eine qualitative Analyse der Trends, die im Laufe der Zeit in den verschiedenen Ländern zu beobachten waren.

Das Vertrauen in die EZB wird zusammen mit dem Vertrauen in die Europäische Kommission und in das Europäische Parlament untersucht. Es ist denkbar, dass einige Bürgerinnen und Bürger in Bezug auf ihr Vertrauen nicht ausreichend zwischen den verschiedenen EU-Institutionen unterscheiden und die

³⁰ Siehe beispielsweise Y. Algan, P. Cahuc und M. Sangnier, [Efficient and Inefficient Welfare States](#), IZA Discussion Paper Series, Nr 5445, IZA Institute of Labor Economics, 2011.

³¹ Siehe S. Angino, F. Ferrara und S. Secola, [The cultural origins of institutional trust: The case of the European Central Bank](#), European Union Politics, 2021.

³² Die Umfrage ist zwar zeitlich und geografisch begrenzt (sie erfasst lediglich Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande), enthält aber eine Einstufung des Vertrauens der Bevölkerung auf einer Skala von 0 bis 10. Sie ermöglicht somit eine genauere Analyse dieser Variablen als binäre Indikatoren. Darüber hinaus liefert die Umfrage eine Reihe von Informationen über den soziodemografischen Hintergrund und die Wirtschaftserwartungen der Befragten, darunter auch Angaben zur Höhe des gesamten Haushaltseinkommens und zur Wahrnehmung der Ungleichheit. Einzelheiten zur Umfrage finden sich in: K. Bańkowska et al., [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 287, 2021.

³³ In der Eurobarometer-Umfrage werden die Teilnehmerinnen und Teilnehmer gefragt, ob sie der betreffenden Institution eher vertrauen oder eher nicht vertrauen. Die Angaben werden für die Euro-Länder auf Länder- und Regionalebene pro Jahr aggregiert. Dies erfolgt durch Kombination der regelmäßigen Frühjahrs- und Herbstbefragungen. Für 2020 ist nur eine Erhebung enthalten, da der Halbjahresrhythmus aufgrund der Pandemie nicht eingehalten werden konnte.

EZB somit als Teil des allgemeinen institutionellen Rahmens der EU betrachten.³⁴ Etwaige Zusammenhänge zwischen wirtschaftlicher Ungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB könnten daher auch mit Faktoren in Verbindung stehen, die nicht ausschließlich die EZB, sondern die Bewertung des gesamten institutionellen Systems der EU betreffen. Durch einen Vergleich des festgestellten Musters des Vertrauens in die EZB mit denen für die anderen EU-Institutionen lässt sich eruieren, ob es bestimmte Konstellationen von Ungleichheit und Vertrauen gibt, die sich ausschließlich auf die EZB beziehen.

Kasten 1

Zusammenhang zwischen der wahrgenommenen Einkommensungleichheit und dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EU-Institutionen gemäß der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen

Navid Armeli, Alessandro Giovannini und Nils Hernborg

Im vorliegenden Kasten wird das Verhältnis zwischen der normativen Wahrnehmung von Einkommensungleichheiten und dem öffentlichen Vertrauen in die EU-Institutionen untersucht, wobei für eine Reihe möglicher Störfaktoren kontrolliert wird, die diese Beziehung beeinflussen können. Der Kasten stellt eine Erweiterung der jüngst im Kontext der Covid-19-Pandemie durchgeführten Analysen zum Vertrauen in die EZB dar, indem er die empfundene Einkommensungleichheit als eine der Einflussvariablen berücksichtigt. Hierbei wird – angelehnt an eine aktuelle Studie von van der Crujisen und Samarina³⁵ – ein Random-Effects-Panelregressionsverfahren auf Basis der monatlichen Panel-Daten der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen in sechs Euro-Ländern von April 2020 bis Oktober 2021 zugrunde gelegt. Um festzustellen, ob es einen Zusammenhang gibt, der nur für die EZB Bestand hat, werden Modellgeschätzungen für das Vertrauen in die Europäische Kommission und in die nationalen Zentralbanken (NZBen) sowie für das Vertrauen in die EZB erstellt.

Die Wahrnehmung, dass die Einkommensungleichheit „zu groß“ ist, korreliert nach Kontrolle für verschiedene Störfaktoren negativ mit dem Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB. Abbildung A zeigt die Zustimmung zu der Aussage, dass die Einkommensungleichheit „zu groß“ sei, anhand einer siebenstufigen Skala (von 1 = „stimme überhaupt nicht zu“ bis 7 = „stimme voll und ganz zu“). Demnach verringert sich das Vertrauen in die EZB mit jeder Stufe, um die sich die Zustimmung zu dieser Aussage erhöht, um 0,2 Punkte (auf einer Skala von 0 bis 10). Die negative Korrelation ist zwar von der Größenordnung her gering, aber statistisch signifikant. Eine negative Beziehung in ähnlicher Größe ist auch beim öffentlichen Vertrauen in die Europäische Kommission und in die NZBen festzustellen. Dies legt nahe, dass der negative Zusammenhang nicht speziell die EZB betrifft, sondern dass die Bevölkerung eine ähnliche Einstellung zu allen Institutionen hat. Auch zeigt sich, dass das Einkommensniveau bei Berücksichtigung anderer Faktoren positiv mit dem öffentlichen Vertrauen in die EZB und auch in andere Institutionen korreliert. Ebenso gibt es einen positiven Zusammenhang zwischen der Höhe des Vermögens (näherungsweise bestimmt anhand des Personenkreises mit hypotheckenfreiem selbstgenutztem Wohneigentum) und dem Vertrauen

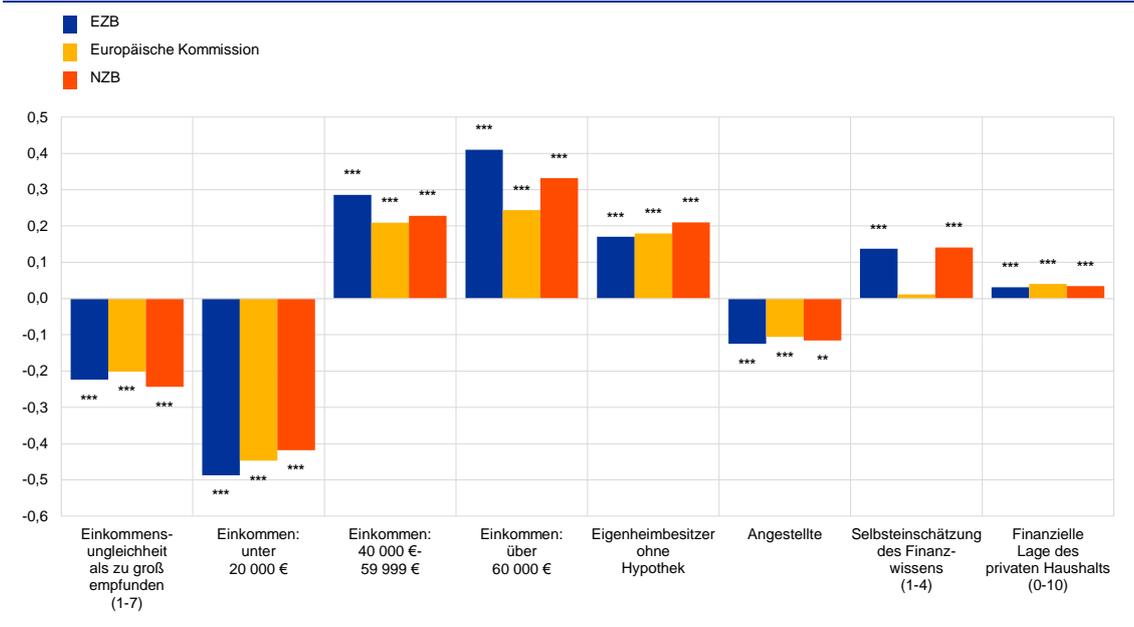
³⁴ Im Gefolge der globalen Finanzkrise sank das Vertrauen der Bevölkerung sowohl in nationale als auch in europäische Institutionen. Insgesamt war eine allgemeine Tendenz in Richtung einer zunehmenden Skepsis gegenüber den politisch Verantwortlichen zu beobachten. Siehe hierzu EZB, [Entwicklung des Vertrauens in öffentliche Institutionen seit der weltweiten Finanzkrise](#), Kasten 1, in: Die Einstellung der Bürgerinnen und Bürger gegenüber der EZB, dem Euro und der Wirtschafts- und Währungsunion, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

³⁵ Siehe C. van der Crujisen und A. Samarina, a. a. O.

der Öffentlichkeit in die EZB sowie in die Europäische Kommission und die NZBen (siehe Abbildung A). Die ähnlichen Resultate für die einzelnen Institutionen könnten auch der Tatsache geschuldet sein, dass die Befragten nicht zwischen den Organen unterscheiden, wenn sie gefragt werden, wie groß ihr Vertrauen ist.

Abbildung A

Korrelation zwischen dem Vertrauen in die EU-Institutionen und der wahrgenommenen Ungleichheit



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.
 Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Ergebnisse der Random-Effects-Panelregressionen, wobei die Standardfehler auf Einzelpersonenebene geclustert werden. Es wurden konstante Dummy-Variablen für die einzelnen Erhebungen und die Länderzugehörigkeit verwendet (nicht dargestellt). Bei der Regression erfolgte eine Kontrolle für Geschlecht, Alter und Bildungsgrad (nicht dargestellt). Das Vertrauen in die einzelnen Institutionen wird anhand einer Skala von 0 bis 10 gemessen, wobei der Wert „0“ bedeutet, dass keinerlei Vertrauen in die Institution besteht, und der Wert „10“ vollkommenes Vertrauen signalisiert. Inwieweit die Einkommensungleichheit im eigenen Land als „zu groß“ erachtet wird, wird in der Umfrage anhand einer Skala von 1 („stimme überhaupt nicht zu“) bis 7 („stimme voll und ganz zu“) bestimmt. In Bezug auf die Finanzlage wurden die privaten Haushalte danach gefragt, wie beunruhigt sie über die Folgen der Corona-Pandemie (Covid-19) für ihre finanzielle Situation seien. Hierbei steht 0 für „überhaupt nicht beunruhigt“ und 10 für „extrem beunruhigt“. Die Selbsteinschätzung zum Finanzwissen wird anhand der Frage bemessen, für wie sachkundig sich die Befragten in Bezug auf Finanzangelegenheiten halten. Hier steht 1 für „nicht sachkundig“ und 4 für „sehr sachkundig“. ***, ** und * geben die Signifikanz auf dem Niveau von 1 %, 5 % bzw. 10 % an.

5 Vertrauen der Öffentlichkeit in die EU-Institutionen und Ungleichheit

Das Vertrauen in die Institutionen der EU steigt mit dem Einkommen. In

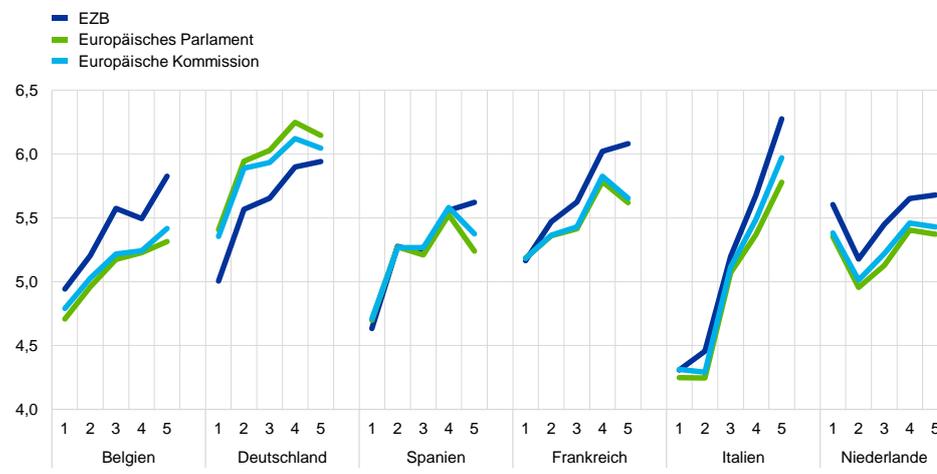
Abbildung 3 wird das Vertrauen der Öffentlichkeit nach dem Gesamteinkommen der Haushalte aufgeschlüsselt. Dabei zeigt sich, dass das durchschnittliche Vertrauen in die EZB in allen sechs untersuchten Ländern mit steigendem Einkommen schrittweise zunimmt. Diese Beziehung erweist sich in Bezug auf Alter, Geschlecht, Bildungsstand und Beschäftigungsstatus (in der Abbildung nicht dargestellt) als robust. Das durchschnittliche Vertrauen in das Europäische Parlament und die Europäische Kommission weist ein vergleichbares Muster auf.³⁶

³⁶ Daten aus dem European Social Values Survey – der lediglich das Vertrauen in das Europäische Parlament untersucht – bestätigten, dass das durchschnittliche Vertrauen in das Europäische Parlament mit höherem Einkommen steigt. Gleiches gilt für das Vertrauen allgemein, also auch für das Vertrauen in die NZBen sowie das generelle Vertrauen in andere Personen (interpersonelles Vertrauen).

Abbildung 3

Vertrauen in die EU-Institutionen nach Einkommensquintil

(durchschnittliches Vertrauensniveau)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf die monatlichen Erhebungen im Zeitraum April 2020 bis Dezember 2021. Das gewichtete durchschnittliche Vertrauen in die einzelnen Institutionen wird anhand einer Skala von 0 bis 10 gemessen, wobei der Wert „0“ bedeutet, dass keinerlei Vertrauen in die Institution besteht, und der Wert „10“ vollkommene Vertrauen signalisiert.

Während die Zunahme des Vertrauens entlang der Einkommensverteilung bei allen sechs betrachteten Ländern und allen drei Institutionen zu beobachten ist, gibt es durchaus Unterschiede, was die Stärke der Korrelation betrifft. So

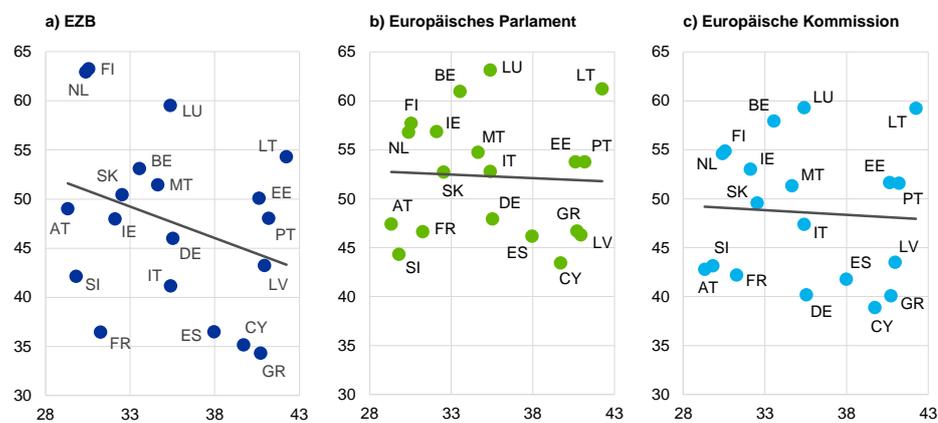
verändert sich das durchschnittliche Vertrauen in die EZB entlang der Einkommensverteilung in den Niederlanden am wenigsten und in Italien am meisten. Betrachtet man die Unterschiede zwischen der EZB und den anderen EU-Institutionen, fällt auf, dass das durchschnittliche Vertrauen in die EZB in Frankreich und Italien im unteren Bereich der Einkommensverteilung ähnlich hoch ist wie das Vertrauen in das Europäische Parlament und die Kommission, in den oberen Einkommensquintilen hingegen etwas höher. In Belgien und den Niederlanden haben die Haushalte über alle Einkommenskategorien hinweg ein größeres Vertrauen in die EZB als in die anderen EU-Institutionen. In Deutschland ist das Gegenteil der Fall ist.

Dieser positive Zusammenhang deutet darauf hin, dass das Einkommensniveau für das Vertrauen der Öffentlichkeit in die EU-Institutionen von Bedeutung sein kann, sagt aber nicht viel über den Zusammenhang zwischen Einkommensungleichheit und öffentlichem Vertrauen aus. Grafik a in Abbildung 4 zeigt, dass das öffentliche Vertrauen in die EZB in Ländern mit geringerer Einkommensungleichheit tendenziell höher ist und umgekehrt. Darüber hinaus ist die bivariate Beziehung zwischen dem Gini-Koeffizienten nach Steuern und dem Vertrauen bei der EZB stärker, als dies beim Europäischen Parlament und bei der Europäischen Kommission der Fall ist (Abbildung 4, Grafik b und c).

Abbildung 4

Gini-Koeffizienten der Einkommensungleichheit nach Steuern und Vertrauen in die EU-Institutionen in den Ländern des Euroraums im Zeitraum von 1999 bis 2020

(x-Achse: durchschnittlicher Gini-Koeffizient der Einkommensungleichheit nach Steuern; y-Achse: durchschnittliche Neigung zum Vertrauen in die betreffende Institution)



Quellen: Standard-Eurobarometer und World Income Inequality Database.

Anmerkung: Es handelt sich um Durchschnittswerte für den Zeitraum von 1999 bis 2020 unter Berücksichtigung von Beitritten zum Euroraum. Das Vertrauen wird ermittelt als Anteil der Umfrageteilnehmer, die auf die Frage danach, ob sie der betreffenden Institution eher vertrauen oder nicht vertrauen, mit „eher vertrauen“ antworteten. Der Zusammenhang zwischen der durchschnittlichen Neigung zum Vertrauen und dem durchschnittlichen Gini-Koeffizienten der Einkommensungleichheit nach Steuern ist für die EZB auf 10 %-Niveau signifikant, für das Europäische Parlament und die Europäische Kommission hingegen nicht signifikant.

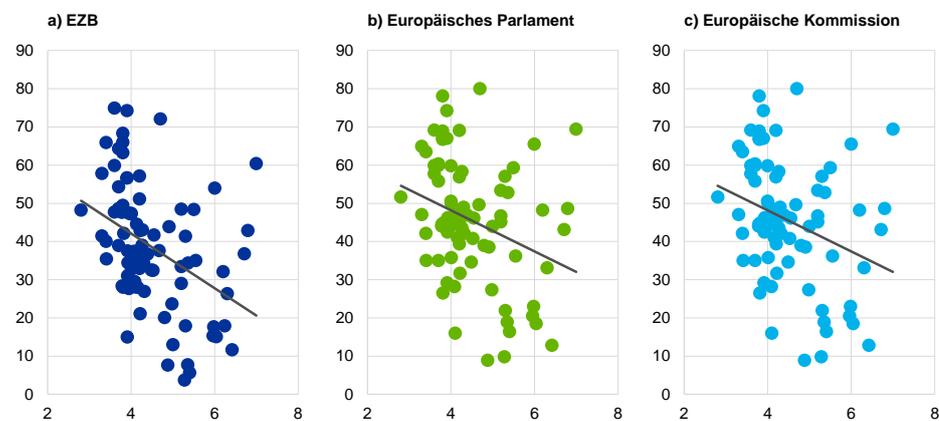
Regionale Daten belegen den negativen Zusammenhang zwischen Einkommensungleichheit und öffentlichem Vertrauen in die EZB und stützen damit das Argument, dass das Ausmaß der Einkommensungleichheit einen relevanten Faktor darstellt. Das Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB ist in

Regionen mit großen Unterschieden zwischen der einkommensstärksten und der einkommenschwächsten Bevölkerungsgruppe geringer als in Regionen, in denen die Unterschiede weniger groß sind (siehe Abbildung 5, Grafik a). Diese Beziehung hat auch im Hinblick auf das Vertrauen der Öffentlichkeit in das Europäische Parlament und die Europäische Kommission Bestand (siehe Abbildung 5, Grafik b und c). Im Vergleich zu den Messgrößen der Einkommensungleichheit auf Länderebene könnten regionale Messgrößen der Einkommensungleichheit eher dem Grad der Ungleichheit entsprechen, den die Menschen für sich selbst als relevant erachten, und somit einen stärkeren Einfluss auf ihre allgemeine Einstellung haben.

Abbildung 5

Einkommensquintilverhältnis (S80/S20) und Vertrauen in die EU-Institutionen in Regionen des Euroraums (NUTS1/2)

(x-Achse: Einkommensquintilverhältnis in den Regionen; y-Achse: Neigung zum Vertrauen)



Quellen: Standard-Eurobarometer, Eurostat und OECD.

Anmerkung: Das Einkommensquintilverhältnis ist das Verhältnis des Gesamteinkommens der 20 % der Bevölkerung mit dem höchsten Einkommen (oberstes Quintil) zum Gesamteinkommen der 20 % der Bevölkerung mit dem niedrigsten Einkommen (unterstes Quintil) in einer Region. Die Abbildung zeigt die Einkommensquintilverhältnisse in den Regionen Belgiens, Deutschlands, Griechenlands, Italiens und der Niederlande auf NUTS1-Ebene und in den Regionen Irlands, Spaniens, Frankreichs, Litauens, Österreichs, Sloweniens, der Slowakei und Finnlands auf NUTS2-Ebene. Es werden jeweils die zuletzt verfügbaren Daten herangezogen. Bei Belgien, Irland, Griechenland, Italien, Lettland, den Niederlanden, Slowenien, und der Slowakei sind dies Daten für das Jahr 2019, bei Österreich für 2018, bei Deutschland und Spanien für 2013 und bei Frankreich für 2010. Die Einkommensquintilverhältnisse sind am 1 %- und 99 %-Perzentil winsorisiert, um eine Verzerrung durch Ausreißer zu vermeiden. Die Neigung zum Vertrauen in die einzelnen Institutionen wurde auf der entsprechenden NUTS-Ebene pro Jahr aggregiert (durch Kombination der Herbst- und Frühjahrsumfragen des Standard-Eurobarometers), wobei Regionen mit weniger als 45 Beobachtungen nicht berücksichtigt wurden. Für Estland, Zypern, Lettland, Luxemburg, Malta und Portugal fehlen Beobachtungen. Der Zusammenhang zwischen dem Vertrauen der Öffentlichkeit und dem Einkommensquintilverhältnis ist für alle Institutionen auf 1 %-Niveau statistisch signifikant.

Messgrößen der Vermögensungleichheit weisen eine weniger deutliche

Korrelation mit dem Vertrauen in die EU-Institutionen auf. Messgrößen des Vermögens der privaten Haushalte und seiner Verteilung sind nicht nur schlechter verfügbar, sondern auch ungenauer als Messgrößen der Einkommensverteilung, denn solche Informationen lassen sich schwer über Umfragen und aus Verwaltungsdaten erheben. Setzt man die Vermögensungleichheit (gemessen am Gini-Koeffizienten für das private Nettovermögen) mit dem öffentlichen Vertrauen in die EZB in den Euro-Ländern von 1999 bis 2020 in Beziehung, zeigt sich kein eindeutiger Zusammenhang.

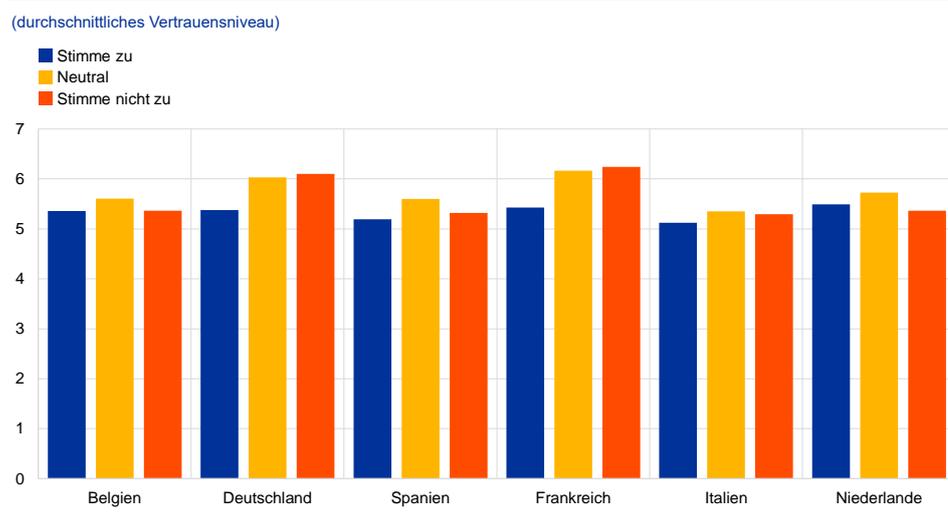
Personen, die die Einkommensungleichheit als „zu groß“ empfinden, haben tendenziell ein etwas geringeres Vertrauen in die EZB und andere EU-Institutionen.

Wie in Abschnitt 3 erläutert, sind die statistischen Messgrößen der Einkommensungleichheit in der Bevölkerung vermutlich nicht allgemein bekannt, sodass die Menschen ihre politischen Präferenzen und Einstellungen stattdessen auf ihre unterschiedlichen subjektiven Wahrnehmungen der Einkommensungleichheit stützen. Aus Abbildung 6 geht hervor, dass Menschen in Deutschland und Frankreich, die die Ungleichheit in ihrem Land als „zu groß“ empfinden, im Durchschnitt ein geringeres Vertrauen in die EZB zeigen als Personen, die eine neutrale Meinung haben oder dieser Aussage nicht zustimmen. Diese Beziehung hat auch unter Berücksichtigung von Alter, Geschlecht, Bildungsstand und Beschäftigungsstatus Bestand (in der Abbildung nicht dargestellt). In Belgien, Spanien, Italien und den Niederlanden sind die Unterschiede

im durchschnittlichen Vertrauensniveau jedoch recht gering. Ein ähnliches Muster zeigt sich auch beim Vertrauen in die Europäische Kommission und in das Europäische Parlament (in der Abbildung nicht dargestellt).

Abbildung 6

Vertrauen der Öffentlichkeit in die EZB aufgeschlüsselt nach der Wahrnehmung einer „zu großen“ Ungleichheit



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf die monatlichen Erhebungen im Zeitraum April 2020 bis Dezember 2021. In der Umfrage ist die Frage, ob die Einkommensunterschiede „zu groß“ seien, anhand einer Skala von 1 („stimme überhaupt nicht zu“) bis 7 („stimme voll und ganz zu“) zu beantworten. Die Antworten 1-3 werden zusammengefasst unter „stimme nicht zu“, 4 zählt als „neutral“, und 5-7 werden zusammengefasst als „stimme zu“.

6 Schlussbemerkungen

Die Einkommens- und Vermögensungleichheit hat in den letzten Jahrzehnten in vielen Industrieländern zugenommen, und die Pandemie könnte bestehende wirtschaftliche Ungleichverteilungen zusätzlich verstärken. Durch die Folgen der Covid-19-Pandemie könnten bereits vorhandene wirtschaftliche Ungleichheiten weiter zunehmen, da einige Bevölkerungsschichten eher durch Arbeitslosigkeit und Einkommensverluste bedroht sind und steigende Vermögenspreise die Vermögensungleichheit verschärfen könnten.

Während die wirtschaftliche Ungleichheit in jüngster Zeit verstärkt im Fokus wissenschaftlicher Forschung und politischer Debatten steht, wurde dem Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Ungleichheit und öffentlichem Vertrauen in die Arbeit der Zentralbanken bislang weniger Beachtung geschenkt. Für die Bekämpfung sozialer Ungleichheiten sind in erster Linie die Regierungen verantwortlich. Die Bevölkerung erwartet aber möglicherweise, dass auch die Zentralbanken in diesem Bereich aktiv werden. Daher könnte ihre Haltung gegenüber der Zentralbank durch die objektive und subjektive Wahrnehmung wirtschaftlicher Ungleichheit beeinflusst werden.

Es gibt erste Anhaltspunkte dafür, dass die gestiegene Einkommensungleichheit und deren subjektive Wahrnehmung für das

Vertrauen der Bevölkerung in die EZB eine Rolle spielen könnten. Das Vertrauen in die EZB ist in Ländern mit größeren Einkommensungleichheiten tendenziell geringer und umgekehrt. Ebenso ist das Vertrauen der Öffentlichkeit in jenen Regionen tendenziell niedriger, in denen größere Unterschiede zwischen der einkommensstärksten und der einkommensschwächsten Bevölkerungsschicht bestehen. Auf Ebene des einzelnen Individuums zeigen Personen, die die Einkommensungleichheit als „zu groß“ empfinden, eher ein etwas geringeres Vertrauen in die EZB. Auch wenn dieser negative Zusammenhang nicht besonders groß ist, ist er statistisch signifikant und hat auch dann noch Bestand, wenn mögliche Störfaktoren berücksichtigt werden.

Allerdings scheint Ungleichheit nicht nur die Haltung der Menschen in Bezug auf die EZB zu beeinflussen, sondern auch ihre Einstellung zu den EU-Institutionen im Allgemeinen. Wie im vorliegenden Aufsatz dargelegt wurde, gilt der Zusammenhang zwischen öffentlichem Vertrauen und Einkommensungleichheit nicht nur für die EZB, sondern auch für andere EU-Organe wie das Europäische Parlament und die Kommission. Dies steht im Einklang mit Studien, aus denen hervorgeht, dass die Meinungen zu verschiedenen EU-Institutionen tendenziell stark korrelieren. Die Menschen scheinen also mitunter den institutionellen Rahmen der EU in seiner Gesamtheit zu beurteilen, wenn sie zu einzelnen Institutionen befragt werden.³⁷

Maßnahmen, die das allgemeine Verständnis des Mandats und der Aufgaben der EZB verbessern, könnten das Vertrauen in die Zentralbank festigen. Durch eine verständlichere Kommunikation und das Aufgreifen konkreter Bedenken der Bevölkerung in unterschiedlichen Teilen des Euroraums – etwa der Frage, welche Rolle die EZB für die wirtschaftliche Entwicklung spielt – könnte das Vertrauen in die EZB und damit auch die Wirksamkeit ihrer geldpolitischen Instrumente gestärkt und ihre Unabhängigkeit besser gewährleistet werden. Dabei gilt es auch zu erklären, welchen Beitrag die Maßnahmen der EZB – durch die Gewährleistung des vorrangigen Ziels der Preisstabilität gemäß AEUV – zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung leisten und wie sie wirtschaftliche Ungleichheit beeinflussen können. Inflation wird oft als eine der am stärksten regressiven Arten von „Besteuerung“ betrachtet. Durch die Wahrung von Preisstabilität schützt die EZB die Kaufkraft der privaten Haushalte mit niedrigerem Einkommen, die am empfindlichsten auf Schwankungen des Preisniveaus reagieren. Ähnlich wie viele andere Zentralbanken wird auch die EZB weiter und eingehender untersuchen, wie ihre Maßnahmen die Ungleichheit beeinflussen und wie sich die Heterogenität der Privathaushalte auf die Transmission ihrer Geldpolitik auswirkt.³⁸

³⁷ Siehe M. Ehrmann, M. Soudan und L. Stracca, a. a. O.

³⁸ Siehe EZB, [Geldpolitik und Ungleichheit](#), Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

1 Außenwirtschaftliches Umfeld	S 2
2 Finanzielle Entwicklungen	S 3
3 Konjunkturentwicklung	S 8
4 Preise und Kosten	S 14
5 Geldmengen- und Kreditentwicklung	S 18
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	S 23

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

3) 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
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,4	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,5	12,8
2021 Q2	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,7	1,6	1,9
Q3	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,2	-0,3	-2,1
Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	.	.	.
2021 Okt.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,4	-0,4
Nov.	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,0	0,2	-0,3
Dez.	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8
2022 Jan.	50,9	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	3,5	5,5	1,4
Febr.	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	.	.	.
März	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,7	53,0	48,0	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA) ³⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 Sept.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
2021 Okt.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
2021 Nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
2021 Dez.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 Jan.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
2022 Febr.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
2022 März	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

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

3) Die Veröffentlichung des EONIA durch das European Money Markets Institute wurde am 3. Januar 2022 eingestellt.

2.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 Sept.	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46
2021 Okt.	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34
2021 Nov.	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07
2021 Dez.	-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 Jan.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
2022 Febr.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
2022 März	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81

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.

2.3 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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
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 Sept.	465,5	4 158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4 449,6	29 893,6
2021 Okt.	461,4	4 132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4 460,7	28 586,2
2021 Nov.	478,7	4 306,4	1 020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1 002,3	380,2	286,3	933,0	4 668,9	29 370,6
2021 Dez.	469,1	4 207,9	1 020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4 677,0	28 514,2
2022 Jan.	471,0	4 252,3	1 031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4 573,8	27 904,0
2022 Febr.	452,7	4 084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4 436,0	27 066,5
2022 März	422,1	3 796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4 391,3	26 584,1

Quelle: Refinitiv.

2 Finanzielle Entwicklungen

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite				Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten		
		Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz ³⁾	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz ³⁾				
				Bis zu 2 Jah- ren					Mehr als 2 Jahre		Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr		Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2021	März	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	16,07	4,93	5,13	5,73	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
	April	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	16,06	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31
	Mai	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	16,07	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
	Juni	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	16,01	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
	Juli	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,98	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
	Aug.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
	Sept.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
	Okt.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,62	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
	Nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
	Dez.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,10	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022	Jan.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,79	15,82	5,58	5,28	5,86	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
	Febr. ^(p)	0,01	0,46	0,19	0,56	4,83	15,78	5,37	5,29	5,88	2,09	1,36	1,49	1,39	1,37	1,66	1,38

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.

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

		Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
		Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2021	März	-0,01	-0,11	0,22	1,81	1,90	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
	April	-0,01	-0,18	0,25	1,79	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
	Mai	-0,01	-0,23	0,19	1,78	1,85	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
	Juni	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
	Juli	-0,02	-0,31	0,13	1,71	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
	Aug.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
	Sept.	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
	Okt.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
	Nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
	Dez.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022	Jan.	-0,04	-0,32	0,20	1,68	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
	Febr. ^(p)	-0,04	-0,31	0,35	1,68	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,41	1,07	1,07	1,46	1,41

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte			
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte		
													FMKGs	FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2019	1 283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1 530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021	1 464	460	145	.	94	669	95	428	204	46	.	35	107	36
2021 Sept.	1 576	507	145	.	100	697	127	475	221	46	.	39	124	46
Okt.	1 534	486	141	.	104	686	117	421	203	41	.	41	105	32
Nov.	1 533	499	143	.	98	680	113	428	223	45	.	31	102	27
Dez.	1 464	460	145	.	94	669	95	312	138	46	.	38	76	15
2022 Jan.	1 490	481	152	.	101	650	106	448	199	56	.	42	106	44
Febr.	1 461	464	150	.	102	642	103	407	191	47	.	33	98	39
Langfristig														
2019	16 315	3 817	3 402	.	1 319	7 152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17 289	3 891	3 208	.	1 459	8 006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021	18 502	4 053	3 517	.	1 547	8 590	795	283	63	77	.	20	111	13
2021 Sept.	18 285	4 020	3 396	.	1 522	8 559	788	305	72	81	.	23	114	15
Okt.	18 372	4 038	3 467	.	1 527	8 553	787	293	64	102	.	22	92	13
Nov.	18 528	4 062	3 521	.	1 556	8 598	792	268	50	82	.	36	90	9
Dez.	18 502	4 053	3 517	.	1 547	8 590	795	180	45	79	.	7	42	6
2022 Jan.	18 623	4 083	3 527	.	1 550	8 659	805	350	111	75	.	14	135	15
Febr.	18 745	4 107	3 542	.	1 540	8 748	808	281	77	69	.	7	118	10

Quelle: EZB.

1) Zu Vergleichszwecken beziehen sich die Jahreswerte auf den monatlichen Durchschnitt im Jahresverlauf.

2.7 Wachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte					
											FMKGs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2019	17 598,1	4 367,1	3 582,4	.	1 403,9	7 558,3	686,5	8 560,4	537,8	1 410,5	6 612,1
2020	18 818,7	4 345,9	3 352,7	.	1 556,4	8 720,5	843,2	8 442,0	468,4	1 312,0	6 661,5
2021	19 966,2	4 513,6	3 661,8	.	1 641,2	9 259,3	890,3	10 325,5	597,3	1 544,0	8 184,2
2021 Sept.	19 860,9	4 527,2	3 541,2	.	1 621,8	9 255,8	914,9	9 909,7	597,2	1 617,7	7 694,8
Okt.	19 906,4	4 524,0	3 607,7	.	1 631,2	9 239,4	904,0	10 305,7	613,8	1 701,5	7 990,3
Nov.	20 061,7	4 560,7	3 663,6	.	1 653,8	9 277,7	905,7	10 021,7	566,5	1 619,1	7 836,0
Dez.	19 966,2	4 513,6	3 661,8	.	1 641,2	9 259,3	890,3	10 325,5	597,3	1 544,0	8 184,2
2021 Jan.	20 112,8	4 564,0	3 678,5	.	1 650,3	9 309,4	910,7	9 876,0	606,9	1 537,7	7 731,4
Febr.	20 206,0	4 571,1	3 692,6	.	1 642,4	9 389,4	910,6	9 320,1	552,5	1 416,3	7 351,3
Wachstumsraten											
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021	5,1	2,2	6,9	.	5,1	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2021 Sept.	4,1	1,0	4,6	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4
Okt.	4,4	1,4	5,7	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
Nov.	5,1	2,2	7,2	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
Dez.	5,1	2,2	6,9	.	5,1	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2022 Jan.	4,9	2,2	7,6	.	5,0	5,4	3,7	1,7	1,6	4,5	1,2
Febr.	4,7	2,6	7,0	.	4,1	5,1	3,2	1,4	1,5	4,3	0,9

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-19						EWK-42			
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8		
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,4	87,0	115,4	92,4		
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,8	87,6	119,4	93,9		
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,4	85,4	120,8	94,2		
2021 Q2	100,5	94,1	94,9	89,3	72,3	85,6	121,9	94,9		
Q3	99,5	93,4	94,4	88,5	72,3	84,9	120,5	94,0		
Q4	97,7	91,8	93,3	86,5	71,1	83,6	119,1	92,7		
2022 Q1	96,4	91,2	94,5	.	.	.	118,7	92,2		
2021 Okt.	98,4	92,4	93,6	-	-	-	119,5	93,1		
Nov.	97,6	91,7	93,2	-	-	-	118,8	92,6		
Dez.	97,1	91,2	93,2	-	-	-	119,0	92,4		
2022 Jan.	96,6	91,2	94,1	-	-	-	118,6	92,3		
Febr.	96,9	91,6	94,9	-	-	-	118,9	92,7		
März	95,9	90,8	94,6	-	-	-	118,5	91,7		
				<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>						
2022 März	-1,0	-0,9	-0,3	-	-	-	-0,3	-1,0		
				<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>						
2022 März	-4,4	-3,4	-0,1	-	-	-	-2,3	-3,2		

Quelle: EZB.

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

2.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12	
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119	
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142	
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183	
2021 Q2	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206	
Q3	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179	
Q4	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144	
2022 Q1	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122	
2021 Okt.	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160	
Nov.	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141	
Dez.	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130	
2022 Jan.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131	
Febr.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134	
März	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102	
							<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>						
2022 März	-2,8	0,5	2,3	0,0	5,5	0,0	4,5	-0,2	0,0	0,1	-2,1	-2,8	
							<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>						
2022 März	-9,7	-0,1	-4,5	0,1	3,0	1,0	3,3	-2,6	1,2	3,7	-7,4	-7,4	

Quelle: EZB.

2 Finanzielle Entwicklungen

2.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2021 Q1	29 821,1	30 376,6	-555,5	11 449,4	9 502,1	11 520,0	13 674,5	-128,2	6 130,5	7 200,0	849,4	15 505,2
Q2	30 326,6	30 718,8	-392,2	11 492,5	9 503,9	12 026,4	14 021,1	-134,1	6 072,8	7 193,8	869,0	15 393,1
Q3	31 085,0	31 357,5	-272,5	11 728,7	9 470,0	12 229,3	14 334,7	-102,8	6 227,5	7 552,8	1 002,4	15 787,6
Q4	32 029,1	32 209,3	-180,2	11 881,1	9 729,9	12 851,5	14 659,5	-96,9	6 336,4	7 820,0	1 057,0	16 025,3
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2021 Q4	261,3	262,8	-1,5	96,9	79,4	104,9	119,6	-0,8	51,7	63,8	8,6	130,8
Transaktionen												
2021 Q1	550,5	443,7	106,8	127,5	-3,6	269,8	182,3	3,2	153,0	265,0	-3,0	-
Q2	207,4	104,4	103,0	-0,5	-5,7	230,4	70,3	-2,5	-27,1	39,8	7,1	-
Q3	387,3	302,5	84,8	45,8	-61,2	121,3	67,2	24,2	72,9	296,6	123,2	-
Q4	163,7	141,5	22,2	-24,1	-71,4	143,9	24,1	44,5	-3,5	188,8	2,9	-
2021 Aug.	160,1	125,8	34,3	-11,6	-54,3	36,2	1,5	1,7	11,7	178,5	122,1	-
Sept.	42,5	38,4	4,1	24,6	3,3	50,3	33,5	4,2	-37,9	1,6	1,5	-
Okt.	297,6	274,3	23,3	16,3	0,8	50,7	17,4	13,9	213,5	256,1	3,2	-
Nov.	143,6	146,1	-2,5	52,1	52,8	60,1	-4,7	26,3	4,6	98,0	0,6	-
Dez.	-277,4	-278,9	1,4	-92,4	-125,1	33,1	11,5	4,3	-221,5	-165,3	-0,8	-
2022 Jan.	221,2	203,7	17,6	44,9	40,9	16,9	-11,7	3,3	158,3	174,4	-2,2	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2022 Jan.	1 211,3	907,9	303,3	135,4	-115,0	679,2	252,1	61,8	206,0	770,9	129,0	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2022 Jan.	9,9	7,4	2,5	1,1	-0,9	5,5	2,1	0,5	1,7	6,3	1,1	-

Quelle: EZB.

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

3 Konjunktorentwicklung

3.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- veränderungen ²⁾	Zusammen	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2019	11 984,2	11 578,1	6 378,5	2 456,5	2 654,2	1 253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5 766,1	5 360,1
2020	11 405,6	10 982,1	5 905,3	2 572,4	2 497,0	1 216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5 177,3	4 753,8
2021	12 255,5	11 756,0	6 248,8	2 709,6	2 694,1	1 362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6 063,9	5 564,3
2021 Q1	2 945,9	2 808,9	1 471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1 407,0	1 269,9
Q2	3 018,4	2 888,8	1 533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1 476,6	1 347,0
Q3	3 122,9	2 990,2	1 614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1 542,4	1 409,7
Q4	3 157,9	3 058,8	1 626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1 632,1	1 533,0
In % des BIP												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2021 Q1	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
Q2	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
Q3	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
Q4	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 Q1	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
Q2	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
Q3	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
Q4	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2021 Q1	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
Q2	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
Q3	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
Q4	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 Q1	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
Q2	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
Q3	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
Q4	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,3	-	-

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.

3 Konjunktorentwicklung

3.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
In jeweiligen Preisen (in Mrd €)												
2019	10 742,5	178,3	2 101,5	560,9	2 041,4	531,7	478,8	1 205,1	1 249,8	2 025,5	369,4	1 241,7
2020	10 275,9	177,1	1 971,7	552,6	1 801,0	545,3	471,1	1 211,7	1 168,1	2 054,6	322,8	1 129,7
2021	10 991,5	186,1	2 168,5	603,3	1 994,8	584,8	476,2	1 246,6	1 257,8	2 142,3	331,1	1 264,0
2021 Q1	2 652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
Q2	2 705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
Q3	2 794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
Q4	2 825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
In % der Wertschöpfung												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2021 Q1	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
Q2	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
Q3	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
Q4	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 Q1	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
Q2	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
Q3	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
Q4	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2021 Q1	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Q2	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
Q3	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	-
Q4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	-
2021 Q1	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	-
Q2	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	-
Q3	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	-
Q4	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

3 Konjunktorentwicklung

3.3 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	Bauwerke	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 Q1	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
Q2	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
Q3	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
Q4	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 Q1	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
Q2	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
Q3	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
Q4	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 Q1	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
Q2	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
Q3	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
Q4	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

3 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,508	3,5	12,430	7,6	3,3	10,062	6,8	2,368	16,3	6,349	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	160,946	3,5	12,826	8,0	3,0	10,275	7,0	2,551	18,1	6,576	7,7	6,250	8,3	1,8
2021	.	.	12,616	7,7	.	10,164	6,8	2,452	16,8	6,414	7,4	6,201	8,1	2,4
2021 Q1	161,684	3,7	13,409	8,3	3,2	10,816	7,3	2,593	18,4	6,811	7,9	6,598	8,8	2,1
Q2	163,059	3,5	12,968	8,0	3,3	10,382	7,0	2,586	17,8	6,573	7,6	6,395	8,4	2,3
Q3	164,027	3,3	12,386	7,6	3,1	9,960	6,7	2,426	16,3	6,292	7,2	6,095	8,0	2,6
Q4	.	.	11,700	7,1	3,0	9,497	6,3	2,203	14,9	5,982	6,8	5,718	7,4	2,8
2021 Sept.	-	-	12,034	7,3	-	9,736	6,5	2,297	15,5	6,142	7,0	5,892	7,7	-
Okt.	-	-	11,886	7,2	-	9,648	6,5	2,238	15,1	6,064	6,9	5,822	7,6	-
Nov.	-	-	11,685	7,1	-	9,475	6,3	2,211	14,9	5,970	6,8	5,715	7,4	-
Dez.	-	-	11,530	7,0	-	9,368	6,3	2,162	14,5	5,912	6,7	5,618	7,3	-
2022 Jan.	-	-	11,336	6,9	-	9,209	6,2	2,127	14,3	5,783	6,6	5,552	7,2	-
Febr.	-	-	11,155	6,8	-	9,053	6,0	2,101	14,0	5,620	6,4	5,535	7,2	-

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 bei 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).

3.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe					Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Umsatz im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen	
	Insgesamt	Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe			
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- stungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter								Energie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2019	-1,1	-1,0	-2,5	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,5	-7,2	-11,9	-4,3	-4,4	-5,8	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	7,9	8,6	9,5	8,8	7,8	1,6	5,9	5,0	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 Q1	4,7	5,2	4,8	8,7	1,3	-0,1	3,2	2,4	2,5	3,2	-5,2	-0,4	3,7
Q2	23,2	25,3	25,7	31,6	18,5	5,6	18,6	11,8	1,9	18,7	29,8	26,1	53,4
Q3	6,0	6,8	7,7	5,2	8,8	-0,9	1,6	2,4	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
Q4	0,2	0,1	2,1	-4,0	3,9	2,2	1,6	4,0	-0,6	6,2	14,0	16,9	-25,0
2021 Sept.	4,1	4,5	5,0	3,1	6,8	-0,1	3,1	2,7	0,6	4,0	5,0	-	-24,0
Okt.	0,2	0,4	2,3	-2,1	1,4	-0,8	3,3	1,6	-1,3	3,0	9,1	-	-28,4
Nov.	-1,3	-1,9	2,0	-9,3	5,6	4,6	1,3	8,4	0,8	12,7	19,8	-	-21,6
Dez.	2,0	2,0	1,9	0,4	4,9	2,6	0,2	2,3	-1,1	3,7	13,9	-	-24,9
2022 Jan.	-1,3	-1,7	0,6	-8,4	6,3	1,4	4,1	8,4	-1,7	16,1	13,1	-	-10,0
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	5,0	-2,0	9,3	12,0	-	-7,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2021 Sept.	-0,7	-0,9	-0,1	-1,4	-0,1	1,4	1,4	0,0	0,8	-1,4	1,1	-	1,7
Okt.	-1,3	-1,2	-0,2	0,8	-4,2	0,5	0,4	0,2	0,0	0,2	0,5	-	-1,9
Nov.	2,5	2,6	1,0	2,2	2,4	1,7	0,1	1,2	0,2	2,1	-1,6	-	0,5
Dez.	1,3	1,4	0,8	5,3	-1,0	-0,1	-1,5	-2,1	0,7	-4,4	0,3	-	2,4
2022 Jan.	0,0	-0,2	-0,3	-2,4	2,4	-0,3	3,9	0,2	-0,2	1,1	-1,8	-	-5,4
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	0,3	-0,5	0,8	3,2	-	5,2

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

1) Einschließlich Großhandel.

3 Konjunktorentwicklung

3.6 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	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q2	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
Q3	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
Q4	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 Q1	111,7	12,8	.	-12,0	9,3	3,1	12,2	.	57,8	54,7	54,1	54,2
2021 Okt.	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
Nov.	116,2	14,3	-	-6,8	9,0	3,7	18,2	-	58,4	53,8	55,9	55,4
Dez.	113,8	14,6	-	-8,4	10,1	1,1	10,9	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 Jan.	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
Febr.	113,9	14,1	-	-8,8	9,9	5,5	12,9	-	58,2	55,5	55,5	55,5
März	108,5	10,4	-	-18,7	9,8	0,2	14,4	-	56,5	53,1	55,6	54,9

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

3.7 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 (netto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾		Veränderung gegen Vorjahr in %					In % der Nettowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,4	5,6	75,0	2,0	7,7	1,6
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,1	4,0	35,1	6,2	74,8	2,0	8,0	1,9
2020	19,4	96,3	-0,5	4,1	-3,5	4,3	3,6	31,2	4,5	81,8	3,0	-14,4	1,9
2021 Q1	20,6	96,6	0,1	4,5	11,0	6,8	3,9	32,2	5,6	83,1	3,9	-10,2	2,1
Q2	19,1	96,7	3,7	4,0	31,6	6,4	5,0	34,4	7,6	80,6	4,7	19,7	2,5
Q3	18,6	96,8	0,9	3,9	17,9	7,3	6,7	34,6	8,1	79,8	5,0	14,4	2,7
Q4	17,3	96,8	-0,4	3,3	19,1	7,0	7,0	35,0	8,2	79,6	5,7	16,5	3,4

Quellen: EZB und Eurostat.

- 1) Auf Basis der über vier Quartale kumulierten Summen aus Ersparnis, Verschuldung und verfügbarem Bruttoeinkommen (bereinigt um die Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).
- 2) Geldvermögen (nach Abzug der Verbindlichkeiten) und Sachvermögen. Letzteres besteht vor allem aus Immobilienvermögen (Wohnimmobilien sowie Grund und Boden). Ferner zählt hierzu auch das Sachvermögen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, die dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet werden.
- 3) Die Gewinnquote wird anhand des Unternehmensgewinns (netto) ermittelt, der weitgehend dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in der externen Unternehmensrechnungslegung entspricht.
- 4) Auf Basis der ausstehenden Kredite, Schuldverschreibungen, Handelskredite und Verbindlichkeiten aus Rückstellungen bei Alterssicherungssystemen.

3 Konjunktorentwicklung

3.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-	Ausgaben
	Ein-	Ausgaben	Saldo	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-	Ein-	Aus-		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q1	1 058,3	956,7	101,6	600,1	498,7	230,3	206,2	191,3	175,4	36,6	76,4	16,3	13,4
Q2	1 092,0	1 004,0	87,9	617,6	533,4	237,4	210,8	204,6	185,1	32,3	74,7	18,7	12,2
Q3	1 115,9	1 042,8	73,2	626,1	553,6	252,9	238,6	193,9	173,4	43,0	77,2	32,2	13,5
Q4	1 174,0	1 151,7	22,3	649,9	621,0	278,9	248,4	205,9	200,6	39,4	81,7	59,6	46,8
2021 Aug.	370,1	353,1	16,9	208,0	185,4	83,9	84,3	64,5	57,7	13,6	25,7	8,3	3,4
Sept.	372,6	349,4	23,3	208,3	187,2	86,9	78,3	64,6	57,4	12,8	26,5	11,0	4,7
Okt.	380,5	375,4	5,1	208,8	197,5	90,4	83,8	67,6	66,8	13,7	27,2	9,0	4,9
Nov.	402,8	395,7	7,2	221,4	208,6	98,7	84,5	70,4	74,9	12,3	27,7	6,1	4,3
Dez.	390,7	380,6	10,0	219,7	214,8	89,8	80,1	67,8	58,9	13,3	26,8	44,5	37,6
2022 Jan.	393,4	370,9	22,6	227,4	213,6	94,9	78,9	59,8	54,1	11,3	24,2	7,7	5,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2022 Jan.	4 481,5	4 214,1	267,4	2 522,8	2 262,1	1 017,7	915,8	790,4	728,7	150,6	307,5	130,2	87,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2022 Jan.	36,6	34,4	2,2	20,6	18,5	8,3	7,5	6,5	6,0	1,2	2,5	1,1	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

3.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)¹⁾, Werte und Volumen nach Warengruppen²⁾

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-	Ein-	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-	Investitions-	Konsum-		Vorleistungs-	Investitions-	Konsum-	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q1	0,7	0,4	580,6	281,1	114,7	173,7	486,3	511,2	283,5	91,3	129,5	382,8	47,0
Q2	34,4	34,0	596,2	291,7	117,0	177,4	493,4	558,6	324,1	92,6	136,1	405,2	53,5
Q3	13,6	22,7	608,0	305,3	118,7	171,8	501,8	581,0	345,4	94,0	135,5	415,6	58,8
Q4	12,0	31,1	634,7	321,2	114,9	185,6	523,5	645,3	391,9	96,4	148,0	449,4	71,1
2021 Aug.	19,5	29,1	203,2	103,3	39,3	56,7	167,1	194,6	115,6	31,8	45,3	140,5	19,6
Sept.	10,2	21,7	202,7	102,6	38,6	57,3	167,4	197,2	117,1	31,5	46,3	140,2	19,5
Okt.	7,4	24,6	207,5	104,4	37,7	60,8	171,0	206,7	125,1	30,8	47,6	143,5	22,9
Nov.	14,6	32,1	214,1	107,6	38,7	62,9	175,8	215,9	131,6	31,6	50,0	150,4	25,1
Dez.	14,1	36,9	213,1	109,3	38,5	62,0	176,6	222,8	135,3	34,0	50,5	155,6	23,1
2022 Jan.	18,9	44,3	220,3	.	.	.	182,0	228,0	.	.	.	156,5	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q1	0,8	0,3	104,0	108,7	100,2	101,2	103,6	104,5	103,0	112,0	105,4	107,9	86,8
Q2	29,1	20,5	104,5	109,5	101,1	101,5	103,3	109,6	110,8	113,9	108,4	111,8	86,1
Q3	4,4	5,5	103,6	110,2	100,7	96,7	102,1	108,2	109,6	112,4	105,4	110,7	85,6
Q4	0,8	8,8	105,1	112,2	95,5	101,6	104,0	114,4	118,2	108,6	110,6	114,8	93,8
2021 Juli	4,9	3,2	104,2	109,4	104,4	97,7	103,1	107,0	108,8	110,0	104,2	108,8	86,1
Aug.	9,0	11,0	103,4	111,3	99,9	95,4	101,6	108,9	110,2	115,2	105,7	112,4	86,6
Sept.	0,2	3,0	103,1	109,8	97,7	96,9	101,6	108,7	109,8	112,1	106,3	110,9	84,1
Okt.	-3,0	2,6	104,3	110,3	94,8	101,6	103,1	110,7	113,3	105,9	108,0	111,5	91,1
Nov.	3,0	9,2	106,7	113,2	97,7	102,8	105,2	114,7	119,1	107,3	111,4	115,0	96,8
Dez.	2,6	14,9	104,4	113,1	94,1	100,5	103,8	117,9	122,3	112,7	112,3	118,0	93,6

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 3.8) und durch Eurostat (Tabelle 3.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

4 Preise und Kosten

4.1 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	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2021 Q2	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,4	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4	
Q3	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,8	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5	
Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 Q1	112,3	6,2	2,7	.	2,5	2,7	1,6	2,9	1,5	14,6	0,7	.	.	
2021 Okt.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6	
Nov.	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,3	0,8	0,3	2,9	0,5	4,8	5,2	
Dez.	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6	
2022 Jan.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,9	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3	
Febr.	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,6	0,9	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3	
März ³⁾	114,5	7,5	3,0	.	2,7	1,8	0,5	1,5	0,1	12,5	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	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2021 Q2	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6	
Q3	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
Q4	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2022 Q1	4,2	3,6	6,4	.	2,9	35,3	.	.	.	.	.	.
2021 Okt.	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7	
Nov.	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7	
Dez.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8	
2022 Jan.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6	
Febr.	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6	
März ³⁾	5,0	4,1	7,8	.	3,4	44,7	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

4 Preise und Kosten

4.2 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	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,6	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,3	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	.	8,0	.
2021 Q1	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,9	2,7	6,2	-1,6
Q2	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,3	23,8	4,7	7,3	-3,1
Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,2	3,0	2,8	2,9	2,1	34,4	7,7	9,1	-0,5
Q4	127,3	24,0	12,3	9,6	17,9	4,4	4,0	3,9	3,0	67,5	.	9,5	.
2021 Sept.	118,1	16,2	10,3	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
Okt.	124,5	22,0	11,8	8,9	16,9	4,0	3,4	3,2	2,8	62,3	-	-	-
Nov.	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,5	3,9	3,9	3,1	66,1	-	-	-
Dez.	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,6	4,6	4,7	3,2	73,9	-	-	-
2022 Jan.	137,3	30,7	13,9	11,8	20,5	5,7	6,3	6,3	5,0	85,4	-	-	-
Febr.	138,8	31,4	14,4	12,2	20,8	5,9	6,8	.	5,4	87,2	-	-	-

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 www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q2	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
Q3	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
Q4	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	88,7	32,2	35,0	29,7	35,6	38,7	32,5
2021 Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8
Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,7	31,7
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4
März	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	37,6	43,5	32,6	40,9	46,7	35,0

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.

4 Preise und Kosten

4.4 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 drei 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	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q2	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
Q3	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
Q4	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 Q1	51,8	48,8	23,3	40,2	61,6	84,2	74,2	72,9	59,8
2021 Okt.	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
Nov.	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
Dez.	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 Jan.	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
Febr.	49,8	47,9	22,4	38,0	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8
März	58,1	56,0	26,5	45,5	64,3	87,0	79,6	74,2	62,6

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

4.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,5	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 Q1	104,6	1,3	2,1	-1,3	1,1	1,6	1,4
Q2	115,8	-0,2	-0,6	1,0	-0,9	1,4	1,8
Q3	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
Q4	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Experimentelle Daten auf der Grundlage nicht harmonisierter Quellen (weitere Einzelheiten siehe www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4 Preise und Kosten

4.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt (Index: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2019	105,3	1,8	-0,9	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,6	3,0	4,5	6,4	0,8	0,2	1,6	5,5	6,5	13,5
2021	109,9	-0,1	5,0	-3,5	2,8	-1,3	2,2	0,9	4,3	0,3	0,3	1,6
2021 Q1	110,1	1,3	3,1	-3,9	5,6	2,3	0,9	1,1	3,7	2,9	2,8	14,6
Q2	109,0	-4,4	6,5	-11,0	-1,8	-7,0	1,2	-2,3	8,2	-2,7	-4,5	-2,4
Q3	109,9	1,4	6,0	-1,3	2,9	-0,2	4,8	2,9	3,0	0,5	2,4	0,4
Q4	110,8	1,0	4,6	2,1	4,4	-0,8	1,5	1,9	2,8	0,4	0,7	-5,9
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,7	0,5	-2,2	-1,8	-4,7	0,5	0,0	1,0	-0,4	2,4	-3,0
2021	111,0	4,0	3,0	4,4	4,8	6,2	4,2	2,8	5,5	4,4	1,8	4,4
2021 Q1	109,4	2,1	2,3	2,0	4,7	-0,5	2,2	3,4	3,1	2,4	2,0	-0,2
Q2	109,7	7,4	3,1	9,1	11,1	13,6	7,7	1,9	10,6	8,6	2,1	10,2
Q3	112,1	3,3	3,2	3,9	1,8	4,9	3,6	3,0	4,1	3,4	2,1	2,6
Q4	112,8	3,5	3,1	3,1	2,4	7,4	3,5	2,9	4,5	3,6	1,1	5,5
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,5	0,9	2,4	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	2,2	-5,0	-6,0	-10,4	-0,3	-0,2	-0,5	-5,6	-3,8	-14,5
2021	101,0	4,2	-2,0	8,2	2,0	7,5	2,0	1,9	1,1	4,1	1,5	2,7
2021 Q1	99,3	0,8	-0,8	6,1	-0,9	-2,7	1,3	2,2	-0,6	-0,5	-0,8	-12,9
Q2	100,7	12,3	-3,1	22,6	13,1	22,1	6,4	4,3	2,2	11,6	6,9	12,9
Q3	102,0	1,9	-2,7	5,3	-1,1	5,1	-1,2	0,1	1,1	2,9	-0,3	2,2
Q4	101,8	2,4	-1,4	1,0	-1,9	8,3	2,0	0,9	1,7	3,3	0,4	12,2
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,3	3,9	5,8	2,9	1,5	5,8	4,7	4,8	6,2
2021	113,4	0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,6	2,3	1,0	1,3	0,8	0,5	0,2
2021 Q1	114,2	3,3	0,8	0,8	1,3	6,3	2,3	1,8	3,3	2,9	1,3	3,3
Q2	112,5	-4,5	-2,5	-4,5	-5,9	-6,2	1,8	-2,6	-0,3	-2,9	-2,8	-5,9
Q3	113,8	2,1	3,2	1,9	2,1	2,1	1,7	2,7	0,8	1,4	2,7	2,5
Q4	114,9	1,1	1,5	1,7	2,0	0,2	3,8	2,8	1,9	2,0	1,4	0,8
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,4	0,8	1,1	0,1	3,0	2,0	6,4	0,3	-1,0	-4,6
2021	104,1	0,0	-3,4	3,1	-3,4	1,3	-0,1	-0,2	-4,3	-0,1	-0,2	-2,4
2021 Q1	104,7	1,7	-2,9	5,0	-4,5	3,1	1,4	0,7	-2,3	-0,4	-1,7	-9,3
Q2	104,2	-1,8	-7,2	6,0	-5,7	-1,2	-0,1	-0,9	-12,8	-1,9	0,9	-8,1
Q3	104,4	0,8	-1,7	3,1	-0,8	2,6	-2,8	-0,5	-2,1	0,7	0,1	2,5
Q4	104,6	-0,2	-1,5	-0,6	-3,0	1,0	2,0	0,5	0,0	1,4	0,5	5,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											11	12
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			6	7	8	9	10			
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte						Geldmarkt- fondsanteile			Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren
1	2	3	4	5									
Bestände													
2019	1 222,4	7 721,9	8 944,3	1 069,7	2 364,2	3 433,9	12 378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12 984,8	
2020	1 360,8	8 886,2	10 247,0	1 034,9	2 450,1	3 485,0	13 731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14 469,2	
2021	1 464,7	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,7	
2021 Q1	1 392,9	9 137,6	10 530,4	991,4	2 477,0	3 468,4	13 998,9	109,3	617,9	15,8	743,1	14 741,9	
Q2	1 419,7	9 350,5	10 770,2	936,3	2 489,6	3 425,9	14 196,1	111,9	613,7	27,5	753,2	14 949,2	
Q3	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1	
Q4	1 464,7	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,7	
2021 Sept.	1 444,6	9 617,8	11 062,4	903,2	2 493,4	3 396,6	14 458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15 219,1	
Okt.	1 451,8	9 664,4	11 116,2	927,0	2 495,7	3 422,7	14 539,0	133,7	618,9	32,5	785,1	15 324,0	
Nov.	1 459,9	9 698,3	11 158,1	928,9	2 499,4	3 428,3	14 586,5	126,1	644,5	33,7	804,3	15 390,8	
Dez.	1 464,7	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15 484,7	
2022 Jan.	1 481,9	9 823,0	11 304,9	947,2	2 512,8	3 460,0	14 764,9	129,8	614,2	27,7	771,7	15 536,6	
Febr. ^(p)	1 493,8	9 903,2	11 397,0	934,8	2 519,3	3 454,1	14 851,1	131,6	587,3	34,7	753,6	15 604,7	
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0	
2020	138,4	1 250,1	1 388,5	-28,9	86,7	57,8	1 446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1 579,8	
2021	105,2	903,2	1 008,5	-118,5	67,2	-51,3	957,1	12,0	22,7	10,0	44,7	1 001,8	
2021 Q1	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,3	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7	
Q2	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8	
Q3	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,9	10,0	2,8	261,4	
Q4	21,1	190,9	212,0	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,4	267,8	
2021 Sept.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,5	4,9	-17,0	0,9	-11,2	87,3	
Okt.	8,2	47,6	55,8	24,0	2,3	26,3	82,1	13,2	18,0	-5,7	25,4	107,6	
Nov.	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5	
Dez.	4,8	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-21,9	-16,5	93,7	
2022 Jan.	17,2	22,2	39,4	20,2	5,0	25,2	64,6	11,8	-44,2	14,6	-17,8	46,8	
Febr. ^(p)	12,0	77,2	89,2	-11,9	6,5	-5,4	83,8	2,0	-26,9	7,0	-17,8	65,9	
Wachstumsraten													
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9	
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2	
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9	
2021 Q1	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1	
Q2	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4	
Q3	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6	
Q4	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9	
2021 Sept.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6	
Okt.	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,9	3,9	145,3	10,2	7,7	
Nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	66,2	11,4	7,3	
Dez.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9	
2022 Jan.	7,7	9,3	9,1	-7,1	2,5	-0,2	6,8	14,0	-3,2	60,4	0,5	6,4	
Febr. ^(p)	7,8	9,2	9,0	-6,7	2,3	-0,3	6,7	17,5	-4,7	23,4	-0,5	6,3	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				11	12	13
Bestände													
2019	2 483,9	2 070,3	256,7	150,5	6,4	7 044,4	4 399,1	492,0	2 152,4	1,0	1 026,5	215,7	464,7
2020	2 976,1	2 522,8	309,9	140,1	3,2	7 663,7	4 965,2	437,3	2 260,4	0,9	1 097,0	234,6	501,2
2021	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2021 Q1	3 048,2	2 600,4	300,1	140,2	7,5	7 825,8	5 113,4	422,1	2 289,3	0,9	1 133,2	217,0	491,1
Q2	3 087,3	2 651,4	290,7	136,7	8,5	7 918,9	5 207,3	407,1	2 303,8	0,7	1 164,8	222,5	494,6
Q3	3 155,5	2 731,4	283,8	130,8	9,6	8 025,8	5 319,1	388,9	2 317,2	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Q4	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2021 Sept.	3 155,5	2 731,4	283,8	130,8	9,6	8 025,8	5 319,1	388,9	2 317,2	0,7	1 210,6	227,4	515,6
Okt.	3 183,2	2 753,4	292,7	128,9	8,2	8 045,2	5 337,4	383,5	2 323,3	1,0	1 244,7	239,2	508,5
Nov.	3 207,3	2 778,9	291,5	129,4	7,5	8 063,4	5 359,0	377,8	2 325,6	1,0	1 233,1	231,9	517,0
Dez.	3 244,5	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,8	228,4	551,6
2022 Jan.	3 237,8	2 806,1	294,3	127,1	10,3	8 133,4	5 424,6	364,8	2 343,3	0,8	1 265,7	238,7	537,2
Febr. ^(p)	3 256,7	2 834,1	284,4	126,6	11,6	8 170,2	5 457,4	362,1	2 349,7	1,0	1 280,8	235,0	546,1
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,3	-65,1	77,5	-0,2	145,9	-8,2	48,2
2021 Q1	67,1	72,8	-10,0	0,1	4,2	160,6	145,9	-15,7	30,4	0,0	27,6	-18,2	-10,0
Q2	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
Q3	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	46,0	1,9	21,9
Q4	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2021 Sept.	26,2	24,8	0,5	0,1	0,8	33,5	33,1	-5,9	6,4	-0,1	22,9	-2,6	14,7
Okt.	28,1	22,7	8,8	-2,0	-1,4	19,6	18,3	-5,3	6,2	0,4	34,6	11,9	-7,1
Nov.	20,0	23,2	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
Dez.	36,9	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 Jan.	-5,9	-13,1	3,0	0,5	3,7	43,9	43,6	-6,4	6,8	0,0	26,8	8,8	-14,5
Febr. ^(p)	20,1	28,9	-9,6	-0,5	1,4	36,7	32,6	-2,6	6,5	0,2	11,7	-3,6	8,9
Wachstumsraten													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Q1	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	5,9	40,9	4,6	-5,7	4,1
Q2	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
Q3	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Q4	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 Sept.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
Okt.	7,4	10,5	-10,1	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,3	-0,4	6,0
Nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
Dez.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 Jan.	7,7	9,5	-3,7	-4,1	55,9	5,3	8,0	-15,1	3,2	-13,8	14,9	2,6	6,9
Febr. ^(p)	7,7	9,6	-4,2	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,8	3,0	1,6	14,7	2,1	10,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investitionsfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2019	4 654,6	989,2	3 653,6	13 856,8	11 446,4	11 835,1	4 474,3	5 930,1	891,0	151,0	1 560,5	849,9
2020	5 914,6	998,8	4 903,9	14 333,2	11 919,8	12 299,4	4 708,3	6 132,0	911,7	167,8	1 548,2	865,3
2021	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,1	12 341,7	12 726,6	4 866,8	6 369,7	944,1	161,2	1 584,3	889,0
2021 Q1	6 069,4	994,5	5 073,2	14 457,5	12 058,9	12 411,5	4 763,9	6 189,6	953,8	151,6	1 518,5	880,2
Q2	6 217,0	1 003,7	5 211,6	14 488,0	12 077,6	12 441,9	4 733,9	6 252,4	942,1	149,1	1 523,2	887,2
Q3	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 772,8	6 313,2	951,8	144,7	1 532,4	896,6
Q4	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,1	12 341,7	12 726,6	4 866,8	6 369,7	944,1	161,2	1 584,3	889,0
2021 Sept.	6 364,7	999,2	5 363,9	14 611,5	12 182,5	12 536,2	4 772,8	6 313,2	951,8	144,7	1 532,4	896,6
Okt.	6 391,9	987,4	5 402,9	14 682,9	12 231,6	12 592,5	4 793,1	6 336,7	947,2	154,6	1 555,8	895,5
Nov.	6 476,2	987,3	5 487,3	14 739,4	12 310,2	12 659,5	4 818,8	6 362,1	968,7	160,6	1 541,7	887,4
Dez.	6 552,1	997,2	5 553,1	14 815,1	12 341,7	12 726,6	4 866,8	6 369,7	944,1	161,2	1 584,3	889,0
2022 Jan.	6 545,6	992,5	5 551,4	14 900,5	12 446,5	12 602,6	4 870,8	6 415,1	987,9	172,7	1 568,3	885,7
Febr. ^(p)	6 558,7	996,6	5 559,4	14 938,3	12 498,2	12 652,4	4 881,5	6 436,0	1 010,5	170,2	1 562,1	878,0
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1 041,9	13,5	1 028,3	737,1	538,1	559,0	288,1	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	570,4	480,6	513,8	176,4	262,0	51,9	-9,7	80,4	9,4
2021 Q1	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,7	39,3	-16,4	2,7	8,3
Q2	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,1	74,9	-10,9	-2,4	4,8	5,0
Q3	152,2	-4,7	156,9	136,9	122,5	125,4	40,1	65,9	23,5	-7,0	9,6	4,8
Q4	201,1	-1,1	202,0	229,6	175,1	225,5	98,4	60,5	0,0	16,1	63,2	-8,7
2021 Sept.	38,0	-4,8	42,9	54,8	44,2	49,0	15,2	20,7	12,2	-3,9	8,6	2,0
Okt.	31,9	-12,0	43,9	79,7	48,0	60,5	19,4	23,1	-4,4	9,9	35,2	-3,6
Nov.	65,0	1,0	64,0	52,3	72,9	65,7	25,6	23,2	18,6	5,6	-13,9	-6,7
Dez.	104,1	9,9	94,1	97,6	54,1	99,3	53,5	14,3	-14,2	0,6	41,9	1,6
2022 Jan.	11,0	-5,2	16,2	60,1	75,3	63,3	2,4	25,8	35,7	11,3	-13,9	-1,3
Febr. ^(p)	50,8	4,2	46,6	50,9	55,0	60,7	11,7	22,1	23,6	-2,5	-0,5	-3,6
Wachstumsraten												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 Q1	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3
Q2	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
Q3	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
Q4	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 Sept.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
Okt.	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,4	3,5	1,9	4,3	6,3	-5,6	4,6	7,7
Nov.	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,2	6,2
Dez.	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 Jan.	10,8	0,1	13,0	4,3	4,5	4,6	3,7	4,4	7,4	11,8	4,6	1,0
Febr. ^(p)	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,8	4,4	9,3	11,4	4,4	-0,1

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾ (in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	Bereinigte Kredite ⁴⁾	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite	
	1					2				3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2019	4 474,3	4 576,5	966,7	877,5	2 630,1	5 930,1	6 221,7	720,1	4 523,5	686,5
2020	4 708,3	4 829,7	897,2	1 009,7	2 801,4	6 132,0	6 400,5	700,6	4 724,7	706,7
2021	4 866,8	4 997,7	889,0	1 007,1	2 970,6	6 369,7	6 632,9	698,2	4 970,9	700,6
2021 Q1	4 763,9	4 885,8	893,4	1 016,0	2 854,4	6 189,6	6 452,7	696,7	4 787,4	705,5
Q2	4 733,9	4 855,0	832,0	969,9	2 932,0	6 252,4	6 511,4	694,1	4 852,6	705,7
Q3	4 772,8	4 887,8	834,7	971,7	2 966,4	6 313,2	6 571,5	696,6	4 914,4	702,1
Q4	4 866,8	4 997,7	889,0	1 007,1	2 970,6	6 369,7	6 632,9	698,2	4 970,9	700,6
2021 Sept.	4 772,8	4 887,8	834,7	971,7	2 966,4	6 313,2	6 571,5	696,6	4 914,4	702,1
Okt.	4 793,1	4 911,1	858,8	971,2	2 963,1	6 336,7	6 592,5	699,0	4 935,1	702,6
Nov.	4 818,8	4 930,9	869,5	979,8	2 969,5	6 362,1	6 617,7	702,5	4 956,9	702,8
Dez.	4 866,8	4 997,7	889,0	1 007,1	2 970,6	6 369,7	6 632,9	698,2	4 970,9	700,6
2022 Jan.	4 870,8	4 848,9	888,5	1 000,9	2 981,4	6 415,1	6 616,3	697,4	5 011,2	706,5
Febr. ^(p)	4 881,5	4 855,7	896,7	998,9	2 985,9	6 436,0	6 639,4	700,8	5 027,8	707,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,1	325,2	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,4	208,3	-1,4	2,9	174,9	262,0	266,9	10,7	255,0	-3,7
2021 Q1	55,9	58,1	-3,8	6,6	53,1	60,7	58,0	-2,2	63,2	-0,4
Q2	-18,1	-21,8	-57,5	-42,8	82,3	74,9	70,3	2,3	72,1	0,5
Q3	40,1	44,5	4,1	1,9	34,1	65,9	67,5	4,1	64,0	-2,2
Q4	98,4	127,5	55,8	37,2	5,4	60,5	71,1	6,5	55,7	-1,6
2021 Sept.	15,2	19,8	7,0	2,4	5,8	20,7	21,3	2,1	19,7	-1,2
Okt.	19,4	26,0	23,8	-0,9	-3,6	23,1	22,9	2,8	20,3	0,0
Nov.	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,2	24,2	4,7	18,8	-0,3
Dez.	53,5	78,8	21,4	28,5	3,6	14,3	24,0	-1,0	16,6	-1,4
2022 Jan.	2,4	2,6	-2,5	-6,7	11,6	25,8	23,9	0,9	24,4	0,6
Febr. ^(p)	11,7	11,5	8,8	-1,5	4,4	22,1	28,1	3,7	17,3	1,1
Wachstumsraten										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 Q1	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
Q2	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
Q3	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Q4	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 Sept.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
Okt.	1,9	2,6	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,3
Nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,1	1,6	5,5	-0,3
Dez.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022 Jan.	3,7	4,4	0,3	0,1	6,1	4,4	4,3	1,9	5,5	-0,3
Febr. ^(p)	3,8	4,4	1,2	0,1	5,9	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Geldmengen- und Kreditentwicklung

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

(in Mrd € und 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		Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2019	363,4	7 055,1	1 944,5	50,2	2 155,2	2 905,3	1 474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6 961,4	1 914,8	42,1	1 991,8	3 012,7	1 437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6 898,3	1 839,0	37,1	2 004,8	3 017,5	1 363,9	449,1	118,8	136,8
2021 Q1	704,0	6 891,3	1 897,4	41,2	1 985,5	2 967,2	1 409,5	400,9	127,2	130,2
Q2	680,1	6 847,3	1 868,8	40,2	1 956,0	2 982,3	1 411,7	359,9	123,7	134,5
Q3	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
Q4	797,1	6 898,3	1 839,0	37,1	2 004,8	3 017,5	1 363,9	449,1	118,8	136,8
2021 Sept.	690,9	6 856,6	1 850,7	38,6	1 975,9	2 991,4	1 375,2	415,2	139,0	146,0
Okt.	739,5	6 877,7	1 842,7	38,1	2 007,8	2 989,0	1 385,0	481,4	140,0	147,6
Nov.	706,9	6 911,5	1 830,9	37,7	2 017,9	3 025,1	1 387,9	405,7	144,5	149,9
Dez.	797,1	6 898,3	1 839,0	37,1	2 004,8	3 017,5	1 363,9	449,1	118,8	136,8
2022 Jan.	723,6	6 901,4	1 846,7	36,8	2 013,4	3 004,4	1 350,3	365,2	165,3	158,8
Febr. ^(p)	731,5	6 881,7	1 836,6	36,6	2 005,3	3 003,3	1 370,1	350,9	165,7	159,4
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-26,4	-74,2	-5,0	-33,1	85,9	-122,0	-87,1	-11,3	-2,3
2021 Q1	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
Q2	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
Q3	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
Q4	106,7	18,4	-13,3	-1,6	12,9	20,4	-71,7	34,0	-20,2	-9,2
2021 Sept.	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
Okt.	48,6	22,3	-7,7	-0,5	29,0	1,5	-2,6	69,5	0,9	1,6
Nov.	-32,3	-11,1	-13,4	-0,5	1,7	1,0	-31,5	-62,6	4,6	2,2
Dez.	90,4	7,2	7,8	-0,6	-17,9	17,9	-37,6	27,1	-25,7	-13,1
2022 Jan.	-69,5	-9,9	-10,0	-0,3	-0,4	0,7	-9,2	-94,5	46,4	29,0
Febr. ^(p)	7,9	-19,0	-9,9	-0,2	-8,4	-0,5	-5,9	-40,9	0,2	0,7
Wachstumsraten										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q1	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
Q2	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
Q3	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Q4	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 Sept.	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
Okt.	-11,3	-0,2	-3,9	-10,5	-1,8	3,5	-	-	-5,9	-4,3
Nov.	-5,6	-0,3	-5,1	-11,2	-1,2	3,5	-	-	-2,4	1,9
Dez.	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 Jan.	5,4	-0,1	-4,2	-12,1	-0,5	2,9	-	-	12,1	13,1
Febr. ^(p)	6,2	-0,4	-4,3	-11,8	-0,7	2,5	-	-	13,8	14,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 Q4	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 Q1	-8,3	.	.	.	.	-6,8
Q2	-6,9	.	.	.	.	-5,4
Q3	-6,2	.	.	.	.	-4,8

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben					
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben							
	1	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge		2	3	4	5	6		7	8	Arbeitsnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	11	12	13
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8					
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7					
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,7					
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6					
2020 Q4	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6					
2021 Q1	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7					
Q2	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7					
Q3	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	4,7					

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

6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige	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
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 Q4	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	98,3	3,1	13,9	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 Q4	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 Q1	14,2	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	5,5	10,3
Q2	3,9	5,4	-1,1	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,7	-0,4	5,8
Q3	1,1	4,8	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,7	-2,8	5,3

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 der Schuldendienstperiode; nominale Durchschnittsrenditen in % p. a.)

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung				
										Laufzeit von bis zu 1 Jahr				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1	
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2020 Q4	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8	
2021 Q1	15,6	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5	
Q2	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5	
Q3	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
2021 Sept.	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5	
Okt.	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5	
Nov.	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
Dez.	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022 Jan.	15,2	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6	
Febr.	15,1	13,8	5,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5	

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

2) Ohne Berücksichtigung künftiger Zahlungen für noch nicht ausstehende Schuldverschreibungen und vorzeitiger Tilgungen.

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

4) Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen als Durchschnittswert der Zwölfmonatszeiträume.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Belgien 1	Deutschland 2	Estland 3	Irland 4	Griechenland 5	Spanien 6	Frankreich 7	Italien 8	Zypern 9	
Finanzierungssaldo										
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2020 Q4	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7	
2021 Q1	-8,8	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4	
Q2	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2	
Q3	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6	
Verschuldung										
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9	
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2020 Q4	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3	
2021 Q1	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4	
Q2	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9	
Q3	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 Q4	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 Q1	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
Q2	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
Q3	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
Verschuldung										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 Q4	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 Q1	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
Q2	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
Q3	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2022

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 13. April 2022.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-22-003-DE-N (Online-Version)