



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2022



Inhalt

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	2
Zusammenfassung	2
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	8
2 Konjunkturerwicklung	14
3 Preise und Kosten	22
4 Finanzmarktentwicklungen	28
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	31
Kästen	40
1 Lieferengpässe und Preisdruck im Warenhandel und Tourismussektor des Euro-Währungsgebiets	40
2 Gründe für den Produktionsrückgang und den Preisanstieg im Kraftfahrzeugsektor	47
3 Statistischer Überhang und BIP-Wachstum innerhalb eines Quartals – Schätzungen auf Basis monatlicher Indikatoren	56
4 Folgen des jüngsten Inflationsanstiegs für private Haushalte mit niedrigem Einkommen	60
5 Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	67
6 Inflationserwartungen der Verbraucher – Evidenz aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen	71
7 Zur Bedeutung von Angebot und Nachfrage für die zugrunde liegende Inflation – Zerlegung der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel nach Komponenten	77
8 Verflechtungen des Euro-Währungsgebiets mit Russland: jüngste Erkenntnisse aus der Zahlungsbilanz	84
Aufsatz	90
1 Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet unter besonderer Berücksichtigung des Fiskalkanals und der Covid-19-Pandemie	90
Statistik	109

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Aktuelle wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Zusammenfassung

Auf seiner Sitzung am 27. Oktober 2022 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Mit dieser dritten großen Leitzinserhöhung in Folge hat der EZB-Rat die Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung erheblich vorangetrieben. Der EZB-Rat hat diesen Beschluss gefasst, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation auf das mittelfristige 2 %-Ziel der EZB zu gewährleisten, und er geht davon aus, dass er die Zinsen zu diesem Zweck weiter anheben wird. Der EZB-Rat wird den künftigen Leitzinspfad an der Entwicklung der Inflations- und Wirtschaftsaussichten ausrichten. Dabei folgt er dem Ansatz, Zinsschritte von Sitzung zu Sitzung festzulegen.

Die Inflation ist nach wie vor deutlich zu hoch und wird für längere Zeit über dem Zielwert bleiben. Im September lag die Teuerungsrate im Euroraum bei 9,9 %. In den vergangenen Monaten führten stark steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise, Lieferengpässe und die sich von der Pandemie erholende Nachfrage dazu, dass der Preisdruck an Breite gewann und die Inflation zunahm. Die Geldpolitik des EZB-Rats zielt darauf ab, die Unterstützung der Nachfrage zu reduzieren und dem Risiko vorzubeugen, dass sich die Inflationserwartungen dauerhaft nach oben verschieben.

Außerdem hat der EZB-Rat beschlossen, die Bedingungen für die dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) zu ändern. In der akuten Phase der Pandemie, als es darum ging, Abwärtsrisiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken, spielte dieses Instrument eine zentrale Rolle. In Anbetracht des unerwarteten und außerordentlichen Anstiegs der Inflation muss hier nun eine Rekalibrierung vorgenommen werden, um Konsistenz mit dem allgemeinen geldpolitischen Normalisierungsprozess sicherzustellen und die Transmission der Leitzinserhöhungen auf die Kreditbedingungen der Banken zu verstärken. Deshalb hat der EZB-Rat beschlossen, die Zinssätze für die GLRG III mit Wirkung vom 23. November 2022 anzupassen und den Banken zusätzliche Termine für eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung anzubieten. Die Rekalibrierung der GLRG-III-Bedingungen wird einen Beitrag zur Normalisierung der Refinanzierungskosten der Banken leisten. Die daraus resultierende Normalisierung der Finanzierungsbedingungen wird wiederum Abwärtsdruck auf die Inflation ausüben und mittelfristig die Wiederherstellung der Preisstabilität fördern. Durch die Rekalibrierung werden zudem Hinderungsgründe für eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung ausstehender GLRG-III-Mittel beseitigt. Freiwillige vorzeitige Rückzahlungen würden zum Abbau der Bilanz des Eurosystems und somit zur allgemeinen geldpolitischen Normalisierung beitragen.

Um die Verzinsung der von Kreditinstituten beim Eurosystem gehaltenen Mindestreserven besser auf die Bedingungen am Geldmarkt abzustimmen, hat der

EZB-Rat ferner beschlossen, dass die Mindestreserven künftig zum Zinssatz der EZB für die Einlagefazilität verzinst werden.

Konjunkturentwicklung

Die weltwirtschaftliche Aktivität ging im zweiten Quartal 2022 zurück, und Umfragedaten deuten darauf hin, dass auf kurze Sicht weiterhin eine gedämpfte Wachstumsdynamik zu verzeichnen sein wird. Die verbesserte Angebotslage und die sinkende Nachfrage gehen mit einer weiteren Verringerung des Drucks auf die internationalen Lieferketten einher. Das verleiht der Weltwirtschaft zwar etwas Auftrieb, die Abwärtsrisiken bleiben jedoch bestehen. Diese hängen mit einer anhaltenden geopolitischen Unsicherheit zusammen, insbesondere mit potenziellen, aus dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine erwachsenden Störungen und einer möglichen Verschlechterung der Corona-Lage (Covid-19) im Herbst und Winter. Trotz des nachlassenden Drucks auf die Lieferketten zeigt sich der Welthandel nach wie vor nur mäßig dynamisch, was vor dem Hintergrund der sich eintrübenden weltwirtschaftlichen Aussichten zu sehen ist.

Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum dürfte sich im dritten Quartal 2022 erheblich verlangsamt haben. Der EZB-Rat rechnet für den Rest des laufenden Jahres und für Anfang 2023 mit einer weiteren Abschwächung. Die hohe Inflation schmälert die Realeinkommen privater Haushalte und treibt die Kosten von Unternehmen in die Höhe. Damit wirkt sie weiterhin dämpfend auf Ausgaben und Produktion. Schwerwiegende Störungen bei den Gaslieferungen haben die Situation zusätzlich verschlechtert. Zudem sind sowohl das Verbraucher- als auch das Unternehmervertrauen rapide gesunken, was die Wirtschaft ebenfalls belastet. Die Nachfrage nach Dienstleistungen schwächt sich aktuell ab, nachdem sie in den vorangegangenen Quartalen, als die am stärksten von den pandemiebedingten Einschränkungen betroffenen Sektoren ihren Betrieb wieder hochfahren, kräftig zugelegt hatte. Außerdem deuten umfragebasierte Indikatoren darauf hin, dass der Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe zurückgeht. Darüber hinaus verlangsamt sich das weltwirtschaftliche Wachstum angesichts der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit, die vor allem auf den Krieg in der Ukraine zurückzuführen ist, und angesichts der verschärften Finanzierungsbedingungen. Die Einkommen im Euroraum werden durch sich verschlechternde Terms of Trade belastet, da die Importpreise rascher steigen als die Exportpreise.

Der Arbeitsmarkt entwickelte sich im dritten Quartal nach wie vor gut, und die Arbeitslosenquote befand sich im August mit 6,6 % weiterhin auf einem historischen Tiefstand. Während kurzfristige Indikatoren darauf hindeuten, dass im dritten Quartal noch neue Arbeitsplätze entstanden sind, könnte die Wirtschaftsabschwächung im weiteren Verlauf zu einer etwas höheren Arbeitslosigkeit führen.

Um das Risiko zu begrenzen, dass die Inflation angeheizt wird, sollten die finanzpolitischen Maßnahmen zum Schutz der Wirtschaft vor den Auswirkungen der hohen Energiepreise befristet und auf die Schwächsten ausgerichtet sein. Die politischen Entscheidungsträger sollten Anreize für einen geringeren

Energieverbrauch setzen und die Energieversorgung unterstützen. Gleichzeitig sollten die Staaten eine Finanzpolitik verfolgen, die erkennen lässt, dass sie bestrebt sind, die hohen öffentlichen Schuldenquoten schrittweise zurückzuführen. Strukturpolitische Maßnahmen sollten so gestaltet sein, dass sie das Wachstumspotenzial und die Lieferkapazitäten des Euroraums erhöhen, seine Widerstandsfähigkeit steigern und dadurch zu einer Reduzierung des mittelfristigen Preisdrucks beitragen. Die zügige Umsetzung der Investitions- und Strukturreformpläne im Rahmen des Programms „Next Generation EU“ wird einen wichtigen Beitrag hierzu leisten.

Inflation

Die Inflation erhöhte sich im September auf 9,9 %, was auf einen weiteren Anstieg aller Komponenten zurückgeht. Die Energiepreise waren mit einer Steigerungsrate von 40,7 % nach wie vor der Haupttreiber der Gesamtinflation. Ein zunehmender Beitrag ging dabei von den Gas- und Strompreisen aus. Auch der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln beschleunigte sich weiter auf 11,8 %, da hohe Vorleistungskosten die Nahrungsmittelproduktion verteuerten.

Die Lieferengpässe bilden sich allmählich zurück, doch ihre verzögerten Effekte wirken nach wie vor inflationssteigernd. Die Auswirkungen der aufgestauten Nachfrage schwächen sich zwar ab, verleihen den Preisen im Dienstleistungssektor aber weiterhin Auftrieb. Auch die Abwertung des Euro hat zum Aufbau des Inflationsdrucks beigetragen.

Der Preisdruck manifestiert sich in immer mehr Sektoren, was unter anderem daran liegt, dass die Auswirkungen der hohen Energiekosten auf die gesamte Wirtschaft durchschlagen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation befanden sich daher nach wie vor auf erhöhtem Niveau. So stieg die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im September weiter auf 4,8 % an.

Starke Arbeitsmärkte dürften für höhere Löhne sorgen. Hierzu dürfte auch eine gewisse Aufholdynamik bei den Löhnen als Ausgleich für die gestiegene Inflation beitragen. Neu verfügbare Lohndaten und die jüngsten Tarifvereinbarungen deuten darauf hin, dass das Lohnwachstum anziehen könnte. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Mit Blick auf weitere Korrekturen einiger Indikatoren auf Werte oberhalb des Inflationsziels ist jedoch eine fortgesetzte Beobachtung erforderlich.

Risikobewertung

Die eingegangenen Daten bestätigen, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten eindeutig abwärtsgerichtet sind. Das gilt insbesondere auf kurze Sicht. Ein lang andauernder Krieg in der Ukraine stellt nach wie vor ein erhebliches Abwärtsrisiko dar. Das Vertrauen könnte weiter schwinden, und angebotsseitige Engpässe könnten sich erneut verstärken. Auch könnten die

Energie- und Nahrungsmittelkosten dauerhaft höher bleiben als erwartet. Eine Abschwächung der Weltwirtschaft könnte das Wachstum im Euroraum zusätzlich belasten.

In Bezug auf die Inflationsaussichten überwiegen die Aufwärtsrisiken. Auf kurze Sicht stellt ein weiterer Anstieg der Endkundenpreise für Energie das größte Risiko dar. Mittelfristig könnte die Inflation höher als erwartet ausfallen, falls die Preise für Energie- und Nahrungsmittelrohstoffe anziehen und diese Entwicklung stärker auf die Verbraucherpreise durchschlägt, die Produktionskapazität im Euroraum dauerhaft beeinträchtigt wird, die Inflationserwartungen anhaltend auf ein Niveau oberhalb des Zielwerts des EZB-Rats steigen oder es zu unerwartet kräftigen Lohnzuwächsen kommt. Sinkende Energiekosten und eine weiter abnehmende Nachfrage würden indessen den Preisdruck mindern.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Aufgrund der steigenden Marktzinsen haben sich die Refinanzierungskosten der Banken erhöht. Zudem ist die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte teurer geworden. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen bleibt robust, da die Firmen hohe Produktionskosten decken und Lagerbestände aufbauen müssen. Zugleich ist die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Investitionen weiter gesunken. Die Vergabe von Krediten an private Haushalte schwächt sich ab, da die Kreditrichtlinien verschärft wurden und die Kreditnachfrage vor dem Hintergrund der steigenden Zinsen und des geringen Verbrauchervertrauens abgenommen hat.

Aus der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet geht hervor, dass sich die Vergaberichtlinien für sämtliche Kreditkategorien im dritten Quartal des Jahres verschärft haben. Grund hierfür ist, dass der sich eintrübende Wirtschaftsausblick und die Risiken, die das aktuelle Umfeld für die Bankkunden mit sich bringt, den Instituten zunehmend Sorge bereiten. Die Banken gehen von einer weiteren Straffung ihrer Kreditrichtlinien im Schlussquartal aus.

Fazit

Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung am 27. Oktober 2022 beschlossen, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Er geht davon aus, dass er die Zinsen weiter erhöhen wird, um sicherzustellen, dass die Inflation zeitnah zum mittelfristigen Zielwert zurückkehrt. Mit dieser dritten großen Leitzinserhöhung in Folge hat der EZB-Rat die Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung erheblich vorangetrieben. Die geänderten Bedingungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte werden ebenfalls zum laufenden Prozess der geldpolitischen Normalisierung beitragen.

Die Leitzinsbeschlüsse des EZB-Rats werden auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung festgelegt. Der EZB-Rat ist bereit, alle seine

Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass die Inflation zum mittelfristigen Inflationsziel zurückkehrt.

Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat hat beschlossen, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 75 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend wurden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 2. November 2022 auf 2,00 %, 2,25 % bzw. 1,50 % erhöht.

Der EZB-Rat hat zudem beschlossen, im Zuge der geldpolitischen Maßnahmen zur Wiederherstellung der Preisstabilität auf mittlere Sicht die Bedingungen der GLRG III zu rekalibrieren. Angesichts der aktuellen Inflationsentwicklungen und -aussichten müssen bestimmte Parameter der GLRG III angepasst werden, um die Transmission der Leitzinsen auf die Kreditvergabebedingungen der Banken zu unterstützen. Damit sollen die GLRG III zur Transmission des geldpolitischen Kurses beitragen, der erforderlich ist, um eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Zielwert der EZB von 2 % sicherzustellen. Ab dem 23. November 2022 und bis zur Fälligkeit oder der vorzeitigen Rückzahlung jedes ausstehenden GLRG-III-Geschäfts wird der Zinssatz für diese Geschäfte an die in diesem Zeitraum geltenden durchschnittlichen Leitzinsen der EZB indexiert. Der EZB-Rat hat zudem beschlossen, den Banken drei zusätzliche Termine für eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung anzubieten. In jedem Fall wird der EZB-Rat in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen.

Der EZB-Rat hat ferner beschlossen, die Mindestreserven künftig zum Zinssatz für die Einlagefazilität des Eurosystems zu verzinsen. Die Änderung wird mit der am 21. Dezember 2022 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode wirksam. Bislang wurden die Mindestreserven zum Hauptrefinanzierungssatz der EZB verzinst. Unter den vorherrschenden Markt- und Liquiditätsbedingungen spiegelt jedoch der Einlagesatz die Zinssätze besser wider, zu denen Mittel in Geldmarktinstrumenten angelegt werden können – sofern sie nicht als Mindestreserven gehalten werden –, und zu denen Banken Mittel am Geldmarkt aufnehmen, um ihr Mindestreserve-Soll zu erfüllen.

Der EZB-Rat beabsichtigt, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworbenen Wertpapiere weiterhin bei Fälligkeit für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen begonnen hat, vollumfänglich wieder anzulegen und in jedem Fall so lange wie erforderlich, um eine reichliche Liquiditätsausstattung zu gewährleisten und einen angemessenen geldpolitischen Kurs aufrechtzuerhalten.

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

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

Der EZB-Rat ist bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation mittelfristig beim Zielwert von 2 % stabilisiert. Das Instrument zur Absicherung der Transmission (TPI) steht zur Verfügung, um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen. Damit ermöglicht es dem EZB-Rat eine effektivere Erfüllung seines Preisstabilitätsmandats.

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die weltwirtschaftliche Aktivität verzeichnete im zweiten Quartal 2022 einen Rückgang, und Umfragedaten deuten darauf hin, dass auf kurze Sicht nur mit einer gedämpften Wachstumsdynamik zu rechnen sein wird. Durch eine verbesserte Angebotslage und eine sinkende Nachfrage hat sich der Druck auf die internationalen Lieferketten weiter verringert. Dies verleiht der Weltwirtschaft zwar leichten Auftrieb, die Abwärtsrisiken bleiben jedoch bestehen. Sie hängen mit einer anhaltenden geopolitischen Unsicherheit zusammen, insbesondere mit potenziellen kriegsbedingten Störungen und einer möglichen Verschlechterung der Corona-Lage (Covid-19) im Herbst und Winter. Angesichts der sich eintrübenden weltwirtschaftlichen Aussichten zeigt sich der internationale Handel weiterhin nur mäßig dynamisch, wenngleich der Druck auf die Lieferketten nachlässt. Die Gesamtinflation scheint derweil weltweit ihren Höhepunkt zu erreichen. Gleichwohl lässt die Persistenz der Kerninflation, die den stark steigenden Dienstleistungspreisen zuzuschreiben ist, darauf schließen, dass die Inflation erst ganz allmählich auf ihre Zielwerte zurückkehren wird.

Das Weltwirtschaftswachstum steht vor dem Hintergrund zunehmender Rezessionssorgen vor einer Abkühlung.

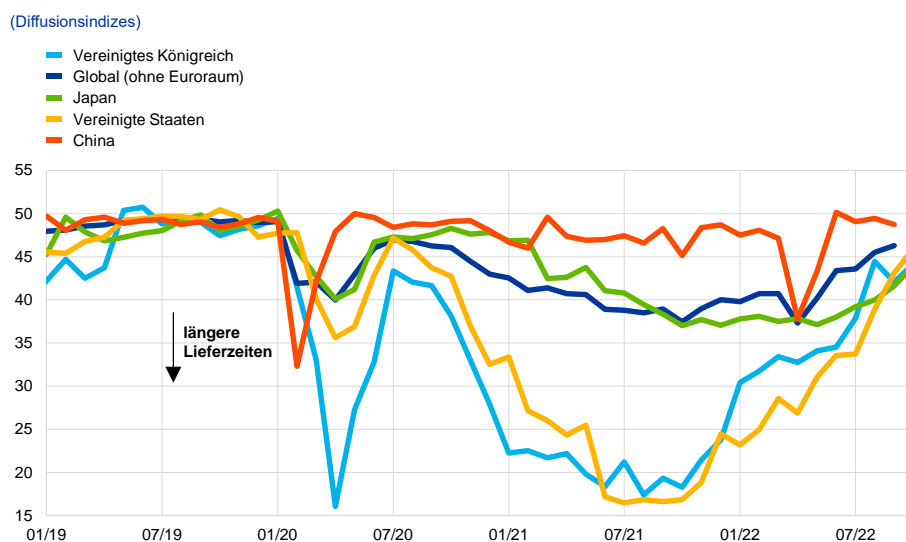
So schrumpfte das globale BIP (ohne Euroraum) im zweiten Quartal 2022, wofür vor allem eine Abnahme der Wirtschaftsleistung in China aufgrund von Restriktionen im Gefolge der Null-Covid-Strategie, ein Rückgang des russischen BIP infolge des Krieges gegen die Ukraine und eine leichte wirtschaftliche Kontraktion in den Vereinigten Staaten maßgeblich waren. Insgesamt war jedoch im dritten Quartal über Ländergrenzen hinweg eine relativ synchrone Abschwächung der Konjunkturindikatoren zu beobachten, was auf eine Verschlechterung der Aussichten für das zweite Halbjahr des laufenden Jahres hindeutet. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe (ohne Euroraum) sank unterdessen im September erneut und lag nur knapp über der neutralen Schwelle. Dies weist auf eine weiterhin gedämpfte Wachstumsdynamik im dritten Quartal hin. In den Industrieländern erholte sich der Index zwar geringfügig, rutschte im Fall der Schwellenländer jedoch in den negativen Bereich.

Ein weiterer Abbau der globalen Lieferkettenengpässe verleiht der Weltwirtschaft leichten Auftrieb.

Im September stieg der EMI-Teilindex für die globalen Lieferengpässe den fünften Monat in Folge an (siehe Abbildung 1). Der Angebotsdruck schwächte sich über sämtliche Produktkategorien hinweg ab, und auch der Abstand zwischen den Sektoren verkleinerte sich. Die Verringerung der Lieferengpässe lässt sich sowohl mit einer verbesserten Angebotslage als auch mit einer schwächeren Nachfrage erklären. Gleichwohl bestehen aufgrund potenzieller kriegsbedingter Störungen und einer möglichen Verschlechterung der Corona-Lage im Herbst und Winter weiterhin Abwärtsrisiken. Allerdings scheinen sich die Unternehmen auf die längeren Lieferzeiten eingestellt und größere Lagerbestände gebildet zu haben. Außerdem konnten sie die Resilienz ihrer Lieferketten gegenüber Schocks erhöhen. Das Verhältnis zwischen dem globalen EMI (ohne Euroraum) für die Vorratsbestände und jenem für die Auftragseingänge erreichte im September seinen höchsten Wert seit 2009 (mit Ausnahme der Covid-19-Krise im Jahr 2020). Infolgedessen besteht ein gewisses Risiko, dass es im Anschluss an eine weitere

Eintrübung der globalen Nachfrageaussichten zu Lagerüberschüssen kommen könnte.

Abbildung 1
EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer



Quellen: Markit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2022 (Schnellschätzungen für das Vereinigte Königreich, die Vereinigten Staaten und Japan) bzw. September 2022 (China und global (ohne Euroraum)).

Angesichts der sich eintrübenden weltwirtschaftlichen Aussichten weist der internationale Handel weiterhin eine mäßige Dynamik auf, wengleich der Druck auf die Lieferketten nachlässt.

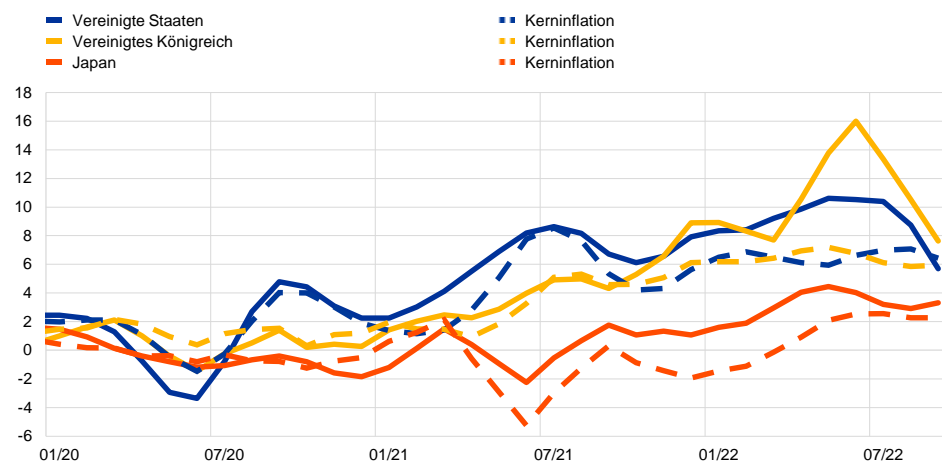
Der weltweite Warenhandel (ohne Euroraum) blieb im August stabil, nachdem er im Juli noch zugelegt hatte. Dabei wurde das anhaltende Wachstum der Handelsaktivitäten in den Schwellenländern durch einen Rückgang des Handels in den Industrieländern, insbesondere den Vereinigten Staaten, ausgeglichen. Aktuellere Daten deuten unterdessen auf gedämpfte Aussichten für den Welthandel hin. So sanken sowohl der globale EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe (ohne Euroraum) im Monat September als auch die jüngsten Indizes für den Auftragseingang im Exportgeschäft weiter in den negativen Bereich.

Der globale Inflationsdruck ist nach wie vor sehr hoch. Während die jährliche Gesamtinflation in den OECD-Ländern (ohne Türkei) im August stabil bei 7,9 % lag, erhöhte sich die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete Teuerungsrate weiter auf 5,3 %. Außerdem bleibt die Kerninflation über die Länder hinweg anhaltend hoch, was dem starken Preisauftrieb bei den Dienstleistungen zuzuschreiben ist (siehe Abbildung 2). Dies steht im Widerspruch zur Entwicklung der Gesamtinflation, die sich im Zuge der sinkenden Energiepreise abschwächt.

Abbildung 2

Gesamtinflation und Kerninflation in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Japan

(annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; Gesamt- und Kerninflation)



Quellen: OECD, Haver Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Kerninflation bezieht sich auf den Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

Die Preise für Energierohstoffe sind seit der September-Sitzung des EZB-Rats gefallen, was auf eine Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten und das Zusammenwirken verschiedener Faktoren am Gasmarkt zurückzuführen ist.

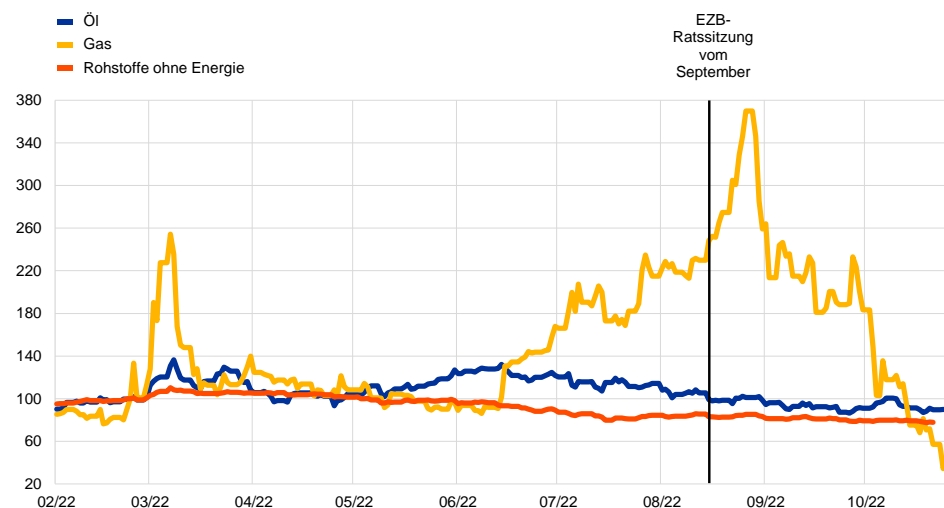
Die Ölpreise sind seit der September-Sitzung weitgehend stabil geblieben (+0,7 %), weil die Folgen der konjunkturbedingt schwächeren Nachfrage durch die von der OPEC+ beschlossene Verringerung des Ölangebots ausgeglichen wurden. Am 5. Oktober 2022 kam das Ölkartell überein, das Fördermengenziel ab November um 2 Millionen Barrel pro Tag zu senken. Damit reagierte es auf die zuletzt rückläufige Ölpreisentwicklung. Auf das tatsächliche Angebot der OPEC+ dürfte sich diese Entscheidung allerdings nicht ganz so stark auswirken, da mehrere Länder ihre Produktionsziele im vergangenen Jahr verfehlt haben. Zugleich bleibt die Unsicherheit am Ölmarkt, vor allem mit Blick auf die Aussichten für Öllieferungen aus Russland, sehr hoch. Die G-7-Staaten sind bestrebt, bis zum 5. Dezember einen Ölpreisdeckel zu verabschieden, der den von Dritten zu zahlenden Höchstpreis für russisches Öl festschreibt. An diesem Tag werden die Sanktionen der Europäischen Union vollständig wirksam, wonach etwa Einfuhren russischen Rohöls auf dem Seeweg untersagt sind. Die europäischen Gaspreise gingen um rund 80 % zurück. Grund hierfür waren eine nachlassende Nachfrage infolge des überraschend warmen Wetters und die auf EU-Ebene vorgeschlagenen Maßnahmen zur Bekämpfung der hohen Energiepreise in Europa. Darunter befand sich auch ein Plan zur Verringerung des Stromverbrauchs, der zu einer weiteren Senkung der Gasnachfrage führen dürfte. Die Kassapreise für Gas wurden auch durch verschiedene andere Faktoren gedrückt: einen hohen Füllstand der Gasspeicher in der EU, mehr Stromerzeugung aus Windenergie, eine geringere Gasnachfrage der Industrie sowie ein größeres Angebot an Flüssiggas und Pipeline-Gas aus Norwegen. Hierdurch konnten die Auswirkungen der von Russland vorgenommenen kompletten Stilllegung der Nord-Stream-1-Pipeline kompensiert werden. Die Lage am europäischen Gasmarkt bleibt indes fragil. Jeder die Gasnachfrage steigernde

Faktor, wie etwa ein unerwartet kalter Winter, würde zu einer anhaltend angespannten Wettbewerbssituation im Zuge der Sicherung der Gasversorgung führen und den Preisdruck erhöhen. Die Unsicherheit am europäischen Gasmarkt lässt sich auch am hohen Verlauf der Terminkurve für das gesamte Jahr 2023 erkennen. Die Kurve zeigt einen durchschnittlichen Gaspreis von über 130 € je Megawattstunde an, was deutlich über dem derzeitigen Kassakurs liegt.

Die weltweite konjunkturelle Abkühlung übt weiterhin Druck auf die Metall- und Nahrungsmittelpreise aus, doch bestehen nach wie vor auch Risiken auf der Angebotsseite. Seit der Sitzung des EZB-Rats im September sind die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie leicht gesunken (-3,5 %). Dies war darauf zurückzuführen, dass die Metall- und Nahrungsmittelpreise vor dem Hintergrund der sich eintrübenden Wachstumsaussichten etwas nachgaben. Der sich abschwächende Preisdruck bei Nahrungsmitteln war unter anderem durch verbesserte Angebotsaussichten bei einigen Nahrungsmittelkategorien (wie Sojabohnen und Kaffee) bedingt. Demgegenüber legten die Getreidepreise zu, da die jüngsten Entwicklungen im Ukraine-Krieg vermehrt Zweifel aufkommen ließen, ob der Sicherheitskorridor für ukrainische Getreideexporte im Schwarzen Meer aufrechterhalten werden kann.

Abbildung 3
Entwicklung der Rohstoffpreise

(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 September 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. September 2022 (Öl und Gas) bzw. auf den 21. September 2022 (Rohstoffe ohne Energie).

In den Vereinigten Staaten dürfte das Wachstum – nach der wirtschaftlichen Kontraktion im ersten Halbjahr 2022 – weiterhin nur gedämpft ausfallen.¹ Das reale BIP verringerte sich im zweiten Vierteljahr um 0,1 % zum Vorquartal. Bedingt war dies durch einen negativen Wachstumsimpuls der Vorratsveränderungen und –

¹ Gemäß der vorläufigen Schätzung des Bureau of Economic Analysis, die nach der EZB-Ratssitzung veröffentlicht wurde, erhöhte sich das reale BIP im dritten Quartal 2022 um 2,6 % gegenüber dem Vorjahr. Zurückzuführen war dies in erster Linie auf einen Wiederanstieg des Außenbeitrags.

in geringerem Maße – der privaten Investitionsausgaben und der staatlichen Konsumausgaben. Unterdessen schwächten sich die privaten Konsumausgaben ab, da die Realeinkommen seit Beginn des Jahres durch die hohe Inflation belastet werden. Der Arbeitsmarkt zeigt zwar erste Anzeichen einer Abkühlung, doch die Lage bleibt anhaltend angespannt. So wurde im September ein kräftiger Stellenaufbau verzeichnet, und die Arbeitslosenquote lag mit 3,5 % immer noch auf einem niedrigen Stand. Zugleich bleibt die Teuerung – angetrieben von der starken Inflationsdynamik bei den Dienstleistungen – auf einem hohen Niveau. Da die Energiepreise erneut nachgaben, verringerte sich die jährliche am VPI-Gesamtindex gemessene Teuerungsrate im September auf 8,2 %. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet erhöhte sich die jährliche Inflationsrate weiter auf 6,6 %. In der näheren Zukunft dürfte das BIP-Wachstum gedämpft bleiben. Dies ist vor dem Hintergrund einer deutlichen Verschärfung der Kreditbedingungen zu sehen, zu der es vor allem als Reaktion auf die Leitzinsanhebungen des Offenmarktausschusses der US-Notenbank kam; aber auch die allgemeine Eintrübung der weltwirtschaftlichen Aussichten spielte hierbei eine Rolle.

In China hat sich das BIP-Wachstum im dritten Quartal etwas erholt, auch wenn wichtige Indikatoren auf eine geringere Wachstumsdynamik schließen lassen. Die Wirtschaftsleistung Chinas stieg im dritten Jahresviertel 2022 sowohl im Quartals- als auch im Vorjahresvergleich um 3,9 %. Im Vorfeld dieser Erholung war es im zweiten Quartal zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung gekommen, die durch einen schweren Covid-19-Ausbruch und die damit verbundenen strikten Eindämmungsmaßnahmen bedingt war. Die jüngste Entwicklung des BIP wurde durch einen positiven Wachstumsbeitrag des Außenhandels sowie eine Belebung der Investitionstätigkeit und der Konsumausgaben getragen, die von den staatlichen Stimulierungsmaßnahmen und dem Wiederhochfahren der Wirtschaft profitierten. Mit Blick auf die Entwicklung im September zeigen wichtige monatliche Indikatoren bereits eine erhebliche Verlangsamung des Konsumwachstums an, zumal die Einzelhandelsumsätze bereits im August langsamer stiegen. Konjunkturellen Gegenwind erfährt die chinesische Wirtschaft nach wie vor durch die weiterhin gültige Null-Covid-Politik und durch die lang anhaltende Schwäche im Immobiliensektor. Der 20. Nationale Volkskongress der Kommunistischen Partei Chinas stellte die Fortsetzung der Amtszeit und der Politik von Präsident Xi in den Vordergrund und legte besonderes Augenmerk auf die staatliche Autonomie, und zwar sowohl aus wirtschaftlichen Erwägungen als auch aus Sicherheitsgründen. Auch die Stärkung der im Staatsbesitz befindlichen Wirtschaftssektoren stand im Fokus, während dem Streben nach wirtschaftlichem Wachstum um jeden Preis eine geringere Bedeutung beigemessen wurde.

In Japan dürfte sich die Konjunktur im dritten Quartal trotz einiger Bremsfaktoren weiter erholt haben. Die Daten für Juli und August deuten darauf hin, dass die privaten Konsumausgaben insbesondere im Dienstleistungsbereich trotz der Corona-Welle in den Sommermonaten robust waren. Ausschlaggebend hierfür war die aufgestaute Nachfrage. Allerdings könnte der wirtschaftliche Aufschwung dadurch beeinträchtigt werden, dass sich der verstärkte Preisauftrieb auf die Stimmung der Verbraucher auswirkt. Die Gesamtinflationsrate lag im September unverändert bei 3,0 % und damit auf dem höchsten Stand seit rund

30 Jahren (unter Ausschluss von Phasen mit Mehrwertsteuererhöhungen). Dabei wird die Inflation weiterhin vornehmlich durch die gestiegenen Nahrungsmittelpreise bestimmt. Diese sind Ausdruck der weltweiten Verteuerung von Rohstoffen, eines schwächeren Yen und des Preisauftriebs bei Energie. Die Kerninflation zog an, liegt aber mit 0,9 % auf einem moderateren Niveau. Die steigenden Inflationserwartungen der privaten Haushalte und der Unternehmen könnten auf ein allmähliches Durchwirken des Kostendrucks auf die Endpreise hindeuten. Dies lässt darauf schließen, dass sich das traditionell vorsichtige Preissetzungsverhalten japanischer Unternehmen, das die Preisentwicklung in der Vergangenheit gebremst hat, möglicherweise im Wandel begriffen ist.

Im Vereinigten Königreich hat sich die konjunkturelle Dynamik weiter

verlangsamt. Die monatlichen BIP-Daten fielen im August mit -0,3 % überraschend negativ aus. Zurückzuführen war dies auf einen Rückgang im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor. Die sinkenden Einzelhandelsumsätze und das historisch niedrige Verbrauchervertrauen untermauerten die Schwäche der Konsumnachfrage zusätzlich; derweil ließ sich an den kurzfristigen Indikatoren auch eine Eintrübung des Geschäftsklimas ablesen. Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich dürfte im dritten Quartal in eine Rezession eingetreten sein. Der Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich im September aufgrund der Verteuerung von Nahrungsmitteln und alkoholfreien Getränken auf 10,1 %. Die Kerninflation erhöhte sich unterdessen auf 6,5 %, was vor allem durch höhere Preise im Gastgewerbe bedingt war.

Die Eintrübung der Weltwirtschaftsaussichten belastet auch den

Wachstumsausblick der Schwellenländer.

Aus Umfragen geht hervor, dass die Produktion in den meisten Schwellenländern zurückgegangen ist und sich die Auftragseingänge im Exportgeschäft verringert haben. Dies lässt darauf schließen, dass die Aktivität weiter abnehmen wird, da die Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes ihre Auftragsrückstände inzwischen größtenteils abgearbeitet haben. Die weltweit zu beobachtende Straffung der Geldpolitik wirkt sich auf die Finanzierungsbedingungen aus und schlägt sich negativ in der Industrieproduktion der aufstrebenden Volkswirtschaften nieder. Dies liegt darin begründet, dass diese Staaten im Vergleich zu den Industrieländern einen größeren Anteil von auf US-Dollar lautenden Auslandsverbindlichkeiten halten und auch die Rechnungsstellung häufiger in US-Dollar erfolgt. In Russland signalisieren die monatlichen Indikatoren zwar eine länger anhaltende Rezession, aber keine weitere starke Abschwächung. Im August sank die Gesamtinflation auf 14,3 %, wofür eine Aufwertung des Rubel und eine schwächere Verbrauchernachfrage verantwortlich waren. Insgesamt haben die ergriffenen politischen Maßnahmen und bessere makroökonomische Bedingungen (d. h. geringere Anfälligkeiten) in den Schwellenländern dazu beigetragen, dass diese Staaten bislang von den größeren Markturbulenzen verschont geblieben sind, wie sie im Zuge früherer globaler Straffungszyklen zu beobachten gewesen waren.

2 Konjunkturentwicklung

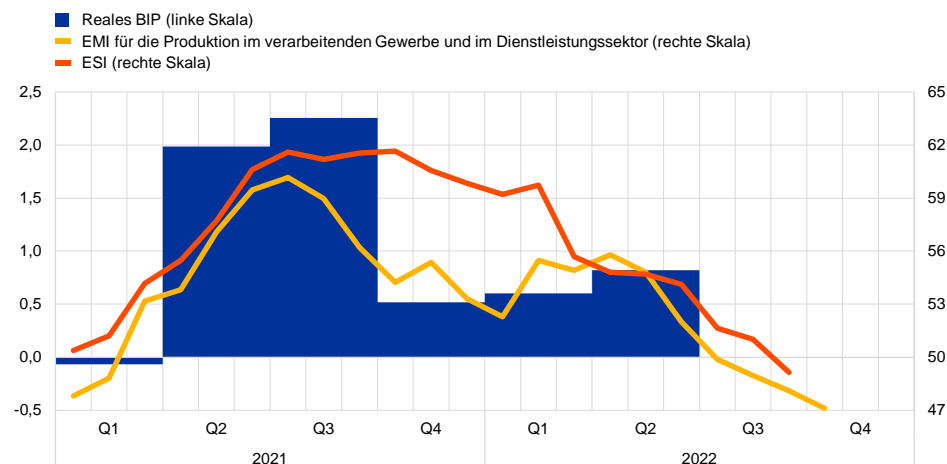
Die hohe Inflation wirkt weiterhin dämpfend auf Ausgaben und Produktion, da sie die Kaufkraft verringert und die Kosten von Unternehmen in die Höhe treibt. Schwerwiegende Störungen der Gasversorgung haben die Situation weiter verschlechtert, und in allen Wirtschaftsbereichen ist das Vertrauen rapide gesunken. Die Nachfrage nach Dienstleistungen schwächt sich aktuell ab. In den vorangegangenen Quartalen hatte sie kräftig zugelegt, nachdem die Sektoren, die am stärksten von den pandemiebedingten Einschränkungen betroffen waren, ihre Geschäftstätigkeit wieder aufgenommen hatten. Darüber hinaus verlangsamt sich das Weltwirtschaftswachstum angesichts der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit und der verschärften Finanzierungsbedingungen. Die Einkommen im Euro-Währungsgebiet werden durch sich verschlechternden Terms of Trade belastet, da die Importpreise rascher steigen als die Exportpreise. Der Arbeitsmarkt entwickelt sich zwar nach wie vor gut, doch die konjunkturelle Abschwächung könnte im weiteren Verlauf zu einer etwas höheren Arbeitslosigkeit führen. Neu verfügbare Daten bestätigen, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten eindeutig abwärtsgerichtet sind. Das gilt insbesondere auf kurze Sicht.

In den ersten beiden Jahresvierteln 2022 wurde im Euroraum ein solides Produktionswachstum verzeichnet. Die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP lag im ersten Quartal 2022 bei 0,6 % und fiel im Folgequartal mit 0,8 % nochmals höher aus (siehe Abbildung 4). Die Binnennachfrage und in geringerem Maße auch der Außenhandel leisteten einen positiven Wachstumsbeitrag, während von den Vorratsveränderungen eine leicht wachstumsdämpfende Wirkung ausging. Auf der Produktionsseite wurde das Wachstum vor allem durch eine kräftige Erhöhung der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor gestützt. Der Anstieg der Produktionsleistung war im gesamten Eurogebiet verhältnismäßig breit angelegt. Gleichwohl fiel er unterschiedlich hoch aus und wurde vor allem dadurch bestimmt, inwieweit die Länder vom Wiederhochfahren des Dienstleistungssektors und der zunehmenden Belebung des Tourismus betroffen waren. In einigen Ländern kam es aufgrund der Nähe zum Krieg in der Ukraine und der in diesem Zusammenhang gegen Russland und Belarus verhängten Sanktionen zu einer deutlichen Wachstumsverlangsamung im zweiten Quartal.

Abbildung 4

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

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die beiden Linien stellen monatliche Entwicklungen, die Balken Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI ist standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022 (reales BIP), September 2022 (ESI) bzw. Oktober 2022 (EMI).

In den nächsten Quartalen dürfte sich das Wirtschaftswachstum deutlich verlangsamen.

Für diese erwartete Abschwächung der Dynamik sind vier sich wechselseitig beeinflussende Faktoren ausschlaggebend. Erstens: Die hohe Inflation dämpft Ausgaben und Produktion in der gesamten Wirtschaft, und diese Bremswirkung wird durch Störungen der Gasversorgung noch verstärkt. Zweitens: Die kräftige Nachfrageerholung bei den Dienstleistungen, die mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft eingetreten ist, wird in den kommenden Monaten an Schwung verlieren. Drittens: Durch die Abschwächung der globalen Nachfrage, die Straffung der Geldpolitik in vielen großen Volkswirtschaften und die Verschlechterung der Terms of Trade verringern sich die Wachstumsimpulse für die Wirtschaft im Euroraum. Viertens: Die Unsicherheit ist nach wie vor hoch, und das Vertrauen sinkt rapide.

Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums wird durch die aktuellen Wirtschaftsdaten bestätigt.

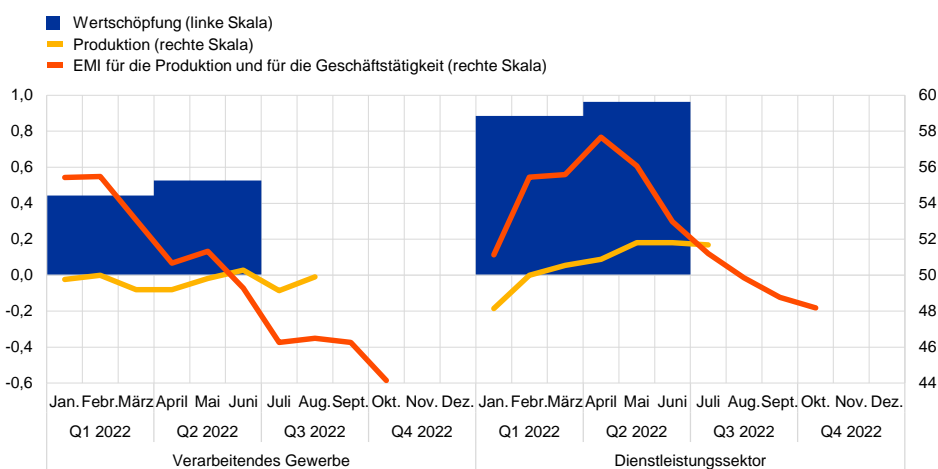
Für das dritte Quartal wird ein niedriges Wachstum erwartet, das sich aus dem Zusammenwirken eines positiven statistischen Überhangs aus dem zweiten Jahresviertel und einer negativen Wachstumsdynamik im dritten Quartal ergibt.² Im Juli und August unterschritt die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) ihr Vorquartalsniveau um 0,5 %. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums betrug im dritten Quartal durchschnittlich 49,0 Punkte. Damit lag er deutlich unter dem Niveau des zweiten Jahresviertels und steht mit einer Kontraktion der Wirtschaftstätigkeit im Einklang. Der EMI sank anschließend noch weiter und belief sich im Oktober auf 47,1 Punkte. Die jüngste Eintrübung der

² Weitere Einzelheiten finden sich in Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Wachstumsaussichten lässt sich auf das Geschehen in der Industrie und im Dienstleistungssektor zurückführen (siehe Abbildung 5). Die Entwicklung in der Industrie stand unter dem Einfluss von Lieferkettenstörungen und hohen Rohstoffpreisen infolge des Einmarschs Russlands in die Ukraine und der daraufhin gestiegenen allgemeinen Unsicherheit. Im jüngsten, Anfang Oktober 2022 von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) erwarteten die Umfrageteilnehmer, dass das Wachstum ab dem dritten Jahresviertel 2022 drei Quartale in Folge zurückgehen wird.³ Neu verfügbare Daten legen nahe, dass die Risiken für die Wachstumsaussichten eindeutig abwärtsgerichtet sind. Das gilt insbesondere auf kurze Sicht. Grundsätzlich und jenseits kurzfristiger Überlegungen kommt es in der aktuellen Lage nun darauf an, das Wachstumspotenzial und die Angebotskapazitäten des Euroraums zu erhöhen und seine Widerstandsfähigkeit zu steigern. Eine entscheidende Bedeutung wird hierbei gut durchdachten strukturpolitischen Maßnahmen zukommen, wie beispielsweise einer zügigen Umsetzung der Investitions- und Strukturreformpläne im Rahmen des Programms „Next Generation EU“.

Abbildung 5
Wertschöpfung, Produktion und EMI für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor

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



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

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022 (Wertschöpfung) bzw. Oktober 2022 (EMI-Teilindizes für Produktion und Geschäftstätigkeit). Die jüngsten Angaben zur Produktion beziehen sich auf August 2022 (verarbeitendes Gewerbe) bzw. Juni 2022 (Dienstleistungssektor) sowie auf eine anhand von veröffentlichten Länderdaten ermittelte Schätzung für Juli 2022.

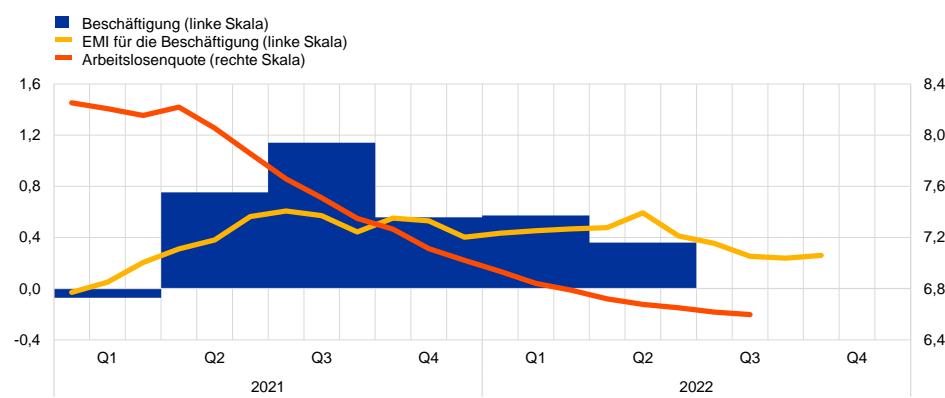
Der Arbeitsmarkt im Euroraum ist nach wie vor robust, verliert aber etwas an Dynamik. Die Arbeitslosenquote belief sich im August 2022 auf 6,6 % (siehe Abbildung 6). Sie blieb damit gegenüber Juli unverändert und war rund 0,8 Prozentpunkte niedriger als unmittelbar vor Beginn der Covid-19-Pandemie im Februar 2020. Die Gesamtbeschäftigung entwickelte sich weitgehend im Gleichlauf mit der Konjunktur und stieg im zweiten Quartal 2022 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit 0,6 % im ersten Jahresviertel. Im Zuge der wirtschaftlichen Belebung nach der Aufhebung pandemiebedingter Einschränkungen sank der Anteil

³ Siehe EZB, [Survey of Professional Forecasters für das dritte Quartal 2022](#), Oktober 2022.

der Beschäftigten, die an Programmen zur Arbeitsplatzsicherung teilnahmen, im zweiten Quartal 2022 auf 0,7 % der Erwerbspersonen (nach rund 1,3 % im ersten Jahresviertel). Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden lag im zweiten Quartal 0,4 % über dem Vorpandemiestand. Allerdings verläuft die Erholung bei den geleisteten Arbeitsstunden, die nach der Aufhebung der Pandemiebeschränkungen einsetzte, in den größten Ländern des Euroraums und den wichtigsten Wirtschaftssektoren weiterhin recht unterschiedlich.⁴

Abbildung 6
Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

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

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren deuten nach wie vor auf einen insgesamt widerstandsfähigen Arbeitsmarkt im Euroraum hin, wengleich es Anzeichen einer Abschwächung gibt.

Der EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor lag im dritten Quartal 2022 bei 52,8 Punkten, was auf einen weiteren Anstieg der Beschäftigung nach dem zweiten Jahresviertel hindeutet. Allerdings hatte der Index bereits im Mai 2022 einen Höchststand erreicht, und die Entwicklung der letzten Monate lässt eine insgesamt nachlassende Dynamik erkennen. Nach Sektoren aufgeschlüsselt ist festzustellen, dass der EMI-Beschäftigungsindikator für den Dienstleistungssektor und für das verarbeitende Gewerbe weiterhin ein robustes Beschäftigungswachstum, für das Baugewerbe hingegen eine beginnende Abschwächung anzeigt.

Nach einer kräftigen Erholung um 1 % im zweiten Quartal 2022 dürfte sich das Wachstum der realen Konsumausgaben der privaten Haushalte im dritten Jahresviertel verringert haben und im Schlussquartal weiter zurückgehen.

Die Ausgaben für Dienstleistungen stiegen von April bis Juni deutlich an, sodass der Gesamtkonsum in der Nähe seines Vorpandemieniveaus lag. Indes führten die höhere Inflation, die anhaltende Lieferknappheit und die erhöhte Unsicherheit zu einem Rückgang der Ausgaben für Gebrauchs- und Verbrauchsgüter. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte sich vor dem Hintergrund der

⁴ Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, [Die Bedeutung der Beschäftigung im öffentlichen Sektor während der Covid-19-Krise](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2022, September 2022.

steigenden Inflation, der zunehmenden Unsicherheit und der sich abschwächenden Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen im dritten Quartal verringert haben. Darauf lässt die jüngste Entwicklung der Einzelhandelsumsätze schließen, die im Zeitraum von Juli bis August 2022 durchschnittlich 1,1 % unter ihrem Stand vom zweiten Jahresviertel lagen. Die Pkw-Neuzulassungen unterschritten ihr Vorpandemieniveau noch immer um 17 %, auch wenn sie im dritten Quartal gestiegen sind. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator für das Verbrauchervertrauen erhöhte sich im Oktober, lag aber weiterhin sehr nahe bei seinem Tiefstand vom September und deutlich unter seinem Stand vom zweiten Quartal. Die privaten Haushalte gingen im September davon aus, weniger größere Anschaffungen zu tätigen, was mit den sinkenden Erwartungen zur Wirtschafts- und Finanzlage im Einklang steht. Die jüngsten Ergebnisse der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom September deuten auch darauf hin, dass die privaten Haushalte im Zuge des Nachlassens der Konjunkturerholung, die auf die Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen folgte, weniger Urlaubsreisen planen (siehe Abbildung 7, Grafik a). Größere Anschaffungsvorhaben wie der Kauf eines Autos oder der Erwerb von Haushaltsgeräten entwickelten sich weiterhin verhalten.

Die Ersparnisse der privaten Haushalte könnten die Auswirkungen des erwarteten niedrigeren real verfügbaren Einkommens auf den Konsum teilweise dämpfen.

Während der Ersparnisüberschuss im zweiten Quartal 2022 rund 900 Mrd € über dem Niveau vom vierten Quartal 2019 lag, belief sich die liquide Komponente – nämlich der Einlagenüberschuss im Vergleich zum vierten Quartal 2019 – im August 2022 lediglich auf rund 360 Mrd €. ⁵ Dabei sind es vor allem private Haushalte mit mittlerem bis hohem Einkommen, die solche Ersparnisse aufbauen können. Denn sie geben einen geringeren Teil ihres Einkommens für den lebensnotwendigen Bedarf aus und sind dadurch weniger stark von einer ernsten Lage hinsichtlich der Lebenshaltungskosten betroffen. Im Gegensatz dazu haben die privaten Haushalte in den unteren Einkommensgruppen geringere finanzielle Puffer gebildet und müssen möglicherweise ihren realen Verbrauch und ihre Ersparnisbildung verringern bzw. auf ihre Ersparnisse zurückgreifen („entsparen“), um den Preisschock bei Energie und Nahrungsmitteln abzufedern. Vor allem einkommensschwächere private Haushalte empfinden die kürzlich ergriffenen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen als unzureichend und sind mit Blick auf ihre Konsumausgaben pessimistischer geworden; mehr Verbraucher gehen davon aus, dass sie ihre Rechnungen für Versorgungsleistungen wie Strom und Heizung nicht fristgerecht zahlen können. ⁶ Obwohl verstärkte Anreize zum Sparen infolge eines von erhöhter Unsicherheit geprägten Umfelds bestehen, dürfte sich auch eine weitere Verringerung des Sparniveaus insgesamt stützend auf die privaten Konsumausgaben auswirken. Die Sparquote ist bereits von 15,2 % im ersten Quartal 2022 auf 13,7 % im Folgequartal gesunken. Da sie noch immer über ihrem für den Zeitraum von 1999 bis 2019 verzeichneten Durchschnitt von 12,9 % liegt, wird für das zweite Halbjahr ein weiterer Rückgang erwartet.

⁵ Bei der Berechnung der Ersparnis- und Einlagenüberschüsse gegenüber dem jeweiligen Niveau der Ersparnisse und der Einlagenströme im vierten Quartal 2019 wurde der zugrunde liegende Aufwärtstrend der nominalen Variablen, etwa der Aufwärtstrend bei den Einkommens- und Einlagenströmen, außer Acht gelassen.

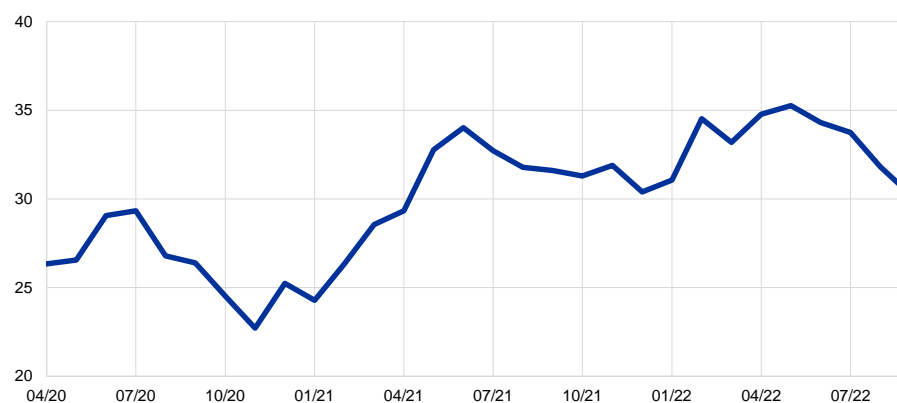
⁶ Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 4 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 7

Geplante Ausgaben der privaten Haushalte für Urlaubsreisen in den nächsten zwölf Monaten und EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor nach Energieabhängigkeit und Sektor

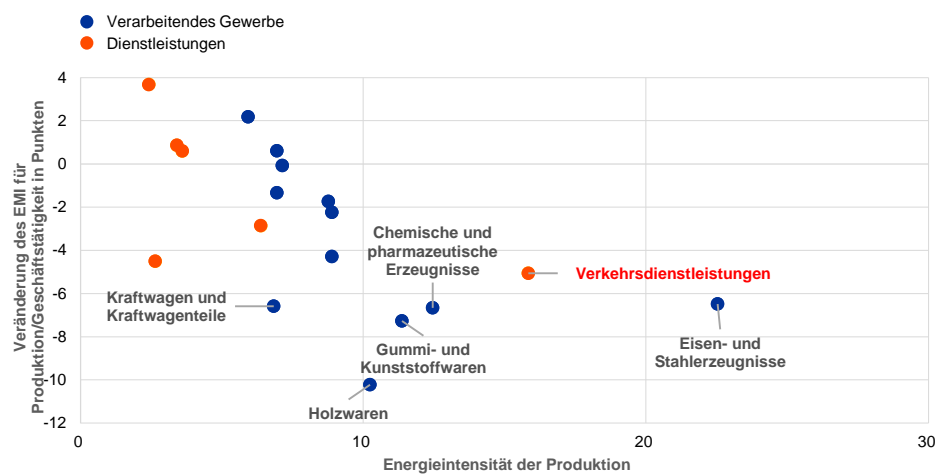
a) Geplante Ausgaben der privaten Haushalte für Urlaubsreisen in den nächsten zwölf Monaten

(in % der Befragten)



b) EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor nach Energieabhängigkeit und Sektor

(in % Veränderung der EMI-Teilindizes für Produktion und Geschäftstätigkeit vom zweiten Quartal 2022 bis zum dritten Quartal 2022 in Punkten)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen, S&P Global, OECD und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

Nach einem robusten Wachstum im ersten Halbjahr 2022 dürften sich die Unternehmensinvestitionen in der zweiten Jahreshälfte deutlich abschwächen.

Die Investitionen ohne Bauten erhöhten sich im zweiten Quartal (ohne Irland gerechnet) um 0,8 % gegenüber dem Vorquartal und somit weniger stark als in den beiden Jahresvierteln zuvor.⁷ Indes ging das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Quartal spürbar zurück, auch wenn die Investitionen in Fahrzeuge – möglicherweise infolge der nachlassenden Lieferengpässe in diesem Sektor – anstiegen.⁸ Für das dritte Quartal lassen die verfügbaren Indikatoren

⁷ Unter Einbeziehung Irlands stiegen die Investitionen um 1,8 % gegenüber dem Vorquartal, was vor allem der bekanntermaßen volatilen Entwicklung der Investitionen in geistiges Eigentum geschuldet ist.

⁸ Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

jedoch eine merkliche Abschwächung der Investitionen erkennen. Das Wachstum der Investitionsgüterproduktion sank den Daten bis August zufolge auf rund 0,4 % gegenüber dem Vorquartal. Der EMI für den Auftragseingang im Investitionsgüterbereich verringerte sich im dritten Quartal ebenfalls deutlich und weist somit auf sich eintrübende Aussichten im Schlussquartal hin. Aus der jüngsten von der EZB durchgeführten Telefonumfrage bei Unternehmen geht hervor, dass die gegenwärtige Investitionszurückhaltung einer Kombination aus hoher Unsicherheit, höheren Energiepreisen und zunehmenden Finanzierungskosten geschuldet ist.⁹ Die Entwicklung des EMI für die Produktion lässt darauf schließen, dass die Produktion in energieintensiveren Sektoren bereits deutlich verringert wurde (siehe Abbildung 7, Grafik b). An den Umfrageindikatoren der Europäischen Kommission lässt sich ablesen, dass die Ertragskraft rückläufig zu sein scheint, während die Unsicherheit, die sich in der Regel deutlich negativ auf die Investitionsbereitschaft auswirkt, seit Sommer erheblich zugenommen hat. Die Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2022¹⁰ ergab, dass die Nachfrage nach Krediten zur Finanzierung von Anlageinvestitionen im dritten Quartal weiter abgenommen hat.

Die Wohnungsbauinvestitionen dürften im dritten Quartal 2022 das zweite Mal in Folge gesunken sein. Mehreren Kurzfristindikatoren zufolge dürften die Wohnungsbauinvestitionen, die im zweiten Quartal um 0,7 % zurückgegangen waren, auch im dritten Jahresviertel gesunken sein. Die Zahl der Baugenehmigungen – ein Frühindikator der Baukonjunktur – verringerte sich im zweiten Quartal, was darauf hindeutet, dass weniger neue Projekte in Planung sind. Die Produktion im Hochbau lag im Juli und August im Durchschnitt 0,6 % unter ihrem Niveau vom zweiten Quartal (siehe Abbildung 8). Der EMI für die Produktion im Wohnungsbau sank im dritten Quartal mit durchschnittlich 44,4 Punkten (nach 48,3 Punkten im zweiten Jahresviertel) noch weiter in den kontraktiven Bereich. Laut einer Umfrage der Europäischen Kommission war der Indikator für die Entwicklung der Bautätigkeit im dritten Quartal ebenfalls weiter rückläufig. Dies ist vor allem auf eine nachlassende Nachfrage, eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen und eine zunehmende Materialknappheit zurückzuführen. Die Umfragen der EZB bestätigen die sich abschwächende Nachfrage nach Wohnungsbauinvestitionen. So gaben die an der Telefonumfrage der EZB im Oktober teilnehmenden Bauunternehmen an, dass sie aufgrund verschärfter Finanzierungsbedingungen, höherer Kosten und größerer Unsicherheit mit einem Rückgang der Bautätigkeit in den kommenden Monaten rechnen. Zudem wurden im Rahmen der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom August Wohnimmobilien weniger häufig als gute Investition eingeschätzt als zu Jahresbeginn, und die Erwartungen der privaten Haushalte – vor allem jener mit höherem Einkommen – in Bezug auf Preissteigerungen bei Wohnimmobilien haben sich in dieser Zeit ebenfalls verschlechtert. Alles in allem dürfte die weitere Entwicklung der Wohnungsbauinvestitionen durch die nachlassende Nachfrage deutlich beeinträchtigt werden.

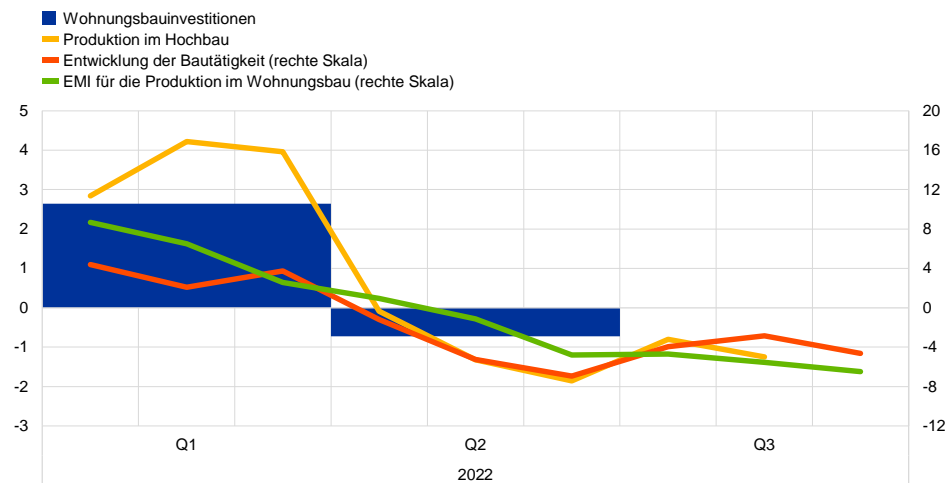
⁹ Siehe Kasten 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

¹⁰ Siehe Abschnitt 2.1 der [Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2022](#) und Abschnitt 5 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 8

Wohnungsbauinvestitionen und Kurzfristindikatoren

(linke Skala: Veränderung gegen Vorquartal in %; rechte Skala: Diffusionsindizes und Veränderung gegenüber Vorquartal)



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

Anmerkung: Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022 (Wohnungsbauinvestitionen), August 2022 (Produktion im Hochbau) bzw. September 2022 (Entwicklung der Bautätigkeit und EMI für die Produktion im Wohnungsbau).

Die Warenausfuhren stiegen im August wieder an, doch haben sich die kurzfristigen Aussichten seitdem erheblich eingetrübt. Im August 2022 erhöhten sich die nominalen Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets nach einem Rückgang im Juli moderat, während die Wareneinfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums abermals deutlich zunahmen. Nachdem sich die Warenhandelsbilanz im Mai und Juni stabilisiert hatte, vergrößerte sich das Defizit im Juli und August, was vor allem den rasch steigenden Importausgaben für Energie zuzuschreiben war. Hochfrequente Handelsdaten weisen auf einen weiteren Abbau der Lieferengpässe im dritten Quartal 2022 hin.¹¹ Sowohl bei Waren als auch bei Dienstleistungen signalisieren die zukunftsgerichteten Indikatoren eine Verlangsamung der Ausfuhren. Darin spiegelt sich eine anhaltende Exportschwäche im verarbeitenden Gewerbe und eine Abschwächung des Konsumwachstums aufgrund sinkender Realeinkommen wider. Den EMI-Daten für September zufolge fiel der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes noch weiter in den kontraktiven Bereich, und auch der Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors deutet nach einer leichten Erholung im August wieder auf einen weiteren Rückgang hin. Die Indikatoren für den Tourismus, der sich in der Sommersaison gut entwickelt hat, lassen für September Anzeichen einer Abschwächung erkennen.

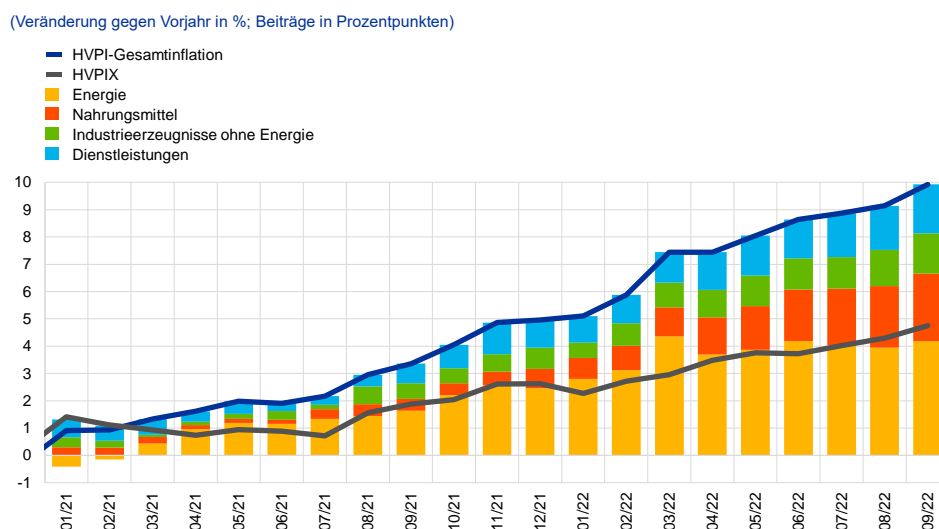
¹¹ Nähere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

3 Preise und Kosten

Die Inflation erhöhte sich im September auf 9,9 %, was auf einen weiteren Anstieg aller Komponenten zurückzuführen war. Die Energiepreise waren mit einer Steigerungsrate von 40,7 % nach wie vor Haupttreiber der Gesamtinflation. Ein immer größerer Beitrag ging dabei von den Gas- und Strompreisen aus. Auch der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln beschleunigte sich weiter auf 11,8 %, da hohe Vorleistungskosten die Nahrungsmittelproduktion verteuerten. Die Lieferengpässe bilden sich allmählich zurück, allerdings wirken ihre verzögerten Effekte nach wie vor inflationssteigernd. Die Auswirkungen der aufgestauten Nachfrage schwächen sich zwar ab, verleihen den Preisen im Dienstleistungssektor aber weiterhin Auftrieb. Auch die Abwertung des Euro hat zum Aufbau des Inflationsdrucks beigetragen. Der Preisdruck wird in immer mehr Sektoren erkennbar, was unter anderem dadurch bedingt ist, dass die Auswirkungen der hohen Energiekosten auf die gesamte Wirtschaft durchschlagen. Die Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation liegen daher nach wie vor auf erhöhtem Niveau. So stieg die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel im September weiter auf 4,8 %.

Die Teuerung nach dem HVPI nahm von 9,1 % im August auf 9,9 % im September zu. Zu diesem signifikanten neuerlichen Anstieg trugen alle Hauptkomponenten des HVPI bei. Auf die Energiekomponente entfiel weiterhin knapp die Hälfte der Gesamtinflation, und die Nahrungsmittelkomponente machte ein weiteres Viertel aus. Folglich zeichnen diese volatileren Komponenten, deren Konsumgewicht rund ein Drittel beträgt, derzeit für drei Viertel der Gesamtinflation nach dem HVPI verantwortlich (siehe Abbildung 9).

Abbildung 9
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: HVPIX steht für HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

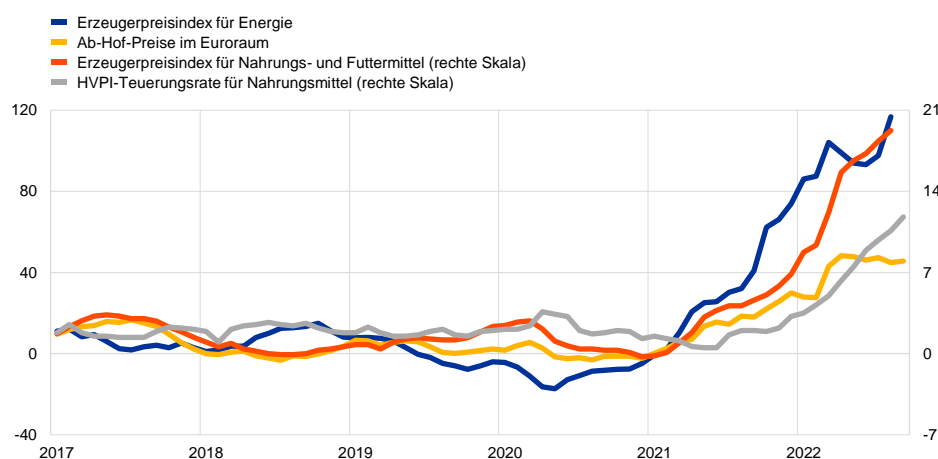
Die Energiepreisentwicklung wird von unterschiedlichen Faktoren beeinflusst und wirkt sich ihrerseits auf andere HVPI-Komponenten aus. Die jährliche Änderungsrate der im HVPI erfassten Energiepreise, die im Juli und August – und

damit zwei Monate in Folge – gesunken war, erhöhte sich im Berichtsmonat wieder und lag bei 40,7 %. Die Betrachtung der Teilkomponenten zeigt, dass dieser Anstieg durch den Preisauftrieb bei Gas bedingt war. Die entsprechende Jahresänderungsrate lag im September bei 72,2 % (nach 63,1 % im August), während jene der Preise für Kraftstoffe für den Individualverkehr und der Strompreise im September weitgehend unverändert waren und ihr hohes Niveau beibehielten. Ein für den Anstieg der Jahresänderungsrate der Energiepreise maßgeblicher Sonderfaktor war das Auslaufen einiger zeitlich befristeter staatlicher Maßnahmen (d. h. der Preisabschläge bei Kraftstoffen für Verkehrsmittel in Deutschland). Die Jahreswachstumsraten der industriellen Erzeugerpreise für Energie stiegen im August kräftig an (auf 116,8 %), nachdem sie von Mai bis Juli auf einem etwas niedrigeren Niveau geblieben waren. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln nahm deutlich zu, und zwar von 10,6 % im August auf 11,8 % im September. Maßgeblich hierfür waren das Durchwirken des kumulierten Kostendrucks und die Auswirkungen der Dürre in diesem Sommer. Der Anstieg der Jahreswachstumsrate der Ab-Hof-Preise im Euroraum fiel zwar verglichen mit dem zu Jahresbeginn verzeichneten Zuwachs im September relativ gering aus, aber diese Rate liegt immer noch auf einem erhöhten Niveau. Die Änderungsrate der Düngemittelpreise, die im Verlauf des Sommers gesunken war, erhöhte sich zuletzt wieder, da einige Produktionsstätten wegen hoher Energiepreise geschlossen wurden. Der von den Vorleistungen ausgehende Kostendruck auf die Nahrungsmittelpreise zeigt sich in der Entwicklung der Erzeugerpreise in der Nahrungsmittelindustrie (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10

Nahrungsmittelpreise im HVPI: Von den Energie- und Nahrungsmittelvorleistungen ausgehender Kostendruck

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022 (Ab-Hof-Preise im Euroraum) bzw. August 2022 (übrige Angaben).

Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) erhöhte sich im September weiter auf 4,8 %, was auf einen stärkeren Preisauftrieb sowohl bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie als auch bei den Dienstleistungen zurückzuführen war (siehe Abbildung 9). Die Teuerung der

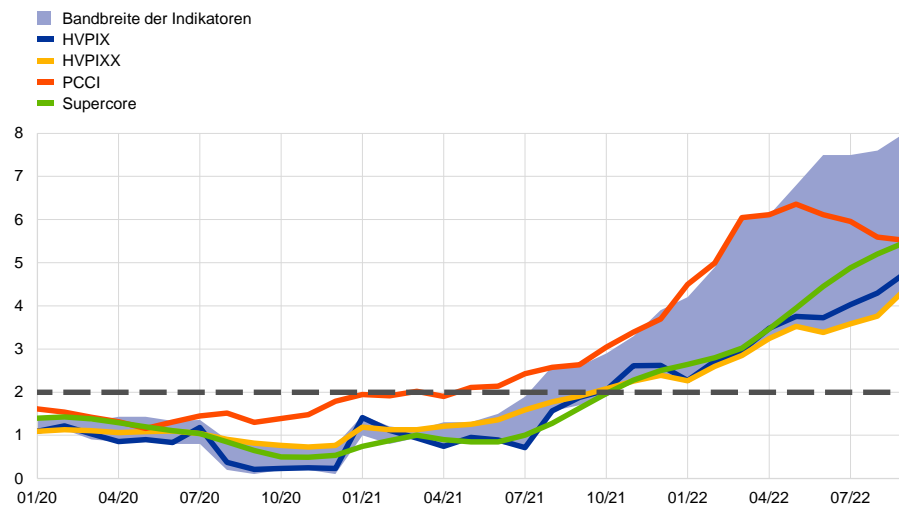
Industrieerzeugnisse ohne Energie stieg weiter an und erreichte einen Rekordstand von 5,5 %, wofür die Preisentwicklung bei den Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und den Verbrauchsgütern verantwortlich war. Die jährliche Teuerungsrate der Gebrauchsgüter mit langer Lebensdauer blieb indes unverändert hoch. Die monatliche Dynamik beschleunigte sich jedoch, was auf kräftige Preisanstiege bei Pkw und Möbeln zurückzuführen war. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen kletterte von 3,8 % im August auf 4,3 % im September, wobei die Teuerungsraten für Transport- und sonstige Dienstleistungen aufgrund von Sonderfaktoren am stärksten zunahmen. Bei den Transportdienstleistungen war diese Steigerung vor allem durch das Auslaufen des 9-Euro-Tickets im öffentlichen Nahverkehr in Deutschland bedingt. Hinsichtlich der sonstigen Dienstleistungen wurde der stärkste Anstieg bei den Kosten für Erziehung und Unterricht verzeichnet, da die im Zuge der Coronakrise in den Niederlanden eingeführten staatlichen Rabatte auf Studien- und Kursgebühren ausliefen.

Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation erhöhten sich im September weiter (siehe Abbildung 11), weil sich der Preisdruck auf immer mehr Sektoren und HVPI-Positionen ausbreitete. Im September wies mehr als die Hälfte der HVPI-Positionen jährliche Inflationsraten von über 4 % auf. Werden aus der Teuerung nach dem HVPIX die Preise für die volatileren Dienstleistungen im Reiseverkehr sowie für Bekleidung und Schuhe herausgerechnet (HVPIXX), so erhöht sich diese Messgröße von 3,8 % auf 4,4 %. Der Supercore-Indikator, der konjunkturrempfindliche HVPI-Positionen umfasst, stieg von 5,2 % im August auf nunmehr 5,5 %, während die modellbasierte persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), bei deren Berechnung zwar die kürzerfristigen Störungen herausgefiltert werden, die Energiekomponente jedoch enthalten ist, leicht auf 5,5 % zurückging. Die PCCI ist infolge der geringeren monatlichen Dynamik des Preisauftriebs bei Energie seit Mai rückläufig, wohingegen die PCCI ohne Energie ab Juni bei rund 4 % stagnierte und sich im September leicht verringerte. Die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation lässt sich größtenteils den indirekten Effekten zuschreiben, die aus dem Preissprung bei Energie und Nahrungsmitteln sowie der außergewöhnlichen Entwicklung des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage im Gefolge der Pandemie und des Einmarschs Russlands in die Ukraine erwachsen. Da es sich bei diesen Geschehnissen um noch nie dagewesene Ereignisse handelt, lässt sich nur schwer abschätzen, wie dauerhaft ihr Einfluss auf die unterschiedlichen Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation sein wird. Ein Schlüsselfaktor für die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sind die Lohn- und Arbeitskosten. Die jüngsten verfügbaren Daten (für das zweite Quartal 2022) deuteten weiterhin auf ein relativ moderates Jahreswachstum sowohl der Tarifverdienste (2,4 %) als auch der Effektivverdienste hin. Die Wachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Stunde und des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lagen bei 3,3 % bzw. 4,4 %. Der letztgenannte Wert war allerdings aufgrund des Einflusses von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung merklich verzerrt.

Abbildung 11

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



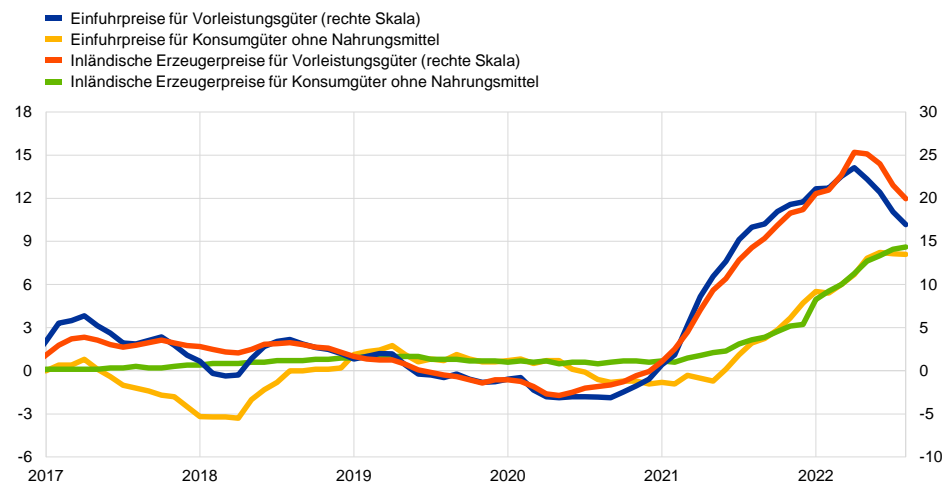
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Ermittlung der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, 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 gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

Der Druck auf die Teuerung bei den Industrierzeugnissen ohne Energie ist nach wie vor hoch, obwohl sich der Preisauftrieb auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette zuletzt abgeschwächt hat (siehe Abbildung 12). Auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette gingen die Jahreswachstumsraten der Importpreise und der inländischen Erzeugerpreise im Vorleistungsgütersektor den vierten Monat in Folge zurück, nachdem sie ein Jahr lang stetig gestiegen waren. Die Jahresänderungsrate der Importpreise für Vorleistungsgüter sank um 1,5 Prozentpunkte (von 18,4 % im Juli auf 16,9 % im August) und jene der inländischen Erzeugerpreise um 1,6 Prozentpunkte (von 21,5 % im Juli auf 19,9 % im August). Zugleich wird die Entwicklung auf den vorgelagerten Stufen der Preissetzungskette tendenziell stärker von den Energiepreisen geprägt. Die Einfuhrpreise für Energie sind im August erneut kräftig gestiegen. Auf den nachgelagerten Stufen der Preissetzungskette entwickelten sich die Steigerungsraten der Importpreise und der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel indes weiterhin uneinheitlich. Bei der Zuwachsrate der Importpreise war im Juli eine Stabilisierung erkennbar, während die jährliche Änderungsrate der Erzeugerpreise auf einen Höchststand von 8,6 % kletterte.

Abbildung 12
Indikatoren des Preisdrucks

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022.

Die umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen blieben stabil auf einem Niveau von rund 2 % oder leicht darüber und stehen damit weitgehend im Einklang mit den marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (siehe Abbildung 13). Gemäß dem von der EZB für das vierte Quartal 2022 durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) lagen die längerfristigen Inflationserwartungen für 2027 unverändert bei 2,2 %. Gleiches gilt für die längerfristigen Erwartungen, die sich aus der Umfrage von Consensus Economics vom Oktober für 2027 ableiten lassen, sowie für jene, die aus der aktuellen EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts) vom Oktober für 2026 resultieren: Beide blieben mit 2,1 % bzw. 2,0 % ebenfalls unverändert. Auch in der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom August blieben die Erwartungen der privaten Haushalte für die Inflation auf längere Sicht (in drei Jahren) gegenüber den Werten vom Juli stabil.¹² Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (bezogen auf den HVPI ohne Tabakwaren) wiesen im Berichtszeitraum weiterhin eine gewisse Volatilität auf. Über die kürzeren Zeithorizonte waren die Werte nach wie vor volatil, was auch auf die Entwicklungen an den Energiemärkten zurückzuführen war, während sie für die längeren Zeithorizonte stabiler ausfielen. Diese Indikatoren deuten nun darauf hin, dass die Inflation bereits bis Ende 2023 wieder auf rund 2 % sinken könnte und nicht erst im Verlauf des Jahres 2024, wie vor der EZB-Ratssitzung vom September prognostiziert worden war. Die längerfristigen Messgrößen des Inflationsausgleichs stiegen im Berichtszeitraum allerdings leicht an. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren erhöhte sich um 10 Basispunkte auf 2,3 %. Hierbei gilt es zu beachten, dass die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der

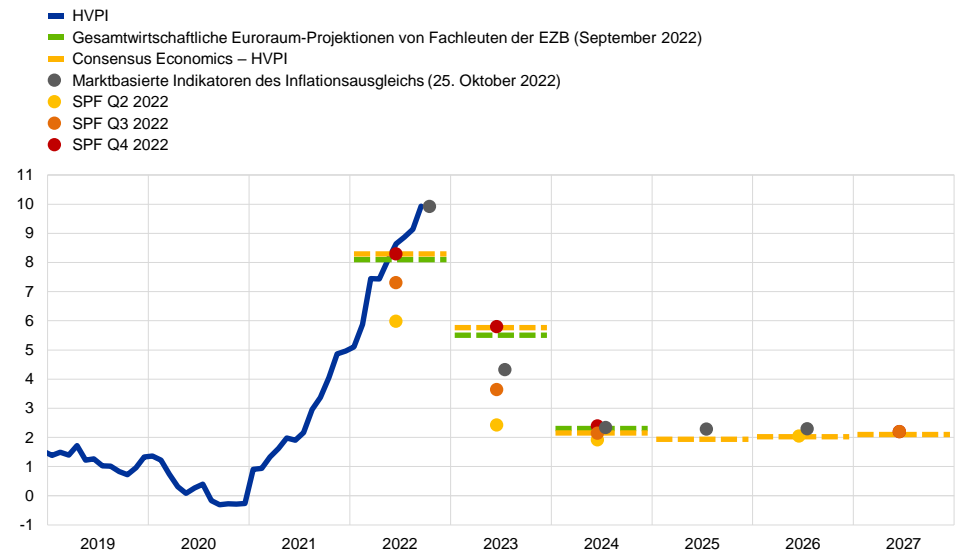
¹² Siehe EZB, [Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: August 2022](#), Pressemitteilung vom 7. Oktober 2022.

Marktteilnehmer darstellen, denn sie enthalten Inflationsrisikoprämien als Ausgleich für die Unsicherheit in Bezug auf die Teuerungsentwicklung.

Abbildung 13

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters sowie EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB 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 sowie dem einjährigen Terminalsatz in vier Jahren. Die jüngsten Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 25. Oktober 2022. Die SPF-Umfrage der EZB für das vierte Quartal 2022 wurde vom 30. September bis zum 6. Oktober 2022 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Oktober 2022. Für die in den Projektionen der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 25. August 2022. Die jüngsten Angaben zur HVPI-Inflationsrate beziehen sich auf September 2022.

Die Inflationsaussichten sind überwiegend mit Aufwärtsrisiken behaftet.

Hierbei besteht das größte Risiko darin, dass die Endkundenpreise für Energie auf kurze Sicht weiter anziehen. Mittelfristig könnte die Inflation höher ausfallen als erwartet, falls ein eventueller Preisanstieg bei Energie- und Nahrungsmittelrohstoffen stärker auf die Verbraucherpreise durchschlägt, sich die Produktionskapazität im Euroraum immer weiter verschlechtert, die Inflationserwartungen dauerhaft auf ein Niveau oberhalb des Zielwerts der EZB steigen oder es zu unerwartet kräftigen Lohnzuwächsen kommt. Sinkende Energiekosten und eine weiter abnehmende Nachfrage würden indessen den Preisdruck verringern.

4 Finanzmarktentwicklungen

Die Vermögenspreise im Euro-Währungsgebiet blieben im Berichtszeitraum (8. September bis 26. Oktober 2022) volatil. Die Marktteilnehmer aktualisierten abermals ihre Erwartungen in Bezug auf den künftigen Zinspfad und rechnen nunmehr mit noch rascheren und stärkeren Zinsanhebungen im Euroraum wie auch weltweit. Diese Anpassung der Erwartungen spiegelte sich in den kurz- und langfristigen risikofreien Zinssätzen des Eurogebiets wider, die im Berichtszeitraum allesamt anstiegen. Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum erhöhten sich im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen. Dementsprechend veränderten sich die Staatsanleihespreads kaum, wenngleich sie in einigen Ländern eine gewisse Volatilität aufwiesen. Die höheren Zinsen und die Eintrübung der Wachstumsaussichten belasteten risikoreiche Unternehmenswerte, wobei sich die Renditeabstände europäischer Unternehmensanleihen vergrößerten und die Aktienkurse eine erhöhte Volatilität und eine sektorale Differenzierung aufwiesen. Der Euro wertete in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf, gegenüber dem US-Dollar allerdings nur minimal.

Seit der EZB-Ratssitzung vom September sind die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euro-Währungsgebiet gestiegen, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen revidierten und von einer rascheren und deutlicheren geldpolitischen Straffung ausgingen. Im Berichtszeitraum lag der €STR im Schnitt bei 57 Basispunkten. Dieser gewichtete Durchschnitt ergab sich aus einem Wert von -8,5 Basispunkten zwischen dem 8. und 13. September und 66 Basispunkten nach dem 14. September, also nach der Anhebung der EZB-Leitzinsen. Die Überschussliquidität erhöhte sich um rund 86 Mrd € auf 4 682 Mrd €. Die auf dem Referenzwert €STR basierende Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) zeigte sich überdurchschnittlich volatil. Insgesamt wogen die Inflations Sorgen der Marktteilnehmer schwerer als die zunehmenden Rezessionsängste, und die OIS-Terminzinskurve deutete immer mehr auf die Erwartung einer rascheren und ausgeprägteren geldpolitischen Straffung durch die EZB hin. Am Ende des Berichtszeitraums war darin ein kumulierter Zinsanstieg von 134 Basispunkten bis zum Jahresende 2022 eingepreist (mit einem Höchststand von etwa 3,0 % Ende 2023).

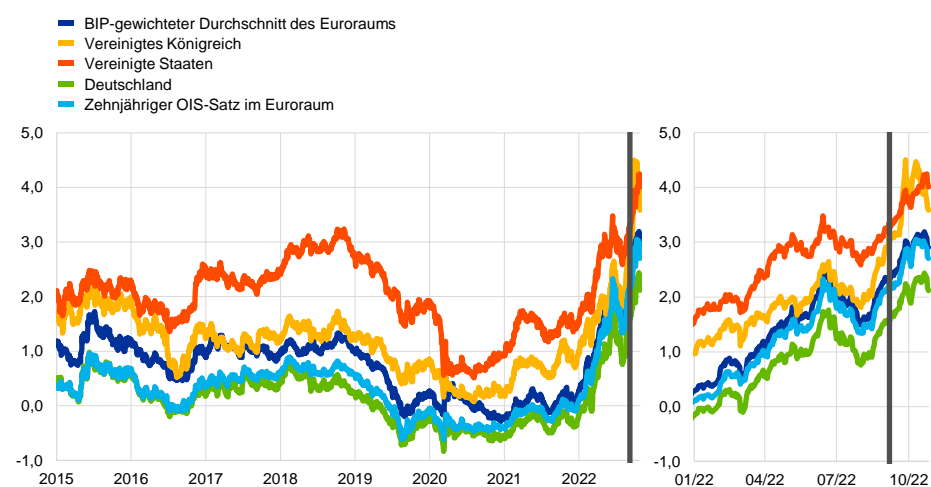
Die Renditen langfristiger Anleihen erhöhten sich im Zuge der marktseitigen Neubewertung des erwarteten künftigen geldpolitischen Kurses (siehe Abbildung 14). Dieser Anstieg ging mit starken zwischenzeitlichen Schwankungen einher, die vor allem auf die Datenveröffentlichungen zur Gesamtwirtschaft und die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen waren. Aber auch die Marktschwankungen im Zusammenhang mit der Ankündigung eines neuen expansiven Fiskalpakets im Vereinigten Königreich sowie die anschließende Intervention der Bank of England spielten eine Rolle. Unter dem Strich legten die Renditen langfristiger Anleihen im Euroraum kräftig zu. Die BIP-gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldttitel aus dem Eurogebiet stieg auf rund 2,9 % und war damit 48 Basispunkte höher als zum Zeitpunkt der EZB-Ratssitzung im September. Auch die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der Vereinigten Staaten, des Vereinigten Königreichs und Deutschlands erhöhten sich,

und zwar um 68 Basispunkte auf rund 4,0 %, um 42 Basispunkte auf 3,6 % bzw. um 40 Basispunkte auf rund 2,1 %. Bei den Renditen von Staatsanleihen aus dem Eurogebiet war zudem eine erhöhte Volatilität zu beobachten, die jedoch von Land zu Land unterschiedlich stark ausfiel. In der Gesamttendenz spiegelten die Staatsanleiherenditen allerdings weitgehend die risikofreien Zinssätze wider. Folglich blieb der aggregierte Renditeabstand BIP-gewichteter zehnjähriger Staatsschuldtitle aus dem Eurogebiet gegenüber dem OIS-Satz mit durchschnittlich rund 0,20 % relativ stabil.

Abbildung 14

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 8. September 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Oktober 2022.

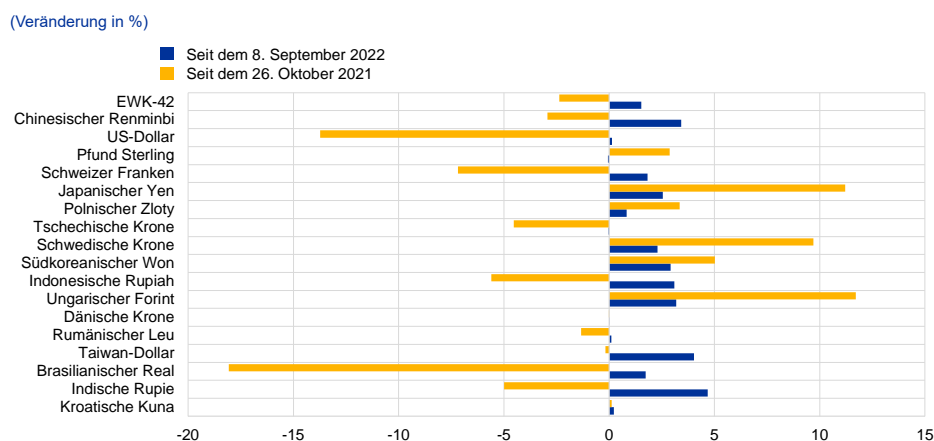
Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum weiteten sich im Berichtszeitraum vor dem Hintergrund gestiegener risikofreier Zinssätze etwas aus, wobei diese Ausweitung im Segment der hochverzinslichen Anleihen am stärksten ausfiel. Zunehmende Besorgnis über eine sich anbahnende Verlangsamung des Wirtschaftswachstums sowie die unerwartet starke Straffung der Geldpolitik trugen dazu bei, dass sich die Spreads im Berichtszeitraum etwas ausdehnten. Bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen vergrößerten sie sich um 49 Basispunkte, während sie bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen mit einer Ausweitung um 22 Basispunkte eine gewisse Widerstandsfähigkeit aufwiesen.

An den europäischen Aktienmärkten kam es im Berichtszeitraum zu Kursgewinnen, wobei aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit und des konjunkturellen Gegenwinds weiterhin eine erhöhte Volatilität festzustellen war. Neben den negativen Auswirkungen der höheren risikofreien Zinssätze stand auch die anlaufende Berichtssaison im Fokus der Marktteilnehmer, von der sie sich Erkenntnisse darüber erhofften, wie die Unternehmen die steigenden Energiekosten und Zinsen bewältigen. Die Marktteilnehmer gingen davon aus, dass die meisten Sektoren durch den Anstieg der Zinsen negativ beeinflusst würden, doch nicht alle Sektoren waren gleichermaßen davon betroffen. So könnte etwa der Bankensektor

auf kurze Sicht von höheren Nettozinssmargen profitieren. Diese Divergenz schlug sich in den Aktienkursen nieder. Während die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften um 0,6 % sanken, legten die Kurse von Bankaktien um 6,3 % zu. Insgesamt wurde die Kursentwicklung der Aktien im Euroraum durch einen Rückgang der Aktienrisikoprämie gestützt (siehe Abschnitt 5). Die Differenz in der Kursentwicklung zwischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Banken war in den Vereinigten Staaten weniger stark ausgeprägt. Dort sanken die jeweiligen Notierungen um 4,3 % bzw. um 1,3 %.

An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung insgesamt auf (siehe Abbildung 15). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 42 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im betrachteten Zeitraum um 1,5 % an. Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse betrifft, so blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling weitgehend unverändert (+0,1 % bzw. -0,1 %), wobei es zwischenzeitlich zu einigen Schwankungen kam. Gegenüber den Währungen anderer großer Industrieländer gewann der Euro stärker an Wert, so etwa zum japanischen Yen (+2,6 %) und zum Schweizer Franken (+1,8 %). Gewinne verbuchte die Gemeinschaftswährung insgesamt auch gegenüber den meisten Schwellenlandwährungen, einschließlich des chinesischen Renminbi (+3,4 %), sowie gegenüber den Währungen von nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten.

Abbildung 15
Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen



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 26. Oktober 2022.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Im Zuge der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung haben sich die Kreditzinsen und die Refinanzierungskosten der Banken weiter erhöht. Dabei blieb die Unternehmenskreditvergabe im September robust, während sich die Ausleihungen an private Haushalte abschwächten. In der Zeit vom 8. September bis zum 26. Oktober stiegen die Kosten sowohl der marktbasierter Fremdfinanzierung als auch – in deutlich geringerem Umfang – die Kosten der Finanzierung über Eigenkapital. Der jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken zufolge sind die Kreditrichtlinien für Unternehmen und Privathaushalte angesichts zunehmender Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum und der anhaltenden Normalisierung der Geldpolitik deutlich verschärft worden. Die im September verzeichnete Wachstumsbeschleunigung der weit gefassten Geldmenge war einem einmaligen technischen Faktor geschuldet, ohne den das M3-Wachstum gegenüber August nachgelassen hätte.

Angesichts der anhaltenden geldpolitischen Normalisierung haben sich die Refinanzierungskosten der Banken im Euro-Währungsgebiet weiter erhöht; verantwortlich hierfür waren die geänderten risikofreien Zinssätze und Marktzinsen. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum setzte seinen Aufwärtstrend im August fort (siehe Abbildung 16, Grafik a). Diese Entwicklung war zwei Faktoren zuzuschreiben. Erstens sind die Renditen von Bankanleihen vor dem Hintergrund der Normalisierung der Geldpolitik und im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen sowie den Marktzinsen kräftig gestiegen und haben den höchsten Stand seit 2012 erreicht (siehe Abbildung 16, Grafik b). Zweitens haben die jüngsten Leitzinserhöhungen der EZB Anreize für die Banken geschaffen, ihre Kundeneinlagen höher zu verzinsen. Auch die jüngste Rekalibrierung der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III), die als Reaktion auf den unerwarteten und außergewöhnlichen Anstieg der Inflation erfolgte, wird zu einer Normalisierung der Refinanzierungskosten der Banken beitragen.¹³ Die daraus resultierende Normalisierung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Privathaushalte wird wiederum Abwärtsdruck auf die Teuerung ausüben und mittelfristig die Wiederherstellung der Preisstabilität fördern. Im August stiegen die Einlagenzinsen auf 0,24 % und lagen damit 10 Basispunkte über dem Niveau, das vor der ersten Leitzinsanhebung im Juli verzeichnet worden war. Analog zu den historischen Gesetzmäßigkeiten erfolgte bei den Einlagen die Weitergabe der jüngsten geldpolitischen Maßnahmen mit einer gewissen Verzögerung, während die Bankanleiherenditen rascher reagierten.

¹³ Siehe EZB, [EZB rekalibriert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht](#), Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

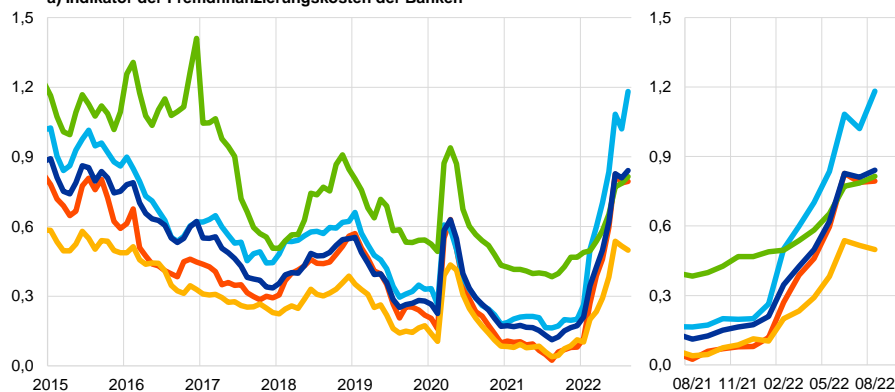
Abbildung 16

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

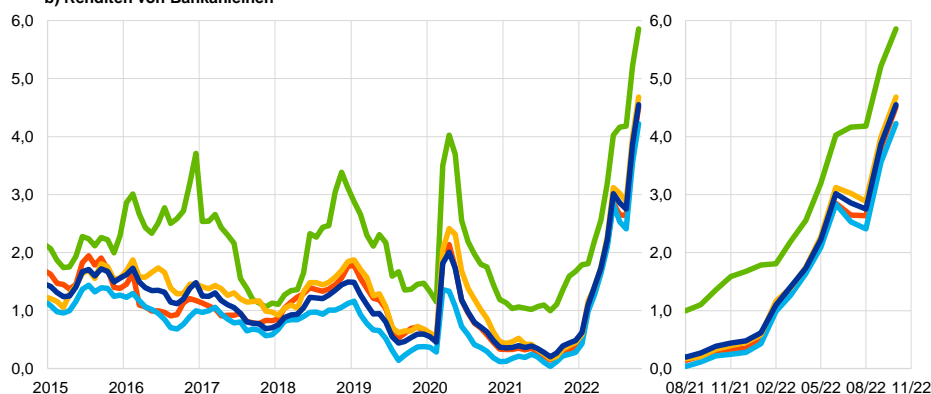
(in % p. a.)



a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



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

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen von vorrangigen Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 26. Oktober 2022 (Renditen von Bankanleihen).

Im Zuge der restriktiveren Kreditgewährung der Banken haben sich die Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte weiter erhöht. Seit

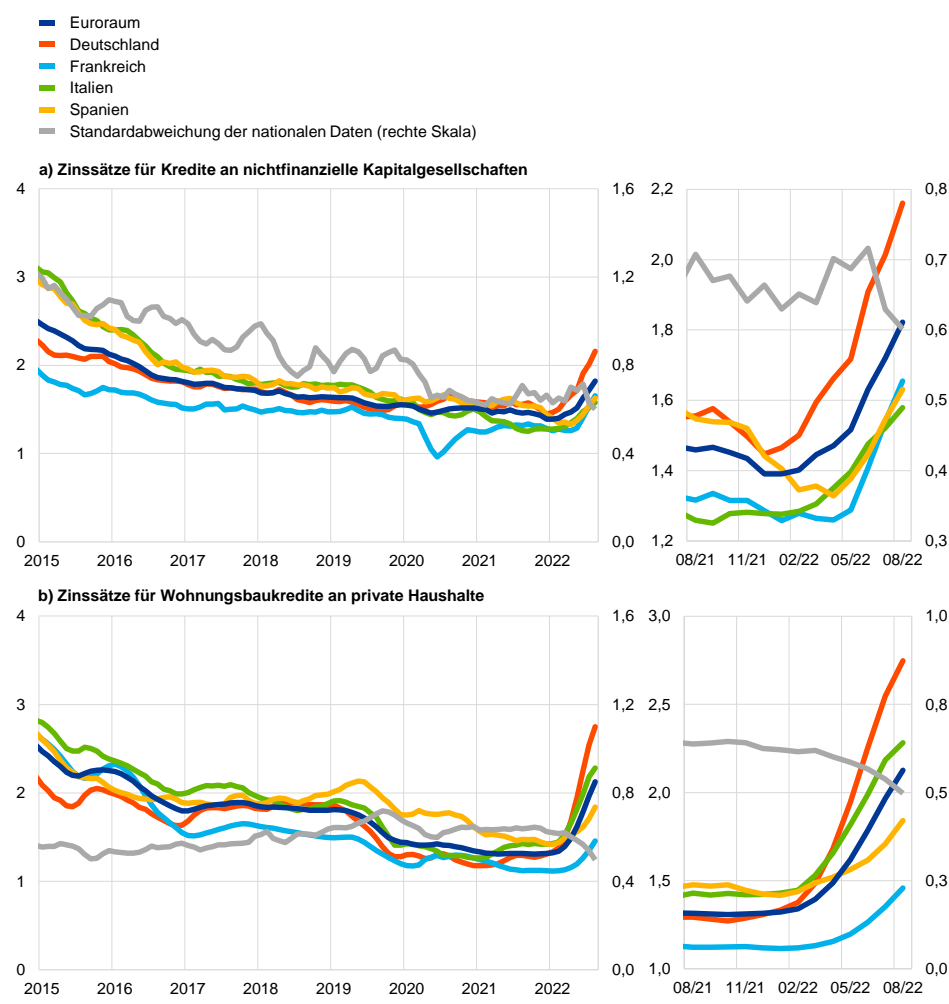
Februar 2022 führen die höheren Refinanzierungskosten der Banken zu steigenden Kreditzinsen in allen Ländern des Euroraums (siehe Abbildung 17) und zu einer Verschärfung der Kreditrichtlinien. Die gewichteten Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte stiegen im August weiter auf 2,26 % an und lagen damit 95 Basispunkte über ihrem Ende 2021 verzeichneten Wert. Den Ergebnissen der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom August 2022 zufolge gehen die Verbraucher davon aus, dass die Hypothekenzinsen in den kommenden zwölf Monaten weiter steigen werden und es schwieriger werden wird, Wohnungsbaukredite zu erhalten. Unterdessen erhöhten sich die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im August auf 1,86 %. Mit

dieser monatlichen Zunahme um 8 Basispunkte haben sich die Unternehmenskredite seit Jahresbeginn um insgesamt 50 Basispunkte verteuert. Für die kommenden Monate deuten die verfügbaren Daten auf Basis von Diffusionsindizes darauf hin, dass die Unternehmen wohl mit weiter steigenden Kreditzinsen rechnen müssen.¹⁴ Der Abstand zwischen den Bankkreditzinsen für sehr kleine und für große Ausleihungen lag in der Nähe seines historischen Durchschnitts. Außerdem verringerten sich die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Firmen und Privathaushalte etwas, was darauf schließen lässt, dass die Transmission der geldpolitischen Straffungsschritte der EZB bislang reibungslos verläuft (siehe Abbildung 17, Grafik a und b).

Abbildung 17

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

(in % p. a.; gleitender Dreimonatsdurchschnitt; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugesäftsvolumens. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022.

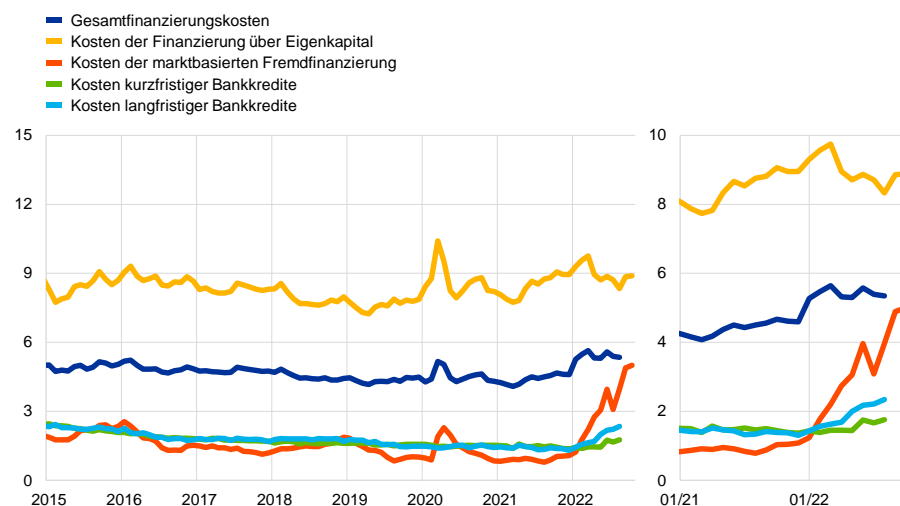
¹⁴ Diese Indizes werden aus Mikrodaten berechnet und geben den Saldo der Banken an, die ihre Zinssätze für Unternehmenskredite anheben. Sie haben häufig Vorlaufeigenschaften.

Im Berichtszeitraum (8. September bis 26. Oktober 2022) verteuerte sich die marktbasierete Fremdfinanzierung für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften spürbar. Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme lassen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen (die die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasiereten Fremdfinanzierung und der Eigenkapitalfinanzierung umfassen) derzeit nur bis August 2022 berechnen. Sie beliefen sich im August auf 5,4 % und waren damit gegenüber dem Vormonat weitgehend stabil. Dabei wurden die gestiegenen Kosten für die marktbasierete Fremdfinanzierung sowie für die kurz- und langfristige Bankkreditfinanzierung vollständig durch die gesunkenen Kosten der Eigenkapitalfinanzierung ausgeglichen. Letztere hat im Indikator der Gesamtfinanzierungskosten ein Gewicht von rund 50 %. Bedingt war der Rückgang der Eigenkapitalkosten durch die gesunkene Aktienrisikoprämie, die den Effekt des gestiegenen risikofreien Zinssatzes auf die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung mehr als kompensierte (siehe Abbildung 18). Die Daten vom August 2022 lagen nur geringfügig unter den Spitzenwerten, die im früheren Jahresverlauf verzeichnet worden waren, und deutlich über dem Niveau der beiden vorangegangenen Jahre. Die Kosten der marktbasiereten Fremdfinanzierung sind seit dem 8. September abermals deutlich gestiegen, und zwar um rund 70 Basispunkte. Damit setzten sie den Anfang des Jahres beginnenden Aufwärtstrend fort. Ursächlich hierfür war eine Aufwärtskorrektur des risikofreien Zinssatzes sowie eine erneute Zunahme der Spreads von Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Segment und ganz besonders im Hochzinssegment. Bei den Eigenkapitalkosten war mit rund 10 Basispunkten ein moderaterer Anstieg festzustellen, da der aus dem kräftig gestiegenen risikofreien Zinssatz resultierende Aufwärtsdruck fast vollständig durch die niedrigere Aktienrisikoprämie ausgeglichen wurde.

Abbildung 18

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sind der gewichtete Durchschnitt der Kosten von Bankkrediten, der marktbasierter Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital (bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 26. Oktober 2022 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 21. Oktober 2022 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. auf August 2022 (Gesamtfinanzierungskosten und Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

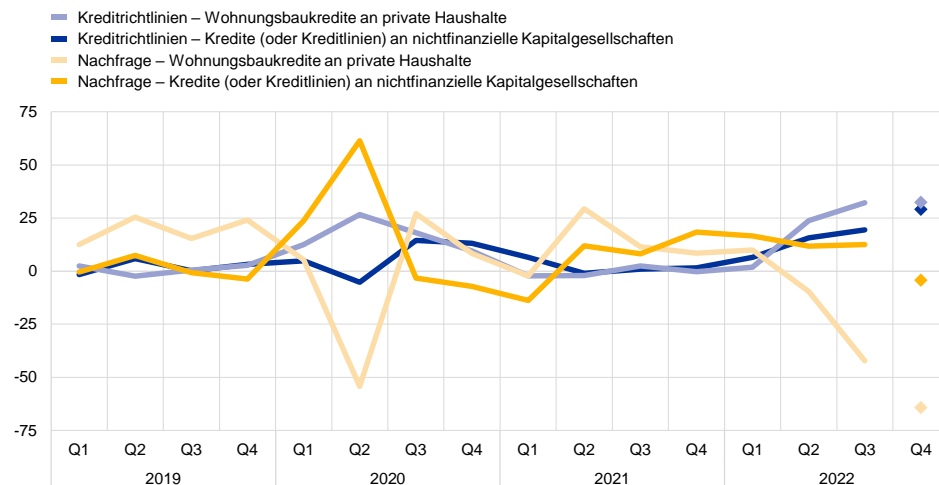
Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom Oktober 2022 wurden die Richtlinien für Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im dritten Quartal 2022 deutlich verschärft (siehe

Abbildung 19). Als Gründe hierfür wurden angesichts der konjunkturellen Abschwächung und zunehmender Rezessionsängste vor allem Abwärtsrisiken im Zusammenhang mit dem Wirtschaftswachstum sowie eine geringere Risikotoleranz der Banken genannt. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Normalisierung der Geldpolitik trugen aber auch die Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen der Banken zur Verschärfung der Kreditrichtlinien bei, die bei den Unternehmenskrediten stärker ausfiel als in den vorangegangenen Erhebungen. Im Schlussquartal 2022 dürften die Richtlinien für Unternehmens- und Wohnungsbaukredite nach Einschätzung der Banken abermals restriktiver ausfallen.

Abbildung 19

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

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet.

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

Während die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im dritten Quartal 2022 wegen eines Anstiegs der Vorleistungskosten und des Finanzierungsbedarfs für Betriebsmittel zunahm, schwächte sich die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten in Anbetracht der gestiegenen Zinsen und eines gesunkenen Vertrauens ab. Angesichts hoher Vorleistungskosten, einer sinkenden Nachfrage und anhaltender Lieferengpässe wurde die Kreditnachfrage der Unternehmen nach wie vor durch den Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel und höhere Lagerbestände gestützt. Einen dämpfenden Beitrag zur Gesamtnachfrage nach Unternehmenskrediten leisteten hingegen erneut die Anlageinvestitionen, was im Einklang mit der erwarteten Abschwächung der Investitionstätigkeit steht. Infolge der geldpolitischen Normalisierung wirkte sich das allgemeine Zinsniveau im dritten Quartal erstmals wieder negativ auf die Kreditnachfrage aus. Die stark rückläufige Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten war nach Einschätzung der Banken vor allem durch den Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus sowie das geringere Verbrauchervertrauen bedingt. Für das vierte Quartal 2022 wird eine schwächere Nachfrage nach Unternehmenskrediten und ein weiterer erheblicher Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten erwartet.

Aus der Umfrage geht auch hervor, dass der stützende Effekt der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB auf die Kreditintermediation der Banken im Zuge der geldpolitischen Normalisierung abgenommen hat. So gaben die befragten Institute an, dass sich ihr Zugang zur Finanzierung über Kundeneinlagen, über Verbriefungen und insbesondere auch über mittel- bis langfristige Schuldverschreibungen im dritten Quartal 2022 verschlechterte, weil die Finanzmarktbedingungen für Banken im Kontext der anhaltenden geldpolitischen

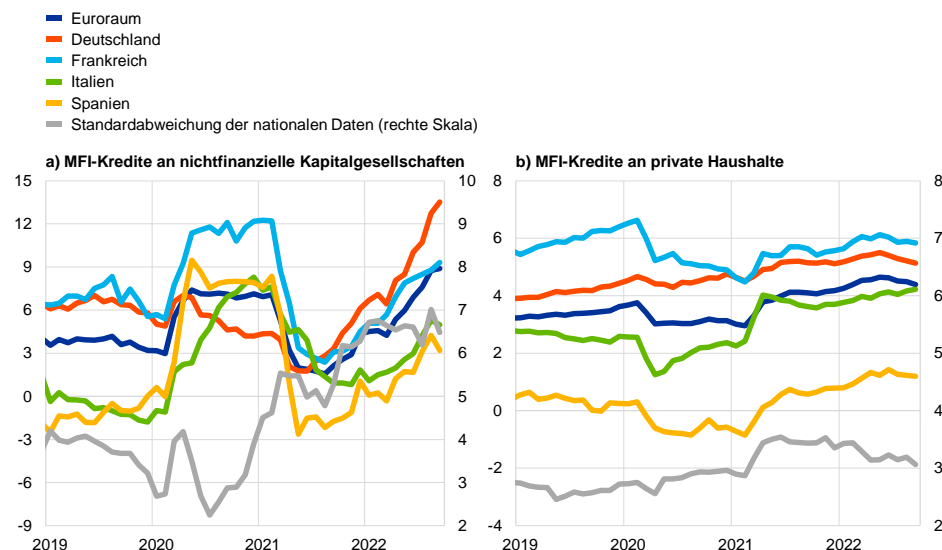
Normalisierung restriktiver wurden. Darüber hinaus wirkten sich die Programme der EZB zum Ankauf von Wertpapieren vor dem Hintergrund des Auslaufens der Nettoankäufe in den vergangenen sechs Monaten negativ auf ihre Liquiditätsposition, die Finanzierungsbedingungen am Markt und ihre Ertragslage aus. Für diesen Zeitraum, in dem der Zinssatz für die Einlagefazilität der EZB teilweise noch negativ war, meldeten die Banken unter dem Strich einen positiven, wenn auch geringen Einfluss auf das Kreditvolumen und einen unmittelbaren negativen Einfluss auf ihre Ertragslage. Zudem gaben sie an, dass sich der Effekt der GLRG III im Vergleich zur vorangegangenen Umfragerunde weniger positiv auf ihre Finanzlage und das Kreditvolumen ausgewirkt hat. Auch die insgesamt lockernde Wirkung der GLRG III auf die Kreditbedingungen für Unternehmen und private Haushalte hat abgenommen.

Die Unternehmenskreditvergabe der Banken entwickelte sich im September weiter robust, während sich die Kreditgewährung an private Haushalte abschwächte. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im September auf 8,9 %, nachdem sie im August 8,8 % betragen hatte (siehe Abbildung 20, Grafik a). Dabei fiel der monatliche Kreditstrom allerdings geringer aus als in den vorangegangenen Monaten. Das kräftige Wachstum der Unternehmenskredite spiegelt zum einen den hohen Finanzierungsbedarf für Lagerbestände und Betriebsmittel wider. Zum anderen ist es aber auch der Tatsache geschuldet, dass die Unternehmen zunehmend von der Emission von Schuldverschreibungen Abstand nehmen, weil sich die marktbasierende Finanzierung stärker verteuert hat als die bankbasierte. Den größten Wachstumsbeitrag leisteten kürzerfristige Ausleihungen, denn die Unternehmen sahen sich wegen der anhaltenden Engpässe in den Lieferketten, der hohen Vorleistungskosten und der außergewöhnlichen Unsicherheit einem gestiegenen Finanzierungsbedarf für Betriebsmittel gegenüber. Längerfristige Kredite trugen indes nur in geringem Maße zur Wachstumsdynamik bei, was mit der Abnahme der Investitionstätigkeit und der Eintrübung des Unternehmervertauens im Einklang steht. Unterdessen sank die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte im September leicht auf 4,4 %, verglichen mit 4,5 % im August (siehe Abbildung 20, Grafik b). Die Gewährung von Wohnungsbaukrediten schwächte sich etwas ab. Damit bestätigte sich, dass die Hypothekenkredite angesichts der Verschärfung der Kreditrichtlinien und der Eintrübung der Aussichten für den Wohnungsmarkt einen Wendepunkt erreicht haben.

Abbildung 20

MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Standardabweichung)



Quelle: EZB.

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

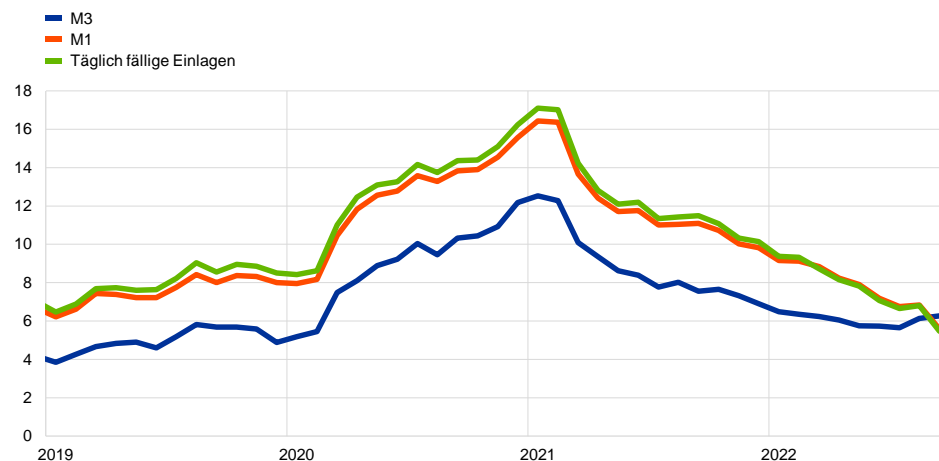
Der Aufbau täglich fälliger Einlagen verlangsamte sich im September im Zuge der geldpolitischen Normalisierung. So sank die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen deutlich auf 5,6 % nach 6,8 % im August (siehe Abbildung 21). Noch dazu wird diese Entwicklung durch einen einmaligen technischen Faktor überzeichnet, ohne den die Jahreswachstumsrate für September mit rund 4,8 % sogar noch niedriger ausgefallen wäre.¹⁵ Die schwächere Dynamik der täglich fälligen Einlagen ist darauf zurückzuführen, dass diese in großem Umfang in Termineinlagen umgeschichtet wurden, deren Verzinsung aufgrund der Leitzinserhöhungen im Vergleich zu der von Tagesgeldeinlagen sowohl für Unternehmen als auch für private Haushalte an Attraktivität gewonnen hat. Bei den täglich fälligen Einlagen von Unternehmen und sonstigen Finanzinstituten (SFIs) waren Abflüsse zu verzeichnen, während es bei ihren Termineinlagen zu starken Zuflüssen kam. Auch die privaten Haushalte zeigten Interesse an Termineinlagen. Hier wurde der größte Zufluss der letzten zehn Jahre vermeldet, wobei sich aber auch der Bestand an Tagesgeldeinlagen weiter erhöhte. Die Einlagenbildung der privaten Haushalte dürfte weiterhin auf Vorsorgemotive zurückzuführen sein. Allerdings entwickelten sich die Einlagenbestände der Unternehmen und privaten Haushalte in den einzelnen Euro-Ländern unterschiedlich und spiegelten damit den unterschiedlichen Liquiditätsbedarf und die Heterogenität der nationalen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen wider.

¹⁵ Die M3-Daten für September 2022 enthalten eine große temporäre Position des Eurosystems gegenüber einer Clearingstelle, die dem Sektor der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen) zuzuordnen ist. Dieser technische Einmaleffekt führt zu einer Vergrößerung aller Aggregate, in die die betreffenden Einlagen einfließen.

Abbildung 21

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge M3 erhöhte sich im September, was allerdings einem technischen Einmaleffekt geschuldet war, ohne den sich das M3-Wachstum gegenüber August abgeschwächt hätte. Das jährliche M3-Wachstum beschleunigte sich im Berichtsmonat auf 6,3 % nach 6,1 % im August und 5,7 % im Juli (siehe Abbildung 21). Diese Erholung war jedoch durch den genannten technischen Faktor bedingt, dessen Wirkung sich im kommenden Monat umkehren wird. Ohne diesen Faktor wäre die Jahreswachstumsrate von M3 im September auf rund 5,8 % gesunken. Was die Komponenten von M3 betrifft, so verringerte sich der Beitrag der im eng gefassten Geldmengenaggregat M1 enthaltenen täglich fälligen Einlagen zum jährlichen M3-Wachstum im September erheblich; dies war auf die bereits erwähnten Umschichtungen in Termineinlagen zurückzuführen. Die zur weit gefassten Geldmenge M3 zählenden Termineinlagen, die von dieser Portfoliosubstitution profitierten, trugen dementsprechend stärker zum M3-Wachstum bei als im Vormonat. Mit Blick auf die Gegenposten wurde die jährliche M3-Dynamik weiterhin vor allem von den Krediten an den privaten Sektor bestimmt. Der jährliche Wachstumsbeitrag des Erwerbs von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) verringerte sich weiter, da die Nettokäufe im Juli 2022 eingestellt wurden. Zugleich wurde die Geldschöpfung nach wie vor durch monetäre Nettoabflüsse in die übrige Welt gedämpft, die dem negativen Effekt der hohen Energiepreise auf die Handelsbilanz des Euroraums geschuldet waren.

Kästen

1 Lieferengpässe und Preisdruck im Warenhandel und Tourismussektor des Euro-Währungsgebiets

Tobias Schuler, Hannah-Maria Hildenbrand und Martina di Sano

Im vorliegenden Kasten werden die jüngsten Entwicklungen im Warenhandel und Tourismussektor des Euroraums auf Basis der Einkaufsmanagerindizes (EMIs) untersucht. Beide Sektoren wurden schwer von den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie (Covid-19) in Mitleidenschaft gezogen. Aus der in diesem Kasten vorgenommenen Analyse des Warenverkehrs geht hervor, dass es in der Vergangenheit nach Lieferkettenengpässen vor allem bei Vorleistungsgütern zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise kam. Dieser Druck lässt nun allmählich nach, da die Auslandsnachfrage sinkt und sich die Lieferketten anpassen. Im Tourismussektor, auf den 19 % der Dienstleistungsexporte entfallen und der zu den am meisten von der Pandemie betroffenen Wirtschaftszweigen zählt, hat die stark erhöhte Nachfrage durch Ansässige innerhalb und außerhalb des Eurogebiets die Preise im Reise- und Freizeitsektor in den Sommermonaten 2022 ansteigen lassen. In den kommenden Monaten könnte die Gesamtnachfrage nach in Europa erbrachten Reisedienstleistungen dadurch gedämpft werden, dass sich der Konsumstau bei Reisen zurückbildet, die realen Einkommen sinken, die Unsicherheit zunimmt und die Preise steigen.¹

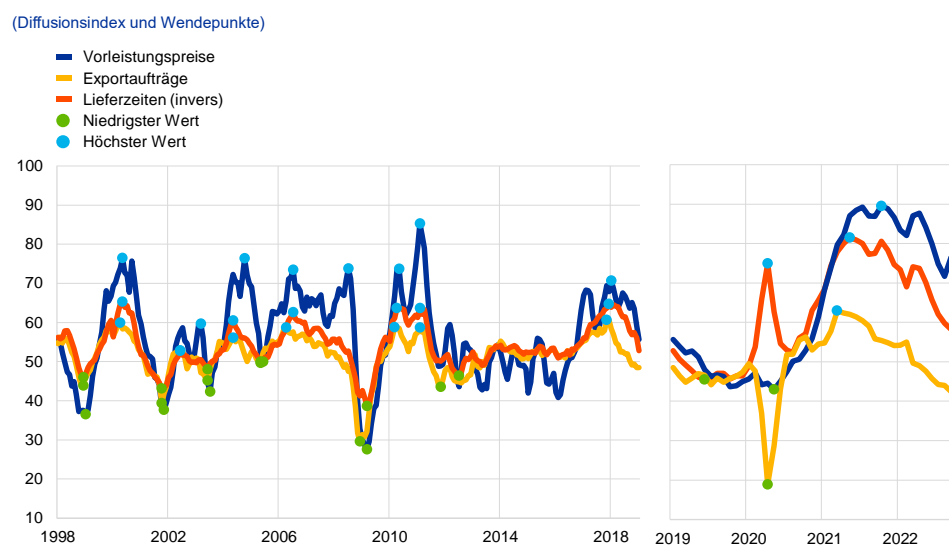
Rückgang der Lieferengpässe im Warenhandel

Der mit den angebotsseitigen Engpässen verbundene Aufwärtsdruck auf die Vorleistungspreise scheint sich Mitte 2022 abgeschwächt zu haben, wengleich er nach wie vor erhöht ist. Die EMI-Indikatoren für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes, für die Lieferzeiten und für die Vorleistungspreise sind tendenziell eng korreliert und weisen ein konsistentes Vorlaufmuster der Wendepunkte auf. Historische Gesetzmäßigkeiten zeigen, dass sich die Vorleistungspreise zwei Monate nach Veränderungen bei den Exportaufträgen (Korrelationskoeffizient von 0,70) bzw. einen Monat nach Veränderungen der Lieferzeiten (Korrelationskoeffizient von 0,84) anpassen. Die Wendepunkte bei den Exportaufträgen und Lieferzeiten haben gegenüber den Vorleistungspreisen einen Vorlauf von durchschnittlich einem bis

¹ Eine direkte Zuordnung von Tourismusaktivitäten lässt sich in der Zahlungsbilanz zwar nicht ohne Weiteres vornehmen, doch konnte deren Anteil an den Dienstleistungsexporten im Jahr 2019 näherungsweise auf 19 % beziffert werden. Der Tourismus umfasst Personenbeförderungs- und Reisedienstleistungen wie das Gastgewerbe, jedoch nicht den Erwerb von Waren und Dienstleistungen durch Saisonkräfte und grenzüberschreitend tätige Kurzzeitbeschäftigte. Siehe hierzu EZB, [Auswirkungen des Covid-19-bedingten Lockdowns auf den Handel mit Reisedienstleistungen](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2020, Juni 2020.

zwei Monaten (siehe Abbildung A).² Mitte 2022 begannen sich die Lieferzeiten zu verkürzen und sich schrittweise von ihren historischen Höchstwerten zu entfernen, blieben dabei aber weiter auf erhöhtem Niveau. Infolgedessen gaben die im EMI erfassten Vorleistungspreise etwas nach.

Abbildung A
EMI für das verarbeitende Gewerbe im Euroraum



Quellen: S&P Global und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten sind saisonbereinigt. „Exportaufträge“ umfasst die Daten für Aufträge aus Ländern innerhalb und außerhalb des Euroraums. „Lieferzeiten“ beinhaltet Lieferungen für das In- und Ausland. Der Komplementärwert wird als Diffusionsindex von 100 berechnet, wobei ein höherer Komplementärwert stärkere Lieferengpässe anzeigt. „Niedrigster Wert“ steht für das lokale Minimum, „höchster Wert“ für das lokale Maximum im zyklischen Muster der Zeitreihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

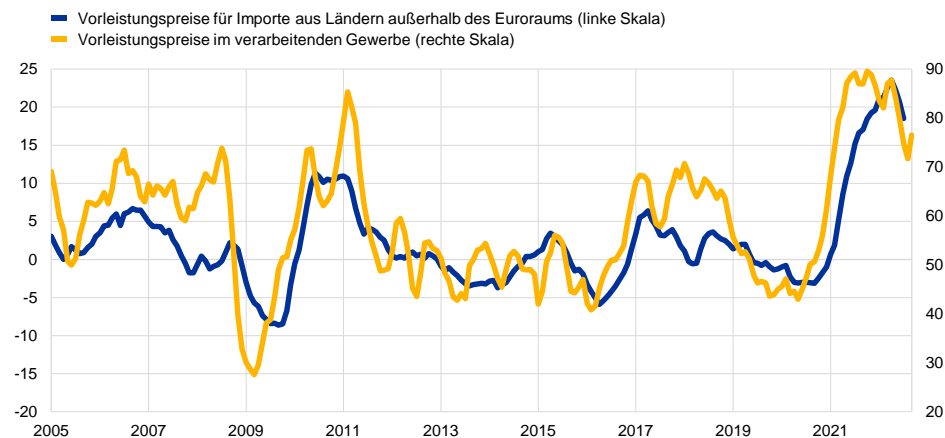
Seit Mitte 2022 schwächt sich der Anstieg der Importpreise für Vorleistungen aus Ländern außerhalb des Euroraums ab. Der EMI für die gesamten Vorleistungspreise liegt zwar nach wie vor auf erhöhtem Niveau, ist aber seit etwa Ende 2021 rückläufig. Dies deutet darauf hin, dass sich auch das Wachstum der Importpreise für Vorleistungsgüter in gewissem Umfang verlangsamen könnte, da zwischen diesen beiden Variablen tendenziell ein enger Zusammenhang besteht (siehe Abbildung B). Die beiden Variablen weisen einen Korrelationskoeffizienten von 0,80 auf, wobei der EMI den Importpreisen für Vorleistungsgüter zwei Monate vorausläuft. Das hohe Niveau des EMI für die Vorleistungspreise im September 2022 und die anhaltende Schwäche des Euro lassen indes einen stark bleibenden Preisdruck im verarbeitenden Gewerbe erwarten.

² In Abbildung A sind die Werte für die Lieferzeiten im verarbeitenden Gewerbe invertiert, um ihren Gleichlauf mit den anderen Zeitreihen zu veranschaulichen. In diesem Fall impliziert eine höhere Zahl eine längere Lieferzeit. Die Entwicklung von 2019 bis 2022 ist gesondert ausgewiesen, da der Fokus in diesem Kasten auf den wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie liegt.

Abbildung B

EMI für die Vorleistungspreise und Importpreise für Vorleistungen

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



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

Anmerkung: Die Korrelation beträgt 0,84 mit zwei Verzögerungen. Der EMI für die Vorleistungspreise erfasst auch die Inlandspreise und die Vorleistungspreise. Die jüngsten Angaben zu den Importpreisen für Vorleistungen beziehen sich auf Juli 2022 und zu den Vorleistungspreisen auf September 2022.

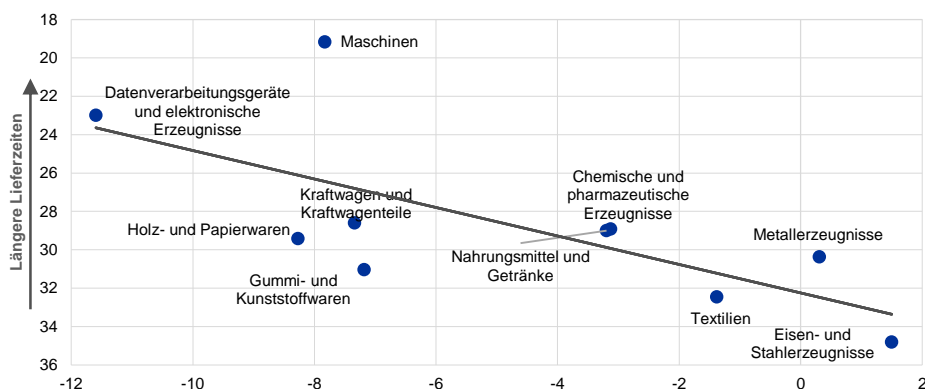
Sektoral aufgeschlüsselte Handelsdaten legen nahe, dass die längeren Lieferzeiten Anfang 2022 mit einer schwachen Exporttätigkeit einhergingen.

Wirtschaftszweige, die im ersten Quartal 2022 von längeren durchschnittlichen Lieferzeiten geprägt waren, verbuchten im Vergleich zum entsprechenden Vorjahreszeitraum einen stärkeren Rückgang der Exporte (siehe Abbildung C). Dies wird durch die fallende Gerade veranschaulicht, die einen Korrelationskoeffizienten von 0,70 widerspiegelt.

Abbildung C

Wachstum der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums und Lieferzeiten nach Sektoren im ersten Quartal 2022

(x-Achse: vierteljährliche Veränderung der Exporte gegen Vorjahr in %; y-Achse: vierteljährlicher Durchschnitt des Diffusionsindex)



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

Anmerkung: R ist gleich 0,70. Der Diffusionsindex auf der vertikalen Achse zeigt für Werte unter 50 längere Lieferzeiten als im Vormonat an und entsprechend für Werte über 50 kürzere Lieferzeiten.

Zu den am stärksten von den Lieferengpässen betroffenen Exportsektoren zählten die Computer- und Elektronikbranche sowie der Maschinenbau.³

Die im ersten Quartal 2022 beobachtete Exportschwäche des Kraftfahrzeugsektors ergab sich aus längeren Lieferzeiten für Kfz-Komponenten, vor allem in der Automobilierteile. Dagegen kam es bei den Eisen- und Stahlerzeugnissen zu einer leichten Verbesserung der Lieferzeiten.⁴ Im zweiten Jahresviertel bildeten sich die Lieferengpässe etwas zurück und bestimmten das Exportgeschehen in den betreffenden Sektoren in geringerem Maße. Die Computer- und Elektronikbranche verzeichnete angesichts der nachlassenden Lieferprobleme im zweiten Quartal ein positives Wachstum der vierteljährlichen Exporte in Drittländer, während sich das vierteljährliche Exportwachstum im Maschinenbau stabilisierte. Die Ausfuhr von Holz- und Papierwaren verringerte sich weiter, wobei die gemeldeten Lieferengpässe nur langsam zurückgingen. Die erst jüngst eingetretene Entspannung in den Lieferketten erfolgte vor dem Hintergrund einer schwächeren Nachfrage nach Gebrauchsgütern, einer moderateren Nachfrage nach technologischen Erzeugnissen und einer Verbesserung des Angebots an gehandelten Gütern.

Langsamere Erholung der Tourismusbranche vor dem Hintergrund eines hohen Preisdrucks

Die im Frühjahr und Sommer verzeichnete kräftige Dynamik im Tourismus- und Freizeitsektor nimmt nun ab.⁵

Die anhand des EMI für den Auftragseingang näherungsweise bestimmten Reisebuchungen laufen den Preisen in diesem Sektor tendenziell voraus, und zwar um durchschnittlich einen bis zwei Monate. Die EMIs für die Preisreihen sind in diesem Sektor generell recht stabil – ganz im Gegensatz etwa zum volatileren verarbeitenden Gewerbe. Dennoch waren auch hier zuvor einige Schwankungen zu beobachten, die mit einer höheren Unsicherheit in Bezug auf den internationalen Reiseverkehr zusammenhingen (siehe Abbildung D). Da die Tourismus- und Freizeitbranche im Eurogebiet ihre Geschäftstätigkeit nach jeder Pandemiewelle schrittweise wieder aufnahm, wurden die Verkaufspreise in diesem Sektor durch Druck auf die Vorleistungspreise und eine außergewöhnlich starke Erholung der Nachfrage nach Reise- und Freizeitdienstleistungen immer mehr in die Höhe getrieben.⁶

³ Siehe EZB, [Auswirkungen der Versorgungsgpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021. Darin wird ein Verlaufsmuster aufgezeigt, wonach eine hohe Exportnachfrage in der Anfangsphase einer Erholung zu einer Verschärfung der Lieferengpässe führt.

⁴ Siehe Kasten 2 in der vorliegenden Ausgabe des Wirtschaftsberichts.

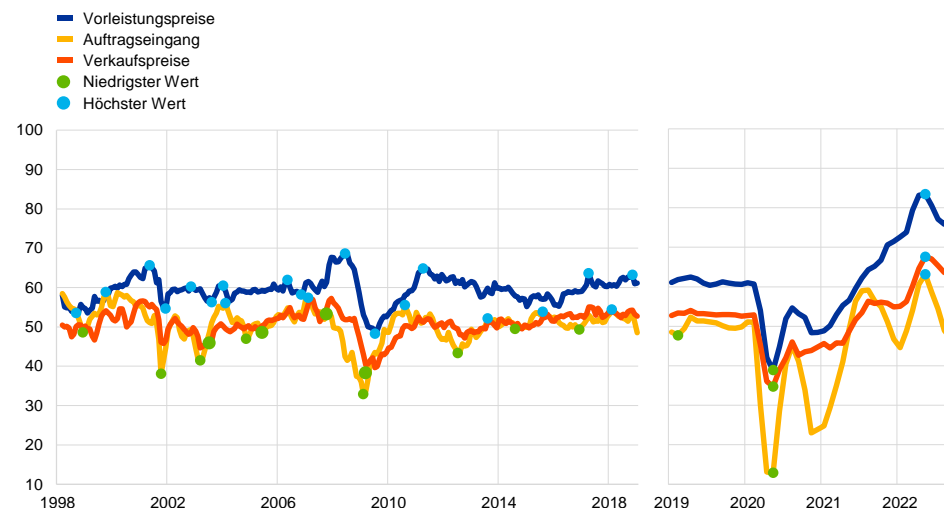
⁵ Neben den Reisedienstleistungen erfassen die EMIs für die Tourismus- und Freizeitbranche naturgemäß auch Freizeitdienstleistungen und somit inländische Aktivitäten.

⁶ Die Daten deuten darauf hin, dass die Gewinnmargen in diesem Sektor ebenfalls unter Druck geraten sind.

Abbildung D

EMI für die Tourismus- und Freizeitbranche in der EU

(mit dem Diffusionsindex gewichteter Durchschnitt und Wendepunkte)



Quellen: S&P Global und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gewichteten gleitenden Durchschnittswerte sind saisonbereinigt. Die Diffusionsindizes beziehen sich auf die EU und beinhalten sowohl inländische als auch ausländische Aufträge. „Niedrigster Wert“ steht für das lokale Minimum, „höchster Wert“ für das lokale Maximum im zyklischen Muster der Zeitreihen. Die Daten liegen nur für die EU, nicht für den Euroraum vor. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022.

Die Entwicklung der Vorleistungspreise in der Tourismus- und Freizeitbranche wird unter anderem von den Energiekosten bestimmt. Die Einfuhrpreise für Energie weisen einen engen Zusammenhang mit dem Verlauf des EMI für die Vorleistungspreise auf. Sie können damit als eine entscheidende Bestimmungsgröße für den Anstieg der Vorleistungspreise im Tourismus- und Freizeitsektor betrachtet werden (siehe Abbildung E, Grafik a).⁷ Die Arbeitskosten in diesem Sektor bewegen sich weniger stark im Gleichlauf mit der Entwicklung des entsprechenden EMI für die Vorleistungspreise.

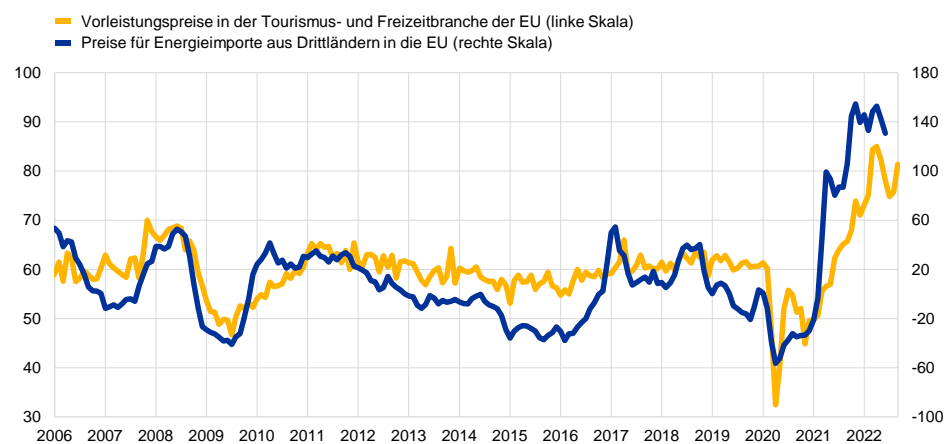
⁷ Nähere Einzelheiten zum methodischen Hintergrund der EMIs finden sich in: EZB, [EMI-Umfrageergebnisse zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger](#), Kasten 7, Monatsbericht März 2005.

Abbildung E

EMI für die Preise in der Tourismus- und Freizeitbranche der EU versus Energie- und Beherbergungspreise

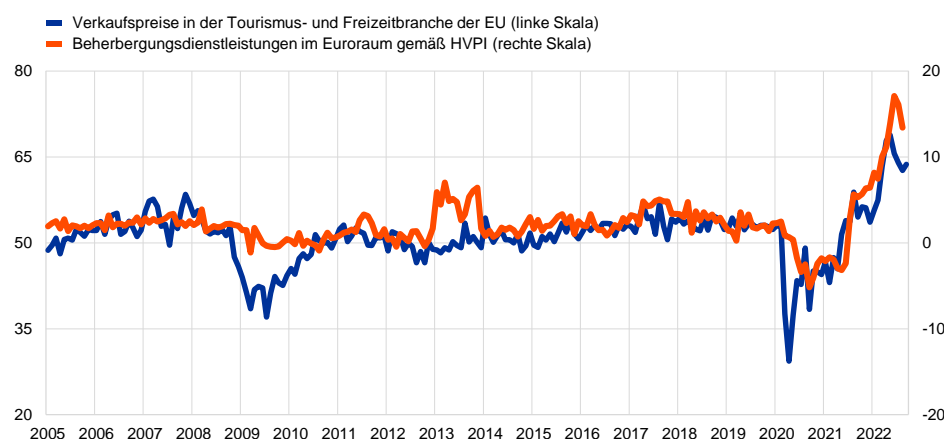
a) Vorleistungspreise in der Tourismus- und Freizeitbranche versus Importpreise für Energie

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



b) Verkaufspreise in der Tourismusbranche versus Beherbergungsdienstleistungen gemäß HVPI

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



Quellen: Eurostat (Preise für Energieimporte in die EU), HVPI (Beherbergungsdienstleistungen), S&P Global (EMI-Zeitreihen) sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Korrelationskoeffizient beträgt in Grafik a 0,80 und in Grafik b 0,70 mit zwei Monaten Vorlauf. Die Daten sind saisonbereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2022 (Energieimportpreise in der EU), August 2022 (Beherbergungsdienstleistungen gemäß HVPI) bzw. September 2022 (EMI für die Vorleistungs- und Verkaufspreise in der Tourismus- und Freizeitbranche).

Die Verkaufspreise in der Tourismus- und Freizeitbranche haben im früheren Jahresverlauf bereits ihren Höhepunkt erreicht; dies deutet darauf hin, dass sich die Dynamik der Verbraucherpreise für Beherbergungsdienstleistungen nun abzuschwächen beginnt, wenngleich sie hoch bleiben dürfte. Der HVPI für Beherbergungsdienstleistungen folgt der im EMI erfassten Preisentwicklung im Tourismus- und Freizeitbereich tendenziell mit einer gewissen Verzögerung (siehe Abbildung E, Grafik b). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt legen beide Messgrößen nahe, dass der Preisdruck seine maximale Stärke erreicht hat.

Die Nachfrage nach Reise- und Freizeitdienstleistungen könnte in den kommenden Monaten dadurch gedämpft werden, dass sich der Konsumstau

bei Reisen zurückbildet, die realen Einkommen sinken, die Unsicherheit zunimmt und die Preise steigen. Alle in Abbildung D ausgewiesenen Indikatoren haben im Mai 2022 einen lokalen Höchstwert erreicht und sind dann im Einklang mit den schwächeren Nachfrageaussichten der Reisebüros gefallen. Die Eintrübung des wirtschaftlichen Ausblicks geht mit den bereits genannten Faktoren – Abbau der aufgestauten Nachfrage nach Reisen, sinkende Realeinkommen und steigende Unsicherheit – einher. All dies deutet auf einen hohen, sich aber allmählich stabilisierenden Preisdruck im Tourismus- und Freizeitsektor hin.

2 Gründe für den Produktionsrückgang und den Preisanstieg im Kraftfahrzeugsektor

Roberto A. De Santis, Martina Di Sano, Vanessa Gunnella und Pedro Neves

Seit Mitte 2018 geht die Kfz-Produktion im Euro-Währungsgebiet deutlich zurück, und die Fahrzeugpreise sind zuletzt merklich gestiegen. Im vorliegenden Kasten werden die strukturellen und konjunkturellen Faktoren erörtert, die dieser Entwicklung zugrunde liegen. Die Kfz-Produktion im

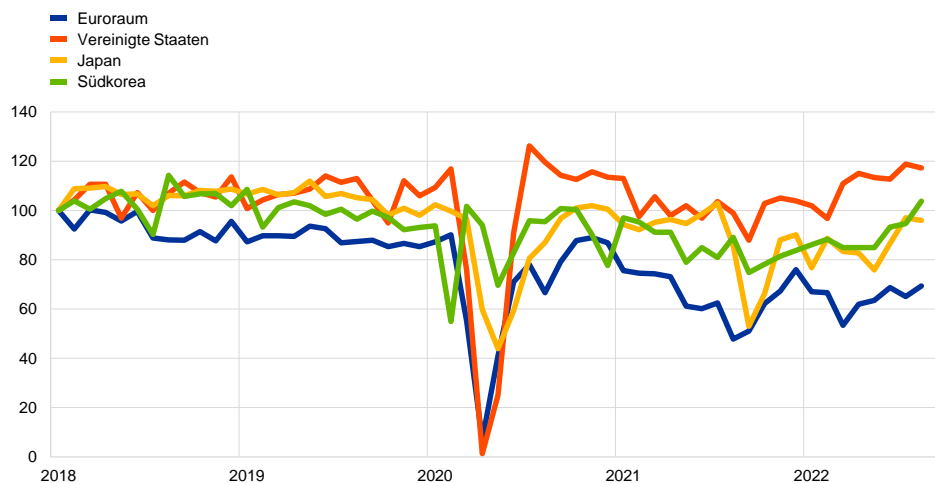
Euroraum sank von Juni 2018 bis August 2022 um 30,4 %, wobei rund 10 % des Rückgangs vor Beginn der Pandemie und 20 % danach stattfanden. Dieses Verlaufsmuster, das den größten Euro-Ländern gemein ist, war bei anderen bedeutenden Automobilherstellerländern wie Südkorea, den Vereinigten Staaten und Japan nicht zu beobachten. Sie verzeichneten vielmehr vor 2020 ein recht stabiles Produktionsniveau und erholten sich auch schneller vom pandemiebedingten Rückgang (siehe Abbildung A). Im Folgenden wird erläutert, dass die sinkende Kfz-Produktion und die steigenden Pkw-Preise im Eurogebiet auf eine Kombination verschiedener Faktoren zurückzuführen sind. Diese hängen mit den 2018 in der EU eingeführten strengeren Emissionstestverfahren, der neuen EU-Verordnung zu CO₂-Emissionen, der Umstellung auf klimafreundlichere Autos, den Störungen der Lieferketten, dem Anstieg der Energiekosten und in jüngerer Zeit mit der durch den Krieg in der Ukraine verursachten Unsicherheit zusammen.¹ Die drei letztgenannten Faktoren wirkten sich im Euroraum stärker auf die Automobilproduktion aus als im Ausland. Gründe hierfür sind mit Blick auf das Eurogebiet die vergleichsweise höhere Beteiligung des Automobilsektors an den globalen Lieferketten, die größere Abhängigkeit von russischen Energielieferungen und die höhere Unsicherheit, die sich aus der Nähe zum Kriegsgeschehen ergibt.

¹ Seit September 2018 müssen alle Neuwagen gemäß dem [Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure](#) zertifiziert sein. Mit diesem Labortest werden der Kraftstoffverbrauch, der CO₂-Ausstoß und die Schadstoffemissionen von Personenkraftwagen gemessen. Die Bestimmungen zu CO₂-Emissionen finden sich in: [Verordnung \(EU\) 2019/631](#) des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2019 zur Festsetzung von CO₂-Emissionsnormen für neue Personenkraftwagen und für neue leichte Nutzfahrzeuge und zur Aufhebung der Verordnungen (EG) Nr. 443/2009 und (EU) Nr. 510/2011 (ABl. L 111 vom 25.4.2019, S. 13).

Abbildung A

Kfz-Produktion nach Volkswirtschaften

(Index: Januar 2018 = 100)



Quellen: Eurostat, Federal Reserve System, japanisches Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie sowie koreanisches Statistikamt.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2022.

Die Kfz-Produktion begann Mitte 2018 zu sinken, was durch eine rückläufige Nachfrage nach Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor bedingt war.

Die strengeren Emissionstestverfahren, die 2018 in der EU eingeführt wurden, und die im Dezember 2018 erzielte Einigung der EU über CO₂-Emissionsreduktionsziele haben Anreize für Hybrid- und Elektrofahrzeuge geschaffen, die zulasten von Kraftfahrzeugen mit Verbrennungsmotor gingen. Vor der Pandemie hatten sich die Automobilhersteller im Euroraum verstärkt darum bemüht, die Produktion und den Absatz von Hybrid- und Elektroautos auf lokaler Ebene zu steigern. Die vergleichsweise höheren Preise dieser Modelle dämpften jedoch die Nachfrage. Außerdem führten die erforderlichen Anpassungen in den Automobilwerken zu Produktionsausfällen. Zugleich dürften die Erwartungen bezüglich einer Verschärfung der Emissionsvorgaben dazu geführt haben, dass Verbraucherinnen und Verbraucher, deren Präferenzen sich zugunsten von Hybrid- und Elektrofahrzeugen verlagerten, ihre Pkw-Kaufentscheidungen vorerst aufschoben, wodurch sich die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen abschwächte.² Ein strukturelles Vektorautoregressionsmodell bestätigt, dass der Rückgang der Kfz-Produktion im Zeitraum von 2018 bis 2019 in erster Linie einer sinkenden Nachfrage nach Fahrzeugen sowie nicht energiebedingten Angebotsschocks (z. B. im Zusammenhang mit Transportkosten und den Auswirkungen von Richtlinien und Verordnungen auf das Angebot) zuzuschreiben war (siehe Abbildung B, Grafik a).

Zu Beginn der Pandemie brach die Automobilproduktion ein. Die Lockdown-Maßnahmen führten im zweiten Quartal 2020 zu einem Rückgang der Kfz-Fertigung. Im zweiten Halbjahr 2020 erholte sie sich indessen wieder, lag aber zum Jahresende

² Die Pkw-Zulassungen gingen ab dem Schlussquartal 2018 drei Quartale in Folge zurück, nachdem sie mehr als zwei Jahre fortlaufend positive vierteljährliche Zuwachsraten verzeichnet hatten.

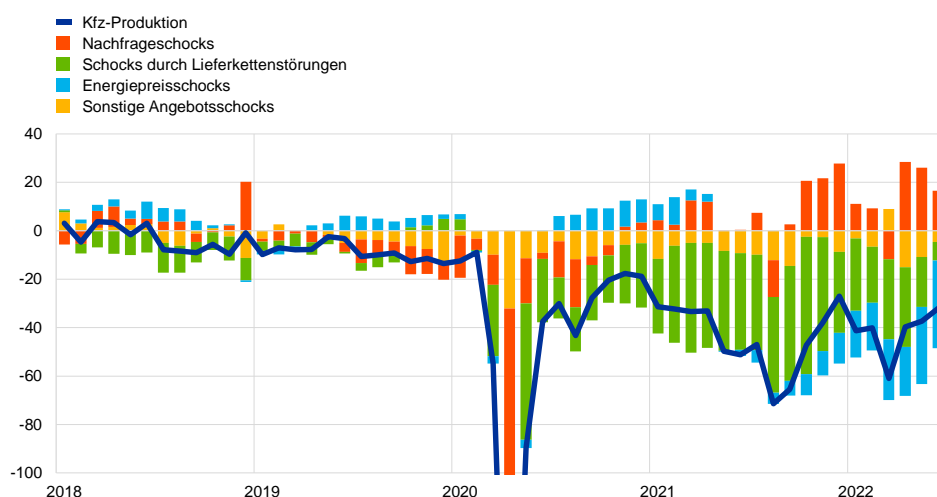
noch 3,5 % unter dem Vorpandemieniveau und 10-15 % unter dem Stand, der vor der Einführung der EU-Emissionsvorgaben im Jahr 2018 verzeichnet worden war.

Abbildung B

Einfluss von Schocks auf die Kfz-Produktion und die Veränderung der Pkw-Preise

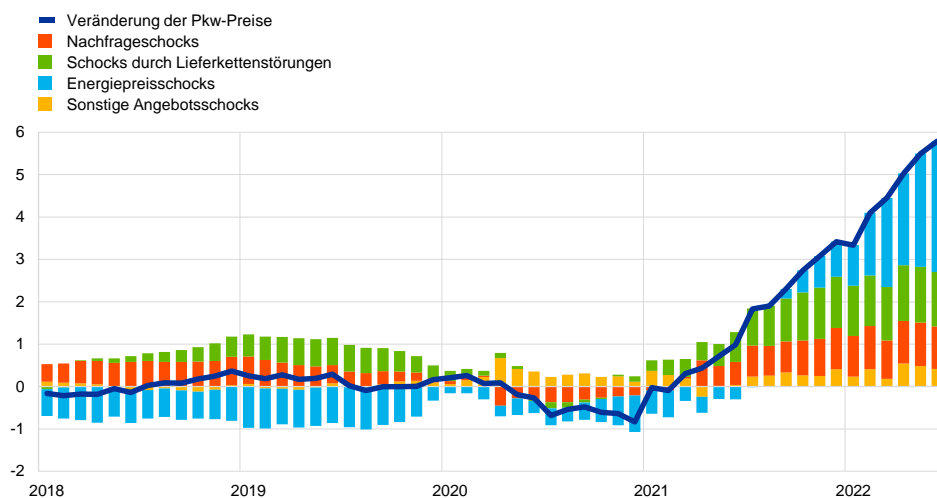
a) Kfz-Produktion

(Abweichung vom Trendniveau in %)



b) Pkw-Preise

(Abweichung vom Trendniveau gegen Vorjahr in Prozentpunkten)



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

Anmerkung: Das Modell berücksichtigt die Kfz-Produktion, die Pkw-Preise, den Teilindex des Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Lieferzeiten der Zulieferer sowie die Energiepreise. Die Bestimmung der Schocks erfolgt anhand von Vorzeichenrestriktionen und narrativen Restriktionen. Folgende Vorzeichenrestriktionen werden beim Eintritt der Schocks angenommen: Nachfrageschocks: Pkw-Preise (+), Kfz-Produktion (+) und EMI-Teilindex der Lieferzeiten (-); Schocks durch Lieferkettenstörungen: Pkw-Preise (+), Kfz-Produktion (-) und EMI-Teilindex der Lieferzeiten (-); Energiepreisschocks: Pkw-Preise (+), Kfz-Produktion (-) und Energiepreise (+); sonstige Angebotsschocks: Pkw-Preise (+) und Kfz-Produktion (-). Vorzeichenrestriktionen allein reichen zur Identifizierung der drei unterschiedlichen Angebotsschocks nicht aus. Um ein vollständiges Orthogonalsystem zu erhalten, werden auch narrative Restriktionen angewandt: Demzufolge leisteten Schocks durch Lieferkettenstörungen den größten Beitrag zu den Prognosefehlern beim EMI-Teilindex der Lieferzeiten im April 2020. Die Energiepreisentwicklung im September und Oktober 2021 wird indes auf Energiepreisschocks zurückgeführt. Aus Darstellungsgründen sind die Entwicklungen im April 2020 nicht vollständig auf der y-Achse von Grafik a abgebildet. In diesem Zeitraum trugen Nachfrageschocks am stärksten zum Rückgang der Industrieproduktion bei, was den strengen Lockdowns zuzuschreiben war. Schocks durch Lieferkettenstörungen hatten ebenfalls einen erheblichen Einfluss, wohingegen Energiepreisschocks nur einen geringen negativen Beitrag leisteten. Niedrigere (höhere) Werte für den EMI-Teilindex der Lieferzeiten implizieren längere (kürzere) Lieferzeiten. Betrachtet wird der Zeitraum von Januar 1999 bis Juni 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2022.

Seit Anfang 2021 steht die Kfz-Produktion im Zeichen von Lieferkettenstörungen und Energiepreisschocks, wodurch die positiven Nachfrageeffekte aus dem Wiederhochfahren der Wirtschaft aufgezehrt wurden. In den Jahren 2021 und 2022 wurde die Kfz-Produktion im Euroraum durch Störungen in den globalen Lieferketten – insbesondere den Mangel an bestimmten Halbleitern und logistische Schwierigkeiten im Transportsektor – stark beeinträchtigt (siehe Abbildung B, Grafik a).³ Im genannten Zeitraum wurden historisch hohe Material- und Ausrüstungsengpässe verzeichnet.⁴ Ein Mangel an Chips und anderen Komponenten, die für die Herstellung von Neufahrzeugen erforderlich sind, führte zu einer Verringerung des Angebots. Damit lässt sich der Großteil des seit Mitte 2021 beobachteten Rückgangs der Kfz-Produktion erklären. Die Automobilhersteller im Eurogebiet wurden aufgrund der vergleichsweise höheren Beteiligung an internationalen Lieferketten stärker von den Lieferkettenstörungen in Mitleidenschaft gezogen als ihre ausländische Konkurrenz. Darüber hinaus fielen die Lieferengpässe und Lockdown-Maßnahmen im Euroraum schwerwiegender aus als in anderen Regionen.⁵ Seit Sommer 2021 trägt auch der außerordentlich kräftige Anstieg der Energiekosten das Seinige zur rückläufigen Kfz-Produktion bei (siehe Abbildung B, Grafik a).⁶ Laut den Ergebnissen der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission kam zuletzt auch die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine als ein Faktor hinzu, der die Nachfrage nach Gebrauchsgütern wie Kraftfahrzeugen dämpft.⁷

Aufgrund von Lieferkettenstörungen, hohen Energiekosten und in geringerem Maße auch eines Nachfrageanstiegs zogen die Pkw-Preise deutlich an. Seit der zweiten Jahreshälfte 2021 ist die Zahl der Neuwagen, die den Markt planmäßig erreichen, rückläufig. Grund hierfür sind vor allem fehlende Chips. Dies hat dazu geführt, dass sich die Verbraucherinnen und Verbraucher vermehrt dem Gebrauchtwagenmarkt zuwenden.⁸ Infolge von Lieferengpässen und einer im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft gestiegenen Verbrauchernachfrage haben sich sowohl Neu- als auch Gebrauchtwagen seit Mitte letzten Jahres ungewöhnlich stark verteuert.⁹ Anschließend wurden auch die höheren Energiekosten an die

³ Ein exogener Nachfrageanstieg führt zu einer Verlängerung der Lieferzeiten der Zulieferer. Die höhere Nachfrage nach Hybrid- und Elektrofahrzeugen könnte jedoch eine noch stärkere Elastizität implizieren, da für die Herstellung dieser Fahrzeuge mehr Halbleiter benötigt werden.

⁴ Eine Analyse der Lieferengpässe im verarbeitenden Gewerbe des Euroraums findet sich in: EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022.

⁵ Siehe EZB, [Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021.

⁶ Aufgrund des Einsatzes energieintensiver Bauteile rangiert die Automobilbranche in puncto Energieverbrauch relativ weit oben im verarbeitenden Gewerbe. Eine Analyse der Energieintensität und -abhängigkeit der Kfz-Industrie und sonstiger Bereiche des verarbeitenden Gewerbes findet sich in: EZB, [Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

⁷ Eine Untersuchung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der durch den Krieg in der Ukraine verursachten Unsicherheit findet sich in: EZB, [Die Auswirkungen des russischen Einmarschs in die Ukraine auf die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet über den Unsicherheitskanal](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2022, Juni 2022.

⁸ Bei Neuwagen belief sich die Teuerung im August 2022 auf 6,9 %, bei Gebrauchtwagen auf 12,8 %.

⁹ Ein weiterer wichtiger Faktor, der für Preisdruck am Gebrauchtwagenmarkt sorgt, ergibt sich daraus, dass Neuwagenkäufe angesichts der Umstellung auf klimafreundlichere Elektroautos aufgeschoben werden. Dadurch sinkt zwar die Nachfrage nach neuen Fahrzeugen, doch geht vom beispiellosen Anstieg der Gesamtnachfrage nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach wie vor ein Aufwärtsdruck auf die Neuwagenpreise aus.

Kunden weitergegeben, sodass sich der Preisanstieg bei Fahrzeugen im August 2022 auf 8,7 % beschleunigte. Ohne die Lieferkettenstörungen und Energiepreisschocks wäre die Preisveränderung nicht einmal halb so hoch ausgefallen (siehe Abbildung B, Grafik b). Auch die aggregierte Nachfrage trug zum Anstieg der Pkw-Preise bei, wenngleich in geringerem Maße.

Die starken Einbußen beim Exportvolumen und bei den Exportmarktanteilen, die das Eurogebiet in den letzten Jahren hinnehmen musste, waren maßgeblich durch die Lieferengpässe und Energiepreisschocks bedingt. Die rückläufige Kfz-Produktion im Euroraum spiegelt sich auch in dessen Exporten in die übrige Welt wider. Diese lagen im Juli 2022 bei 73 % ihres Niveaus vom Januar 2018 (siehe Abbildung C).¹⁰ Seit Mitte 2021 ist der Exportrückgang besonders ausgeprägt. Der Exportmarktanteil des Euro-Währungsgebiets ist in den Jahren 2021 und 2022 dem Volumen nach erheblich gesunken, da die Exporteure im Euroraum besonders stark von den Lieferengpässen betroffen waren. Wertmäßig konnten die Automobilhersteller ihren Marktanteil hingegen aufrechterhalten (siehe Abbildung D, Grafik a). Dies lässt darauf schließen, dass die Exporteure im Euroraum deutlich höhere Preise verlangt haben, was dem Vernehmen nach mit einer Neuausrichtung der Produktion auf teurere Modelle zusammenhängt (siehe Abbildung D, Grafik b).¹¹ Dahinter steht vor allem eine Verschiebung hin zu Hybrid- und Elektroautos, deren Durchschnittswert im Export höher ist als jener von Autos mit Verbrennungsmotor.¹²

¹⁰ Der kräftige Anstieg der Exportvolumina im Juni lässt sich fast vollständig mit einer stark erhöhten Ausfuhr von Geländefahrzeugen (auch für militärische Zwecke) aus der Slowakei in die Ukraine erklären (78 % der gesamten Fahrzeugexporte in Länder außerhalb des Euroraums entfielen auf diese Kategorie). Grund hierfür war der Wegfall von Zöllen und Steuern auf Kfz-Einfuhren in die Ukraine.

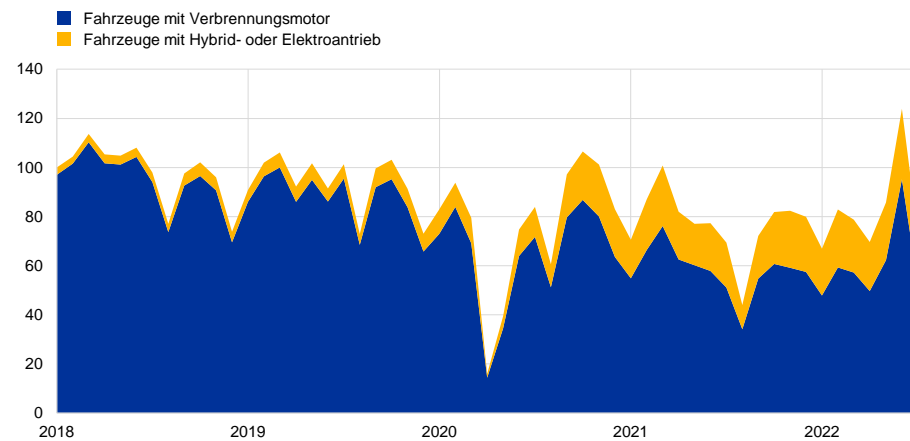
¹¹ Die jüngste Abwertung des Euro (in effektiver Rechnung sowie in Relation zum US-Dollar) könnte den Anstieg der auf Euro lautenden Exportpreise (und damit die Zunahme des Exportmarktanteils) bis zu einem gewissen Grad begünstigt haben – sofern eine gewisse Wechselkurstransmission stattgefunden hat. Dies gilt allerdings nur für Pkw-Ausfuhrpreise, die in der Währung des Ziellandes oder in US-Dollar fakturiert wurden, nicht jedoch für jene in Euro. Siehe hierzu N. Chen, W. Chung und D. Novy, Vehicle Currency Pricing and Exchange Rate Pass-Through, *Journal of the European Economic Association*, Bd. 20, Nr. 1, 2022, S. 312-351. Im Jahr 2021 wurde knapp die Hälfte der Ausfuhren in Länder außerhalb der EU in Euro fakturiert. Zudem sollte sich der Nenner des wertmäßigen Exportmarktanteils (also der Wert der Einfuhren aller Zielmärkte, ausgedrückt in Euro) bei einer Abwertung des Euro erhöhen, sodass der Exportmarktanteil sinkt.

¹² Seit Jahresbeginn 2021 ist der Durchschnittswert von Hybrid- und Elektroautos rund 70 % höher als der von Autos mit Verbrennungsmotor.

Abbildung C

Pkw-Exporte in Länder außerhalb des Euroraums

(Volumina; Index: Januar 2018 = 100)



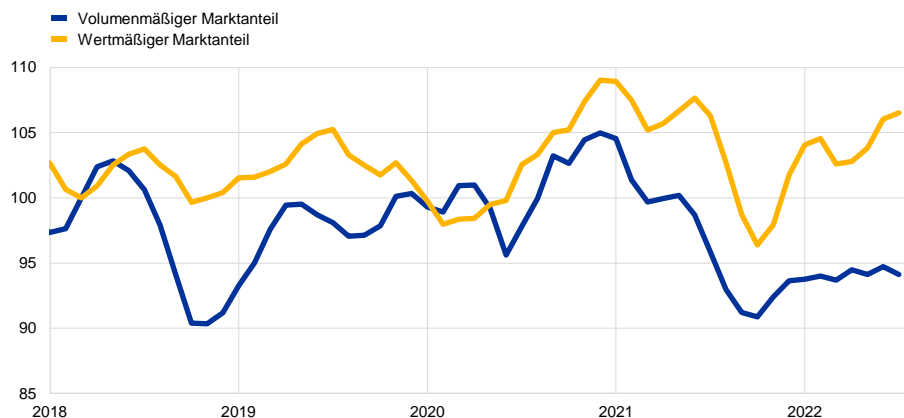
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2022.

Abbildung D

Exportmarktanteil und Exportdurchschnittswert im Pkw-Sektor des Euroraums

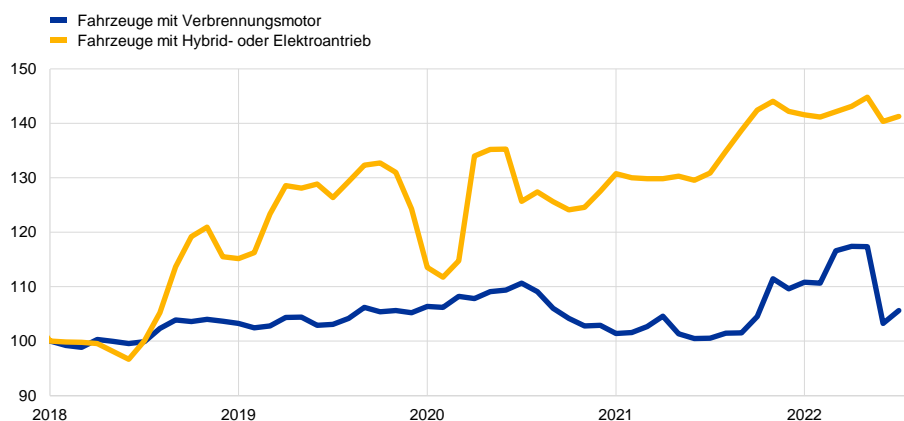
a) Exportmarktanteil (alle Fahrzeuge)

(Index: Q1 2018 = 100; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



b) Exportdurchschnittswert

(Index: Q1 2018 = 100; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

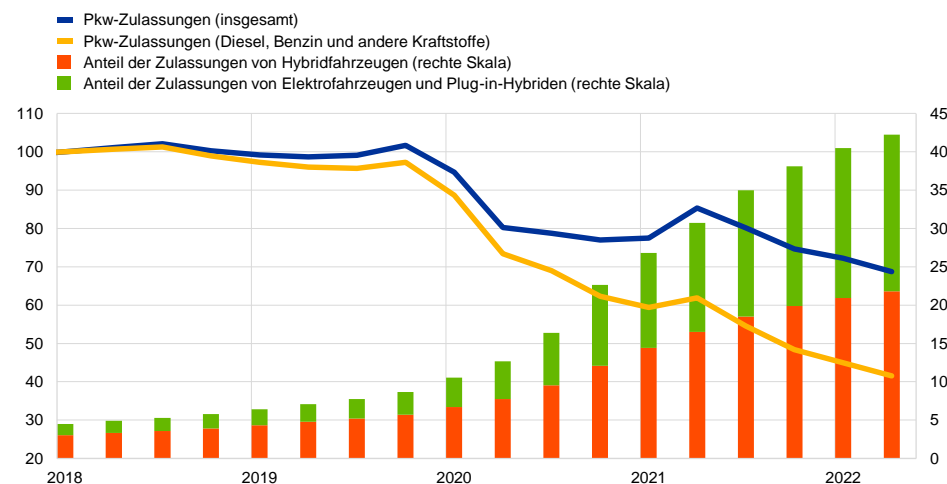
Anmerkung: Exportmarktanteil der Hersteller im Eurogebiet am Welthandel ohne Euroraum (näherungsweise anhand von 83 Handelspartnern bestimmt). Der Exportdurchschnittswert bezieht sich auf die Pkw-Exporte in Länder außerhalb des Euroraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2022.

Mit der zunehmenden Bedeutung klimafreundlicher Fahrzeuge ist die Zahl der Zulassungen von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor gesunken. Ähnlich wie bei der Produktion ist auch auf der Nachfrageseite mit Blick auf die Pkw-Zulassungen seit Mitte 2018 ein negativer Trend erkennbar (siehe Abbildung E). Besonders deutlich ist der Rückgang bei Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor. Hier war die Zahl der Zulassungen im zweiten Quartal 2022 insgesamt 58,4 % niedriger als zu Jahresbeginn 2018. Indessen ist die Nachfrage nach Elektrofahrzeugen rasant gestiegen. Im zweiten Quartal 2022 entfielen 42,2 % aller Pkw-Zulassungen auf Hybrid- oder Elektroautos, verglichen mit 5,0 % Mitte 2018. Diese Zunahme ist in den Euro-Ländern auf breiter Front zu beobachten. Besonders ausgeprägt ist sie in Finnland, den Niederlanden, Deutschland und Italien. Zwar sind die Marktanteile von Hybrid- und Elektroautos nach Ausbruch der Pandemie in die Höhe geschneilt, doch hatten sie sich bereits im dritten Quartal 2018 (nach der Einführung der EU-Gesetzgebung zu CO₂-Emissionen) und im vierten Quartal 2019 (also noch vor Pandemiebeginn) beträchtlich erhöht.

Für die Bemühungen der Exporteure des Euroraums, ihre Marktanteile zu halten, ist der ökologische Wandel von zentraler Bedeutung. Da die Exporteure im Eurogebiet die Produktion von Hybrid- und Elektrofahrzeugen ausweiteten, konnten sie auch das Volumen ihrer Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums erhöhen – vor allem während der konjunkturellen Erholungsphase in der Pandemie (siehe Abbildung C). Zudem verlangten sie für diese Fahrzeuge höhere Preise als für Autos mit Verbrennungsmotor (siehe Abbildung D, Grafik b).¹³ Die kräftige Steigerung der Exporte von Hybrid- und Elektrofahrzeugen sowie der Zugewinn an entsprechenden Exportmarktanteilen trugen dazu bei, den Gesamtverlust an Exportmarktanteilen des Euroraums teilweise aufzufangen. Wertmäßig erhöhte sich der Exportmarktanteil von Hybrid- und Elektrofahrzeugen (bezogen auf die Ausfuhren des Euroraums in Drittländer) erheblich, und zwar von rund 27 % im Januar 2018 auf 45 % im Juli 2022. Globale Wettbewerber könnten dem Euro-Währungsgebiet jedoch seinen relativen technologischen Vorsprung bei der Produktion von Elektroautos über kurz oder lang streitig machen.

Abbildung E
Anteil von Hybrid- und Elektrofahrzeugen sowie Pkw-Zulassungen nach Antriebsart

(linke Skala: in %; Index: Q1 2018 = 100; rechte Skala: annualisierter Anstieg in Prozentpunkten)



Quellen: European Automobile Manufacturers' Association und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Daten basieren auf einem gleitenden Vierquartalsdurchschnitt nicht saisonbereinigter Daten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2022.

Es steht zu erwarten, dass sich die Kfz-Produktion – ausgehend vom aktuell niedrigen Niveau – kräftig erhöht, je stärker der ökologische Wandel voranschreitet und je mehr die Lieferengpässe und Energiepreisschocks nachlassen. Das neue Gleichgewicht wird von den Präferenzen der Verbraucherinnen und Verbraucher, der Bedeutung anderer Transportmittel und der anhaltenden Verlagerung der Fahrzeugproduktion in Länder außerhalb des Euroraums abhängen, wobei Letztere eine Folge des internationalen Wettbewerbsdrucks sein dürfte. Das neue Gleichgewicht wird sich allerdings erst nach und nach einstellen, denn für eine umweltfreundliche Mobilität sind noch

¹³ Seit Anfang 2022 haben Elektro- und Hybridfahrzeuge bis zu 50 % zum Durchschnittswert im Export beigetragen – und das, obwohl sie weniger als 30 % des Kfz-Exportvolumens im Euroraum ausmachen.

beträchtliche Infrastrukturinvestitionen in der EU notwendig. Da Elektrofahrzeuge aus einer geringeren Anzahl von Bauteilen bestehen, werden weniger Arbeitskräfte für die Montage und mehr Fachkräfte für das Software Engineering benötigt. Demzufolge wird sich die Nachfrage nach Arbeitskräften allmählich dahingehend verlagern, dass sowohl weniger Arbeiter als auch andere Qualifikationen gefragt sein werden. Seit dem dritten Quartal 2021 ist die Beschäftigung im Fahrzeugbau erheblich zurückgegangen. Diese Entwicklung gilt es genau zu beobachten, um beurteilen zu können, ob sie mit den erwähnten Faktoren zusammenhängt (d. h. mit dem allmählichen Rückgang der Automobilproduktion in den letzten Jahren und dem weniger arbeitskräfteintensiven Herstellungsprozess), oder ob sie idiosynkratischen Faktoren geschuldet ist, die sich im Zeitverlauf zurückbilden.

3 Statistischer Überhang und BIP-Wachstum innerhalb eines Quartals – Schätzungen auf Basis monatlicher Indikatoren¹

Magnus Forsells und Johannes Gareis

Die für ein bestimmtes Jahr ermittelte durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP spiegelt zum Teil die Entwicklungen des Vorjahres wider. Die Jahreswachstumsrate des realen BIP wird nicht nur durch die Wachstumsdynamik im laufenden Jahr, sondern auch durch die Entwicklung im vorangegangenen Jahr bestimmt. Dieser Effekt wird als statistischer Überhang bezeichnet. Er beschreibt, wie stark das jährliche BIP steigen würde, wenn alle vierteljährlichen Zuwachsraten im betrachteten Jahr bei null lägen. Die Wachstumsdynamik dieses Jahres lässt sich dann recht einfach ermitteln: Sie entspricht der Differenz zwischen der Jahreswachstumsrate und dem statistischen Überhang. Als Indikator ist der statistische Überhang insofern nützlich, als er frühzeitige Hinweise auf das Gesamtwachstum im laufenden Jahr liefert.²

Entsprechend lässt sich auch die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP zu einem gewissen Teil mit den Entwicklungen des Vorquartals erklären.

Dies ist von besonderem Nutzen für die Beurteilung der aktuellen wirtschaftlichen Entwicklung, welche sich durch heftige und abrupte Schwankungen auszeichnet, die größtenteils mit dem anhaltenden Krieg in der Ukraine und den Folgen der Corona-Pandemie (Covid-19) zusammenhängen. Im vorliegenden Kasten werden für die jüngsten zurückliegenden Quartale Schätzungen zum statistischen Überhang und zu den innerhalb eines Quartals verzeichneten Wachstumsraten vorgestellt. Zudem wird eine Aufschlüsselung nach den wichtigen Wirtschaftssektoren vorgenommen. Insbesondere wird eine Messgröße des monatlichen realen BIP für den Zeitraum von Januar bis September 2022 geschätzt, indem mithilfe monatlicher Indikatoren aus dem tatsächlichen vierteljährlichen realen BIP monatliche BIP-Werte interpoliert werden.³ Die Indikator-Variablen werden dabei bis zum letzten verfügbaren Datenpunkt zugrunde gelegt, danach wird für den Zeitraum bis zum Ende des dritten Quartals der zuletzt verfügbare Wert als Konstante fortgeschrieben. Dieser Ansatz ermöglicht es, den Effekt des statistischen Überhangs auf die

¹ Der vorliegende Kasten beruht auch auf Daten, die nach Redaktionsschluss dieses Berichts (26. Oktober 2022) veröffentlicht wurden.

² Eine genauere Erläuterung, wie die Jahreswachstumsrate durch Überhangseffekte aufgrund der vierteljährlichen Entwicklung beeinflusst wird, findet sich beispielsweise in: EZB, [Einfluss des statistischen Überhangs auf das jahresdurchschnittliche Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts](#), Kasten 6, Monatsbericht März 2010.

³ Die hier verwendete Interpolationsmethode ist eine Abwandlung der Methode von Chow und Lin; siehe G. C. Chow und A. Lin, Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution, and Extrapolation of Time Series by Related Series, The Review of Economics and Statistics, Bd. 53, Nr. 4, November 1971, S.372-375. Im vorliegenden Modell wird das monatliche BIP als unbeobachtete Komponente in einem Zustandsraummodell behandelt. Mithilfe der Beobachtungsgleichung wird sichergestellt, dass das vierteljährliche BIP der Summe der zu diesem Quartal gehörenden monatlichen BIP-Werte entspricht. Die Regressionsgleichung, die das monatliche BIP mit den monatlichen Indikator-Variablen verknüpft, wird in Logarithmen ausgedrückt. Das Regressionsresiduum folgt annahmegemäß einem zufälligen Pfad (Random Walk). Ein entsprechendes Modell für das Euro-Währungsgebiet findet sich in: Deutsche Bundesbank, [Zur monatlichen Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Euroraum](#), Monatsbericht, Mai 2020.

Wachstumsrate im dritten Quartal zu schätzen und die Wachstumsdynamik innerhalb des Quartals auf Basis der für das dritte Quartal zuletzt verfügbaren Indikatorwerte zu beurteilen. Des Weiteren wird das monatliche BIP auf Basis eines sektoralen Ansatzes gemessen, der die Produktion in der Industrie, im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor berücksichtigt.⁴

Für das dritte Quartal 2022 deuten die monatlichen Daten darauf hin, dass der aus dem Wachstum des Vorquartals resultierende statistische Überhang zwar geringer, aber dennoch positiv war, während die Dynamik innerhalb des dritten Quartals nun im negativen Bereich liegen dürfte. Abbildung A zeigt für den Zeitraum von Januar bis September 2022 das geschätzte monatliche reale BIP (blaue Balken) sowie das tatsächliche vierteljährliche BIP für die drei Quartale des Betrachtungszeitraums (gelbe horizontale Linien). Die Differenz zwischen der zweiten und der ersten gelben Linie entspricht somit der tatsächlichen vierteljährlichen Zuwachsrate des realen BIP im zweiten Quartal 2022 (0,8 %). Der geschätzte statistische Überhang, der sich auf das Wachstum im zweiten Quartal (0,4 %) auswirkt, ergibt sich aus der Differenz zwischen dem geschätzten realen BIP im März 2022 (dem letzten Monat des ersten Quartals) und dem Durchschnitt des ersten Quartals. Er ist identisch mit der Zuwachsrate, die im zweiten Quartal verzeichnet worden wäre, hätte sich das BIP in diesem Zeitraum nicht gegenüber dem Märzniveau verändert. Die Differenz zwischen dem Durchschnitt des zweiten Quartals und dem Märzniveau entspricht also der geschätzten Wachstumsdynamik im zweiten Quartal (0,4 %). Auf die gleiche Weise lässt sich das Wachstum des dritten Quartals 2022 zerlegen. In diesem Zeitraum stieg das BIP gemäß der vorläufigen Schnellschätzung um 0,2 %. Während der geschätzte Wachstumsüberhang im dritten Quartal mit 0,3 % weiterhin positiv ausfällt, liegt die Wachstumsdynamik innerhalb dieses Zeitraums mittlerweile im negativen Bereich und wird auf -0,1 % geschätzt.⁵

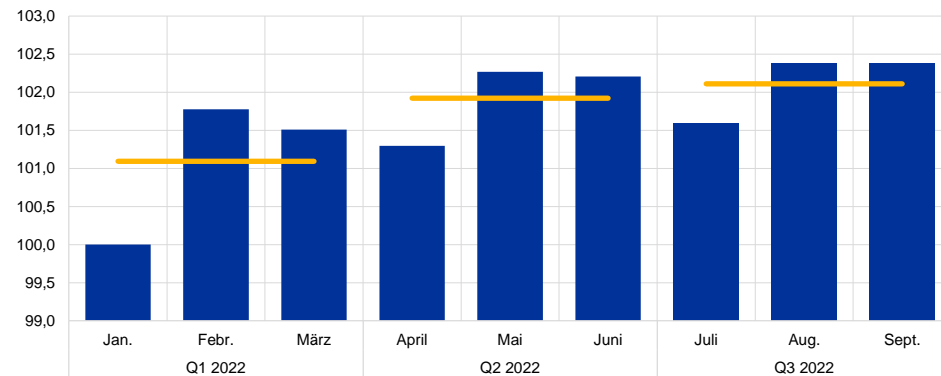
⁴ Der Indikator für die Produktion im Dienstleistungssektor bezieht sich auf Dienstleistungen der gewerblichen Wirtschaft und erfasst die am stärksten von der Pandemie betroffenen Bereiche (z. B. Beherbergungen und Gastronomie). Unberücksichtigt bleiben hingegen Handels-, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen. Da die Daten für diesen Indikator erst ab Januar 2015 verfügbar sind, werden sie für die Zwecke dieser Analyse anhand der verfügbaren historischen Daten für die Dienstleistungsproduktion bis in das Jahr 2006 zurückgeschätzt.

⁵ Die monatlichen Input-Variablen weisen eine inhärente Volatilität auf und sind deshalb revisionsanfällig, sodass die in diesem Kasten vorgestellten Ergebnisse eventuell nicht mehr mit späteren Datenveröffentlichungen kompatibel sein werden.

Abbildung A

Vierteljährliches und geschätztes monatliches reales BIP im Euroraum

(Index: Januar 2022 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt das geschätzte monatliche reale BIP von Januar bis September 2022. Die Schätzungen wurden durch Interpolation des tatsächlichen vierteljährlichen BIP ermittelt, wobei monatliche Indikatoren für die Industrie-, Bau- und Dienstleistungsproduktion als erklärende Variablen dienten. Die monatlichen Indikatoren werden bis zum letzten verfügbaren Datenpunkt innerhalb des dritten Quartals zugrunde gelegt, danach wird der letzte verfügbare Wert als Konstante bis September fortgeschrieben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2022 (vierteljährliches BIP), August 2022 (Industrie- und Bauproduktion) bzw. Juni 2022 (Dienstleistungsproduktion). Die Juli- und August-Schätzungen zur Dienstleistungsproduktion stützen sich auf verfügbare Länderdaten.

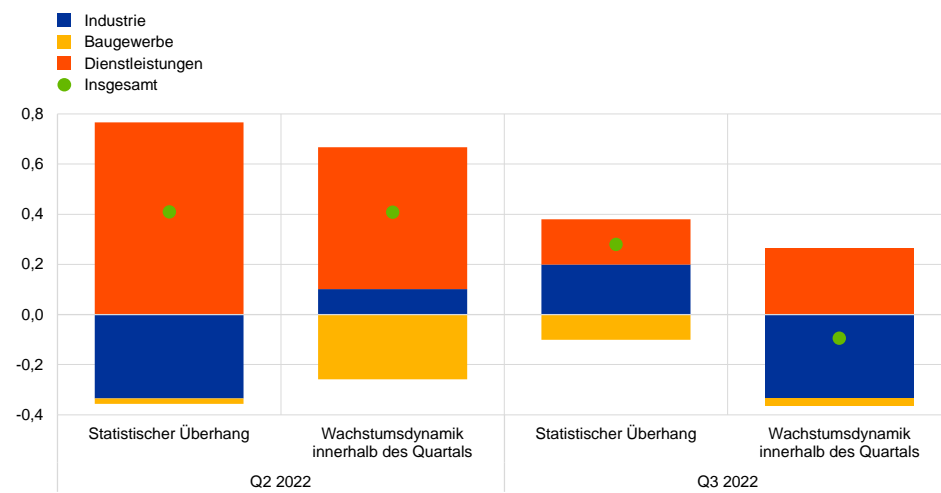
In der sektoralen Betrachtung zeigt sich, dass das langsamere Wachstum im dritten Quartal auf einen geringeren Überhangseffekt sowie auf jeweils unterschiedliche Entwicklungen im Dienstleistungs- und im Industriesektor innerhalb des Quartals zurückzuführen war. Die oben beschriebene Methode

ermöglicht eine sektorale Analyse der Wachstumsdynamik in den jüngsten zurückliegenden Quartalen. Während die Industrie stärker unter den Auswirkungen des Krieges und der Knappheit von Vorleistungsgütern zu leiden hatte, profitierte das Dienstleistungsgewerbe von der Wiederaufnahme kontaktintensiver Dienstleistungen nach dem Wegfall der Pandemiemaßnahmen. So belegen die Ergebnisse denn auch, dass der Dienstleistungssektor ausschlaggebend für den Wachstumsüberhang im zweiten Quartal und die Wachstumsdynamik innerhalb dieses zweiten Quartals war (siehe Abbildung B). Im dritten Quartal dürfte von den Dienstleistungen allerdings ein schwächerer Wachstumsimpuls ausgehen, denn sowohl zum statistischen Überhang im dritten Quartal als auch zum Wachstum innerhalb des dritten Quartals leistete der Sektor einen geringeren Beitrag. Darüber hinaus dürfte der Industriesektor das Wachstum innerhalb des dritten Quartals belasten, da dessen Produktion während der ersten beiden Monate des dritten Quartals im Durchschnitt gesunken ist.

Abbildung B

Statistischer Überhang und Wachstumsdynamik innerhalb des Quartals – geschätzte sektorale Beiträge im zweiten und dritten Quartal 2022

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die anhand des Modells ermittelten sektoralen Beiträge zum statistischen Überhang und zur Wachstumsdynamik innerhalb des Quartals für das vierteljährliche Wachstum des realen BIP. Einzelheiten zu den monatlichen BIP-Schätzungen finden sich in der Anmerkung zu Abbildung A.

Fazit: Für das dritte Quartal deuten die monatlichen Indikatoren auf eine weiterhin schwache Dynamik der Industrieproduktion sowie auf ein geringeres Wachstum im Dienstleistungssektor hin. Während die Produktion gegen Ende des zweiten Quartals 2022 noch stagnierte, war sie mit Beginn des dritten Quartals rückläufig. Diese Verschlechterung der kurzfristigen Dynamik zeigte sich sektorübergreifend auf breiter Front. Sowohl die Industrie als auch das Dienstleistungsgewerbe trugen zu schwächeren Dynamik innerhalb des dritten Quartals bei. Dies deckt sich mit den meisten Prognosen und auch mit den [gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2022](#), in denen eine Konjunkturabschwächung in der zweiten Jahreshälfte 2022 erwartet wird.

Folgen des jüngsten Inflationsanstiegs für private Haushalte mit niedrigem Einkommen

Evangelos Charalampakis, Bruno Fagandini, Lukas Henkel und Chiara Osbat

Der jüngste Anstieg der HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet trifft private Haushalte mit niedrigem und solche mit hohem Einkommen in sehr unterschiedlichem Maße.

Im vorliegenden Kasten wird untersucht, inwieweit sich die aktuell hohen Inflationsraten unterschiedlich auf einkommensschwache und einkommensstarke Haushalte auswirken. Dabei liegt das Augenmerk auf zwei Aspekten: den unterschiedlichen effektiven Inflationsraten, die sich aus dem jeweiligen Ausgabenverhalten ergeben, und der unterschiedlichen Fähigkeit, steigende Lebenshaltungskosten durch Ersparnisse oder Kreditaufnahmen abzufedern. Der Abstand zwischen den effektiven Inflationsraten des untersten und des obersten Einkommensquintils (berechnet anhand von Daten zum Konsumverhalten der privaten Haushalte) ist gegenwärtig so groß wie zuletzt im Jahr 2006. Hinzu kommt, dass Haushalte mit niedrigem Einkommen einen größeren Anteil ihres Einkommens für den Konsum aufwenden, weniger sparen können und häufiger Liquiditätsengpässen unterliegen als Haushalte mit hohem Einkommen. Deshalb haben sie weniger Spielraum, um einen massiven Anstieg ihrer Lebenshaltungskosten durch Ersparnisse aufzufangen.

Die Warenkörbe unterscheiden sich je nach Einkommensgruppe, wobei Haushalte mit niedrigem Einkommen verhältnismäßig mehr für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen ausgeben.

Einkommensschwache Haushalte im Euroraum wenden einen größeren Teil ihrer gesamten Konsumausgaben für Nahrungsmittel, Elektrizität, Gas und Heizung auf und einen geringeren Teil für Transport¹, Freizeit, Restaurants und Haushaltswaren als Haushalte mit hohem Einkommen (siehe Abbildung A). Anhand der einkommensspezifischen Warenkörbe aus der von Eurostat durchgeführten Erhebung über die Wirtschaftsrechnungen der privaten Haushalte (Household Budget Survey – HBS) lassen sich effektive Inflationsraten für die verschiedenen Einkommensquintile berechnen. Da die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum nicht im HVPI erfasst werden, bleiben sie ebenso wie die Wohnungsmieten im vorliegenden Kasten unberücksichtigt, um Verzerrungen aufgrund von

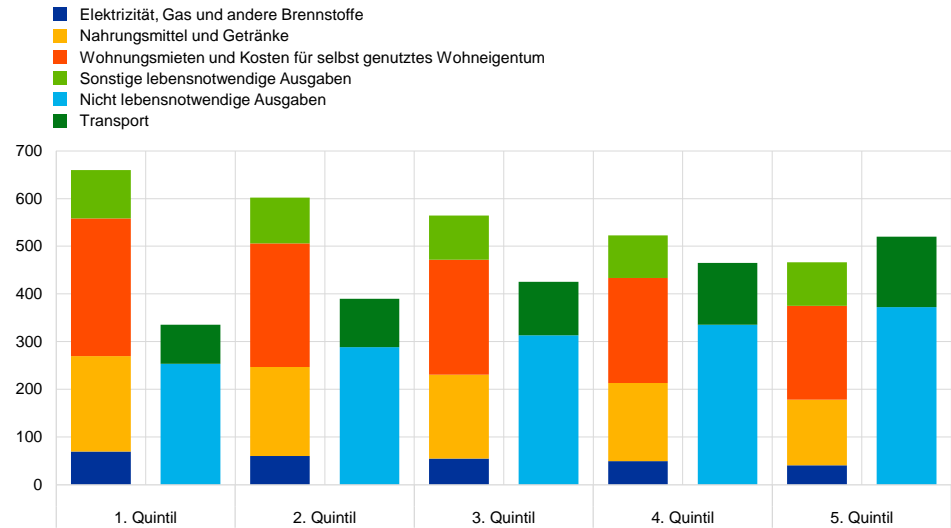
¹ Die Position „Transport“ in Abbildung A umfasst Ausgaben für Kraftfahrzeuge, Kraftstoffe (Benzin und Diesel) und Transportdienstleistungen (z. B. Inlands- und Auslandsflüge sowie Bahnreisen). Sie enthält also sowohl einige lebensnotwendige Ausgaben, beispielsweise für Pendelverkehr, als auch nicht lebensnotwendige Ausgaben, etwa für Ferienflüge.

Zusammensetzungseffekten bei der Messung der Wohnkosten in den verschiedenen Einkommensklassen zu vermeiden.²

Abbildung A

Warenkörbe im Euroraum im Jahr 2015 nach Einkommensquintilen

(Anteil an den Gesamtausgaben, skaliert auf 1 000)



Quellen: Eurostat Household Budget Survey, ISTAT und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Position „Sonstige lebensnotwendige Ausgaben“ umfasst Ausgaben für Gesundheitspflege, Erziehung und Unterricht, Wasserversorgung sowie Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Wohnung. Die Position „Nicht lebensnotwendige Ausgaben“ umfasst Bekleidung und Schuhe, Hausrat und laufende Instandhaltung des Hauses, Freizeit und Kultur, Restaurants und Hotels, verschiedene Waren und Dienstleistungen sowie die Instandhaltung und Reparatur der Wohnung. Die Balken sind von links nach rechts aufsteigend nach Einkommensquintilen angeordnet.

Der Abstand zwischen der effektiven Inflationsrate im untersten und im obersten Einkommensquintil ist derzeit so groß wie zuletzt 2006.

Nachdem er von 2011 bis November 2021 auch aufgrund der niedrigen Inflation zumeist gering gewesen war (-0,25 bis 0,25 Prozentpunkte), weitete er sich in der Folgezeit massiv aus, und zwar von 0,1 Prozentpunkten im September 2021 auf 1,9 Prozentpunkte im September 2022 (siehe Abbildung B).³ Diese Inflationslücke zwischen den

² Bei der Berechnung der spezifischen Inflationsraten der einzelnen Einkommensquintile werden die im HBS ausgewiesenen Rohgewichte nicht direkt verwendet, sondern zunächst entsprechend der Methodik für den HVPI angepasst. Da die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI nicht erfasst werden, bleibt die HBS-Kategorie „Wohnungsmieten und Kosten für selbst genutztes Wohneigentum“ hierbei unberücksichtigt. Die HBS-Rohgewichte werden überdies wie folgt angepasst: Bei den Quintilsgewichten von Positionen, die auf den zweistelligen Kategorien der Klassifikation des individuellen Verbrauchs nach Verwendungszweck (COICOP) basieren, wird jährlich die Differenz zwischen dem für die HVPI-Berechnung verwendeten Gewicht der betreffenden Position und ihrem aggregierten Gewicht gemäß dem HBS hinzuaddiert. Für die Position „Wohnung, Wasser, Elektrizität, Gas und andere Brennstoffe“ wird nicht die zweistellige COICOP-Kategorie verwendet, sondern die entsprechenden Dreisteller (ohne Wohnungsmieten und selbst genutztes Wohneigentum). Weitere Informationen zur Nichtberücksichtigung selbst genutzten Wohneigentums im HVPI finden sich in: Work stream on inflation measurement, [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 265, 2021.

³ Wie oben erwähnt enthalten die im HBS ausgewiesenen Ausgabengewichte neben Wohnungsmieten auch Ausgaben für selbst genutztes Wohneigentum, die in den beiden Einkommensgruppen sehr unterschiedlich ausfallen. Da selbst genutztes Wohneigentum im HVPI nicht berücksichtigt wird, wird die Position „Wohnungsmieten und selbst genutztes Wohneigentum“ bei der Ermittlung der einkommensspezifischen Inflationsraten in diesem Kasten aus den quintilsspezifischen Warenkörben herausgerechnet. Legt man hingegen die im HBS ausgewiesenen Rohgewichte zugrunde und lässt Änderungen der HVPI-Gewichte im Zeitverlauf unberücksichtigt, ergibt sich für September 2022 eine noch höhere Inflationsdifferenz von 2,3 Prozentpunkten (1,8 Prozentpunkte bei Berücksichtigung der Wohnkosten).

einkommensschwächeren und einkommensstärkeren Privathaushalten ist in erster Linie den Energie- und Nahrungsmittelpreisen geschuldet. Eine Aufschlüsselung ergibt, dass vor allem die Position „Elektrizität, Gas und andere Brennstoffe“ sowie zunehmend auch die Nahrungsmittelpreise dafür verantwortlich sind, dass sich Haushalte mit niedrigerem Einkommen mit einer höheren Inflation konfrontiert sehen. Geschmälert wird die Inflationslücke indes durch die in die Transportpreise (darunter die Preise für Benzin und Diesel, aber auch Ferienflüge) einfließenden Energiepreisanstiege (siehe Abbildung C). Außerdem konsumieren einkommensstärkere Haushalte tendenziell teurere Produktvarianten innerhalb derselben Warengruppe (z. B. Markenprodukte statt günstigere White-Label-Produkte). Hier zeigt sich, dass private Haushalte mit hohem Einkommen noch eine weitere Möglichkeit haben, ihre Ausgaben zu senken, nämlich indem sie teure Produkte durch kostengünstigere Alternativen ersetzen. Haushalte mit niedrigem Einkommen kaufen hingegen tendenziell bereits die kostengünstigeren Varianten und können deshalb die Folgen der Inflation nicht so leicht durch Substitution dämpfen. In den Berechnungen in Abbildung B bleiben solche Substitutionen allerdings unberücksichtigt.

Abbildung B
 Inflationsdifferenz zwischen dem untersten und dem obersten Einkommensquintil der privaten Haushalte im Euroraum

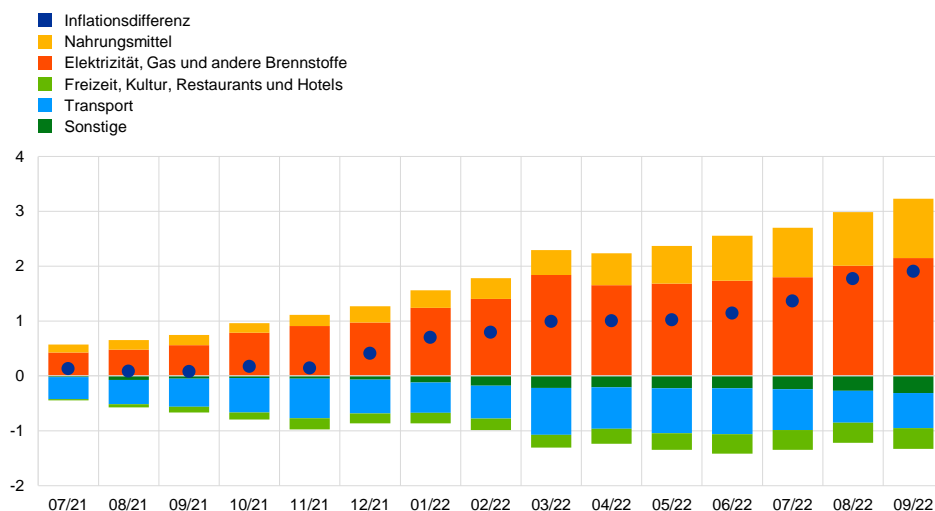


Quellen: Eurostat Household Budget Survey, ISTAT und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Dargestellt ist die Differenz zwischen der effektiven Inflationsrate für private Haushalte mit niedrigem Einkommen (erstes Quintil) und jener für private Haushalte mit hohem Einkommen (fünftes Quintil). Die quintilsspezifischen Inflationsraten werden auf Basis der quintilsspezifischen Warenkörbe (siehe Abbildung A) ohne Ausgaben für „Wohnungsmieten und Kosten für selbst genutztes Wohneigentum“ ermittelt. Die auf dem HBS basierenden Gewichte werden jährlich aktualisiert, wobei sich die Aktualisierung an jener der offiziellen HVPI-Gewichte orientiert.

Abbildung C

Zerlegung der Inflationsdifferenz zwischen privaten Haushalten im untersten und im obersten Einkommensquintil

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat Household Budget Survey, ISTAT und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Beiträge der einzelnen Komponenten werden berechnet als Inflationsrate auf Komponentenebene multipliziert mit der Differenz der Gewichte der betreffenden Komponente in den quintilsspezifischen Warenkörben. Die quintilsspezifischen Inflationsraten werden ohne Ausgaben für „Wohnungsmieten und Kosten für selbst genutztes Wohneigentum“ ermittelt. Die auf dem HBS basierenden Gewichte werden jährlich aktualisiert, wobei sich die Aktualisierung an jener der offiziellen HVPI-Gewichte orientiert.

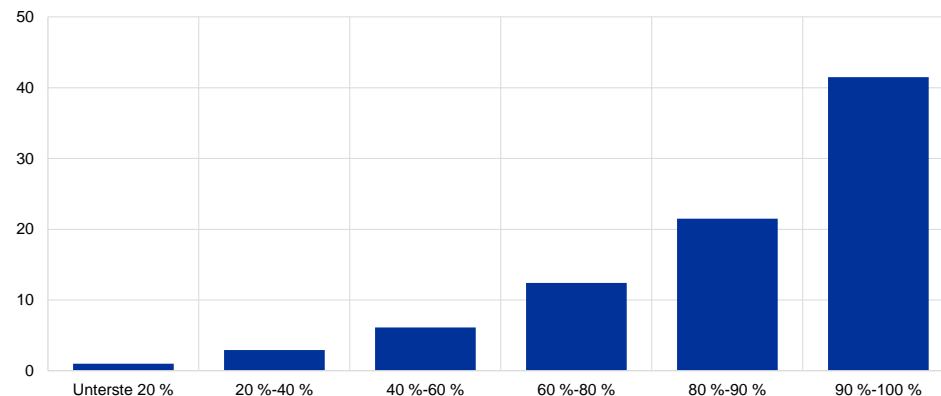
Private Haushalte mit niedrigem Einkommen verfügen zudem über weniger Möglichkeiten, um einen starken Anstieg ihrer Lebenshaltungskosten durch einen Rückgriff auf ihre Ersparnisse abzufedern. In der Regel wenden sie einen größeren Teil ihres Einkommens für den Konsum auf, sparen weniger und unterliegen häufiger Liquiditätsengpässen als Haushalte mit hohem Einkommen. Den Daten der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey – HFCS) für das Jahr 2017 zufolge fällt der Medianwert des liquiden Finanzvermögens bei den privaten Haushalten am untersten Ende der Einkommensverteilung am niedrigsten aus, während Haushalte aus den obersten Einkommensperzentilen den höchsten Median aufweisen (siehe Abbildung D, Grafik a). Einkommensschwache Haushalte können daher einen inflationsbedingten sprunghaften Anstieg der Lebenshaltungskosten schlechter abfangen. Überdies nimmt der Medianwert der Sparquote (berechnet als prozentualer Anteil des verfügbaren Haushaltseinkommens) in den oberen Einkommensquintilen zu. Einkommensschwache Haushalte schmelzen ihre Ersparnisse hingegen im Schnitt ab: Die Sparquote liegt im untersten Einkommensquintil im Median bei -6,4 %. Privathaushalte im obersten Einkommensquintil weisen hingegen eine Sparquote von 39,3 % auf (siehe Abbildung D, Grafik b).

Abbildung D

Liquides Finanzvermögen und Sparquoten der privaten Haushalte im Euroraum

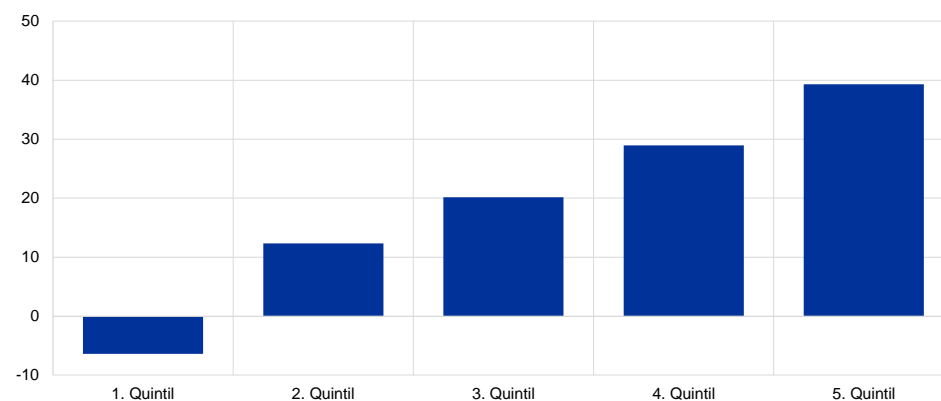
a) Liquides Finanzvermögen

(x-Achse: Einkommensperzentile, y-Achse: Medianwert des liquiden Finanzvermögens in Tsd €)



b) Sparquoten

(x-Achse: Einkommensquintile, y-Achse: Sparquote in % des verfügbaren Einkommens)



Quellen: Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (Umfrage aus dem Jahr 2017) sowie experimentelle Daten von Eurostat für 2015.

Anmerkung: Zum liquiden Finanzvermögen zählen Einlagen, Investmentfonds, Anleihen, der Wert von Privatunternehmen (ohne Selbstständige), börsennotierte Aktien und verwaltete Konten. Die Medianwerte sind bedingt, d. h., sie werden nur für diejenigen Haushalte im Euroraum berechnet, die überhaupt über liquides Finanzvermögen – egal in welcher Form – verfügen (Grafik a). Die Medianwerte der Sparquoten errechnen sich als prozentualer Anteil am verfügbaren Einkommen (Grafik b).

Dass einkommenschwächere Haushalte häufiger Liquiditätsengpässen

unterliegen, zeigt sich auch daran, dass ein immer größerer Teil der Privathaushalte davon ausgeht, Rechnungen für Versorgungsleistungen nur mit Verzug bezahlen zu können. Aus der Umfrage der EZB zu den

Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) geht hervor, dass bei einer gleichstarken Erhöhung der Energieausgaben Haushalte aus dem untersten Einkommensquintil ihre Ersparnisse fünf- bis sechsmal stärker zurückführen als Haushalte aus dem obersten Einkommensquintil.⁴ Ein weiteres wichtiges Ergebnis der Umfrage ist, dass der Anteil der Verbraucher, die davon ausgehen, ihre Rechnungen für Versorgungsleistungen wie Strom und Heizung nur mit Verzug bezahlen zu können, seit April 2020 bei Privathaushalten mit niedrigem Einkommen stärker gestiegen ist als bei Haushalten mit hohem Einkommen (siehe Abbildung E). Dies könnte bedeuten, dass die finanzielle Stabilität der

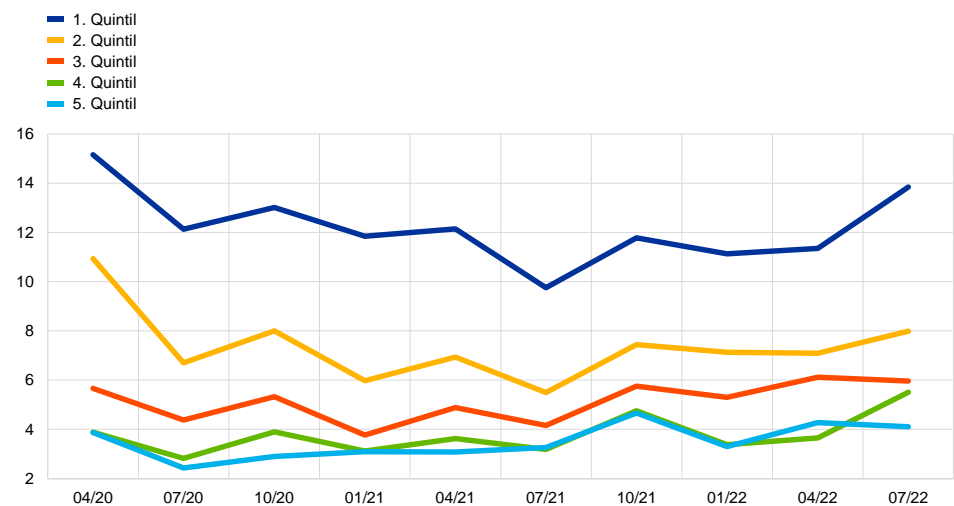
⁴ Siehe EZB, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

einkommensschwachen privaten Haushalte angesichts des Preisauftriebs bei Energie- und Nahrungsmitteln sogar noch mehr gefährdet ist.

Abbildung E

Anteil der Verbraucher, die davon ausgehen, mit ihren Rechnungen für Versorgungsleistungen in Verzug zu geraten

(in % der Befragten)



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

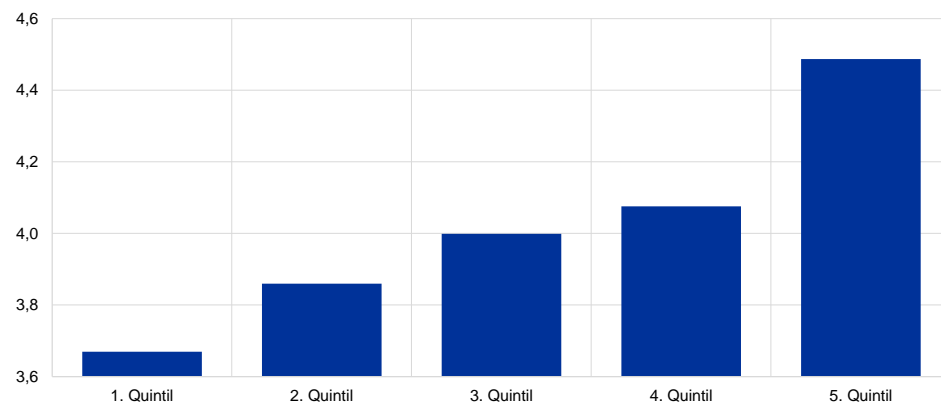
Anmerkung: Die Abbildung weist über die fünf Einkommensquintile hinweg den Anteil der Teilnehmer an der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen aus, die davon ausgehen, dass sie Rechnungen für Versorgungsleistungen wie Strom und Heizung in den drei Monaten unmittelbar nach der jeweiligen Umfrage (von April 2020 bis Juli 2022) nur mit Verzug bezahlen können.

Einkommensschwache Haushalte halten die jüngsten staatlichen Maßnahmen zur Abmilderung der Folgen der höheren Energiepreise eher für unzureichend als einkommensstarke Haushalte. In der CES-Umfrage wurden die Teilnehmer gefragt, inwieweit sie diese Maßnahmen als ausreichend erachteten, um ihre üblichen Ausgaben für lebensnotwendige Waren und Dienstleistungen aufrechterhalten zu können. Die Bewertung fiel im untersten Einkommensquintil im Schnitt am niedrigsten und im obersten Einkommensquintil am höchsten aus (siehe Abbildung F). Dies könnte dafür sprechen, dass staatliche Maßnahmen noch effektiver auf private Haushalte mit niedrigem Einkommen ausgerichtet werden könnten.

Abbildung F

Bewertung der Angemessenheit der staatlichen Maßnahmen zur Bekämpfung der höheren Energiepreise

(Bewertung der Angemessenheit der staatlichen Maßnahmen anhand einer Skala von 0 bis 10)



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

Anmerkung: Dargestellt ist die durchschnittliche Bewertung der Angemessenheit der staatlichen Hilfsmaßnahmen für die fünf Einkommensquintile. Die Frage lautete konkret wie folgt: „Viele Regierungen ergreifen derzeit Maßnahmen, um die Belastung der privaten Haushalte durch die höheren Energiepreise zu verringern. Inwieweit werden Ihrer Meinung nach die Maßnahmen in Ihrem Land ausreichen, damit Ihr Haushalt seine üblicherweise getätigten Ausgaben für Waren und Dienstleistungen aufrechterhalten kann?“. Die Frage wurde im Oktober 2022 gestellt. Die Skala reichte dabei von 0 = „völlig unzureichend“ bis 10 = „völlig ausreichend“.

Der Preisaufrtrieb bei Energie und Nahrungsmitteln zieht erhebliche Verteilungseffekte für einkommensschwache und einkommensstarke Haushalte nach sich.

Haushalte mit niedrigem Einkommen sind von diesen Preisänderungen stärker betroffen, da sie einen größeren Anteil ihrer gesamten Konsumausgaben für lebensnotwendige Güter wie Nahrungsmittel, Elektrizität, Gas und Heizung aufwenden, tendenziell weniger sparen und eher Liquiditätsengpässen unterliegen. Die Regierungen im Euro-Währungsgebiet haben Maßnahmen beschlossen, um die Auswirkungen der zuletzt verzeichneten Teuerung auf die privaten Haushalte abzumildern, aber bislang bewerten sämtliche Einkommensgruppen diese Hilfen als unzureichend – insbesondere die Haushalte mit niedrigem Einkommen. Dies lässt den Schluss zu, dass die Unterstützungsmaßnahmen noch zielgenauer auf einkommensschwache Haushalte ausgerichtet werden können.

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

Gabe de Bondt, Evangelos Charalampakis, Friderike Kuik und Richard Morris

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 69 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet gewinnen konnte. Die Umfrage fand überwiegend im Zeitraum vom 26. September bis zum 6. Oktober 2022 statt.¹

Insgesamt meldeten die befragten Unternehmen für das dritte Quartal eine spürbare Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit, die weitgehend einer Stagnation entsprach. Die verzeichneten Umsatz- und/oder Produktionseinbußen betrafen in erster Linie den Vorleistungsgütersektor (und hier vor allem die energieintensiven Branchen) und zum Teil den Konsumgütersektor (darunter insbesondere Haushaltsgeräte). Ausschlaggebend hierfür waren steigende Produktionskosten und ein erkennbarer und/oder erwarteter Nachfragerückgang der Endverbraucher, denn der Konsum wurde zunehmend von Waren hin zu Dienstleistungen verlagert, die Kaufkraft wurde durch die hohe Inflation geschmälert und einige Unternehmen begannen damit, ihre zuvor aufgestockten Lagerbestände abzubauen. Gleichwohl meldeten viele Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe – vor allem Investitionsgüterproduzenten, unter anderem im Kraftfahrzeugbereich – vor dem Hintergrund anhaltender großer Auftragsrückstände und nur allmählich nachlassender Lieferengpässe ein stabiles oder wachsendes Produktionsvolumen. Energieerzeuger wiesen auf einen deutlichen Rückgang des industriellen Gasverbrauchs und eine erhöhte Nachfrage nach alternativen Energien hin. Auch im Wohnungsbau und bei den Gewerbeimmobilien wurde angesichts der hohen Baukosten und der steigenden Zinsen eine Abkühlung beobachtet, während sich die Infrastrukturinvestitionen als widerstandsfähiger erwiesen. Die meisten befragten Unternehmen im Dienstleistungssektor meldeten ein anhaltendes Wachstum der Wirtschaftstätigkeit. Als Triebfedern hierfür wurden unter anderem die Digitalwirtschaft und die kräftige Erholung der Tourismusbranche in den Sommermonaten genannt, die möglicherweise noch stärker ausgefallen wäre, wenn sie nicht durch einen Arbeitskräftemangel gebremst worden wäre. Einzelhändler und ihre Lieferanten gaben an, dass die Verbraucher in vielen Fällen sparen, indem sie sowohl bei Nahrungsmitteln als auch bei sonstigen Waren auf günstigere Marken zurückgreifen. Allerdings scheint dies vor allem das niedrig- und mittelpreisige Sortiment und nicht die Nachfrage nach hochpreisigen Produkten zu betreffen.

Mit Blick auf die kommende Zeit erwarteten die Unternehmen eine weitere Eintrübung der Wirtschaftstätigkeit, was auf eine Kontraktion im vierten Quartal hindeutet. In Sektoren, in denen die Wirtschaftstätigkeit bereits rückläufig war, gingen die befragten Unternehmen generell davon aus, dass sich dieser Trend

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

in den kommenden Monaten fortsetzen wird. In den Branchen, in denen Lieferengpässe zu großen Auftragsrückständen geführt haben, dürfte die Produktion zumindest bis Anfang kommenden Jahres auf dem aktuellen Niveau verbleiben oder sogar noch ansteigen, wohingegen die Aussichten für die Zeit danach ungewiss sind. In der Tourismus- und Reisebranche dürfte sich die Erholung im Winter und bis in den nächsten Sommer hinein fortsetzen, wenn auch in geringerem Tempo als in den vergangenen Quartalen. In anderen Sektoren gaben zwar viele Unternehmen an, dass ihre Umsätze und ihre Auftragslage trotz des globalen geopolitischen und wirtschaftlichen Umfelds besser als erwartet ausgefallen seien. Zugleich wurde jedoch vielfach die Besorgnis darüber geäußert, wie kleinere Lieferanten und Kunden mit den steigenden Kosten – vor allem bei Energie – zurechtkommen würden. Auch gab es Bedenken, dass Verbraucher ihre Ausgaben als Reaktion auf die steigenden Lebenshaltungskosten einschränken könnten. Dies führe folglich zu einer „erhöhten Wachsamkeit“. Darüber hinaus stelle die Möglichkeit von Energieengpässen oder einer Energierationierung während des Winters für die Unternehmen ein erhebliches Randrisiko dar, das in den Basisszenarien der Geschäftsplanungen generell nicht berücksichtigt worden sei. Die Unternehmen berichteten angesichts des äußerst schwierigen globalen geopolitischen und wirtschaftlichen Umfelds und der allgemeinen Diskussion über eine drohende Rezession überwiegend von einer vorsichtigen Finanzplanung für das nächste Jahr. Die Aussichten für 2023 wurden somit insgesamt als düster und höchst ungewiss wahrgenommen.

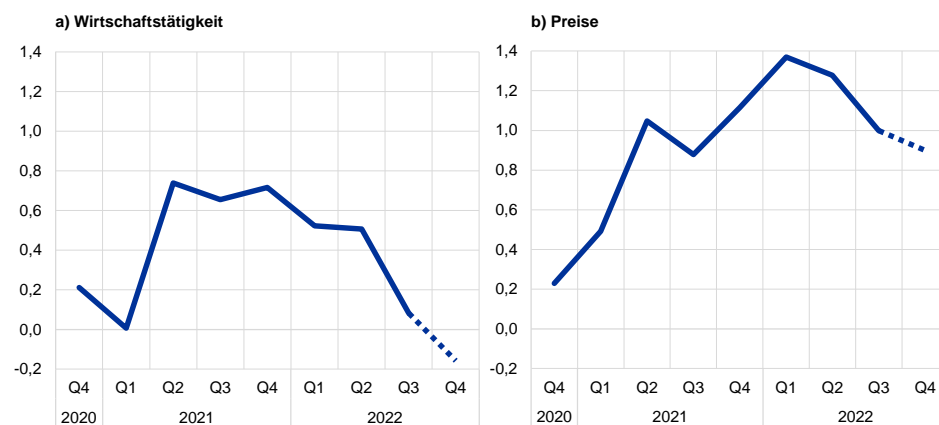
Die befragten Unternehmen wiesen angesichts einer weiterhin angespannten Arbeitsmarktlage auf ein etwas langsames Beschäftigungswachstum hin.

Trotz der Abschwächung und des erwarteten Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit rechnen die meisten mit einem eher gedämpften Effekt auf die Beschäftigung. Einige Unternehmen zögern zwar vermehrt, Personal einzustellen, und manche haben begonnen, Personal zu entlassen. Die meisten Unternehmen gaben aber an, dass eine Verringerung der Mitarbeiterzahl unwahrscheinlich sei, denn die jüngsten Erfahrungen hätten gezeigt, wie schwierig es sei, die nötigen Arbeitskräfte zu gewinnen, zu schulen und zu halten. Nach wie vor stellt der Arbeitskräfte- und Fachkräftemangel viele Unternehmen vor Herausforderungen, obwohl sich die Lage in einigen Bereichen verbessert hat. Arbeitsagenturen weisen auf eine anhaltend starke Zunahme der unbefristeten Beschäftigungsverhältnisse hin, während die Nachfrage nach befristeten Arbeitskräften etwas nachgelassen hat.

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

Die meisten befragten Unternehmen meldeten eine anhaltend starke Preisdynamik, auch wenn die durchschnittliche Steigerungsrate leicht rückläufig sei, da sich die Preise in einigen Sektoren entweder stabilisiert oder verringert hätten. In Teilen des Vorleistungsgütersektors sind die Preise den Unternehmen zufolge ausgehend von sehr hohen Höchstständen in einigen Produktsegmenten gefallen. So haben sich die Preise einiger Grund- und Rohstoffe in den vergangenen Monaten entweder stabilisiert oder sind gesunken. Der Effekt auf die Vorleistungskosten wurde dabei jedoch durch den schwachen Euro-Wechselkurs und die bei vielen Lieferanten noch nicht abgeschlossene Weitergabe der bisherigen Kostensteigerungen (auch für Energie) oftmals entweder gedämpft oder mehr als wettgemacht. Die Preise für Transport und Logistik stiegen insgesamt weiter an. Die Spot-Frachtraten waren zwar auf einigen wichtigen Handelsrouten rückläufig, doch spiegelte sich dies in den Frachtkosten kaum wider, da hier langfristige Kontrakte überwiegen. Unterdessen gibt es deutliche Unterschiede, in welchem Umfang die sehr kräftigen Preissteigerungen bei Gas und Strom (direkt und indirekt) auf die Unternehmenskosten und die Verkaufspreise durchwirken. Viele Unternehmen gaben an, dass ein Großteil der gestiegenen Kosten in einem günstigeren Preissetzungsumfeld als üblich bereits weitergegeben worden sei. Zugleich berichtete ein erheblicher Anteil der befragten Unternehmen, dass die Auswirkungen auf ihre Kostenbasis vor allem – oder überhaupt – erst ab 2023 spürbar sein dürften, da dann langfristige Absicherungs- und Lieferverträge für Energie ausliefen. Insgesamt empfanden die meisten Unternehmen daher nach wie vor einen hohen Kostendruck und passten ihre Preise weiterhin häufiger und stärker als üblich an, wobei sich die aktuell erwartete sequenzielle Änderungsrate in den kommenden ein oder zwei Quartalen nur geringfügig abschwächte.

Der Lohndruck nahm weiter zu und wird für viele Unternehmen immer mehr zu einem zusätzlichen Kostenproblem.

Im Jahr 2022 war das Lohnwachstum den meisten Unternehmen zufolge noch immer begrenzt oder moderat. In zahlreichen Unternehmen galten nach wie vor überwiegend die 2021 oder früher geschlossenen Tarifvereinbarungen. Mehrere Unternehmen wiesen darauf hin, dass sie temporäre Zahlungen an ihre Beschäftigten leisteten, um sie angesichts der höheren Lebenshaltungskosten zu unterstützen (vor allem in den Fällen, in denen noch keine Tarifverhandlungen stattgefunden haben). Allerdings nahm mit der Zeit die Erwartung zu, dass in den bevorstehenden Tarifabschlüssen dauerhafte Lohnerhöhungen festgeschrieben werden. Von denjenigen Unternehmen, die eine quantitative Einschätzung des erwarteten Lohnwachstums abgaben, rechnete eine große Mehrheit damit, dass die Löhne ab 2023 um 4 % oder mehr (in vielen Fällen sogar deutlich mehr) steigen werden. Während einige Unternehmen es für angemessen hielten, höhere Löhne anzubieten, um die Beschäftigten für die höheren Lebenshaltungskosten zu entschädigen, machten sich viele Sorgen darüber, wie sich die steigenden Arbeitskosten auf die Profitabilität auswirken werden.

6 Inflationserwartungen der Verbraucher – Evidenz aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen

Lucyna Gornicka, Justus Meyer und Aidan Meyler

Angesichts des starken Anstiegs der HVPI-Inflation im Euroraum in den zurückliegenden 18 Monaten wird es immer wichtiger, die Veränderungen der Inflationserwartungen der Verbraucher zu beobachten und zu analysieren. Im vorliegenden Kasten wird die Entwicklung der Inflationserwartungen der Verbraucher¹ anhand von Daten aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) untersucht, die erstmals im Jahr 2020 durchgeführt wurde.² Dabei werden Veränderungen über die gesamte Verteilung der Inflationserwartungen hinweg beleuchtet. Der Fokus liegt auf dem Mittelwert und dem Median der Inflationserwartungen, denn diese beiden Messgrößen können aufgrund von unterschiedlichen Schiefen der Verteilung der Umfrageergebnisse voneinander abweichen. Es werden die Ergebnisse zur erwarteten Inflation in einem Jahr und in drei Jahren vorgestellt. Mit den Erwartungen für die Inflation in einem Jahr werden die kurzfristigen Inflationserwartungen gemessen, die sensibler auf die aktuelle Inflationsentwicklung reagieren als jene für längere Zeithorizonte. Die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren sind eine Messgröße für die mittelfristigen Inflationserwartungen und erfassen die potenziellen Risiken einer Entankerung der Inflationserwartungen vom Zielwert einer Zentralbank somit besser.

Nachdem die HVPI-Inflation im Juli 2021 auf über 2 % gestiegen war, begannen sich auch Inflationswahrnehmung und Inflationserwartungen der Verbraucher zu erhöhen. Von April 2020 – dem Beginn der Umfragen zu den Verbrauchererwartungen – bis Juli 2021 lag die Teuerung auf einem relativ niedrigen Niveau, und die Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Verbraucher waren

¹ Die verfügbaren Messgrößen der Inflationserwartungen unterscheiden sich in vielerlei Hinsicht. Unterschiede bestehen beispielsweise in Bezug auf die Wirtschaftsakteure (private Haushalte/Verbraucher, Unternehmen, professionelle makroökonomische Prognostiker und Finanzmärkte), die Art der Messgröße (auf Basis von Umfragen oder von Finanzmarktpreisen) und den Zeithorizont (kurz-, mittel- oder langfristig). Die Inflationserwartungen von Prognostikern und Finanzmärkten stellen die Erwartungen professioneller Makroökonomien dar. Die Erwartungen der privaten Haushalte weisen, abhängig von deren Kenntnis der makroökonomischen Entwicklungen, tendenziell stärkere Variationen auf. In diesem Zusammenhang sollten relativ kleine Veränderungen nicht überinterpretiert werden. Aus deutlicheren Verschiebungen lassen sich jedoch wichtige Erkenntnisse ableiten.

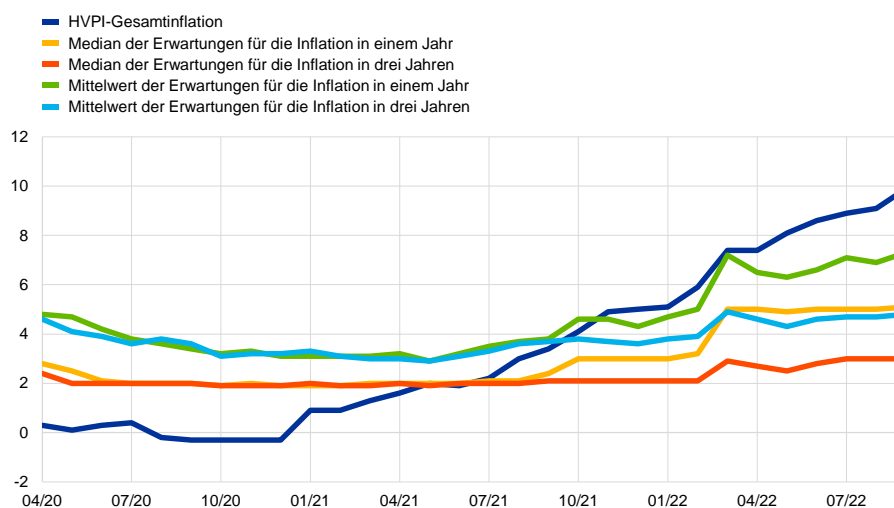
² Die CES-Umfrage wurde im April 2020 eingeführt. Dabei handelt es sich um eine laufende monatliche Panel-Befragung von mehr als 10 000 Teilnehmern aus den sechs größten Euro-Ländern (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und den Niederlanden). Die Umfrage wird im Auftrag der EZB durchgeführt. Dabei werden über das Internet vollständig harmonisierte Daten zu den Verbrauchererwartungen auf der Grundlage einer repräsentativen Stichprobe der Grundgesamtheit erhoben. Weitere Informationen zur Methodik, ein Leitfaden für Nutzer und die aktuelle Umfrage der EZB sind im entsprechenden Abschnitt der [EZB-Website](#) abrufbar. Nähere Informationen finden sich in: EZB, [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series, Nr. 287, 2021; D. Georgarakos und G. Kenny, [Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 129, 2022, S. 1-14.

mit rund 2 % relativ stabil (siehe Abbildung A).³ Als die HVPI-Inflation im Sommer 2021 den Wert von 2 % überschritt, stiegen auch die kurzfristigen Inflationserwartungen schrittweise an.⁴ Die mittelfristigen Inflationserwartungen waren bis März 2022 weitgehend unverändert. Doch nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine erhöhte sich der Median der Erwartungen für die Inflation in drei Jahren auf 3 %. Seither sind sie jedoch trotz eines weiteren deutlichen Anstiegs der Gesamtinflation relativ stabil geblieben. Der gegenüber Ausreißern anfälligere Mittelwert der Inflationserwartungen wies etwas stärkere Veränderungen auf.

Abbildung A

Mittelwert und Median der Inflationserwartungen der Verbraucher und HVPI-Inflation

(in %; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und Eurostat.

Anmerkung: Gewichtete Schätzungen. Der Median wird auf Basis einer symmetrischen linearen Interpolation berechnet, bei der die Rundung von Antworten berücksichtigt wird. Die Mittelwerte werden am 2. und 98. Perzentil jeder Umfragerunde und jedes Landes winsorisiert.

Die Verteilung der Inflationserwartungen der Verbraucher hat sich nach rechts verschoben, wobei die Erwartungsmasse an den Rändern aber nicht wesentlich zugenommen hat.

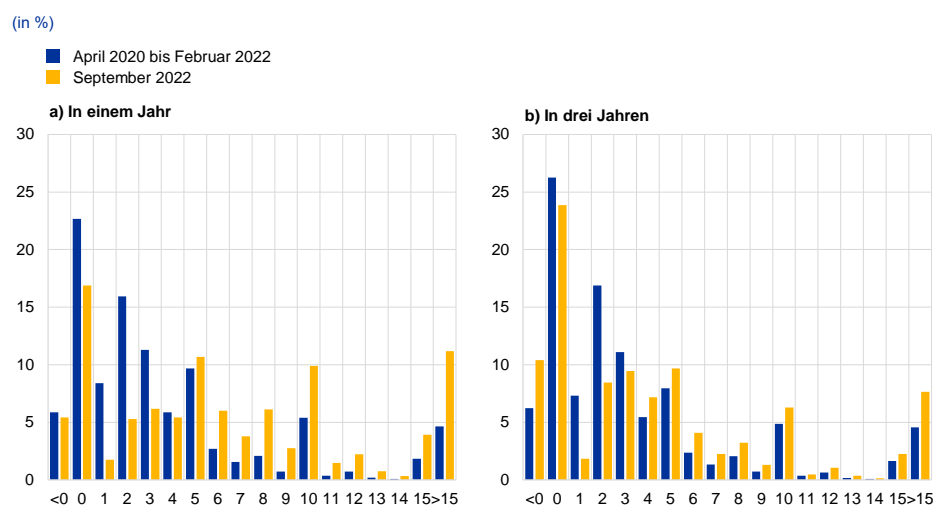
Abbildung B zeigt die Histogramme der kurzfristigen und der mittelfristigen Inflationserwartungen der Verbraucher, und dies sowohl im Durchschnitt des Zeitraums von April 2020 bis Februar 2022 als auch für den September 2022. Zwar wird der Wert null nach wie vor am häufigsten angegeben,

³ Im April 2020 waren die Inflationserwartungen aufgrund der größeren Unsicherheit infolge der Pandemie und der ersten Lockdown-Maßnahmen leicht erhöht. Es gilt als stilisierter Fakt, dass die Inflationserwartungen der Verbraucher tendenziell höher sind als jene der professionellen Makroökonomien. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass einige Verbraucher dazu neigen, die Inflationserwartungen als gerundete Zahlen (häufig als ein Vielfaches von fünf) anzugeben, insbesondere, wenn sie unsicherer sind. Eine ausführlichere Erörterung findet sich in: EZB, [Zur Interpretation der Inflationswahrnehmung und -erwartungen von Verbrauchern unter dem Aspekt der \(Un-\)Sicherheit](#), Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

⁴ Im vorliegenden Kasten werden die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern oder soziodemografischen Gruppen nicht erörtert. Weitere Informationen finden sich im Abschnitt zur CES-Umfrage auf der EZB-Website. Insgesamt bestehen zwar gewisse spezifische Unterschiede, doch das allgemeine Profil der Veränderungen bei den aggregierten Wahrnehmungen und Erwartungen ist in den verschiedenen Teilgruppen der Grundgesamtheit weitgehend vergleichbar. Eine aktuelle Erörterung geschlechtsspezifischer Unterschiede bei den Inflationserwartungen findet sich in: V. Di Nino, A. Kolndrekaj und A. Meyler, [What drives inflation expectations of women and men?](#), The ECB Blog, 14. September 2022.

doch hat sich die Zahl der Befragten, die höhere Inflationsraten erwarten, im Zeitverlauf erhöht. Von April 2020 bis Februar 2022 waren 2 % und 3 % die zweithäufigsten und dritthäufigsten Antworten sowohl für die kurzfristigen als auch für die mittelfristigen Erwartungen. Im September 2022 haben sich diese Werte für die zweit- und dritthäufigsten Antworten jedoch bei den kurzfristigen Erwartungen auf 5 % und 10 % und bei den mittelfristigen Erwartungen auf 3 % und 5 % erhöht.⁵ Zugleich sind die höheren Momente der Erwartungsverteilung, die Veränderungen an den Rändern erfassen (z. B. Wölbung und Schiefe), seit Beginn des im Juli 2021 einsetzenden Inflationsanstiegs nicht wesentlich gestiegen. Dies lässt darauf schließen, dass die Aufwärtsverschiebung der Erwartungsverteilung nicht durch eine Zunahme der Erwartungsmasse an den Rändern bedingt ist.

Abbildung B
Histogramm der Inflationserwartungen der Verbraucher



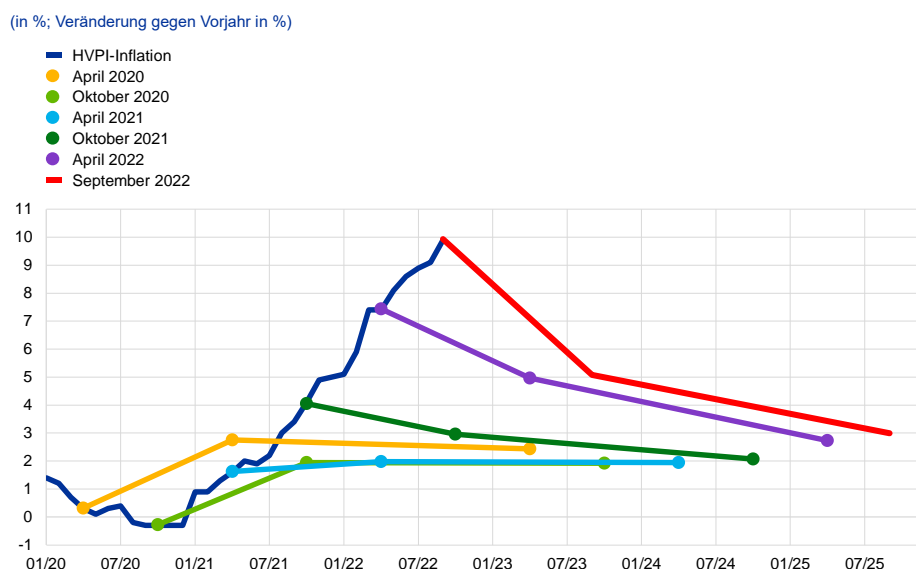
Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.
Anmerkung: Abgebildet sind Histogramme der Erwartungen für die Inflation in einem Jahr (linke Grafik) und in drei Jahren (rechte Grafik) im Durchschnitt des Zeitraums von April 2020 bis Februar 2022, d. h. vor dem Einmarsch Russlands in die Ukraine (blaue Balken), und für September 2022 (orangefarbene Balken).

Wenngleich die Wahrnehmung der aktuellen Teuerung und die Erwartungen für die kurzfristige Inflationsentwicklung gestiegen sind, weist die Strukturkurve der Inflationserwartungen der Verbraucher indes auch weiterhin ein starkes Gefälle auf. Indem die Angaben zu den Inflationserwartungen für unterschiedliche Zeithorizonte miteinander kombiniert werden, entsteht eine Strukturkurve der Inflationserwartungen der Verbraucher. Diese bleibt, wie aus Abbildung C ersichtlich, stark abwärtsgerichtet. Mit anderen Worten: Die Konsumentinnen und Konsumenten im Euroraum identifizieren in dem derzeitigen sprunghaften Anstieg der wahrgenommenen Inflation nach wie vor eine ausgeprägte transitorische Komponente und gehen davon aus, dass sich die Teuerung mittelfristig wieder

⁵ Ein Merkmal der quantitativen Inflationswahrnehmung und -erwartungen der Verbraucher ist die Häufung bei bestimmten Werten, vor allem bei Vielfachen von 1, 5 und 10. Diese Eigenschaft wurde bei Daten aus den Vereinigten Staaten, dem Euro-Währungsgebiet, Japan und Australien beobachtet. Eine aktuelle Erörterung findet sich in: Y. Haidari und G. Nolan, [Sentiment, Uncertainty and Households' Inflation Expectations](#), Bulletin der Reserve Bank of Australia, September 2022.

stärker einem in der Vergangenheit vorherrschenden Niveau annähern, dabei aber über 2 % bleiben wird.

Abbildung C
Strukturkurve des Medians der Inflationserwartungen



Quellen: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen und Eurostat.

Anmerkung: Die Abbildung gibt den Verlauf des Medians der Inflationserwartungen der Verbraucher über unterschiedliche Zeithorizonte wider. Die Linien ergeben sich dadurch, dass Angaben zur erwarteten Inflation in einem Jahr und in drei Jahren aus ausgewählten monatlichen CES-Umfragewellen miteinander kombiniert werden.

Die Reagibilität der Inflationserwartungen gegenüber der Inflationswahrnehmung hat sich zwar geringfügig erhöht, bleibt im mittelfristigen Bereich aber weiter auf einem deutlich niedrigeren Niveau. Eine hohe Sensitivität der längerfristigen Inflationserwartungen gegenüber Veränderungen der aktuellen Inflation (oder der Inflationswahrnehmung) könnte auf potenzielle Risiken einer Entankerung der Erwartungen hindeuten, da sie impliziert, dass aktuelle Inflationsschocks die Erwartungen stark vom Zielwert der Zentralbank abrücken lassen könnten.⁶ Abbildung D zeigt die geschätzte Reagibilität der Inflationserwartungen der Verbraucher gegenüber Änderungen der Inflationswahrnehmung, und zwar für einen Horizont von einem und von drei Jahren.⁷ Die Sensitivität der Erwartungen gegenüber Revisionen der Inflationswahrnehmungen hat seit Juli 2020 leicht zugenommen, und die Größenordnung dieser Aufwärtsverschiebung ist bei den kurzfristigen und den mittelfristigen Erwartungen weitgehend ähnlich. Die Reagibilität der mittelfristigen Erwartungen bleibt dabei, im Einklang mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheit, deutlich unter jener der kurzfristigen Erwartungen.⁸

⁶ Eine ausführlichere Erörterung findet sich in: E. Stanislawski und M. Paloviita, Responsive of Consumers' Medium-term Inflation Expectations: Evidence from a New Euro Area Survey, Research Discussion Paper 10/2021 der Bank of Finland, 2021.

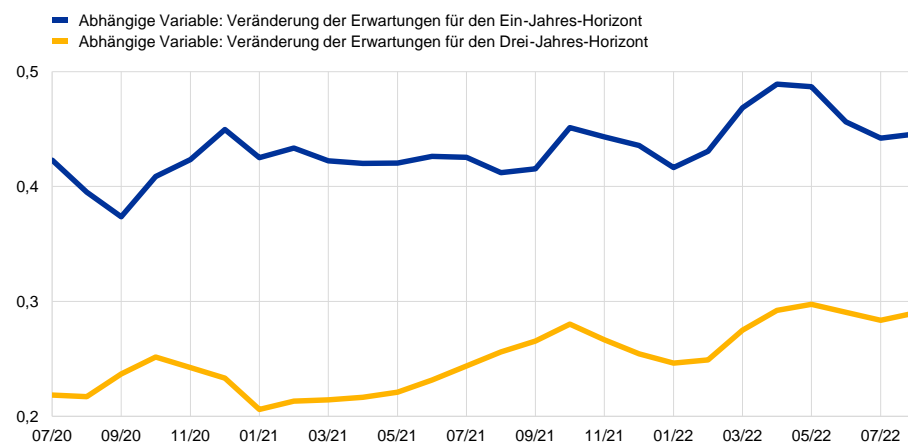
⁷ Eine Erörterung von US-Daten findet sich in: O. Armentier, L. Goldman, G. Koşar, G. Topa, W. van der Klaauw, und J. C. Williams, *What Are Consumers' Inflation Expectations Telling Us Today?*, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 2022.

⁸ Zu qualitativ ähnlichen Ergebnissen führen Regressionen der Erwartungen für die Inflation in einem und in drei Jahren auf die tatsächlich gemessenen Inflationswerte.

Abbildung D

Inflationswahrnehmung in den Regressionen kurz- und mittelfristiger Inflationserwartungen

(Koeffizient der Revisionen der Inflationswahrnehmung)



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.

Anmerkung: In der Abbildung werden Schätzungen der Koeffizienten der Revisionen der Inflationswahrnehmung dargestellt, die sich aus Regressionen der Revisionen des verbraucherseitig erwarteten Preisauftriebs in einem Jahr (blaue Linie) und in drei Jahren (orangefarbene Linie) ergeben. Die Regressionen auf Ebene der Befragten erfolgen in einem rollierenden Zeitfenster dreier CES-Wellen unter Berücksichtigung länderspezifischer fixer Effekte. In allen Regressionen ist der Koeffizient der Revisionen der Inflationswahrnehmung auf einem Niveau von 1 % statistisch signifikant.

Die Unsicherheit der Verbraucher mit Blick auf ihre Inflationserwartungen hat zugenommen.

Ein wichtiges Merkmal der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen ist die Tatsache, dass sie eine direkte (probabilistische) Frage enthält, durch die ermittelt werden soll, wie unsicher die Konsumentinnen und Konsumenten hinsichtlich ihrer Inflationserwartungen sind.⁹ Konkret werden die Verbraucher gebeten, die Wahrscheinlichkeiten anzugeben, mit der die Inflation in bestimmte Intervalle fällt.¹⁰ Eine indirekte Messgröße für die Verbraucherunsicherheit ist die Häufigkeit, mit der die Wahrnehmungen und Erwartungen von den Verbrauchern mit einem Vielfachen der Zahl fünf angegeben werden.¹¹ Abbildung E verdeutlicht, dass die direkten und indirekten Messgrößen im Zeitraum von April 2020 bis September 2022 einen sehr engen Gleichlauf und ein ähnliches, U-förmiges Profil aufgewiesen haben. Relativ hoch war die Unsicherheit im April 2020, also zu Beginn der Pandemie und der Lockdown-Maßnahmen. Im Anschluss daran ging sie im Verlauf des Jahres 2020 allmählich zurück und blieb dann relativ gering, um ungefähr ab Juli 2021 wieder anzuziehen. Ein weiterer Anstieg der

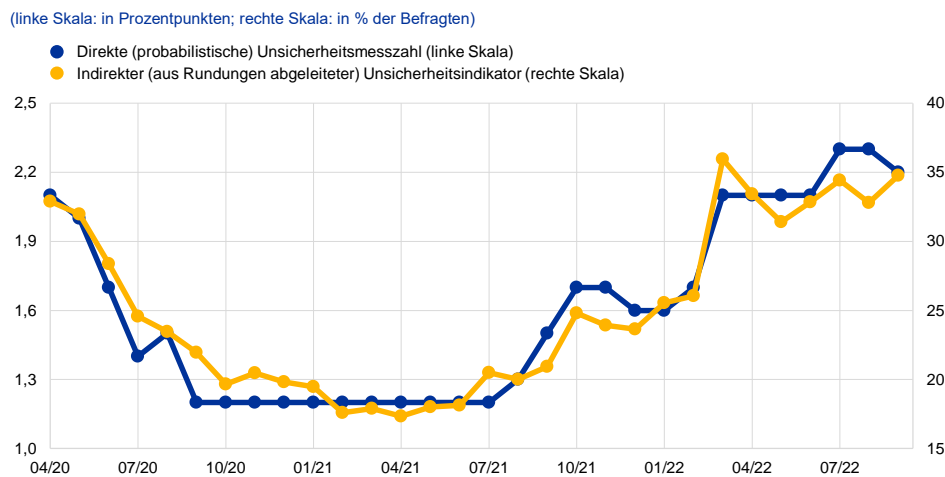
⁹ Eine Erörterung und Gegenüberstellung punktgenauer und probabilistischer Erwartungen professioneller Prognostiker findet sich in: J. Engelberg, C. F. Manski und J. Williams, [Comparing the Point Predictions and Subjective Probability Distributions of Professional Forecasters](#), Journal of Business & Economic Statistics, Bd. 27, Nr. 1, 2009, S. 30-41.

¹⁰ Von April 2020 bis Juni 2022 standen diese Intervalle für Spannen von 2 Prozentpunkten in einem Spektrum von -8 % bis +8 % (z. B. 0 %-2 %; 2 %-4 % usw.), das im Juli 2022 auf -12 % bis +12 % ausgeweitet wurde.

¹¹ Die Rundung auf ein Vielfaches von fünf ist einer der Gründe, warum der Mittelwert der Wahrnehmungen und der Erwartungen tendenziell über dem Median der Wahrnehmungen und der Erwartungen liegt. Sie könnte auch zur Erklärung beitragen, warum sich die Differenz zwischen dem Mittelwert und dem Median mit zunehmender Inflationsunsicherheit möglicherweise ausweitet. Eine detailliertere Erörterung der Verwendung von Auf- und Abrundungen als Indikator der Unsicherheit hinsichtlich der Inflationserwartungen der Verbraucher in den USA und im Euroraum findet sich in: Reiche und Meyler (2022, a. a. O.); C. Binder, [Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to Inflation expectations](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 90, 2017, S. 1-12.

Unsicherheit vollzog sich im unmittelbaren Gefolge des Einmarschs Russlands in die Ukraine. Seither ist sie auf einem verhältnismäßig hohen Niveau geblieben.

Abbildung E
Indikatoren der Unsicherheit der Verbraucher über ihre Inflationserwartungen auf Jahressicht



Quelle: Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen.
Anmerkung: Abgebildet werden 1) der wahrscheinkeitsbasierte Indikator der Unsicherheit über die Inflationserwartungen, die von den Befragten im Durchschnitt angegeben werden (blaue Linie), und 2) der Anteil der (mit einem Vielfachen von fünf) gerundeten Antworten an der Gesamtzahl der Antworten/Rückmeldungen (orangefarbene Linie) je CES-Umfragewelle (x-Achse).

Die Inflationserwartungen der Verbraucher haben auf die gestiegene Teuerung und die erhöhte Unsicherheit zwar reagiert, insgesamt bleibt die Strukturkurve der Inflationserwartungen aber stark abwärtsgerichtet. Die Veränderungen der Inflationserwartungen sind nicht durch eine Zunahme der Erwartungsmasse an den Verteilungsrändern bedingt, sondern durch eine Verteilungsverschiebung beim Hauptteil sowie durch die verstärkte Tendenz, auf ein Vielfaches von fünf gerundete Erwartungen zu melden, worin sich eine höhere Unsicherheit in Bezug auf die Inflationssichten widerspiegelt. Die Aufwärtsverschiebung der Erwartungen, der Anstieg der Erwartungsunsicherheit und die erhöhte Sensitivität der mittelfristigen Erwartungen gegenüber der wahrgenommenen aktuellen Inflation stellen ausnahmslos Faktoren dar, die eine fortgesetzte genaue Beobachtung und Analyse der Inflationserwartungen der Verbraucher erforderlich machen.

Zur Bedeutung von Angebot und Nachfrage für die zugrunde liegende Inflation – Zerlegung der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel nach Komponenten

Eduardo Gonçalves und Gerrit Koester¹

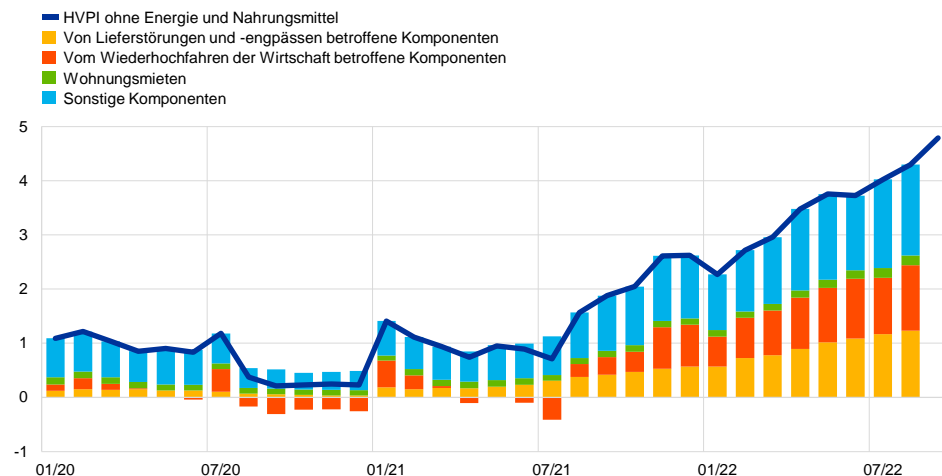
Die am HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel gemessene Teuerung (kurz: HVPIX-Inflation) ist weiter gestiegen und lag der Schnellschätzung von Eurostat zufolge im September 2022 bei 4,8 %. Die HVPI-Gesamtinflation, die auch Energie und Nahrungsmittel berücksichtigt, erhöhte sich im September auf 10 %, wobei Energie und Nahrungsmittel etwa zwei Drittel und die HVPIX-Inflation rund ein Drittel zur Gesamtinflation beitrugen. Für den Anstieg der HVPIX-Inflation waren sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren von großer Bedeutung. Infolge der anhaltenden Lieferengpässe bei Industrieerzeugnissen und der weiterhin bestehenden Engpässe bei Vorleistungen – einschließlich des teilweise durch die Corona-Pandemie (Covid-19) bedingten Arbeitskräftemangels – stieg die Inflation kräftig an. Auch die nach Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen einsetzende Erholung der Nachfrage hat vor allem im Dienstleistungssektor zu den aktuell hohen Inflationsraten beigetragen. Die HVPI-Komponenten, die anekdotischen Belegen zufolge stark von Lieferstörungen und -engpässen betroffen sind, und jene Komponenten, die stark von den Auswirkungen des nach der Pandemie erfolgten Wiederhochfahrens der Wirtschaft beeinflusst werden, waren im August 2022 (dem letzten Monat, für den detaillierte Daten vorliegen) zusammengenommen für rund die Hälfte (2,4 Prozentpunkte) der HVPIX-Inflation im Euro-Währungsgebiet verantwortlich (siehe Abbildung A). Bei dieser Ad-hoc-Zerlegung wird jedoch ein großer Teil der HVPIX-Inflation außer Acht gelassen, weshalb genauer zwischen der Bedeutung von Angebots- und Nachfragefaktoren für die zugrunde liegende Inflation im Euroraum unterschieden werden sollte. Da die geldpolitische Transmission in erster Linie über den Nachfragekanal erfolgt, gilt es zu beurteilen, inwieweit die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation auf Angebots- bzw. Nachfragefaktoren zurückzuführen ist.

¹ Wir danken Adam Shapiro für die Unterstützung bei der Anwendung seines Ansatzes auf das Euro-Währungsgebiet. Weiterer Dank gilt Omiros Kouvavas für seine Hilfe beim Abgleich der Preis- und Konjunkturdaten für das Euro-Währungsgebiet.

Abbildung A

HVPIX-Inflation im Euroraum nach Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zu den von Lieferstörungen und -engpässen betroffenen Komponenten zählen Neuwagen, Gebrauchtwagen, Ersatzteile und Zubehör für private Verkehrsmittel sowie Wohnungseinrichtung und -ausstattung (einschließlich Haushalts-Großgeräten). Die vom Wiederhochfahren der Wirtschaft betroffenen Komponenten umfassen Bekleidung und Schuhe, Freizeit und Kultur, Freizeitleistungen, Hotels/Motels sowie Inlands- und Auslandsflüge. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2022 (Schnellschätzung des HVPIX) bzw. August 2022 (übrige Angaben).

Bei der Untersuchung der Frage, inwieweit Angebots- und Nachfragefaktoren für die einzelnen HVPIX-Komponenten von Bedeutung sind, kann ein disaggregierter Ansatz hilfreich sein, um einen Überblick über den Gesamteinfluss dieser Faktoren auf die Teuerung nach dem HVPIX zu gewinnen. Adam Shapiro hat diesen Ansatz zur Beobachtung der

Inflationsentwicklung ursprünglich für die Vereinigten Staaten entwickelt.² Die preisliche und konjunkturelle Entwicklung wird von vielen Faktoren beeinflusst. Einige davon haben zu unerwarteten Angebotsveränderungen, andere wiederum zu Nachfrageverschiebungen geführt. Um eine Komponente der HVPIX-Inflation (z. B. Kraftwagen oder Beherbergungsdienstleistungen) der Gruppe „vorwiegend durch angebotsseitige Faktoren bestimmt“ oder der Gruppe „vorwiegend durch nachfrageseitige Faktoren bestimmt“ zuordnen zu können, nutzt der Ansatz die Tatsache, dass ein Angebotsschock Konjunktur und Inflation in entgegengesetzte Richtungen beeinflusst, während ein Nachfrageschock bei beiden in dieselbe Richtung wirkt. Im Hinblick auf die binäre Zuordnung einer Komponente, also entweder zu Angebot oder Nachfrage, berücksichtigt der Ansatz Fehler, die in einem Zeitreihenmodell zu einem beliebigen Zeitpunkt auftreten: Wenn die Fehler bei Preisen und Konjunktur dasselbe Vorzeichen haben, wird die Komponente als

² Siehe A. H. Shapiro, [How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?](#), FRBSF Economic Letter, Nr. 2022-15, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2022; A. H. Shapiro, [Decomposing Supply and Demand Driven Inflation](#), Working Paper Nr. 2022-18 der Federal Reserve Bank of San Francisco, 2022.

„nachfragebestimmt“ bezeichnet, ansonsten gilt sie als „angebotsbestimmt“.³ Diese Einteilung erfolgt jedoch nur für Komponenten mit statistisch signifikanten Fehlern. Komponenten, bei denen die unerwarteten Preis- und Konjunkturveränderungen nicht signifikant von den Modellprognosen abweichen, gelten als „nicht eindeutig zuzuordnen“.⁴ Diesem Ansatz folgend kann jede HVPIX-Kategorie für jeden Monat als vorwiegend nachfragebestimmt (unerwartete Preis- und Konjunkturveränderungen bewegen sich in dieselbe Richtung), als vorwiegend angebotsbestimmt (unerwartete Preis- und Konjunkturveränderungen bewegen sich in entgegengesetzte Richtungen) oder als nicht eindeutig zuzuordnen ausgewiesen werden. Im Anschluss an diese Klassifizierung werden die einzelnen Beiträge der Komponenten (unter Zugrundelegung ihrer Konsumgewichte) addiert, sodass für jeden Monat eine HVPIX-Zerlegung abgeleitet werden kann.⁵ Dabei ist zu beachten, dass dies ein binärer Ansatz ist, der nicht misst, wie stark Angebots- und Nachfragefaktoren das Niveau der Komponenten beeinflussen. So könnten Angebotsfaktoren auch für eine als nachfragebestimmt eingestufte Komponente eine Rolle bei der Inflationsentwicklung spielen.

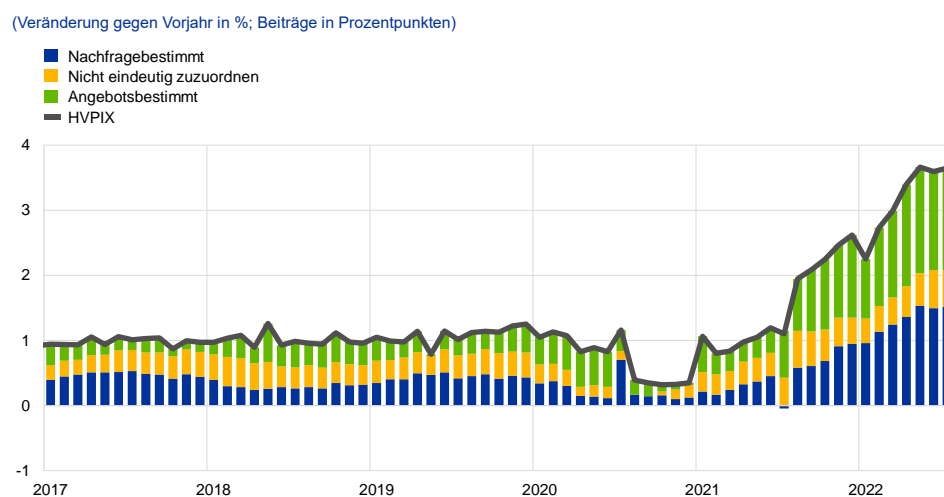
Um diese Zerlegung vornehmen zu können, müssen für jede HVPIX-Kategorie Konjunktur- und Inflationsdaten erhoben werden. Saisonbereinigte Preisindizes liegen für jede im HVPIX enthaltene Komponente detailliert aufgeschlüsselt und zeitnah vor (also für 72 HVPIX-Komponenten etwa 20 Tage nach Monatsende), während Konjunkturdaten für die entsprechenden Komponenten nicht ohne Weiteres verfügbar sind.⁶ Die Analyse gestaltet sich somit im Euroraum schwieriger als in den Vereinigten Staaten, wo für jede Komponente im Deflator der privaten Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures – PCE) Daten zu Preisen und Konjunktur gleichzeitig verfügbar sind. Um dieses Problem in Bezug auf den HVPIX zu lösen, wurden saisonbereinigte und deflationierte Umsatzindizes als Näherungswert für den Konsum herangezogen.⁷ Auf der Grundlage dieses

-
- ³ Es werden Regressionen mit einem rollierenden Zeitfenster von zehn Jahren (ab Januar 2002) vorgenommen, die monatliche Daten zu Konjunktur und Preisen sowie zwölf Verzögerungen („lags“) in einem Standard-VAR-Modell (Vektorautoregressionsmodell) mit zwei Gleichungen enthalten. Wenn die Restgrößen für Mengen und Preise im letzten Monat jedes Fensters dasselbe Vorzeichen haben, wird diese Komponente als „nachfragebestimmt“ bezeichnet, wohingegen sie, wenn die Restgrößen entgegengesetzte Vorzeichen aufweisen, als „angebotsbestimmt“ bezeichnet wird. Ist die Restgröße für die Preis- bzw. die Mengenreihe statistisch nicht von null zu unterscheiden, wird die Kategorie für den jeweiligen Monat als „nicht eindeutig zuzuordnen“ bezeichnet.
- ⁴ Um diese uneindeutigen Fälle herauszufiltern, folgen wir Shapiros Basisansatz und bezeichnen die mittleren 20 % der Restgrößen in den jeweiligen Regressionsstichprobenverteilungen als „nicht eindeutig zuzuordnen“. Wir vergleichen also die oben genannten Restgrößen des Schlussmonats eines Fensters mit sämtlichen Restgrößen, die in diesem Fenster aufgelaufen sind, und beurteilen, ob die Schlussmonatsgrößen in den mittleren 20 % der Verteilung liegen oder nicht. In der Basisspezifikation werden die nach 2020 vorhandenen Restgrößen der Stichprobe in diesem Test nicht berücksichtigt. Eine Untersuchung der Robustheit zeigt jedoch, dass die nicht eindeutig zuzuordnende Komponente nur geringfügig zunimmt und die Gesamtergebnisse nicht wesentlich beeinflusst werden, wenn auch die Ergebnisse nach 2020 mit einfließen.
- ⁵ Shapiro zufolge werden die angebots- und nachfragebestimmten Beiträge im Vergleich zum Vorjahr dann als laufende Summe der letzten zwölf monatlichen angebots- und nachfragebestimmten Beiträge definiert.
- ⁶ Basierend auf der Viersteller-Ebene der COICOP.
- ⁷ Die Umsatzdaten werden von Eurostat im Rahmen der Konjunkturstatistiken bereitgestellt (siehe Eurostat, [Short-term business statistics introduced](#), Statistics Explained). Es werden Daten zum Umsatz im Dienstleistungssektor (sts_setu_q) und im Einzelhandel (sts_trtu_q) zugrunde gelegt. Die Umsatzreihen für Dienstleistungen werden mit dem HVPI deflationiert, um die Umsatzentwicklung auf realer Basis zu untersuchen. Die Zeitreihen zu den Einzelhandelsumsätzen liegen bereits in deflationierter und in nicht deflationierter Form vor.

Abgleichs lassen sich Preis-Konjunktur-Paare für alle 72 HVPIX-Teilkomponenten ableiten.⁸

Die Zerlegung lässt den Schluss zu, dass der seit dem dritten Quartal 2021 zu verzeichnende Anstieg der HVPIX-Inflation im Eurogebiet zunächst vornehmlich angebotsgesteuert war, nachfrageseitige Faktoren mit der Zeit aber zunehmend an Bedeutung gewonnen haben. In den vergangenen Monaten waren Angebots- und Nachfragefaktoren für die Teuerung nach dem HVPIX im Wesentlichen ähnlich relevant (siehe Abbildung B). Robustheitsuntersuchungen anhand von HVPIX-Zeitreihen zu konstanten Steuersätzen (z. B. zur Berücksichtigung der vorübergehenden Mehrwertsteuersenkung in Deutschland im zweiten Halbjahr 2020) führten zu vergleichbaren Ergebnissen.

Abbildung B
HVPIX-Inflation nach angebots- und nachfrageseitigen Faktoren



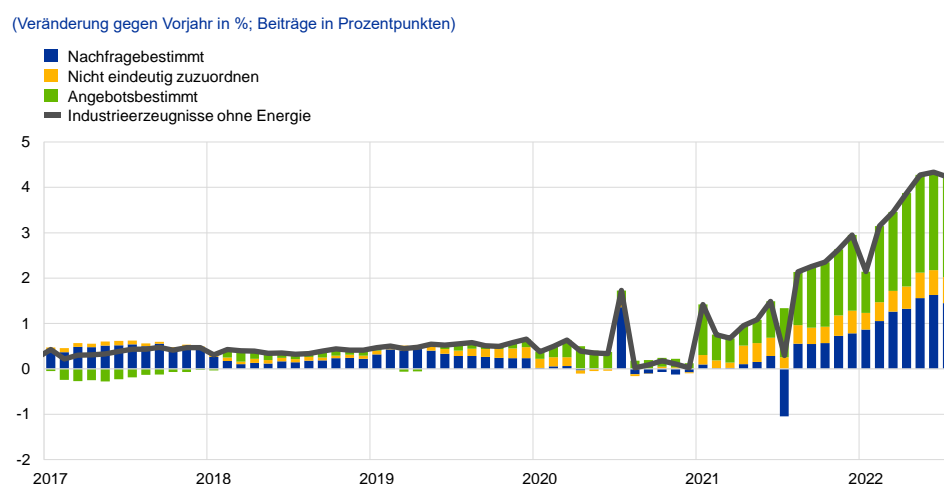
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Auf der Grundlage des von Adam Shapiro entwickelten Ansatzes. Die Teuerung nach dem HVPIX spiegelt die Summe der nachfragebestimmten, angebotsbestimmten und nicht eindeutig zuzuordnenden Komponenten wider und wird als gleitende Summe (trailing sum) der monatlichen Beiträge der vergangenen zwölf Monate berechnet. Obwohl Preisdaten für August 2022 vorliegen, beziehen sich die jüngsten Angaben auf Juli 2022, da die Umsatzreihen, die als Näherungswert für die Konjunktur herangezogen werden, mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung veröffentlicht werden.

Mit Blick auf die Hauptkomponenten der HVPIX-Inflation haben Angebotsfaktoren in Bezug auf die Verteuerung von Industrieerzeugnissen ohne Energie seit Anfang 2021 eine etwas größere Rolle gespielt (siehe Abbildung C). Seit Herbst 2021 haben sowohl Angebots- als auch Nachfrageveränderungen erheblich zum Anstieg der Teuerung von Industrieerzeugnissen ohne Energie beigetragen. Angebotsveränderungen waren für die Entwicklung der Teuerung der Industrieerzeugnisse ohne Energie von 2017 bis 2020 nicht sonderlich relevant, wurden aber aufgrund von Lieferengpässen im Jahr 2021 zur Haupttriebkraft der Preisentwicklung dieser Güter. Mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft gewinnen Nachfrageveränderungen seit

⁸ Eine Einschränkung besteht darin, dass bei dieser Analyse die 72 HVPIX-Komponenten lediglich mit 45 (ausreichend zeitnah verfügbaren) Umsatzreihen abgeglichen werden können. Daher werden einige HVPIX-Reihen (vor allem jene der Industrieerzeugnisse ohne Energie) mit denselben Umsatzreihen abgeglichen. Derselbe Ansatz wird z. B. auch hier verwendet: EZB, [Konsumverhalten und Inflationsmessung während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2020, November 2020.

Ende 2021 zunehmend an Bedeutung. Allerdings dominieren weiterhin die angebotsseitigen Faktoren. Die Betrachtung einzelner Komponenten zeigt, dass die am stärksten zur aktuellen Teuerung der Industrieerzeugnisse ohne Energie beitragenden Komponenten (wie Kraftwagen oder Haushalts-Großgeräte) als vorwiegend angebotsbestimmt klassifiziert werden, wohingegen beispielsweise der Anstieg der Möbelpreise als vorwiegend nachfragebestimmt gilt.

Abbildung C
Teuerung von Industrieerzeugnissen ohne Energie nach Bestimmungsfaktoren



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Auf der Grundlage des von Adam Shapiro entwickelten Ansatzes. Die Teuerung der Industrieerzeugnisse ohne Energie spiegelt die Summe der nachfragebestimmten, angebotsbestimmten und nicht eindeutig zuzuordnenden Komponenten wider und wird als gleitende Summe (trailing sum) der monatlichen Beiträge der letzten zwölf Monate berechnet. Obwohl Preisdaten für August 2022 vorliegen, beziehen sich die jüngsten Angaben auf Juli 2022, da die Umsatzreihen, die als Näherungswert für die Konjunktur herangezogen werden, mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung veröffentlicht werden.

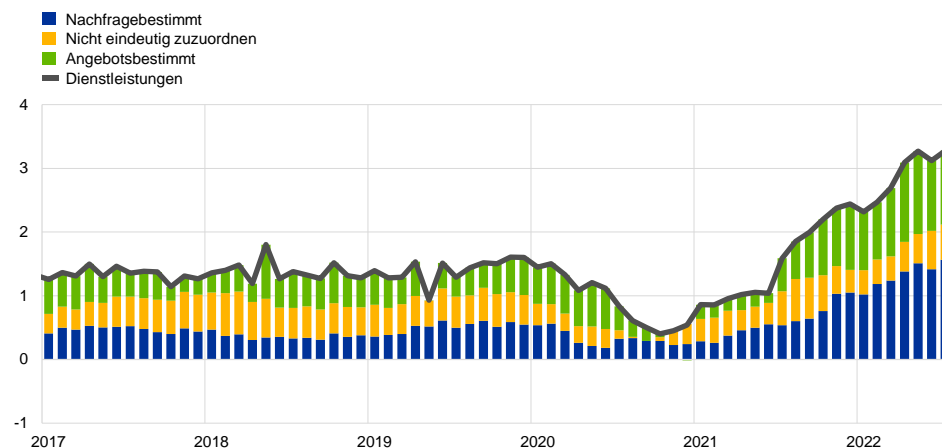
Die starke Zunahme des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen seit Mitte 2021 ist sowohl auf Angebots- als auch auf Nachfragefaktoren zurückzuführen, wobei Letztere für die Teuerung der Dienstleistungen von größerer Bedeutung waren als für jene der Industrieerzeugnisse ohne Energie (siehe Abbildung D). Von 2017 bis 2020, als die Dienstleistungen im Euroraum recht stabile Inflationsraten aufwiesen, war hier der Beitrag von Angebots- und Nachfragefaktoren tendenziell jeweils ähnlich hoch. Der seit Mitte 2021 beobachtete kräftige Preisanstieg bei den Dienstleistungen ging zunächst vor allem auf Angebotsfaktoren zurück. In der zweiten Jahreshälfte 2021 hat sich der Inflationsbeitrag der vorwiegend durch angebotsseitige Faktoren bestimmten Komponenten massiv erhöht, blieb aber anschließend bis Mitte 2022 relativ stabil. Nachfrageseitige Faktoren gewannen für die Entwicklung der Dienstleistungspreise erst in den letzten Monaten des Jahres 2021 – als sich die mit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft zusammenhängenden Effekte verstärkten – an Bedeutung und wurden bis Mitte 2022 immer relevanter. In jüngerer Zeit überwiegt in Bezug auf die Teuerungsrate der Dienstleistungen der Beitrag vorwiegend nachfragegesteuerter Komponenten gegenüber jenem der vorwiegend angebotsgesteuerten Komponenten. Eine genauere Betrachtung der Komponenten mithilfe des disaggregierten Ansatzes zeigt, dass die Teuerung bei Pauschal- und Flugreisen vor allem von der Nachfrage bestimmt wird, während sie bei

Dienstleistungen für die Instandhaltung und Reparatur der Wohnung hauptsächlich angebotsgesteuert ist.

Abbildung D

Teuerung von Dienstleistungen nach Bestimmungsfaktoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Auf der Grundlage des von Adam Shapiro entwickelten Ansatzes. Die Teuerung der Dienstleistungen spiegelt die Summe der nachfragebestimmten, angebotsbestimmten und nicht eindeutig zuzuordnenden Komponenten wider und wird als gleitende Summe (trailing sum) der monatlichen Beiträge der vergangenen zwölf Monate berechnet. Obwohl Preisdaten für August 2022 vorliegen, beziehen sich die jüngsten Angaben auf Juli 2022, da die Umsatzreihen, die als Näherungswert für die Konjunktur herangezogen werden, mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung veröffentlicht werden.

Mithilfe des disaggregierten Ansatzes lässt sich bei der Zerlegung der HVPIX-Inflation die Bedeutung von Angebots- und Nachfragefaktoren für die zugrunde liegende Inflation verdeutlichen. Allerdings ist diese Methode mit erheblichen Einschränkungen behaftet. Dieser Ansatz bietet primär den Vorteil, dass jede HVPIX-Komponente als vorwiegend nachfragebestimmt oder als vorwiegend angebotsbestimmt klassifiziert werden kann. Dadurch werden die

Ergebnisse sehr transparent und können anhand anderer Belege, die zur Inflationsentwicklung der unterschiedlichen Komponenten vorliegen, gegengeprüft werden. Diese Transparenz ist vor allem im aktuellen Umfeld wertvoll, das von sehr hoher Unsicherheit geprägt wird, die aus den Auswirkungen der Pandemie und des Krieges gegen die Ukraine auf die Konjunktur- und die Preisentwicklung erwächst. Einige Einschränkungen gilt es jedoch zu beachten. Erstens gibt es verschiedene Möglichkeiten, die Preis- und Konjunkturdaten abzugleichen. Verkompliziert wird ein solcher Abgleich dadurch, dass nicht für alle HVPIX-Komponenten entsprechende Umsatzreihen verfügbar sind, weshalb einige HVPIX-Komponenten (vor allem die Industrieerzeugnisse ohne Energie) mit denselben Umsatzreihen abgeglichen werden müssen. Zweitens lässt sich mithilfe des disaggregierten Ansatzes nicht messen, wie stark die Angebots- und Nachfragefaktoren die jeweilige Komponente beeinflussen. Dadurch könnte es zu Verzerrungen kommen, wenn beispielsweise Angebotsfaktoren für eine als vorwiegend nachfragebestimmt eingestufte Komponente im Schnitt von viel größerer Bedeutung sind als Nachfragefaktoren für eine als vorwiegend angebotsbestimmt eingestufte Komponente. Daneben war die Entwicklung der Mengen und Preise seit Ausbruch der Pandemie fraglos außergewöhnlich und wurde durch zahlreiche Sonderfaktoren beeinflusst, wodurch

es noch schwieriger wurde, ein verlässliches Modell zu erstellen, das als Grundlage für eine Klassifikation die Vorzeichen der Modellfehler nutzt.

8 Verflechtungen des Euro-Währungsgebiets mit Russland: jüngste Erkenntnisse aus der Zahlungsbilanz

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris und Martin Schmitz

Im vorliegenden Kasten wird anhand von Informationen aus der Zahlungsbilanz des Euroraums untersucht, wie sich die Handels- und Finanzverflechtungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland in jüngster Zeit entwickelt haben.

Angesichts des russischen Einmarschs in die Ukraine und der daraus resultierenden Sanktionen der Europäischen Union, der Vereinigten Staaten und anderer Länder gegen Russland sind die Handels- und Finanzbeziehungen des Euroraums zu Russland ins Schlaglicht geraten. Im Folgenden wird dargestellt, wie das Rekorddefizit im Handel des Eurogebiets mit Russland, das aus den drastisch verteuerten Energieeinfuhren und gesunkenen Ausfuhren im Sanktionsumfeld resultiert, zu umfangreichen Verschiebungen in der Leistungsbilanz des Euroraums insgesamt beigetragen hat. Zudem wird dargelegt, wie die bilateralen Finanzbeziehungen, die bereits vor der russischen Invasion begrenzt gewesen waren, durch die Sanktionswirkung und die Volatilität an den Finanzmärkten beeinflusst wurden.

Leistungsbilanz

Der Saldo in der Leistungsbilanz des Euroraums mit Russland hat sich vom zweiten Quartal 2021 bis zum zweiten Quartal 2022 von einem geringfügigen Überschuss in ein Defizit von 0,5 % des euroraumweiten BIP verwandelt und damit wesentlich zum erheblichen Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses im Eurogebiet in diesem Zeitraum beigetragen (siehe

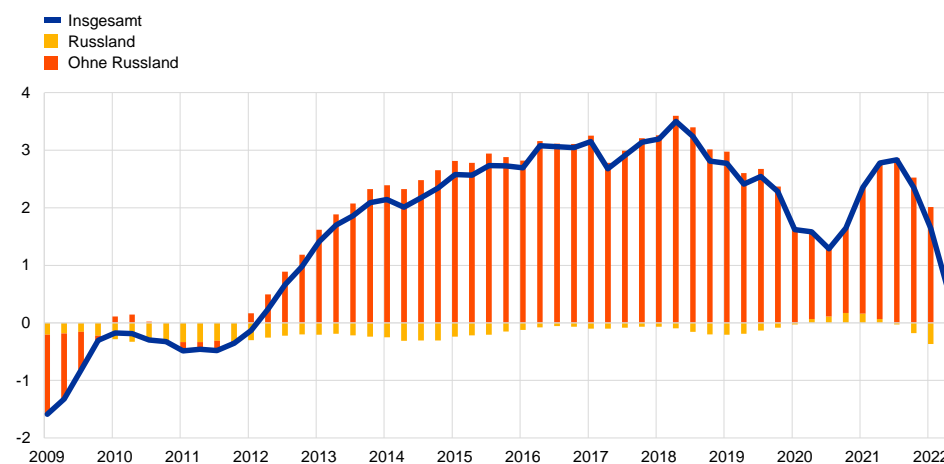
Abbildung A). Russlands Rolle als bedeutender Exporteur von Energieprodukten und sonstigen Rohstoffen hatte in der Vergangenheit dafür gesorgt, dass das Euro-Währungsgebiet gewöhnlich ein Leistungsbilanzdefizit gegenüber diesem Land aufwies. Am höchsten fiel das bilaterale Defizit in der Zeit von 2010-2014 aus, als es sich im Sog erhöhter Energiepreise auf durchschnittlich 0,3 % des BIP im Euroraum belief. Von 2015 bis 2019 bildete es sich allmählich wieder zurück auf einen Durchschnittswert von 0,1 % des BIP. Im Jahr 2020 wurde aus dem Defizit schließlich ein geringfügiger Überschuss, was rückläufigen Energieeinfuhren während der Corona-Pandemie (Covid-19) geschuldet war. Im ersten Quartal 2022 wies der jährliche Leistungsbilanzsaldo gegenüber Russland dann erstmals seit 2014 wieder ein Minus von mehr als 0,3 % des BIP im Euroraum auf. Im zweiten Quartal 2022 stieg der Passivsaldo auf 0,5 % des BIP. Dies ist das im historischen Vergleich höchste Defizit des Eurogebiets gegenüber Russland sowie das in jenem Quartal zweithöchste bilaterale Defizit des Euroraums (überflügelt lediglich vom Defizit gegenüber China in Höhe von 1 % des euroraumweiten BIP).¹ Insgesamt trug die vom zweiten Quartal 2021 bis zum zweiten Quartal 2022 beobachtete

¹ Zeitreihen über die bilateralen Daten in der Leistungsbilanz des Euroraums sind seit 2008 verfügbar.

Verschlechterung des bilateralen Leistungsbilanzsaldos gegenüber Russland um 0,6 Prozentpunkte des BIP rund ein Viertel zum Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses des Euroraums von 2,8 % auf 0,6 % des BIP im entsprechenden Zeitraum bei.

Abbildung A
Leistungsbilanz des Euroraums

(über vier Quartale kumulierte Stromgrößen; in % des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Das Defizit in der bilateralen Leistungsbilanz des Euroraums mit Russland hat sich aufgrund der im Wert gestiegenen nominalen Einfuhren (darunter insbesondere Energieprodukte) und der rückläufigen Ausfuhren im Gefolge der EU-Sanktionen ausgeweitet (siehe Abbildung B).² Diese Verschlechterung der bilateralen Leistungsbilanz ist vor allem auf die Energieeinfuhren aus Russland zurückzuführen. Im ersten Quartal 2022 haben sich diese wertmäßig auf 1 % des euroraumweiten BIP erhöht und damit gegenüber dem Vorjahr nahezu verdoppelt. Ursächlich hierfür war der sprunghafte Anstieg der Energiepreise, infolgedessen sich die Einfuhren aus Russland trotz geringerer Mengen in nominaler Rechnung erhöhten. So übertraf der Wert der Energieimporte am Ende des zweiten Quartals 2022 den Durchschnittswert des Jahres 2021 um 60 %, wohingegen das Importvolumen 16 % darunter lag.³ Hinzu kam, dass sich im ersten Halbjahr 2022 auch der Wert anderer Einfuhren aus Russland im Zuge steigender Preise erhöhte. Zugleich brachen die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen des Eurogebiets nach Russland in der ersten Jahreshälfte 2022 ein, nachdem die EU wegen des Überfalls auf die Ukraine Sanktionspakete verabschiedet hatte. Den Ausschlag für den Rückgang gaben von den Sanktionen betroffene Warenexporte (z. B. elektrische Ausrüstungen und Fahrzeuge).⁴ So verzeichneten die Warenexporte nach Russland

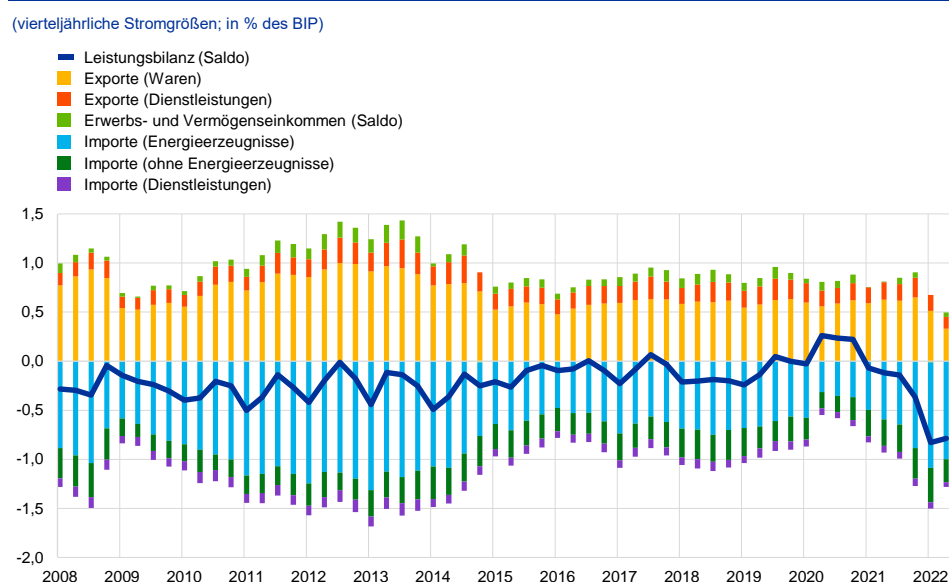
² Siehe [EU-Sanktionen gegen Russland: ein Überblick](#) auf der Website des Rates der Europäischen Union.

³ Wie den jüngsten Monatsdaten zum Warenhandel zu entnehmen ist, geht das Volumen an Energieimporten des Euroraums aus Russland weiter stark zurück. So lagen sie im August 2022 volumenmäßig mehr als 30 % unter dem Durchschnitt des Jahres 2021.

⁴ Einzelheiten zu den Auswirkungen der Sanktionen auf die weltweiten Handelsströme nach Russland finden sich in: EZB, [Handelsbeziehungen mit Russland seit dem Einmarsch in die Ukraine](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

wertmäßig nahezu eine Halbierung: Gegenüber dem mehrjährigen Höchststand vom Schlussquartal 2021 von etwa 21 Mrd € fiel ihr Wert, verstärkt durch die massiv sinkenden Ausfuhrmengen, im zweiten Quartal 2022 auf ein historisches Tief von rund 11 Mrd €⁵. Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Dienstleistungsexporte des Euroraums nach Russland. Bei den Transportleistungen und sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen wurden in der ersten Jahreshälfte 2022 beträchtliche Rückgänge verzeichnet. Unterdessen sanken auch die Exporte von Reisedienstleistungen an russische Touristen im zweiten Quartal 2022 auf einen Tiefstand, wie er zuvor nur 2020 zu beobachten war, als Auslandsreisen wegen der Pandemie nur sehr eingeschränkt möglich waren.

Abbildung B
Leistungsbilanz des Euroraums mit Russland



Quellen: EZB und Eurostat.
Anmerkung: Einfuhren des Euroraums sind invertiert dargestellt. Die Erfassung des gesamten Warenhandels erfolgt auf Basis der EZB-Zahlungsbilanzstatistik, jene des Handels mit Energieerzeugnissen auf Grundlage der Handelsstatistik von Eurostat. Zur Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen gehören die Salden der Primäreinkommen (z. B. Arbeitnehmerentgelte, Dividenden und Zinsen) und der Sekundäreinkommen (z. B. Zahlungen an internationale Organisationen und Heimatüberweisungen von Arbeitsmigranten).

Finanzielle Verflechtungen

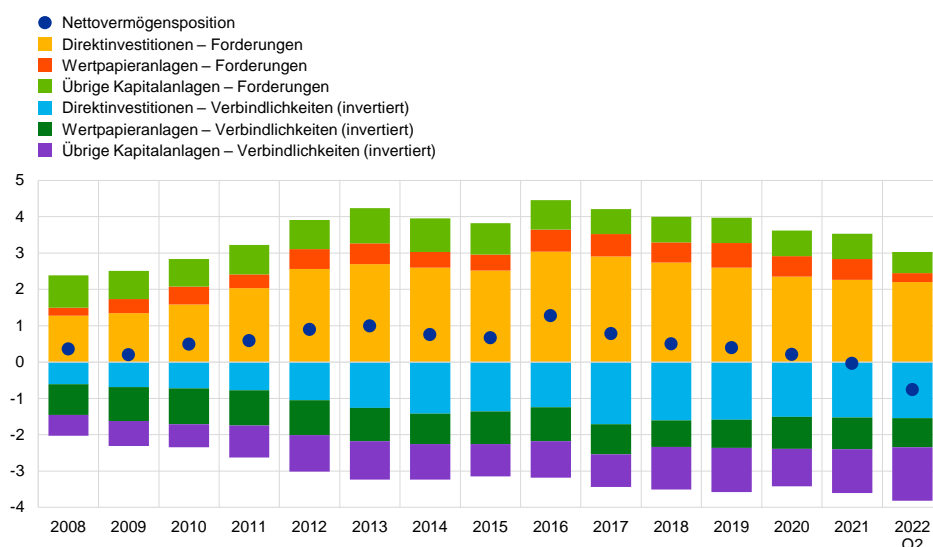
Das finanzielle Engagement des Euroraums gegenüber Russland war vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine im Umfang relativ begrenzt, wobei Direktinvestitionen die wichtigste Komponente darstellten. Ende 2021 beliefen sich die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Russland auf weniger als 4 % des BIP des Euroraums, verglichen mit den gesamten Auslandsforderungen und

⁵ Ähnliche wertmäßige Einbrüche der Warenexporte des Euroraums nach Russland waren im Gefolge der Finanzkrise 2008 und der Krim-Besetzung 2014 zu beobachten, als sich die bilateralen Exporte des Euroraums im Vergleich zu den vorangegangenen Perioden um nahezu die Hälfte verringerten. Der Rückgang der Exporte im ersten Halbjahr 2022 verlief jedoch im Vergleich zu diesen vorangegangenen beiden Episoden steiler: Der Wert der Ausfuhren des Euroraums nach Russland halbierte sich innerhalb von nur zwei Quartalen und fiel auf einen historischen Tiefstand.

-verbindlichkeiten des Euroraums in Höhe von nahezu 250 % des BIP (siehe Abbildung C). Direktinvestitionen machten den Löwenanteil der bilateralen Investitionstätigkeit⁶ (63 % und 42 % der gesamten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten) aus, gefolgt von den übrigen Kapitalanlagen (19 % und 33 % der gesamten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten) und den Wertpapieranlagen (16 % und 24 % der gesamten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten).

Abbildung C
Auslandsvermögensstatus des Euroraums gegenüber Russland

(Stand am Ende des jeweiligen Zeitraums; in % des BIP)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Verbindlichkeiten des Euroraums sind invertiert dargestellt. Bilaterale Positionen in Finanzderivaten werden nicht separat ausgewiesen, da entsprechende Angaben erst ab Ende 2013 vorliegen und lediglich einen geringen Anteil der bilateralen Forderungen und Verbindlichkeiten ausmachen (weniger als 0,1 % des BIP).

Der Bestand an Forderungen von Ansässigen des Euroraums gegenüber Russland ist seit Kriegsbeginn gesunken, während die entsprechenden Verbindlichkeiten aufgrund der Auswirkungen der EU-Sanktionen zugenommen haben. Der Bestand an Forderungen des Euroraums gegenüber Russland verringerte sich vom Ende des vierten Quartals 2021 bis zum Ende des zweiten Quartals 2022 um 10 %. Grund hierfür war vor allem ein wertmäßiger Rückgang der von Ansässigen des Euroraums gehaltenen russischen Wertpapiere um 55 %, während die übrigen Kapitalanlagen um 12 % abnahmen. Die Direktinvestitionspositionen blieben weitgehend unverändert, denn die Wechselkursänderungen des Euro gegenüber dem Rubel glichen den Abbau von Investitionen seitens der Unternehmen des Euroraums aus. Unterdessen nahmen die Verbindlichkeiten von Ansässigen des Euroraums gegenüber Russland um 11 % zu. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem um 28 % höhere Verbindlichkeiten bei

⁶ Die Zahlen zu den bilateralen Direktinvestitionen des Euroraums werden stark von der Struktur multinationaler Unternehmen beeinflusst, die häufig Holdinggesellschaften in Finanzzentren des Euroraums gründen. Dies hat eine verzerrte Sicht auf die Größe, die geografische Lage und die Wirtschaftszweige zur Folge, die Teil der Direktinvestitionsverflechtungen sind. Rund zwei Drittel der Verflechtungen über bilaterale Direktinvestitionen zwischen Russland und dem Euro-Währungsgebiet gehen auf Zypern und die Niederlande zurück – mit großen bilateralen Positionen sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite. Dies deutet darauf hin, dass in diesen beiden Euro-Ländern ansässige Unternehmen als Intermediäre im Rahmen komplexer multinationaler Konzernstrukturen auftreten.

den übrigen Kapitalanlagen als einer Folge der EU-Sanktionen. So führten die Beschränkungen von Zahlungen an russische Staatsangehörige und das Einfrieren von Vermögenswerten dazu, dass sich die Einlagen russischer Staatsbürger bei Banken im Euro-Währungsgebiet erhöhten, da Finanzmittel im Eigentum russischer Staatsangehöriger (etwa in Gestalt blockierter Zinskuponsausschüttungen und Tilgungen von im Euroraum verwahrten Wertpapieren) dem Verbot der Übertragung nach Russland unterlagen.⁷

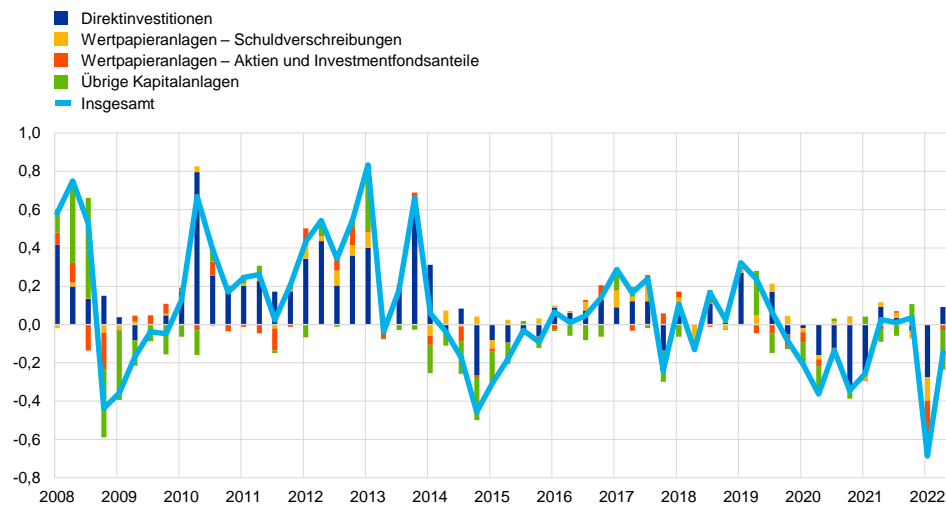
Investoren aus dem Euro-Währungsgebiet zogen sich nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine aus ihren Engagements in russischen Vermögenswerten weitgehend zurück (siehe Abbildung D). Während Anleger aus dem Euroraum bereits nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie (Covid-19) im Jahr 2020 damit begonnen hatten, ihr Engagement gegenüber Russland vor allem bei den Direktinvestitionen zurückzufahren, erstreckten sich die Desinvestitionen im ersten Halbjahr 2022 auch auf Wertpapier- und sonstige Kapitalanlagen. Vor dem Hintergrund der Turbulenzen an den russischen Finanzmärkten nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine veräußerten Ansässige im Euroraum Wertpapieranlagen in russischen Aktien, Investmentfondsanteilen und Schuldverschreibungen im Wert von mehr als 10 Mrd €. Etliche Unternehmen aus dem Euroraum begannen zudem mit der Schließung und dem Verkauf ihrer russischen Niederlassungen, was sich ebenfalls in Nettoveräußerungen bei den Direktinvestitionen niederschlug. Über einen längeren Zeitraum betrachtet hatten sich die Investoren aus dem Euroraum beim Engagement in russischen Vermögenswerten bereits während des vergangenen Jahrzehnts recht verhalten gezeigt. So zogen sich die Anleger des Euroraums insbesondere nach der russischen Annexion der Krim im Jahr 2014, die mehrere Sanktionspakete der EU nach sich zog, aus russischen Aktiva zurück.

⁷ So beeinträchtigten die Sanktionen beispielsweise die Bilanz des Finanzmarktinfrastukturdienstleisters [Euroclear](#).

Abbildung D

Nettoerwerb russischer Finanzaktiva durch Ansässige im Euroraum

(vierteljährliche Stromgrößen; in % des BIP)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Ein positiver (negativer) Wert steht für Nettokäufe (-verkäufe) russischer Finanzinstrumente durch Anleger des Euroraums.

Aufsatz

1 Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet unter besonderer Berücksichtigung des Fiskalkanals und der Covid-19-Pandemie

Jacopo Cimadomo

1 Einleitung

Der wirtschaftspolitische Diskurs befasst sich seit einiger Zeit mit der Frage, wie die institutionelle Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) reformiert werden kann. Zuletzt spielten hier auch die Ereignisse im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie (Covid-19) und dem Krieg Russlands in der Ukraine eine Rolle. Die Debatte wird im Wesentlichen auf zwei Ebenen geführt. Zum einen geht es um Maßnahmen, mit denen ein Land seine Anfälligkeit gegenüber ökonomischen Risiken verringern bzw. die Risikoauswirkungen eindämmen kann (z. B. durch Beseitigung von Preis- und Lohnrigiditäten, Bildung fiskalischer Reserven und Erhöhung der wirtschaftlichen Widerstandskraft). Zum anderen wird die Risikoteilung zwischen verschiedenen Ländern diskutiert; dabei werden die grenzübergreifend wirkenden Kanäle betrachtet, die das verfügbare Einkommen und den Verbrauch im Inland gegen länderspezifische (also nicht das Eurogebiet als Ganzes betreffende) Produktionsschocks absichern können.

Die Risikoteilung ist in diesem Zusammenhang die Fähigkeit einer Volkswirtschaft, länderspezifische Schocks zu absorbieren, indem sie sich gegen diese Schocks absichert und hierbei auf die Kapitalmärkte oder auf Kredite und Fiskaltransfers zurückgreift. Eine Volkswirtschaft kann entweder von einem für das Land spezifischen Schock erfasst werden oder von einem Schock, der auf mehrere Länder gleichzeitig, dabei jedoch deutlich stärker auf die betreffende Volkswirtschaft wirkt (wie etwa im Falle von Pandemien oder Kriegen). Der Effekt des Schocks auf das verfügbare Einkommen und den Verbrauch lässt sich dann im Wesentlichen über drei Kanäle abfedern – den Kapitalkanal, den Kreditkanal und den Fiskalkanal. Die ersten beiden Kanäle sind weitgehend privatwirtschaftlich, während der letzte dem öffentlichen Sektor zuzuordnen ist. Alle Kanäle können sich wechselseitig beeinflussen. In dem Fall verstärken sie sich gegenseitig oder ersetzen einander, z. B. wenn ein Kanal dominanter wird und die Funktion des anderen Kanals teilweise übernimmt. Die Kanäle können zwischen unterschiedlichen Ländern oder zwischen den Regionen oder Bundesstaaten eines Landes wirken.

Die schockdämpfende Wirkung des Kapitalkanals ergibt sich dadurch, dass die privaten Haushalte und Unternehmen des Landes, das dem Schock ausgesetzt ist, Einkommen aus anderen, nicht vom Schock betroffenen

Ländern (oder Regionen) beziehen. Der Kapitalkanal funktioniert hauptsächlich über Erträge aus im Ausland gehaltenen Finanzanlagen.¹ Seine Wirkung ist umso stärker, je höher der Integrationsgrad der Finanzmärkte der unterschiedlichen Länder bzw. Regionen ist.

Die Wirkung des Kreditkanals besteht darin, dass private Haushalte und Unternehmen eines vom negativen Schock betroffenen Landes die im Inland gebildeten Ersparnisse oder auch Kredite aus dem Ausland verwenden, um ihren Verbrauch weiterhin zu finanzieren. Hierzu zählen vor allem Kredite von (in- und ausländischen) Finanzintermediären, aber auch von ausländischen Regierungen und/oder europäischen und internationalen Institutionen (z. B. Europäische Union und Internationaler Währungsfonds), die unter anderem im Rahmen von wirtschaftlichen Anpassungsprogrammen Kredite zur Verfügung stellen.

Der Fiskalkanal glättet die Effekte eines Schocks mithilfe von Fiskaltransfers. Diese Transfers stammen entweder aus einem Zentral- oder aus einem Bundeshaushalt. Der Fiskalkanal wirkt sowohl zwischen unterschiedlichen Ländern als auch zwischen den Bundesstaaten oder Regionen eines Landes. Vor der Einführung des Programms „Next Generation EU“ (NGEU) hatte der Fiskalkanal im Euroraum einen sehr geringen Stellenwert. Die Mittel stammten bis dahin fast ausschließlich aus den Struktur- und Kohäsionsfonds der EU und waren dazu bestimmt, die wirtschaftliche Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern. Sie dienten nicht der makroökonomischen Stabilisierung. In den Vereinigten Staaten hingegen werden schätzungsweise 10 % bis 20 % der negativen Schocks durch den Fiskalkanal abgefedert, da der US-Bundeshaushalt entsprechend umfangreich ist.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Literatur zur Risikoteilung erörtert, und es werden Schätzungen zur Funktionsweise der Risikoteilung im Eurogebiet in den letzten 25 Jahren angestellt. Abschließend werden einige Reformvorschläge erläutert. Die vorgeschlagenen Reformen könnten dazu beitragen, die bislang kaum entwickelte fiskalische Risikoteilung im Euroraum zu stärken. In rückblickender Betrachtung fällt auf, dass die Mechanismen der Risikoteilung im Eurogebiet schwächer ausgeprägt sind als in den USA. Dies ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Kapitalmärkte in Europa in geringerem Maße zur Risikoteilung beitragen.

Empirischen Analysen zufolge hat sich die Risikoteilung seit Pandemiebeginn (d. h. im Zeitraum 2020-2022) erhöht, was in erster Linie dem stärkeren Kreditkanal zugeschrieben wird.² Die Triebkräfte des Kreditkanals lassen sich nicht genau bestimmen. Gleichwohl deutet die in diesem Aufsatz vorgestellte Evidenz darauf hin, dass die beispiellosen politischen Stützungsmaßnahmen das Risiko eines plötzlichen Abreißens der grenzüberschreitenden Finanzströme

¹ Dieser Kanal umfasst auch die Heimatüberweisungen von Arbeitskräften aus anderen Ländern oder Regionen. In großen Industrieländern machen sie in der Regel einen sehr geringen Anteil aus (d. h. weniger als 1 % des BIP), während sie in kleinen Industrieländern stärker zu Buche schlagen können (bis zu rund 3 % des BIP). Siehe die [Daten der Weltbank zu Migration und Überweisungen](#).

² Siehe J. Cimadomo, E. Gordo Mora und A. A. Palazzo, [Enhancing private and public risk sharing: Lessons from the literature and reflections on the COVID-19 crisis](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 306, 2022.

verringert und somit eine schwerwiegende Störung der privaten Risikoteilung verhindert haben.

Die Risikoteilung zu evaluieren ist für Länder einer Währungsunion von zentraler Bedeutung, denn die einzelnen Volkswirtschaften können weder über eine autonome Geldpolitik noch über eine Anpassung des nominalen Wechselkurses auf länderspezifische Schocks oder auf die Auswirkungen eines die gesamte Währungsunion erfassenden Schocks reagieren. Damit das Eurogebiet künftige Schocks besser bewältigen kann, müssen nationale fiskalische Reserven gebildet, strukturelle Rigiditäten abgebaut und die privaten und öffentlichen Risikoteilungskanäle gestärkt werden. Die meisten Vorschläge zur Verbesserung der institutionellen Architektur der WWU beruhen auf ebendieser Überlegung. Einige Vorschläge werden im vorliegenden Aufsatz genauer betrachtet.

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 werden ausgewählte Beiträge aus der umfangreichen Literatur zur Risikoteilung vorgestellt. Gegenstand von Abschnitt 3 ist die im Rahmen dieses Beitrags durchgeführte empirische Analyse. In Abschnitt 4 werden einige aktuelle Reformvorschläge zur Verbesserung der öffentlichen Risikoteilung im Euroraum erörtert, und Abschnitt 5 enthält zusammenfassende Schlussbemerkungen.

2 Erkenntnisse aus der Literatur

In den letzten drei Jahrzehnten ist die Zahl der Forschungsarbeiten zur internationalen Risikoteilung deutlich gestiegen, insbesondere seit der Veröffentlichung einer wegweisenden Arbeit von Asdrubali, Sørensen und Yosha im Jahr 1996, die sich mit der Risikoteilung in den Vereinigten Staaten befasste.³ Die Autoren kamen zu dem Ergebnis, dass 75 % der Schocks, die von 1963 bis 1990 auf das Pro-Kopf-BIP einzelner US-Bundesstaaten wirkten, geglättet wurden und somit nur ein relativ geringer Anteil nicht absorbiert wurde. Was die Rolle der unterschiedlichen Kanäle betrifft, so wurden 39 % der Einkommensschocks durch länderübergreifendes Eigentum an Vermögenswerten und 23 % durch die Aufnahme und Vergabe von Krediten abgedeckt. Lediglich 13 % der Einkommensschocks wurden über Transferzahlungen und Zuwendungen aus dem Bundeshaushalt absorbiert.⁴ Die Studie zeigte insgesamt, dass bundesstaat-spezifische Schocks in den Vereinigten Staaten überwiegend durch die privaten Kanäle der Risikoteilung (d. h. Markttransaktionen) geglättet wurden und nicht durch den Fiskalkanal.

³ Siehe P. Asdrubali, B. E. Sørensen und O. Yosha, Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990, The Quarterly Journal of Economics, Bd. 111, Nr. 4, 1996, S. 1081-1110.

⁴ Siehe I. Malkin und D. J. Wilson, Taxes, Transfers, and State Economic Differences, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, Nr. 2013-36, 2013. Die Autoren zeigen, dass der Fiskalkanal in den USA hauptsächlich darüber funktioniert, dass die einzelnen US-Bundesstaaten in unterschiedlicher Höhe Bundessteuern entrichten, und nicht über Transfers aus auf Bundesebene angesiedelten Programmen und Diensten.

Der einschlägigen Literatur zufolge war die Risikoteilung zwischen den EU-Ländern nicht nur wesentlich geringer als in den Vereinigten Staaten, sondern auch deutlich schwächer als zwischen den unterschiedlichen Regionen innerhalb einiger EU-Länder wie Deutschland, Frankreich, Italien und in geringerem Maße auch Spanien. Dies wird aus Tabelle 1 ersichtlich, in der einige Ergebnisse aus der Literatur dargestellt sind. Die Studien sind nach dem Forschungsgegenstand (EU-Länder, Vereinigte Staaten oder andere Länder) gruppiert. Es werden auch die einzelnen Schätzungen für jeden Kanal gezeigt. Abbildung 1 fasst die Ergebnisse der in Tabelle 1 genannten Studien zusammen, indem für jeden Risikoteilungskanal der Durchschnitt der einzelnen Länder sowie der EU-Länder als Gruppe dargestellt wird.

Tabelle 1
Ergebnisse der Literatur zur Risikoteilung im Überblick

EU-Länder			Kapitalmärkte	Fiskaltransfers	Kreditkanal	Ungeglättet
Del Negro (1998)	1967-1990		0,00	0,02	---	---
Asdrubali und Kim (2004)	1960-1990	Wirkung	0,04	0,00	0,43	0,53
		Kumuliert	-0,01	-0,01	0,24	0,79
Poncela et al. (2016)	1960-2014	Wirkung	0,00	0,00	0,25	0,75
		Kumuliert	0,03	0,02	0,18	0,78
	1999-2014	Wirkung	0,01	0,00	0,13	0,86
		Kumuliert	0,09	0,02	0,00	0,89
Ferrari und Rogantini Pico (2017)	1990-2014	Alle Länder	---	0,07	0,42	0,55
		Nicht gestresst	-0,20	0,08	0,61	0,50
		Gestresst	---	0,07	0,39	0,52
Furceri und Zdzienicka (2015)	1979-2010	Normaler Konjunkturverlauf	0,08	0,04	0,31	0,66
		Finanzkrisen und Rezessionen	-0,07	0,02	0,15	0,90
Nikolov (1996)	2000-2015		0,06	0,00	0,18	0,76
Kalemli-Ozcan et al. (2013)	1990-2007	Alle Länder	0,05	0,00	0,49	0,46
		Gestresst	0,12	0,00	0,31	0,57
Milano (2017)	1970-2014		0,01	0,00	0,27	0,72
	1999-2014		0,03	0,00	0,30	0,67
	2007-2014		0,02	0,00	0,39	0,59
Afonso und Furceri (2008)	1980-2005		0,01	0,02	0,39	0,58
	1998-2005		0,14	0,01	0,25	0,60
Hoffmann, Maslov, Sørensen und Stewen (2018)	1998-2013		0,01	0,02	0,39	0,58
	1998-2005		0,14	0,01	0,25	0,60
Alcidi et al. (2017)	1998-2013		0,10	0,01	0,14	0,75
Cimadomo et al. (2018)	1998-2016		0,20	0,05	-0,05	0,80

USA

			Kapital- märkte	Fiskal- transfers	Kreditkanal	Ungeglättet
Del Negro (1998)	1969-1994		0,40	0,14	---	---
Asdrubali, Sørensen, Yosha (1996)	1963-1990		0,39	0,13	0,23	0,25
Asdrubali und Kim (2004)	1960-1990	Wirkung	0,34	0,07	0,21	0,38
		Kumuliert	0,36	0,15	0,14	0,36
Nikolov (1996)	1964-2013		0,45	0,08	0,27	0,18
Melitz und Zumer (1999)	1964-1990		0,24	0,13	0,24	0,39
Alcidi et al. (2017)	1998-2013		0,48	0,08	0,27	0,17
Cimadomo et al. (2018)	1998-2016		0,30	0,10	0,20	0,40

Andere Länder

			Kapital- märkte	Fiskal- transfers	Kreditkanal	Ungeglättet
Hepp und von Hagen (2013)	1970-1994	Westdeutschland	0,20	0,54	0,17	0,09
	1995-2006	Deutschland	0,50	0,11	0,18	0,22
Hauptmeier, Holm-Hadulla, Renault (erscheint in Kürze)	2000-2018	Frankreich	0,81	0,06	0,04	0,09
Melitz und Zumer (1999)	1984-1992	Italien	0,49	-0,01	-0,04	0,55
Dedola et al. (1998)	1983-1992	Italien	0,67	0,18	0,15	0,00
Fiorelli, Giannini, Martini (2020)	2000-2016	Italien	0,43	0,17	0,16	0,24
Alberola und Asdrubali (1997)	1973-1993	Spanien	0,25	0,03	0,23	0,49
Melitz und Zumer (1999)	1972-1996	Vereinigtes Königreich	0,34	0,00	0,05	0,61
Dedola et al. (1998)	1978-1994	Vereinigtes Königreich	0,40	0,00	0,27	0,33
Melitz und Zumer (1999)	1962-1994	Kanada	0,30	0,08	0,25	0,37

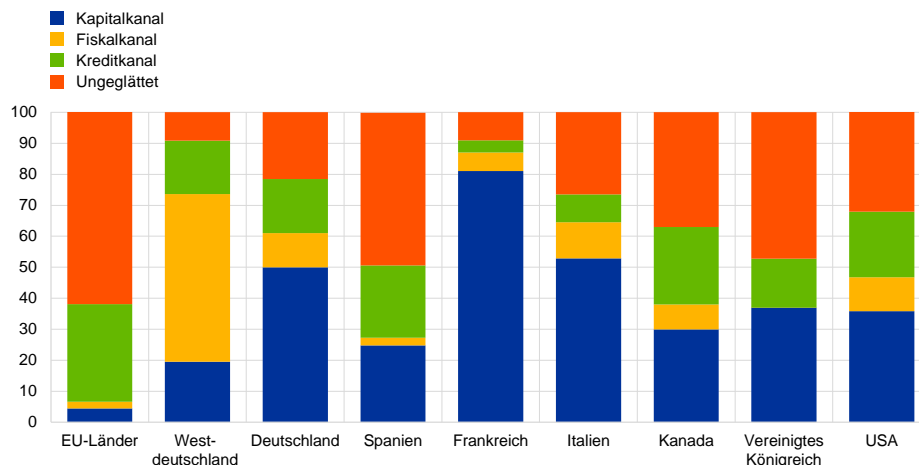
Quelle: Cimadomo, Gordo Mora und Palazzo (siehe Fußnote 2).

Anmerkung: Die Tabelle zeigt die Schätzungen unterschiedlicher Forschungsarbeiten, in denen länderspezifische Produktionsschocks in den Vereinigten Staaten, den EU-Ländern und anderen Ländern untersucht wurden. Es wird dargestellt, welcher Anteil der Schocks über den Kapital-, den Kredit- und den Fiskalkanal geglättet wurde und welcher Anteil nicht geglättet wurde. Die Summe der vier Spalten ergibt jeweils eins. Die vollständigen Literaturangaben zu den hier aufgeführten Studien finden sich in dem in Fußnote 2 genannten Forschungsbeitrag.

Abbildung 1

Stärke der Risikoteilungskanäle in den von der Literatur abgedeckten Ländern

(in %)



Quelle: Cimadomo, Gordo Mora und Palazzo (siehe Fußnote 2).

Anmerkung: Gezeigt werden die Durchschnittswerte für die in Tabelle 1 aufgeführten Länder sowie für jeden Risikoteilungskanal.

Die Risikoteilung in den Vereinigten Staaten und in Europa unterscheidet sich dadurch, dass die Bedeutung der Kapitalmärkte in den USA wesentlich höher ist.

Dort absorbiert der Kapitalkanal nahezu 40 % der Schocks auf das inländische Einkommen. In der EU spielen die Kapitalmärkte hingegen eine untergeordnete Rolle. Dies hängt möglicherweise damit zusammen, dass die Aktienmärkte in Europa weniger entwickelt sind, dass in den Vereinigten Staaten vermehrt interregional (d. h. in anderen Bundesstaaten) investiert wird und dass sich die grenzüberschreitenden Investitionen in der EU auf einige wenige Mitgliedstaaten beschränken.⁵ Die Risikoteilung im Eurogebiet und in der EU erfolgt größtenteils über den Kreditkanal, doch scheint dieser die Schwäche der anderen Kanäle nicht ausreichend zu kompensieren.

In einigen Arbeiten werden verschiedene Ländergruppen innerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie Teilstichproben betrachtet, wobei insbesondere eine Unterteilung in Phasen vor und Phasen nach der Weltfinanzkrise vorgenommen wird.

Eine der ersten Arbeiten, die sich mit der Weltfinanzkrise von 2008 bis 2010 beschäftigte, wurde von Kalemli-Ozcan et al.⁶ vorgelegt; die Autoren unterscheiden zwischen stärker gestressten und weniger stark gestressten Euro-Ländern. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass der Kapitalkanal während der Krise keinerlei Risikoteilung in gestressten Ländern bewirkte. Vielmehr könnte er dort den Schock noch verstärkt haben. Eine etwas jüngere Studie von Cimadomo et al.⁷ untersucht die Finanzströme innerhalb des Euroraums anhand einer Stichprobe von

⁵ Siehe V. Milano und P. Reichlin, Risk-sharing across the US and EMU: The role of public institutions, Policy Brief, Nr. 9, LUISS School of European Political Economy, 2017; N. Véron und G. B. Wolff, Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, Journal of Financial Regulation, Bd. 2, Nr. 1, 2016, S. 130-153.

⁶ Siehe S. Kalemli-Ozcan, E. Luttini und B. E. Sørensen, Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns, The Scandinavian Journal of Economics, Bd. 116, Nr. 1, 2014, S. 253-276.

⁷ Siehe J. Cimadomo, G. Ciminelli, O. Furtuna und M. Giuliodori, Private and public risk sharing in the euro area, European Economic Review, Bd. 121, 2020.

elf Euro-Ländern und kommt zu dem Ergebnis, dass in den ersten Jahren der WWU nur etwa 40 % der Schocks absorbiert wurden, während nach 2009 (dem Beginn der Staatsschuldenkrise) rund 65 % der Schocks geglättet wurden. Dies hängt zum Teil damit zusammen, dass offizielle Finanzhilfen für Länder mit angespannter Finanzlage aktiviert wurden – etwa die Kreditfazilität für Griechenland, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) (siehe auch Milano und Reichlin⁸).

Die Literatur zu den einzelnen Ländern deutet im Allgemeinen darauf hin, dass die Risikoteilung auf interregionaler Ebene tendenziell wirksamer ist als auf internationaler Ebene. Für Deutschland konnten Hepp und von Hagen zeigen, dass die Risikoteilung zwischen den westdeutschen Bundesländern im Zeitraum 1970-1994 (d. h. vor und unmittelbar nach der Wiedervereinigung) sehr hoch war. So wurden 91 % der Schocks auf das Pro-Kopf-BIP der Bundesländer geglättet.⁹ Nach der Wiedervereinigung verringerte sich dieser Anteil für das nunmehr vereinigte Deutschland etwas, war aber mit rund 80 % noch immer hoch. In dieser Zeit trugen vor allem die Steuerausgleichs- und Transfersysteme auf Bundesebene zur Glättung der Schocks bei, aber auch der Kapitalkanal.¹⁰ Hauptmeier et al. konnten ebenso für Frankreich eine sehr hohe interregionale Risikoteilung feststellen, die vor allem auf einen stark ausgeprägten Kapitalkanal zurückzuführen ist.¹¹ In Italien scheint die Risikoteilung ähnlich hoch zu sein (Glättung von rund 75 % der Schocks), bei den spanischen Regionen (Glättung von rund 50 % der Schocks) hingegen geringer (siehe Alberola und Asdrubali).¹² Die Risikoteilung in Kanada und dem Vereinigten Königreich ist etwas niedriger als in den Vereinigten Staaten, jedoch höher als in der EU (siehe Abbildung 1).

3 Schätzungen zur Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet

Für das Eurogebiet wurden neue empirische Analysen durchgeführt, in denen der Gesamtumfang der Risikoteilung und der Beitrag der verschiedenen

⁸ Siehe V. Milano und P. Reichlin, a. a. O.

⁹ Siehe R. Hepp und J. von Hagen, Interstate risk sharing in Germany: 1970–2006, Oxford Economic Papers, Bd. 65, Nr. 1, 2013, S. 1-24. Eine Analyse der Glättung bundeslandspezifischer Schocks in Westdeutschland über den Fiskalkanal im Zeitraum 1970-1997 findet sich auch bei T. Büttner, Fiscal Federalism and InterState risk sharing: empirical Evidence from Germany, Economics Letters, Bd. 74, Nr. 2, 2002, S. 195-202.

¹⁰ Laut EZB, [Financial Integration and Structure in the Euro Area](#), März 2020, ist der Anteil von Finanzierungen über nicht börsennotierte Aktien (d. h. privates Eigentum (einschließlich Ausland) an nicht börsennotierten Unternehmen) in der EU höher als in den Vereinigten Staaten. Dies erklärt möglicherweise, weshalb Hepp und von Hagen (siehe Fußnote 9) sowie Hauptmeier et al. (siehe Fußnote 11) zu dem Ergebnis kommen, dass der Kapitalkanal in Deutschland und Frankreich überraschend stark ist.

¹¹ Siehe S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla und T. Renault, Risk-sharing and monetary policy transmission, Working Paper Series der EZB, erscheint in Kürze.

¹² Siehe E. Alberola und P. Asdrubali, How Do Countries Smooth Regional Disturbances? Risk Sharing in Spain: 1973-1993, Documento de Trabajo, Nr. 9724, Servicio de Estudios, Banco de España, 1997. Eine vergleichende Analyse des Grades der fiskalischen Risikoteilung in ausgewählten europäischen Ländern findet sich unter anderem in: P. Burriel, P. Chronis, M. Freier, S. Hauptmeier, L. Reiss, D. Stegarescu und S. Van Parys, [A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 239, April 2020.

Risikoteilungskanäle für den Zeitraum 1997-2022 geschätzt wurden.¹³ Die Analyse erstreckt sich zunächst auf den gesamten Stichprobenzeitraum und beleuchtet anschließend einzelne Zwölfjahreszeiträume. Auf diese Weise soll die Entwicklung der Risikoteilung im Zeitverlauf dargestellt werden.

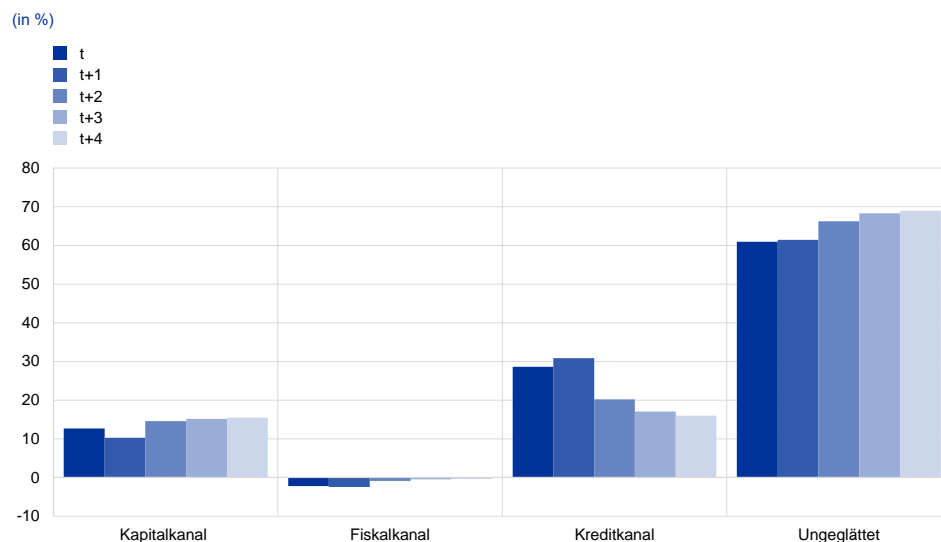
Im Mittelpunkt der Analyse steht die Frage, wie länderspezifische BIP-Schocks den Konsum beeinflussen und welche Rolle die drei Risikoteilungskanäle bei der Schockabsorption spielen.¹⁴ Abbildung 2 veranschaulicht für verschiedene Zeithorizonte den Effekt eines länderspezifischen BIP-Schocks auf das Konsumwachstum. Gezeigt wird die Reaktion der drei Kanäle im Jahr des Schocks sowie der kumulierte Effekt für das erste, zweite, dritte und vierte Jahr nach dem Schock. Der Gesamteffekt wird für jeden Zeithorizont auf 100 normiert. Kommt es beispielsweise in Jahr t zu einer Rezession, und es erfolgt keine Risikoteilung, so führt dies zu einem Rückgang des Konsums im Verhältnis von eins zu eins. Der Balken für das „ungeglättete“ Ergebnis nimmt dann den Wert 100 an, während die übrigen Balken bei null liegen. Im umgekehrten Fall, d. h. bei vollständiger Risikoteilung, hat der Balken „ungeglättet“ den Wert null, und die Summe des Kapital-, Fiskal- und Kreditkanals beträgt 100.

¹³ Siehe J. Cimadomo, E. Gordo Mora und A. A. Palazzo, a. a. O. Die empirische Analyse beruht auf der von P. Asdrubali und S. Kim entwickelten Methode in: Dynamic risk sharing in the United States and Europe, Journal of Monetary Economics, Bd. 51, Nr 4, 2004, S. 809-836. Diese Methode wurde auch in EZB, [Financial Integration in Europe](#), Mai 2017, und in EZB, [Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 3/2018, Mai 2018, verwendet.

¹⁴ Der Kapitalkanal gibt die Differenz zwischen dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) und dem Bruttosozialprodukt (BSP) wieder. Sie entspricht dem Einkommen aus im Ausland gehaltenen finanziellen Vermögenswerten plus dem Einkommen aus ausländischer Beschäftigung durch im Inland ansässige Personen. Der Fiskalkanal wird als Differenz zwischen dem Bruttosozialprodukt und dem Bruttonationaleinkommen (BNE) dargestellt. Das BNE stammt unter anderem aus grenzüberschreitenden Transfers zwischen Staaten (im Fall der EU beispielsweise aus Strukturfonds). Der Kreditkanal spiegelt die Differenz zwischen dem BNE und den (privaten und staatlichen) Konsumausgaben wider. Hierunter fällt beispielsweise die ausländische Kreditaufnahme durch Einzelpersonen und Regierungen, die entweder über die Kreditmärkte oder über supranationale Absicherungsmechanismen wie den ESM erfolgt. Kredite aus der Aufbau- und Resilienzfazilität wären ebenfalls diesem Kanal zuzuordnen. Im empirischen Modell, einem Panel-VAR-Modell, wird ein BIP-Schock als eine (positive oder negative) unerwartete Veränderung des BIP eines Landes definiert, die nicht durch einen allgemeinen (euroraumweiten) Schock bedingt ist.

Abbildung 2

Übertragung von Produktionsschocks im Euroraum auf den Konsum und Reaktion der Risikoteilungskanäle



Quelle: Cimadomo, Gordo Mora und Palazzo (siehe Fußnote 2).

Anmerkung: Anhand von Impulsantworten aus einem Panel-VAR-Modell wird für verschiedene Zeithorizonte der Effekt eines BIP-Schocks auf das Konsumwachstum gezeigt. Der erste Balken stellt die zeitgleich zum Auftreten des Produktionsschocks erfolgte Reaktion des jeweiligen Kanals dar. Die Balken rechts davon beziehen sich auf die kumulierte Reaktion nach einem, zwei, drei bzw. vier Jahren. Die Summe aller Kanäle und der ungeglättete Anteil werden für jeden Zeithorizont auf 100 normiert. Die Balken sind auf dem üblichen Niveau statistisch signifikant, wenn sie den Wert von 10 % übersteigen. Die Stichprobe umfasst den Zeitraum 1997-2022.

Die empirische Analyse beruht auf einer Stichprobe von elf Ländern des Euroraums: Belgien, Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland.¹⁵ Die Daten wurden der AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission mit Stand vom Frühjahr 2022 entnommen.¹⁶

Abbildung 2 zeigt, dass die Risikoteilung auf kurze bis mittlere Sicht, d. h. im Jahr des Schocks und im darauffolgenden Jahr (t und t+1), wirksamer war. Die Wirksamkeit der Risikoteilung nimmt im Zeitverlauf ab. Dies spiegelt sich in den über den Vierjahreszeitraum ansteigenden „ungeglätteten“ Balken wider. Den größten Beitrag leistete der Kreditkanal, der in den ersten beiden Jahren etwa 30 % des Produktionsschocks glättete. Mit rund 10 % war der Beitrag des Kapitalkanals über den Betrachtungszeitraum hinweg relativ stabil, während die Wirkung des Fiskalkanals insgesamt zu vernachlässigen war. Der Anteil der nicht geglätteten Schocks erhöhte sich im Vierjahreszeitraum von etwa 60 % auf rund 70 %. Dies könnte damit zusammenhängen, dass im Zeitverlauf gegenläufige Kräfte auftreten, wenn beispielsweise im Inland ansässige Personen in den ein oder zwei Jahren nach Beginn einer Rezession Kredite aus dem Ausland erhalten (Kreditkanal) und in

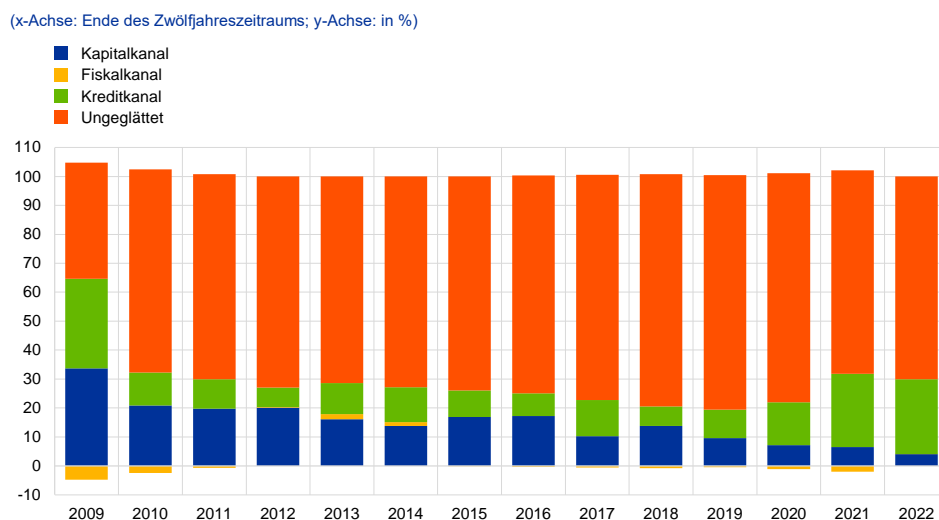
¹⁵ Irland wurde nicht in die Analyse einbezogen, da einige der wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Statistiken des Landes für 2015 im Juli 2016 außergewöhnlich stark revidiert wurden.

¹⁶ Die Stichprobe enthält auch vorläufige Prognosen für das Jahr 2022. Diese könnten zwar im weiteren Verlauf noch revidiert werden, doch lassen sich mit ihrer Hilfe erste Erkenntnisse über die Entwicklung während der Covid-19-Krise gewinnen.

dieser Zeit Entwicklungen an den internationalen Kreditmärkten eintreten, die den Glättungseffekt bis zu einem gewissen Grad abschwächen.

Um zu beurteilen, wie sich die Risikoteilung in den letzten beiden Jahrzehnten verändert hat, werden die Auswirkungen eines BIP-Schocks auf den Konsum anhand rollierender Zwölfjahreszeiträume geschätzt. Die Ergebnisse sind in Abbildung 3 dargestellt. Dabei gibt jeder Balken den Beitrag aller drei Kanäle sowie den Anteil der nicht geglätteten Schocks in einem bestimmten Zwölfjahreszeitraum an. Dieser endet in dem auf der x-Achse aufgeführten Jahr. Beispielsweise zeigt der Balken über der Jahresangabe „2022“ die Schätzungen für den Zeitraum 2010-2022.¹⁷ Die jährlichen Veränderungen des Beitrags der einzelnen Kanäle gehen auf Anpassungen der Modellparameter im jeweiligen Zwölfjahreszeitraum zurück. Der verbleibende (rote) Balkenbereich stellt den (auch in Abbildung 2 gezeigten) Anteil des Schocks auf das länderspezifische reale BIP-Wachstum dar, der nicht geglättet wurde und sich daher vollständig im Konsumwachstum des Landes niederschlägt.

Abbildung 3
Veränderung der Konsumglättung im Euroraum und Risikoteilungskanäle



Quelle: Cimadomo, Gordo Mora und Palazzo (siehe Fußnote 2).

Anmerkung: In der Abbildung wird sowohl der Teil des Konsumwachstums ausgewiesen, der nach einem Schock auf das inländische BIP über den Kapital-, den Fiskal- und den Kreditkanal geglättet wird, als auch der nicht geglättete Anteil. Die Beiträge der einzelnen Kanäle werden auf Basis der kumulierten Schockauswirkungen im Zeithorizont von zwei Jahren berechnet. Sie werden anhand eines Panel-VAR-Modells auf der Grundlage von Parametern kalkuliert, die über einen rollierenden Zwölfjahreszeitraum mithilfe von Jahresdaten geschätzt werden. Auf der x-Achse ist das Ende des Zwölfjahreszeitraums abgetragen. Die Stichprobe bezieht sich auf den Zeitraum 1997-2022.

Der Anteil der nicht geglätteten Schocks im Euroraum nimmt zu, wenn die Stichprobe auch die Weltfinanzkrise von 2008 bis 2010 umfasst (siehe Abbildung 3). In diesem Zeitraum verloren die Kapital- und Kreditmärkte zunehmend an Bedeutung für die Risikoteilung. Mögliche Gründe hierfür sind die Flucht der Finanzmarktanleger in sichere Häfen und eine prozyklisch wirkende grenzüberschreitende Kreditvergabe. Der bislang begrenzte Fortschritt auf dem Weg zur

¹⁷ Die Balken geben die kumulierten Reaktionen zwei Jahre nach Auftreten des Schocks wieder. Dies entspricht in etwa dem Balken „t+2“ in Abbildung 2, wobei sich dort die Schätzungen auf die gesamte Stichprobe beziehen.

Schaffung einer Banken- und Kapitalmarktunion in der EU könnte ein weiterer Grund sein. Wäre diese bereits vollendet gewesen, hätte ein derart starker Rückgang der Schockabsorption über den Kapital- und Kreditkanal vermieden werden können. Im Zeitraum 2011-2012 nahm die Risikoteilung jedoch nicht mehr so stark ab. Dies könnte nicht zuletzt auf die Aktivierung von offiziellen Hilfsprogrammen im Eurogebiet zurückzuführen sein, die sich positiv ausgewirkt haben dürften (siehe Cimadomo et al.¹⁸). Zur Vermeidung der Finanzmarktfragmentierung in der WWU trugen vermutlich auch andere Faktoren bei: die berühmte Rede des damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi vom 26. Juli 2012 mit seiner Zusage, alles Notwendige zu tun („*Whatever it takes*“), die Ankündigung der EZB über die Einführung geldpolitischer Outright-Geschäfte (OMT) vom 2. August 2012 und die anschließenden geldpolitischen Maßnahmen der EZB.

Wenn die Stichprobe auch die Covid-19-Krise mit einschließt, ist eine Verbesserung der Risikoteilung vor allem über den Kreditkanal zu beobachten.

Die Triebkräfte dieses Kanals lassen sich im Rahmen dieser Analyse nicht genau bestimmen. Allerdings deuten die gewonnenen Erkenntnisse darauf hin, dass die sehr umfangreiche politische Unterstützung eine schwere Störung der privaten Risikoteilung wohl verhindert hat, wodurch das Risiko eines abrupten Abreißens der grenzüberschreitenden Finanzströme verringert wurde.¹⁹

Während die nationale Finanzpolitik dazu beitrug, die wirtschaftliche Fragmentierung zu verhindern, wurden auch auf EU-Ebene entscheidende Unterstützungsmaßnahmen vorangebracht.

Zu Beginn bestanden diese Hilfen aus einem Sicherheitspaket im Gesamtumfang von 540 Mrd €, das auf drei Arten bereitgestellt wurde: a) in Form von Krediten über den ESM zur Finanzierung pandemiebedingter Staatsausgaben, b) als Kreditgarantien der Europäischen Investitionsbank für Unternehmen und c) als Mittel zur Finanzierung von Kurzarbeitsprogrammen auf nationaler Ebene.²⁰ In großem Umfang genutzt wurde nur die letztgenannte Maßnahme – das Europäische Instrument zur vorübergehenden Unterstützung bei der Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage (SURE). Doch allein die Ankündigung der genannten Hilfsmaßnahmen stärkte das

¹⁸ Siehe J. Cimadomo, G. Ciminelli, O. Furtuna und M. Guiliadori, a. a. O.

¹⁹ Andere Studien zeigen ebenfalls, dass die Risikoteilung während der Coronakrise relativ stabil war. Siehe A. Giovannini, C.-W. Horn und F. P. Mongelli, An early view on euro area risk-sharing during the COVID-19 crisis, VoxEU, Januar 2021. Darin weisen die Autoren beispielsweise darauf hin, dass die Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung der Covid-19-Pandemie die privaten Haushalte daran hinderten, einen Großteil ihres normalen Warenkorbs zu konsumieren. Sie schlagen daher vor, bei der Analyse dieses Zeitraums das Augenmerk nicht auf die Konsumglättung zu legen, sondern auf die Risikoteilung zur Stützung des verfügbaren Einkommens. Im Mittelpunkt steht also die Fähigkeit eines Landes, eine Veränderung des BIP von Veränderungen in der Produktion getrennt zu halten. Die Ergebnisse dieser Studie zeigen, dass die Risikoteilung zur Stützung des Einkommens während der Krise relativ stabil war. Siehe auch C. Alcidi, D. Postica, F. Shamsfakhr et al., Study on the Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context (2021) – Rise and fall after the COVID-19 outbreak, Europäische Kommission, Generaldirektion Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion, Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union, 2022. Darin wird nachgewiesen, dass die Covid-19-Pandemie – anders als die Weltfinanzkrise von 2008 bis 2010 – nicht zu einer Umkehr des bestehenden Trends der internationalen Kapitalflüsse führte. Hierdurch wurden Einkommen und Konsum weiter gestützt.

²⁰ Zu den weiteren auf EU-Ebene beschlossenen Maßnahmen zählen beispielsweise der europaweite Garantiefonds der Europäischen Investitionsbank sowie die Investitionsinitiative zur Bewältigung der Coronakrise und das Programm REACT-EU, die beide von der Europäischen Kommission aufgelegt wurden.

Vertrauen und trug dazu bei, eine plötzliche Unterbrechung der grenzüberschreitenden Finanzströme zu verhindern.²¹

Der bei Weitem wichtigste Schritt wurde mit der Einführung der europäischen Aufbau- und Resilienzfazilität (RRF), der Hauptkomponente des NGEU-Pakets, vollzogen.²² Sie ist ein zeitlich befristetes Instrument, das den Aufbau und den strukturellen Wandel in den Volkswirtschaften der EU unterstützen soll. Hierzu werden Mittel in Form von Transfers oder Krediten gewährt, die über im Auftrag der EU-Staaten von der Europäischen Kommission begebene Anleihen finanziert werden. Die RRF ist mit knapp 724 Mrd € (in jeweiligen Preisen 90 % des NGEU-Gesamtumfangs) ausgestattet und wird Schätzungen zufolge zu mehr als vier Fünfteln von Euro-Ländern – insbesondere den am stärksten von der Krise betroffenen – in Anspruch genommen werden.²³ Darüber hinaus haben die geldpolitischen Maßnahmen der EZB – insbesondere die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) –, aber auch die Maßnahmen im Bereich der Bankenaufsicht und des Sicherheitenrahmens sowie das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) das Risiko einer Fragmentierung der Finanzmärkte während der Covid-19-Krise verringert. Dies trug indirekt zu einer unterbrechungsfreien Risikoteilung über den Kredit- und den Kapitalkanal während dieser Zeit bei.²⁴

Die Coronakrise liefert klare und substanzielle Hinweise auf den Nutzen, den Risikoteilungsmechanismen im Falle unerwarteter und beispielloser Schocks mit asymmetrischen Auswirkungen bieten. Es hat sich gezeigt, dass diese Auswirkungen unter anderem von der Strenge der Schutzmaßnahmen, die zur Eindämmung der Krise ergriffen wurden, sowie von den bestehenden produktiven Strukturen abhängen.²⁵ Aus Abbildung 3 geht deutlich hervor, dass sowohl die privaten Risikoteilungskanäle (Kapitalmarkt und Kreditvergabe) als auch der Fiskalkanal im Euroraum zumindest bis zum Beginn der Pandemie relativ schwach ausgeprägt waren und eine gewisse Verbesserung erst danach eingesetzt hat. Dies legt nahe, dass weitere Maßnahmen zur Stärkung dieser Kanäle ergriffen werden sollten.

²¹ Siehe K. Bańkowski, O. Bouabdallah, J. Domingues Semeano, E. Dorrucchi, M. Freier, P. Jacquinet, W. Modery, M. Rodríguez Vives, V. Valenta und N. Zorell, [The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 291, 2022. Dort werden die potenziellen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des NGEU-Programms analysiert. Insbesondere geht es um die Vertrauenseffekte, die durch SURE und NGEU erzielt wurden.

²² Das NGEU entfaltete bereits 2020 große Wirkung, also noch vor der Erstellung der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne in den Jahren 2021-2022. Zusammen mit dem PEPP-Programm führte das NGEU eine entscheidende Wende herbei: In den vulnerabelsten Euro-Ländern, die sich im März 2020 noch mit umfangreichen Portfolioabflüssen (netto) und einer Ausweitung der Spreads infolge des Pandemieschocks konfrontiert sahen, kehrte das Vertrauen in die Märkte zurück.

²³ Diese Maßnahmen stellen einen wichtigen Meilenstein im Bereich der öffentlichen Risikoteilung dar, sind jedoch vorübergehender Natur. Siehe L. Codogno und P. van den Noord, [Assessing Next Generation EU](#), LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series, LEQS Paper Nr. 144, London School of Economics and Political Science, Februar 2021. Die Autoren gelangen mithilfe eines stilisierten makroökonomischen Modells zu der Auffassung, dass ein alternativer Ansatz mit Ex-ante-Risikoteilung durch die Schaffung von Eurobonds und einer permanenten zentralen Fiskalkapazität eine mindestens ebenso hohe – und zugleich nachhaltigere, automatische und zeitnähere – Wirkung hätte.

²⁴ Das PEPP dürfte sowohl den Kapital- als auch den Kreditkanal beeinflusst haben. Die hier verwendete Methode erlaubt es allerdings nicht, den Beitrag der Geldpolitik zur Wirksamkeit der beiden Kanäle vollständig isoliert zu betrachten.

²⁵ Siehe EZB, [Die Folgen der Eindämmungsmaßnahmen in den einzelnen Sektoren und Ländern während der Corona-Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

Kasten 1

Risikoteilung und geldpolitische Transmission

Sebastian Hauptmeier, Frédéric Holm-Hadulla und Théodore Renault

Gemäß der Fachliteratur zu optimalen Währungsräumen gibt es eine klare Arbeitsteilung, wenn es darum geht, makroökonomische Stabilisierungsziele zu erreichen. Der Geldpolitik kommt die Aufgabe zu, Preisstabilität für die Währungsunion als Ganzes zu gewährleisten. Indem der geldpolitische Kurs so angepasst wird, dass sich die Inflation bei ihrem Zielwert stabilisiert, sollen Schwankungen der durchschnittlichen gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse, die auf einen allgemeinen Schock zurückzuführen sind, begrenzt werden. Eine zu breite Streuung der gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse innerhalb der Währungsunion kann durch öffentliche oder marktbasierende Risikoteilungsmechanismen vermieden werden, denn sie ermöglichen eine geografisch differenziertere Anpassung nach asymmetrischen Schocks. Aktuelle Untersuchungen zufolge kann es zu einer spezifischen Wechselwirkung zwischen diesen makroökonomischen Stabilisierungsinstrumenten kommen, wenn die Geldpolitik in den Mitgliedstaaten einer Währungsunion unterschiedlich wirkt.²⁶

Wendet man das etablierte Modell von Asdrubali et al.²⁷ auf regional disaggregierte Daten an, zeigt sich insgesamt eine erhebliche Varianz bei der Risikoteilung und zwar sowohl innerhalb der Länder des Euroraums als auch zwischen ihnen (siehe Abbildung A, Grafik a).²⁸ So wurden regionale Schwankungen des BIP im Zeitraum 2000-2018 zu 32 % bis 97 % durch den Kapitalmarkt, die Kreditmärkte und den öffentlichen Sektor geglättet.²⁹ Werden die Schwankungen im Jahr ihres Auftretens geglättet, erweist sich der Kapitalmarkt im Allgemeinen als stärkster Kanal. Der Effekt des Kredit- und des Fiskalkanals ist hingegen schwächer. Allerdings nimmt die Bedeutung des Fiskalkanals, der über das staatliche Transfer- und Steuersystem wirkt, bei Betrachtung längerer Zeiträume zu. Die von Land zu Land bestehenden Unterschiede in der Risikoteilung und die relative Stärke der einzelnen Kanäle können herangezogen werden, um empirisch zu beurteilen, welchen Einfluss die interregionale Risikoteilung auf die tatsächliche Wirkung der Geldpolitik hat.

²⁶ Siehe S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla und T. Renault, Risk-sharing and monetary policy transmission, a. a. O.

²⁷ Siehe P. Asdrubali, B. E. Sørensen und O. Yosha, a. a. O.

²⁸ Für die Analyse wurden Daten auf Ebene 2 der NUTS-Klassifikation von Eurostat verwendet. Auf der NUTS-2-Ebene werden die Staatsgebiete in einzelne Regionen unterteilt. Mithilfe dieser regionalen Daten kann die Risikoteilung innerhalb eines Landes und zwischen Ländern erfasst werden.

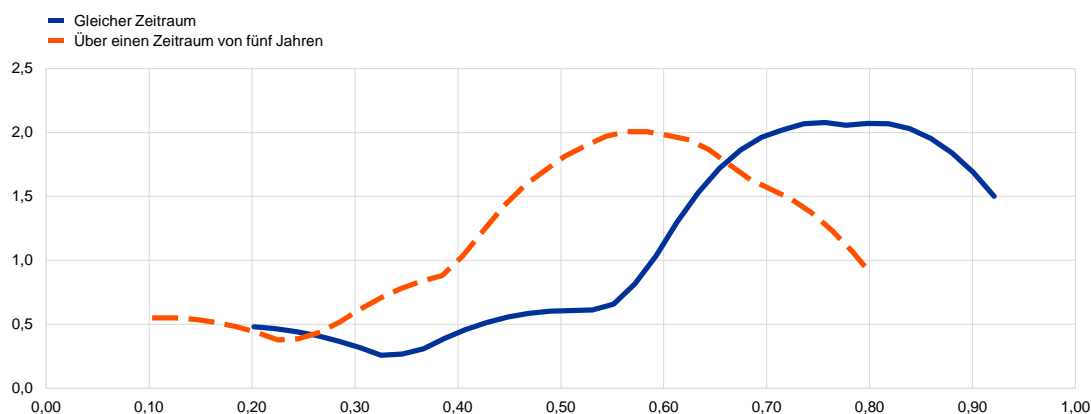
²⁹ Anders als die Schätzungen in Abschnitt 3 (Risikoteilung zwischen den EU-Ländern) beziehen sich diese Schätzungen auf die Risikoteilung zwischen den Regionen von Ländern.

Abbildung A

Grad der Risikoteilung in der WWU: regionale Heterogenität und Zeitprofil

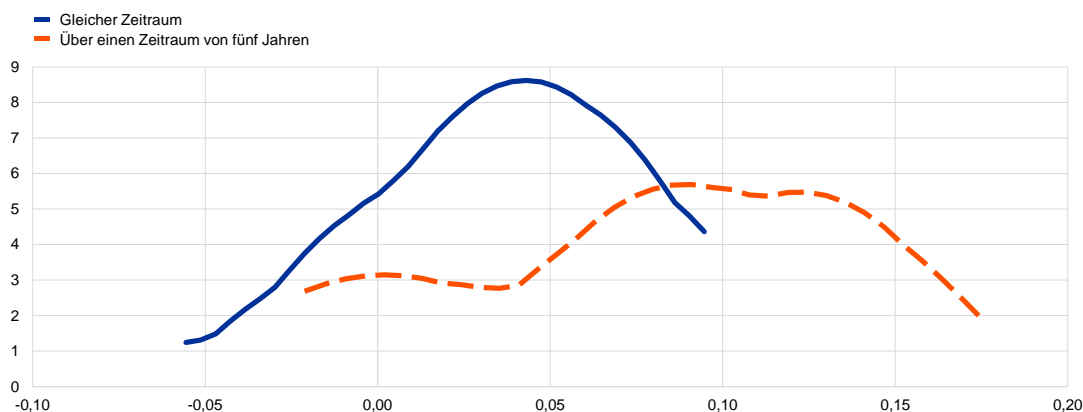
a) Grad der Risikoteilung über den Kapitalkanal

(x-Achse: in %; y-Achse: Dichte)



b) Grad der Risikoteilung über den Fiskalkanal

(x-Achse: in %; y-Achse: Dichte)



Quelle: Hauptmeier, Holm-Hadulla und Renault (siehe Fußnote 11).

Anmerkung: In den beiden Grafiken wird die länderübergreifende Dichtefunktion des geschätzten Gesamtgrads der Risikoteilung über den Kapital- und den Fiskalkanal dargestellt. Die durchgezogene blaue Linie entspricht dem Grad der Risikoteilung, die im Zeitraum des Auftretens der Schwankungen erreicht wurde. Die gestrichelte rote Linie zeigt die Risikoteilung über einen Zeitraum von fünf Jahren.

Die Risikoteilung beeinflusst die tatsächliche Wirkung geldpolitischer Schocks in ganz entscheidendem Maße. In Grafik a der Abbildung B wird dargestellt, wird der geschätzte Effekt dargestellt, den ein durch geldpolitische Straffung verursachter Schock auf die regionale Produktion im Euroraum hat, und zwar in Abhängigkeit vom Grad der interregionalen Risikoteilung.³⁰ Der Produktionsrückgang nach einer Anhebung des Leitzinses um 100 Basispunkte ist in den Regionen, die in der Stichprobe den höchsten Risikoteilungsgrad aufweisen, um 1 Prozentpunkt geringer als in den Regionen mit der geringsten Risikoteilung. Darüber hinaus sind Regionen mit einem hohen Grad an Risikoteilung weniger anfällig für eine geldpolitisch bedingte Hysterese (d. h. für dauerhafte wirtschaftliche Effekte, die sich aus einer Zinsänderung ergeben). Während die Produktion in den Regionen mit der niedrigsten Risikoteilung fünf Jahre nach einem durch eine

³⁰ Die Analyse beruht auf lokalen linearen Schätzverfahren (siehe O. Jordà, Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections, American Economic Review, Bd. 95, Nr. 1, 2005, S. 161-182) und enthält einen Term für die Interaktion zwischen dem Leitzins und dem Grad der Risikoteilung in einer Volkswirtschaft. Dieser erfasst, wie stark die Wirkung eines geldpolitischen Schocks in Abhängigkeit vom Grad der Risikoteilung variiert (Einzelheiten zum empirischen Modell und zu den Schätzverfahren finden sich in: S. Hauptmeier, F. Holm-Hadulla und T. Renault, a. a. O.).

geldpolitische Straffung verursachten Schock noch rund 1,5 % unter ihrem ursprünglichen Niveau liegt, hat sie sich in den Regionen mit der höchsten Risikoteilung nach Ablauf dieses Zeitraums vollständig erholt.

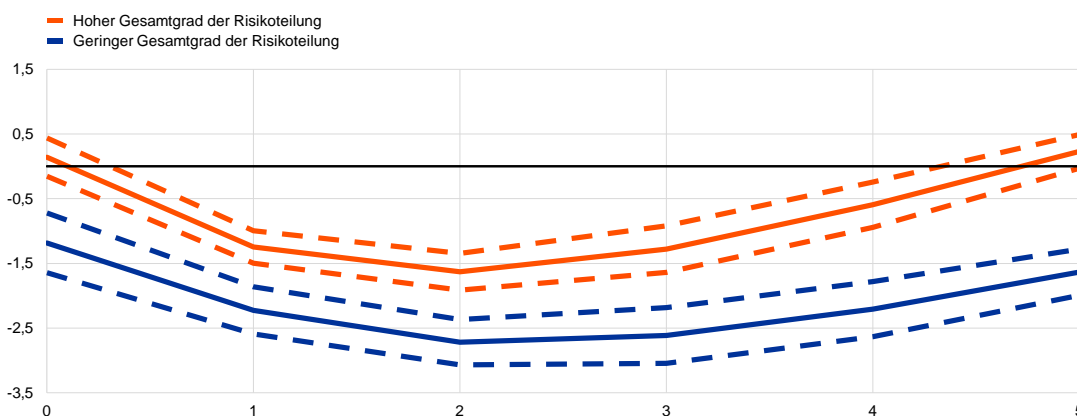
Die Dauerhaftigkeit von geldpolitischen Effekten, die auf ärmere Regionen³¹ wirken, wird besonders stark vom Fiskalkanal bestimmt (siehe Abbildung B, Grafik b). So lässt sich nach einer Leitzinsanhebung in den Regionen mit geringer fiskalischer Risikoteilung ein anhaltender Produktionsrückgang beobachten. Ist die fiskalische Risikoteilung in ärmeren Regionen hingegen hoch, verzeichnen diese nicht nur einen geringeren Produktionsrückgang, sondern sind auch vor entsprechenden Hysterese-Effekten geschützt. In reicheren Regionen schlägt sich der jeweilige Grad der Risikoteilung nur in begrenztem Umfang in Produktionsunterschieden nieder. Die Ergebnisse legen nahe, dass die fiskalische Risikoteilung dazu beitragen kann, wirtschaftliche Divergenzen infolge regionaler Hysterese-Effekte zu verhindern.

Abbildung B

Auswirkungen der Geldpolitik auf die regionale Produktion bei hoher und geringer Risikoteilung

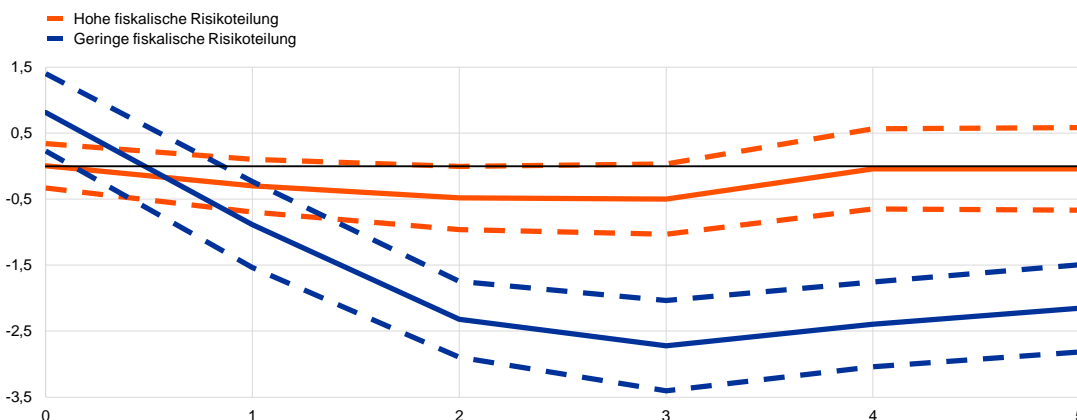
a) Auswirkungen auf die regionale Produktion

(x-Achse: in Jahren; y-Achse: in %)



b) Auswirkungen auf die Produktion in ärmeren Regionen

(x-Achse: in Jahren; y-Achse: in %)



Quelle: Hauptmeier, Holm-Hadulla und Renault (siehe Fußnote 11).

Anmerkung: Grafik a zeigt auf jährlicher Basis den Effekt einer Leitzinserhöhung um 100 Basispunkte auf die Produktion von 155 Regionen aus zehn Euro-Ländern im Zeitraum 2000-2018. Die blaue Linie entspricht einem geringen und die rote Linie einem hohen Gesamtgrad der Risikoteilung. In Grafik b werden die Folgen eines vergleichbaren Schocks auf die Produktion in ärmeren Regionen (unterstes Dezil der BIP-Verteilung) dargestellt. Die blaue

³¹ Ärmere Regionen werden hier als das unterste Dezil der BIP-Verteilung definiert.

4 Vorschläge zur Verbesserung der öffentlichen Risikoteilung

Die marktbasieren Risikoteilungsmechanismen allein reichen möglicherweise nicht aus, damit eine Volkswirtschaft schweren Schocks standhalten kann.³² In einer Währungsunion besteht eine inhärente Notwendigkeit, die marktbestimmte Risikoteilung durch staatliche Interventionen zu ergänzen (siehe Farhi und Werning).³³ Dies ist letztlich darauf zurückzuführen, dass selbst vollkommene Märkte in einer Währungsunion keinen optimalen Sicherungsmechanismus bieten, da die privaten Akteure an diesen Märkten ihre Portfolioentscheidungen tendenziell ohne Berücksichtigung der makroökonomischen Stabilisierungseffekte treffen.³⁴

Mit einer zentralen Fiskalkapazität auf Ebene des Euro-Währungsgebiets wäre die Haushaltspolitik besser in der Lage, allgemeine Schocks, die in den einzelnen Ländern zu asymmetrischen Effekten führen können, sowie länderspezifische Schocks zu absorbieren. Bei extremen Schocks, wie sie in den letzten beiden Jahrzehnten zu beobachten waren, hätte sie einen zweifachen Nutzen: Die Folgen für einzelne Länder könnten abgemildert werden, und zugleich würde die Stabilität im gesamten Euroraum gefördert.³⁵ Eine zentrale Fiskalkapazität könnte sich dann als besonders wirksam erweisen, wenn die einheitliche Geldpolitik aufgrund der effektiven Zinsuntergrenze nur vergleichsweise wenig Spielraum hat, um allgemeine Schocks abzufedern. Die Anzahl der Zeiträume, in denen die Zinsuntergrenze relevant wird, könnte sich sogar verringern, denn allein vom Vorhandensein einer zentralen Fiskalkapazität ginge ein gesamtwirtschaftlicher Fiskalimpuls aus, der den deflationären Druck mildern könnte.

³² Siehe auch die Ausführungen bei A. Giovannini, D. Ioannou und L. Stracca, [Public and private risk sharing: friends or foes? The interplay between different forms of risk sharing](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 295, 2022.

³³ Siehe E. Farhi und I. Werning, *Fiscal Unions*, *American Economic Review*, Bd. 107, Nr. 12, 2017, S. 3788-3834.

³⁴ Für Länder, die keiner Währungsunion angehören und über flexible Wechselkurse verfügen, kommen Farhi und Werning zu einem anderen Ergebnis. Betreiben diese Länder eine autonome Geldpolitik, dann können sie Schocks vollständig ausgleichen. Die Zugehörigkeit zu einer Währungsunion ist somit für Farhi und Werning das ausschlaggebende Argument für die Mitwirkung des öffentlichen Sektors bei der internationalen Risikoteilung, denn eben diese Zugehörigkeit geht mit gewissen geldpolitischen Einschränkungen einher und verhindert, dass asymmetrische Schocks abgefedert werden. Sie stellen daher fest, dass Fiskalunion und Währungsunion Hand in Hand gehen sollten.

³⁵ In der [Antwort des Eurosystems vom 1. Dezember 2021](#) (in englischer Sprache), die auf die am 19. Oktober 2021 veröffentlichte Mitteilung der Europäischen Kommission „Die EU-Wirtschaft nach COVID-19: Auswirkungen auf die wirtschaftspolitische Steuerung“ folgte, wird angemerkt, dass eine dauerhafte zentrale Fiskalkapazität bei geeigneter Ausgestaltung auf längere Sicht die makroökonomische Stabilisierung und Konvergenz im Euroraum fördern könne. Siehe auch die [Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 9. November 2018 zu einem Vorschlag für eine Verordnung zur Schaffung einer Europäischen Investitionsstabilisierungsfunktion \(CON/2018/51\)](#), ABl. C 444 vom 10.12.2018, S. 11. Darin heißt es: „Eine solche Funktion existiert in jeder Währungsunion, um wirtschaftliche Schocks, die auf nationaler Ebene nicht gesteuert werden können, besser zu bewältigen. Eine gemeinsame makroökonomische Stabilisierungsfunktion würde – sofern sie in geeigneter Weise ausgestaltet wird – die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit der einzelnen teilnehmenden Mitgliedstaaten und des Euro-Währungsgebiets insgesamt stärken und dadurch auch die einheitliche Geldpolitik unterstützen.“

In Bezug auf die institutionelle Architektur der WWU wurden bereits einige wichtige Fortschritte zur Stärkung der öffentlichen Risikoteilung erzielt.³⁶ Vor allem der ESM könnte hier von Bedeutung sein, und zwar indem er länder-spezifische Schocks absorbiert oder durch seine vorsorglichen Programme künftige Krisen verhindert. Des Weiteren könnte man die Aufbau- und Resilienzfähigkeit als „Keimzelle“ einer künftigen zentralen Fiskalkapazität betrachten, denn während des Pandemieschocks bot sie Werkzeuge zur Bekämpfung der Rezession. Trotz dieser Fortschritte verfügt die WWU nach wie vor über keine vollumfängliche zentrale Fiskalkapazität, die den Konjunkturzyklus stabilisieren und/oder öffentliche Güter auf europäischer Ebene bereitstellen könnte.

Eine zentrale Fiskalkapazität könnte so ausgestaltet werden, dass sie a) für eine makroökonomische Stabilisierung sorgt und/oder b) weitere gemeinschaftliche öffentliche Güter bereitstellt (z. B. Investitionen in den ökologischen und digitalen Wandel, Erreichen von Energieautonomie).³⁷

Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass sich die Risikoteilung nur durch makroökonomische Stabilisierung beeinflussen lässt. Doch auch die Bereitstellung anderer gemeinschaftlicher öffentlicher Güter kann sich indirekt auf die Risikoteilung auswirken. Insbesondere in Abschwungphasen könnte prozyklisch wirkende Ausgabenkürzungen in den betroffenen Bereichen vermieden und eine Finanzierung über Defizite verringert werden. Dadurch wiederum wären die Volkswirtschaften besser in der Lage, Schocks zu glätten. Die aktuelle Debatte befasst sich mit beiden Formen der Fiskalkapazität, wobei auch Mischformen diskutiert werden. Die folgenden konkreten Vorschläge beziehen sich allerdings nur auf die Funktion der direkten makroökonomischen Stabilisierung.

Die erörterten Vorschläge für die Ausgestaltung zusätzlicher länderübergreifender öffentlicher Absicherungsmechanismen innerhalb des Euroraums erfordern mit Blick auf ihre Umsetzung ein unterschiedliches Maß an politischem Ehrgeiz.³⁸ Die bisherigen Vorschläge für eine makroökonomische Stabilisierung konzentrieren sich im Wesentlichen auf direkte Transferleistungen an einzelne Länder in Abhängigkeit von deren Bedarf (Beetsma et al.), auf ein System, das die Investitionen in Europa im Falle eines Abschwungs absichern würde (Bara et al.), oder auf eine europäische Arbeitslosenversicherung (Balassone et al.;

³⁶ Der Bericht der fünf Präsidenten (J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz, Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Europäische Kommission, 2015) beschreibt die institutionelle Entwicklung der WWU und liefert eine erste Blaupause für die Einführung einer zentralen Fiskalkapazität. Eine solche dauerhafte makroökonomische Stabilisierungsfunktion soll die Preisstabilität fördern sowie durch Staatsschulden verursachte Ansteckungseffekte und eine Fragmentierung der Finanzmärkte verhindern.

³⁷ Siehe auch [Europe as a common shield: protecting the euro area economy from global shocks](#), Grundsatzrede von Fabio Panetta, Mitglied des Direktoriums der EZB, anlässlich des Innovationstags „The EU in the world created by the Ukraine war“ des Europäischen Parlaments am 1. Juli 2022.

³⁸ Umfragen zu dieser Thematik finden sich in: F. Balassone, S. Momigliano, M. Romanelli und P. Tommasino, Just round the corner? Pros, cons, and implementation issues of a fiscal union for the euro area, *Economia Pubblica*, Bd. 2018(1), 2018, S. 5-34; N. G. Arnold, B. B. Barkbu, H. E. Ture, H. Wang und J. Yao, A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area, IMF Staff Discussion Note, Nr. SDN/18/03, Internationaler Währungsfonds, 2018; R. Beetsma, S. Cima und J. Cimadomo, Fiscal Transfers without Moral Hazard?, *International Journal of Central Banking*, Bd. 17, Nr. 3, 2021, S. 95-153; R. Beetsma, J. Cimadomo und J. van Spronsen, [One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2666, 2022.

Bénassy-Quéré et al.; Dolls).³⁹ Andere Überlegungen wiederum gehen in die Richtung eines „Rainy Day Fund“. Hierbei wären Länder mit einer positiven Konjunktorentwicklung Nettozahler und Länder, die sich in einer Abschwungphase befinden, Nettoempfänger (Carnot et al.; Furceri und Zdzienicka; Beetsma et al.).⁴⁰ Einer der ehrgeizigsten Reformvorschläge ist die Schaffung einer Wirtschaftsregierung für das Euro-Währungsgebiet mit eigenem Haushalt für die makroökonomische Stabilisierung. In deren Zuständigkeitsbereich fiele auch eine noch zu errichtende europäische Schuldenagentur, die mit der Emission gemeinsamer Schuldverschreibungen betraut wäre.⁴¹

Die genannten Instrumente ermöglichen eine Umverteilung von Ressourcen sowohl intertemporal als auch zwischen Ländern, die sich in jeweils unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus befinden, und würden somit zur Synchronisierung der Konjunkturzyklen im Euroraum beitragen. In einigen Arbeiten wurde anhand von Simulationen gezeigt, wie sich das Vorhandensein solcher Mechanismen seit der Gründung des Euro-Währungsgebiets ausgewirkt hätte (siehe beispielsweise Furceri und Zdzienicka sowie Koester und Sondermann⁴²). Die Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass das Eurogebiet mit einer recht kleinen zentralen Fiskalkapazität eine wirtschaftliche Stabilisierung erreichen könnte, die in etwa der in den Vereinigten Staaten über Transferleistungen aus dem Bundeshaushalt erzielten Stabilisierung entspräche.

Bislang gibt es zwei mögliche Hauptargumente gegen die angedachte zentrale Fiskalkapazität: Erstens könnten Moral-Hazard-Probleme entstehen, und zweitens könnte es zu dauerhaften Transferleistungen zwischen den Ländern kommen. Unter Moral Hazard ist das Risiko zu verstehen, dass durch Transferleistungen aus einem Zentralhaushalt weniger Anreize für ein Land bestehen, seine Schockresistenz zu erhöhen, indem es eine solide Finanzpolitik verfolgt und Strukturreformen umsetzt. Somit könnte dieses Land mit Blick auf bestimmte Indikatoren wie etwa das Wachstum des Pro-Kopf-BIP oder seine Investitionen in den ökologischen und digitalen Wandel dauerhaft hinter den anderen Euro-Ländern zurückbleiben. Je nach Ausgestaltung der Fiskalfazilität wäre es dann

³⁹ Siehe R. Beetsma et al., Fiscal Transfers without Moral Hazard?, a. a. O.; Y.-E. Bara, L. Castets, T. Ernoul und A. Zakhartchouk, A contribution to the work on the strengthening of the euro area, Trésor-Economics, Nr. 190, Ministerium für Wirtschaft und Finanzen (Frankreich), 2017; F. Balassone et al., a. a. O.; A. Bénassy-Quéré, M. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzcher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro und J. Zettelmeyer, Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform, CEPR Policy Insight, Nr. 91, Centre for Economic Policy Research, 2018; M. Dolls, An Unemployment Re-Insurance Scheme for the Eurozone? Stabilizing and Redistributive Effects, CESifo Working Papers, Nr. 8219, CESifo, 2020.

⁴⁰ Siehe N. Carnot, M. Kizior und G. Mourre, Fiscal Stabilisation in the Euro-Area: A Simulation Exercise, Working Papers der CEB, Nr. 17/025, 2017; D. Furceri und A. Zdzienicka, The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?, Open Economies Review, Bd. 26, Nr. 4, 2015, S. 683-710; R. Beetsma et al., One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks, a. a. O.

⁴¹ Siehe die Ausführungen zur [2017 veröffentlichten Roadmap der Europäischen Kommission für die Vertiefung der WWU](#) (in englischer Sprache).

⁴² Siehe D. Furceri und A. Zdzienicka, a. a. O.; G. Koester und D. Sondermann, [A euro area macroeconomic stabilisation function: assessing options in view of their redistribution and stabilisation properties](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 216, 2018.

im Grunde ständiger Empfänger von Transfers aus Ländern, die sich besser entwickeln.

In der Literatur werden verschiedene Mechanismen erörtert, mit denen sich einige Moral-Hazard-Risiken, die in jedem Transfersystem von Natur aus vorhanden sind, mindern lassen.⁴³ Beispielsweise wird die Einführung von Sicherheitsmechanismen, wie eine verstärkte Überwachung und Koordinierung, vorgeschlagen.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde die Literatur zur Risikoteilung mit besonderem Blick auf die Erkenntnisse für das Euro-Währungsgebiet untersucht, wobei auch Feststellungen zu einzelnen Ländern getroffen wurden. Der einschlägigen Literatur zufolge ist die Risikoteilung in ausgereiften Föderalstaaten wie den USA stärker ausgeprägt als im Euroraum. Zudem lassen die hier betrachteten Studien erkennen, dass bundesstaaten- oder länderspezifische Produktionsschocks vornehmlich über den Kapital- und den Kreditkanal geglättet werden, wohingegen der Fiskalkanal quantitativ eher weniger bedeutsam ist. Letzteres gilt bzw. galt zumindest bis vor Kurzem in besonderem Maße für das Eurogebiet.

Während der Covid-19-Krise war die Risikoteilung im Euro-Währungsgebiet allerdings etwas wirksamer als in anderen Krisenphasen wie der Weltfinanzkrise. Zurückzuführen sein dürfte dies nicht nur auf die finanzpolitische Unterstützung seitens der nationalen Regierungen, sondern auch auf die gemeinsamen EU-weiten Initiativen (vor allem in Gestalt der Aufbau- und Resilienzfazilität). Aus normativer Sicht sprechen diese Erkenntnisse dafür, im Euroraum einen gemeinsamen Mechanismus für die öffentliche Risikoteilung einzurichten. Dies würde zugleich voraussetzen, dass die richtige Balance zwischen zusätzlichen, zentralisierten Risikoteilungsinstrumenten auf Ebene des Euroraums und wirksamen Risikominderungsmechanismen (z. B. eine glaubwürdige Durchsetzung der Fiskalregeln zur Verankerung der Markterwartungen für solide öffentliche Finanzen) gefunden wird.

In der Gesamtbetrachtung deuten die in diesem Aufsatz vorgelegten Ergebnisse darauf hin, dass die Vollendung der WWU entschlossen vorangetrieben werden sollte, da hierdurch die Risikoteilung gestärkt würde. Entscheidende Fortschritte auf dem Weg zur Banken- und Kapitalmarktunion sowie weitere Schritte in Richtung einer Fiskalunion würden die Wirksamkeit der Risikoteilungskanäle erhöhen und dadurch Wohlfahrtsgewinne für die Bürgerinnen und Bürger Europas erzielen.

⁴³ Siehe beispielsweise R. Beetsma et al., Fiscal transfers without moral hazard?, a. a. O.; R. Beetsma et al., One scheme fits all: a central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks, a. a. O.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

- Daten werden nicht erhoben/Nachweis nicht sinnvoll
- . 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	2,8	2,3	1,6	-0,4	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,1	-2,8	-11,0	-4,6	2,2	-6,1	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,9	7,5	1,7	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 Q3	1,0	0,7	1,8	-0,4	0,4	2,3	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
Q4	1,7	1,7	1,6	1,0	1,4	0,5	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 Q1	0,5	-0,4	0,7	0,1	1,4	0,6	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
Q2	-0,4	-0,1	0,2	0,9	-2,6	0,8	9,7	6,4	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
2022 April	-	-	-	-	-	-	9,2	6,3	8,3	9,0	2,5	2,1	7,4
Mai	-	-	-	-	-	-	9,7	6,4	8,6	9,1	2,5	2,1	8,1
Juni	-	-	-	-	-	-	10,3	6,5	9,1	9,4	2,4	2,5	8,6
Juli	-	-	-	-	-	-	10,2	6,8	8,5	10,1	2,6	2,7	8,9
Aug.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,2	8,3	9,9	3,0	2,5	9,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	.	.	8,2	10,1	.	.	9,9

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr ¹⁾		
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex ²⁾			Global	Industrie-länder	Schwellen-länder
	Global ²⁾	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,0	-4,2	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	10,9	9,4	12,6
2021 Q4	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,3	1,7
2022 Q1	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,8	3,4	0,1
Q2	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,2	-0,2	0,6
Q3	50,1	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,6	.	.	.
2022 Mai	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	-0,6	0,4	-1,7
Juni	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	52,9	54,0	50,1	0,2	-0,2	0,6
Juli	51,0	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,7	0,9	2,5
Aug.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,2	-0,4	2,9
Sept.	50,0	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,2	50,2	46,5	.	.	.
Okt.	.	47,3	.	.	.	47,1	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2019	11 986,1	11 579,0	6 381,8	2 456,1	2 657,2	1 252,2	770,7	627,4	83,9	407,1	5 769,0	5 361,8
2020	11 456,4	11 046,3	5 924,4	2 565,7	2 515,9	1 221,9	685,3	601,9	40,3	410,1	5 184,2	4 774,1
2021	12 313,1	11 834,5	6 288,8	2 717,9	2 701,9	1 369,6	761,4	563,5	125,9	478,7	6 066,8	5 588,1
2021 Q3	3 127,6	2 998,4	1 622,1	681,3	674,6	347,2	187,7	137,7	20,5	129,1	1 550,4	1 421,2
Q4	3 173,6	3 091,5	1 642,7	692,1	707,1	355,7	193,6	155,9	49,8	82,1	1 634,1	1 552,0
2022 Q1	3 232,5	3 152,9	1 678,4	700,7	718,6	373,3	199,2	144,1	55,1	79,6	1 711,2	1 631,6
Q2	3 295,8	3 229,5	1 724,9	710,6	738,8	383,5	205,6	147,8	55,2	66,3	1 819,9	1 753,6
<i>In % des BIP</i>												
2021	100,0	96,1	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2021 Q3	2,3	2,3	4,7	-0,2	-0,7	-0,5	-2,1	0,7	-	-	2,2	2,3
Q4	0,5	1,4	-0,2	0,7	3,4	0,3	1,6	13,4	-	-	2,6	4,7
2022 Q1	0,6	-0,2	-0,1	0,2	-0,8	2,1	1,3	-9,5	-	-	1,5	-0,2
Q2	0,8	0,8	1,0	0,6	0,7	-0,4	1,7	2,2	-	-	1,7	1,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,8	23,0	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,1	-11,6	-3,9	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,8	4,3	3,6	6,0	9,2	-7,5	-	-	10,5	8,3
2021 Q3	3,9	3,6	3,0	2,8	2,1	3,0	1,6	0,4	-	-	10,5	10,3
Q4	4,8	5,0	5,9	2,6	2,0	1,6	1,5	3,0	-	-	8,4	9,3
2022 Q1	5,5	5,7	7,9	2,9	3,6	4,3	1,8	4,3	-	-	9,0	10,0
Q2	4,3	4,3	5,5	1,3	2,6	1,5	2,4	5,6	-	-	8,1	8,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2021 Q3	2,3	2,2	2,4	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-	-
Q4	0,5	1,3	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,1	0,6	0,6	-0,8	-	-
2022 Q1	0,6	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,1	0,8	-	-
Q2	0,8	0,7	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2019	1,6	2,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,7	-	-
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,3	-	-
2021 Q3	3,9	3,4	1,6	0,6	0,4	0,3	0,1	0,0	0,8	0,5	-	-
Q4	4,8	4,8	3,0	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,8	0,0	-	-
2022 Q1	5,5	5,5	3,9	0,6	0,8	0,5	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
Q2	4,3	4,1	2,8	0,3	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,1	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €)</i>												
2019	10 743,7	176,7	2 103,9	555,5	2 041,9	531,6	481,7	1 203,9	1 251,8	2 027,1	369,6	1 242,4
2020	10 326,2	175,2	1 994,3	543,8	1 794,3	544,6	483,1	1 207,7	1 200,6	2 060,2	322,3	1 130,2
2021	11 041,7	188,0	2 166,3	594,7	1 996,4	586,2	497,1	1 242,7	1 285,9	2 151,6	332,7	1 271,5
2021 Q3	2 802,5	47,8	546,2	149,2	521,9	146,7	124,4	310,9	326,3	541,5	87,5	325,1
Q4	2 835,9	49,8	555,4	152,1	536,7	149,5	124,8	312,7	330,7	539,8	84,4	337,8
2022 Q1	2 889,9	50,9	578,5	157,7	544,7	150,0	125,7	315,9	334,6	545,5	86,3	342,5
Q2	2 952,9	53,6	596,6	160,9	568,0	154,2	127,6	317,3	341,9	542,9	89,8	342,9
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2021	100,0	1,7	19,6	5,4	18,1	5,3	4,5	11,3	11,6	19,5	3,0	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2021 Q3	2,5	-0,2	0,8	-0,4	7,6	1,3	0,2	0,7	2,1	1,3	12,0	0,2
Q4	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,5	2,5	-0,1	0,5	0,9	-0,8	-2,4	3,4
2022 Q1	0,8	-1,0	0,4	2,3	0,8	0,5	0,3	1,2	0,9	0,8	1,7	-1,5
Q2	0,8	-0,8	0,5	-0,7	1,9	2,3	0,1	0,0	1,6	-0,5	4,3	1,4
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2019	1,5	0,9	0,5	0,8	2,5	5,6	0,6	1,3	1,9	1,1	1,7	1,9
2020	-6,0	0,2	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,5	-0,9	-5,6	-2,8	-17,7	-6,9
2021	5,2	0,0	7,0	5,3	7,9	7,0	3,0	1,7	6,0	3,5	3,1	6,3
2021 Q3	4,0	-0,2	4,5	2,3	7,8	4,9	2,0	1,0	6,4	1,4	4,2	3,5
Q4	4,6	-1,0	1,9	0,8	11,7	8,6	2,1	1,8	5,7	2,0	14,2	5,9
2022 Q1	5,3	-0,7	1,7	4,6	14,1	6,2	0,6	3,3	6,1	1,8	16,9	7,1
Q2	4,3	-2,0	2,0	1,6	11,1	6,7	0,4	2,4	5,6	0,8	16,0	3,4
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2021 Q3	2,5	0,0	0,2	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	-
Q4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 Q1	0,8	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
Q2	0,8	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,1	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2019	1,5	0,0	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,0	0,0	-1,3	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,4	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2021 Q3	4,0	0,0	0,9	0,1	1,4	0,3	0,1	0,1	0,7	0,3	0,1	-
Q4	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,5	0,1	0,2	0,7	0,4	0,4	-
2022 Q1	5,3	0,0	0,3	0,3	2,4	0,3	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
Q2	4,3	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,3	0,7	0,2	0,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Insgesamt	Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen									
		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Zahl der Erwerbstätigen													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	85,9	14,1	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,0	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,3	1,2	2,8	1,7	3,3	-0,3	1,9	1,2	1,3	0,5
2020	-1,5	-1,6	-1,1	-2,4	-2,0	0,5	-3,9	1,8	0,0	-0,2	-2,2	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,3	3,2	0,5	4,8	0,8	1,0	2,8	2,1	0,5
2021 Q3	2,4	2,7	0,9	-0,2	0,6	3,2	2,6	5,7	1,4	0,8	4,5	2,2	1,5
Q4	2,4	2,7	0,3	-1,4	1,2	3,1	3,3	6,5	0,9	0,4	3,6	1,7	1,7
2022 Q1	3,1	3,4	1,2	-1,4	1,5	3,4	5,1	6,1	-0,1	2,3	4,3	1,7	3,0
Q2	2,7	3,0	0,6	-0,6	1,3	3,1	4,6	6,1	0,3	2,0	3,2	1,5	2,1
Geleistete Arbeitsstunden													
<i>Gewichte in %</i>													
2019	100,0	81,2	18,8	4,1	14,9	6,9	25,9	3,1	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,0	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,7	5,8
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	0,9	1,1	0,1	-3,2	0,6	2,8	1,2	2,9	0,6	2,0	1,0	1,0	-0,2
2020	-8,1	-7,4	-11,1	-3,2	-7,5	-6,5	-14,8	-1,7	-2,4	-6,0	-8,3	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	0,6	4,5	8,9	6,7	7,5	2,9	6,4	7,3	3,7	5,2
2021 Q3	3,6	4,1	1,8	-1,8	2,4	3,0	5,5	7,9	1,7	3,8	6,9	2,0	1,2
Q4	4,8	4,6	5,3	-1,9	2,1	3,7	10,8	6,7	0,7	2,8	5,6	0,8	8,1
2022 Q1	6,5	6,5	6,4	-2,2	2,6	4,6	15,6	6,4	-0,6	6,7	6,5	1,2	13,5
Q2	3,9	4,2	2,6	-2,1	1,1	2,4	10,1	5,3	-1,3	4,2	4,0	0,0	7,5
Arbeitsstunden je Erwerbstätigen													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2019	-0,4	-0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,1	-0,5	-0,3	0,9	0,1	-0,3	-0,3	-0,7
2020	-6,6	-5,8	-10,1	-0,8	-5,6	-7,0	-11,3	-3,5	-2,3	-5,9	-6,2	-3,1	-9,2
2021	4,0	3,6	6,4	0,8	4,8	5,5	6,2	2,5	2,1	5,4	4,4	1,6	4,7
2021 Q3	1,2	1,4	0,9	-1,6	1,8	-0,1	2,8	2,1	0,3	3,0	2,2	-0,2	-0,3
Q4	2,3	1,9	5,0	-0,5	0,9	0,5	7,2	0,2	-0,2	2,4	1,9	-0,8	6,3
2022 Q1	3,3	3,0	5,1	-0,8	1,0	1,1	10,0	0,3	-0,4	4,3	2,2	-0,5	10,3
Q2	1,2	1,2	2,0	-1,5	-0,2	-0,7	5,3	-0,7	-1,5	2,1	0,8	-1,5	5,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

2 Konjunktorentwicklung

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

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾										Vakanz- quote ³⁾	
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.		In % der Erwerbs- personen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163.509	3,5	12.428	7,6	3,3	10.059	6,8	2.368	16,3	6.347	7,3	6.080	8,0	2,2
2020	160.959	3,5	12.833	8,0	3,0	10.281	7,0	2.552	18,1	6.581	7,7	6.252	8,3	1,8
2021	163.320	3,4	12.633	7,7	3,2	10.181	6,8	2.452	16,8	6.432	7,4	6.202	8,1	2,4
2021 Q3	164.084	3,3	12.379	7,5	3,1	9.949	6,7	2.431	16,3	6.300	7,2	6.080	7,9	2,6
Q4	164.577	3,3	11.743	7,1	3,0	9.564	6,4	2.179	14,7	6.038	6,9	5.705	7,4	2,8
2022 Q1	165.440	3,3	11.339	6,9	2,9	9.213	6,1	2.126	14,2	5.736	6,5	5.603	7,2	3,1
Q2	166.103	3,1	11.026	6,6	2,7	8.814	5,8	2.213	14,4	5.538	6,3	5.488	7,1	3,2
2022 März	-	-	11.246	6,8	-	9.093	6,0	2.152	14,2	5.646	6,4	5.600	7,2	-
April	-	-	11.150	6,7	-	8.952	5,9	2.197	14,3	5.604	6,3	5.546	7,2	-
Mai	-	-	11.091	6,7	-	8.944	5,9	2.147	13,9	5.575	6,3	5.516	7,1	-
Juni	-	-	11.059	6,7	-	8.854	5,9	2.205	14,3	5.569	6,3	5.490	7,1	-
Juli	-	-	10.996	6,6	-	8.843	5,9	2.153	14,0	5.529	6,2	5.467	7,0	-
Aug.	-	-	10.966	6,6	-	8.831	5,9	2.136	13,9	5.488	6,2	5.478	7,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Wurden noch keine Daten aus der jährlichen und vierteljährlichen Arbeitskräfteerhebung veröffentlicht, werden die Jahres- und Quartalswerte als einfacher Durchschnitt der Monatswerte ermittelt. Infolge der Umsetzung der Verordnung über die integrierte europäische Sozialstatistik kommt es im ersten Quartal 2021 zu einem Zeitreihenbruch. Aufgrund technischer Probleme im Zusammenhang mit der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, weisen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland auf, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind, sondern auf einer größeren Stichprobe basieren, die auch Daten aus den anderen integrierten Haushaltsbefragungen enthält.

2) Nicht saisonbereinigt.

3) Die Vakanzquote entspricht der Zahl der offenen Stellen in Relation zur Summe aus besetzten und offenen Stellen. Die Daten sind nicht saisonbereinigt und umfassen die Wirtschaftszweige Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungen (ohne private Haushalte mit Hauspersonal und extraterritoriale Körperschaften und Organisationen).

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe					Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Umsatz im Dienst- leistungs- sektor 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	-0,7	-0,6	-2,6	0,0	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,8	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,7	9,6	9,1	7,8	1,6	4,7	5,1	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 Q4	0,2	0,1	2,2	-3,9	4,0	2,1	0,3	4,0	-0,9	6,4	13,9	16,9	-25,0
2022 Q1	-0,3	-0,2	1,2	-5,0	5,7	-0,7	5,9	5,0	-2,2	9,9	12,0	.	-13,0
Q2	0,4	0,7	-0,1	-0,2	2,4	-0,5	2,3	0,6	-3,3	2,5	7,2	.	-16,3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2
2022 April	-2,5	-2,4	-0,3	-9,0	3,5	-0,1	2,7	4,4	-3,4	9,2	15,7	.	-18,3
Mai	1,6	2,1	0,2	1,0	6,2	-1,9	2,9	0,7	-3,9	3,1	5,9	.	-17,4
Juni	2,1	2,4	-0,3	8,0	-2,3	0,4	1,3	-3,0	-2,7	-3,8	1,3	.	-13,5
Juli	-2,5	-2,7	-1,9	-5,0	-1,1	0,4	2,1	-1,2	-2,2	-1,3	0,7	.	-6,4
Aug.	2,5	3,2	-0,5	8,2	1,3	-2,9	2,3	-2,0	-2,0	-3,0	5,1	.	4,4
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,3
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2022 April	0,0	0,1	0,6	0,9	1,4	2,3	-1,4	-0,4	-1,7	-0,5	1,5	.	2,4
Mai	1,3	1,8	0,2	2,7	2,5	-3,5	0,3	0,1	-0,8	1,7	0,0	.	0,5
Juni	1,0	0,6	0,0	3,2	-4,2	1,1	-1,2	-1,0	-0,1	-1,7	-1,0	.	0,5
Juli	-2,3	-1,8	-0,9	-3,8	1,5	-0,2	0,3	-0,4	-0,2	-0,7	0,6	.	1,3
Aug.	1,5	1,7	-0,5	2,8	1,4	-2,1	-0,6	-0,3	-0,8	0,2	3,2	.	11,9
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,4

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

1) Einschließlich Großhandel.

2 Konjunktorentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 Q4	115,9	13,9	82,5	-7,6	10,0	3,1	16,6	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 Q1	111,2	11,9	82,5	-13,6	9,5	1,9	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
Q2	104,1	6,9	82,5	-22,3	5,5	-4,6	13,2	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	96,5	1,3	.	-27,0	2,6	-7,4	7,6	.	49,3	46,3	49,9	49,0
2022 Mai	104,4	6,1	-	-21,2	6,2	-4,4	13,1	-	54,6	51,3	56,1	54,8
Juni	103,3	6,9	-	-23,7	3,5	-5,2	13,6	-	52,1	49,3	53,0	52,0
Juli	98,5	3,2	82,4	-27,1	3,0	-7,3	9,9	90,9	49,8	46,3	51,2	49,9
Aug.	97,3	1,0	-	-25,0	3,4	-6,5	8,1	-	49,6	46,5	49,8	49,0
Sept.	93,7	-0,4	-	-28,8	1,6	-8,4	4,9	-	48,4	46,3	48,8	48,1
Okt.	.	.	-	-27,6	.	.	.	-	46,6	44,2	48,2	47,1

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

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

	Private Haushalte							Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
	Sparquote (brutto)	Schuldenquote	Real verfügbares Bruttoeinkommen	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Reinvermögen ²⁾	Immobilienvermögen	Gewinnquote ³⁾	Sparquote (brutto)	Schuldenquote ⁴⁾	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens ¹⁾	Veränderung gegen Vorjahr in %						In % der Bruttowertschöpfung	In % des BIP	Veränderung gegen Vorjahr in %			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	13,2	93,1	2,0	2,6	3,9	5,9	3,6	47,8	24,2	74,9	2,2	7,8	2,0
2020	19,7	95,6	0,0	4,1	-2,5	4,7	3,8	46,1	24,7	81,6	3,3	-12,4	2,1
2021	17,9	95,6	1,7	3,4	16,8	7,5	7,9	48,9	26,0	79,5	5,2	7,9	3,1
2021 Q3	19,0	95,9	1,1	3,9	14,8	7,7	7,2	48,8	26,6	79,3	4,5	13,1	2,4
Q4	17,9	95,6	1,0	3,4	15,7	7,5	7,9	48,9	26,0	79,5	5,2	14,5	3,1
2022 Q1	16,3	95,3	0,4	3,0	15,6	5,6	8,3	48,6	25,5	78,6	5,1	16,8	3,2
Q2	15,1	95,0	0,0	2,7	14,9	2,7	8,1	48,3	23,9	77,2	5,1	-2,6	3,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2 Konjunktorentwicklung

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021 Q3	1 124,2	1 058,5	65,7	626,2	555,3	257,4	242,7	200,8	182,6	39,7	77,9	27,7	13,7
Q4	1 185,9	1 152,7	33,2	650,3	619,1	279,4	246,4	216,4	205,5	39,7	81,7	60,3	46,9
2022 Q1	1 224,5	1 212,2	12,3	684,6	676,2	294,3	255,8	209,5	208,4	36,1	71,8	27,8	20,6
Q2	1 278,0	1 317,6	-39,6	717,8	746,9	305,2	267,3	214,4	219,5	40,6	83,9	110,3	11,8
2022 März	408,4	411,6	-3,2	227,8	231,4	98,9	85,9	68,7	70,9	13,0	23,4	12,7	10,2
April	418,1	431,6	-13,5	233,2	242,8	100,5	88,5	70,5	72,8	13,8	27,5	6,8	4,7
Mai	427,3	443,3	-16,1	240,5	248,5	101,9	89,0	71,3	78,2	13,6	27,6	95,4	3,4
Juni	432,6	442,6	-10,0	244,1	255,6	102,8	89,8	72,6	68,5	13,1	28,7	8,1	3,6
Juli	433,1	453,1	-20,0	245,2	264,1	103,5	92,2	72,0	70,0	12,3	26,8	5,7	3,4
Aug.	439,9	466,2	-26,3	252,6	273,9	102,2	95,0	72,6	69,9	12,4	27,4	4,6	3,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2022 Aug.	4 941,1	4 959,7	-18,6	2 760,9	2 770,0	1 173,3	1 036,8	852,9	834,2	154,0	318,6	219,9	90,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2022 Aug.	38,5	38,7	-0,1	21,5	21,6	9,1	8,1	6,6	6,5	1,2	2,5	1,7	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q3	13,7	23,0	607,5	306,0	118,3	171,1	502,2	580,4	346,0	94,1	134,8	416,3	58,5
Q4	12,1	32,4	637,0	323,2	116,0	187,6	524,7	653,4	400,1	97,5	148,3	450,0	71,4
2022 Q1	17,2	40,5	676,0	343,0	124,1	196,4	553,9	717,2	452,6	104,2	151,5	477,9	85,6
Q2	20,3	45,9	714,4	360,6	125,7	215,7	573,7	810,5	525,6	111,1	163,5	516,4	107,8
2022 März	14,7	36,6	227,7	116,3	40,6	65,3	182,9	247,2	158,8	34,9	51,2	160,2	31,3
April	12,7	40,5	231,1	116,4	41,3	70,1	186,9	264,6	172,0	35,9	53,4	167,5	33,5
Mai	28,6	53,5	241,8	122,2	41,6	73,3	193,5	271,2	175,0	37,3	55,3	174,4	34,3
Juni	19,9	44,1	241,5	121,9	42,9	72,3	193,3	274,7	178,6	37,9	54,8	174,5	40,0
Juli	13,1	43,8	237,2	119,6	42,5	70,9	189,1	277,7	183,8	36,5	54,0	172,6	36,6
Aug.	24,0	53,7	245,5	.	.	.	196,8	292,8	.	.	.	180,6	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2021 Q3	4,4	5,2	103,4	110,2	100,4	96,3	102,2	107,6	108,9	112,5	104,6	110,8	85,4
Q4	0,7	7,1	105,1	112,3	96,3	102,7	104,2	112,8	115,3	109,8	110,6	114,8	93,8
2022 Q1	2,4	10,2	106,1	111,3	101,6	103,5	105,7	114,9	117,6	115,0	110,5	117,8	93,0
Q2	2,7	11,1	106,8	110,4	99,9	108,6	105,6	121,1	124,4	120,2	115,3	122,9	95,1
2022 Febr.	3,1	11,3	106,7	112,7	101,4	103,8	107,4	115,4	117,9	115,7	110,3	118,2	97,8
März	-0,6	5,7	105,3	110,5	99,0	102,0	103,7	115,5	118,6	115,3	111,6	117,7	88,6
April	-2,6	6,8	105,3	108,7	99,6	107,7	104,1	119,5	123,1	117,2	114,3	121,1	93,7
Mai	9,7	17,7	108,3	112,4	98,8	110,5	106,8	122,3	125,2	122,2	117,3	124,8	94,3
Juni	1,3	9,2	106,8	110,1	101,4	107,7	105,8	121,4	124,8	121,3	114,3	122,7	97,4
Juli	-3,7	8,9	104,0	107,4	99,8	104,3	102,9	118,8	123,3	114,5	111,6	120,1	.

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise	
		Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel	Waren											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
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 Q4	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,7	1,0	1,1	0,3	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 Q1	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,8	3,3	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9	
Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,3	3,4	4,2	1,2	7,1	1,0	8,2	7,1	
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,2	4,0	2,7	1,8	4,4	1,0	9,5	7,8	
2022 April	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0	
Mai	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	-0,1	0,5	1,9	0,4	8,1	7,6	
Juni	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,8	1,3	1,5	0,5	3,4	-0,1	9,1	5,6	
Juli	117,1	8,9	4,0	12,6	3,7	0,7	1,4	0,6	0,8	0,3	0,5	9,3	5,9	
Aug.	117,9	9,1	4,3	13,1	3,8	0,6	1,2	0,9	0,7	0,3	0,3	9,4	7,2	
Sept.	119,3	9,9	4,8	14,0	4,3	1,0	1,1	1,3	0,2	2,9	0,9	9,9	10,4	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen	Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige	
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohn- mieten
							14	15	16	17	18		19	20	21	22	23	24	25
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
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 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	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6
Q2	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7
Q3	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1
2022 April	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7
Mai	7,5	7,0	9,0	13,6	4,2	39,1	2,3	1,5	5,2	-0,1	5,9	1,8
Juni	8,9	8,2	11,2	14,5	4,3	42,0	2,4	1,6	2,7	0,0	6,7	1,7
Juli	9,8	9,4	11,1	14,3	4,5	39,6	2,6	1,8	3,7	-0,2	7,0	1,8
Aug.	10,6	10,5	11,0	14,5	5,1	38,6	2,6	1,8	3,5	-0,2	7,2	1,9
Sept.	11,8	11,5	12,7	15,3	5,5	40,7	2,7	1,9	5,7	-0,3	7,3	2,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	3,1	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	2,0	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	8,1	0,8
2021 Q3	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,2	1,5
Q4	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,5	3,3
2022 Q1	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	9,6	9,8	3,3
Q2	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,5	95,4	11,7	9,3	0,0
2022 März	146,3	36,9	17,8	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	-	-	-
April	148,0	37,2	19,4	15,7	25,3	7,2	11,0	.	6,8	99,1	-	-	-
Mai	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,6	93,9	-	-	-
Juni	150,8	36,0	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,2	-	-	-
Juli	156,9	38,0	18,7	15,1	21,5	7,8	13,2	.	8,4	97,6	-	-	-
Aug.	164,8	43,3	17,4	14,5	19,9	7,8	14,0	.	8,6	116,8	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren						Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)							
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,4	1,7	1,5	1,1	1,9	2,2	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,8	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,3	1,5	3,6	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 Q4	110,8	3,0	4,5	3,9	2,5	6,1	10,1	14,1	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 Q1	112,2	3,5	5,5	4,9	2,5	7,4	11,6	16,6	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
Q2	113,5	4,2	6,8	6,3	3,1	8,2	14,0	20,2	106,1	22,6	39,8	9,2	24,3	38,3	10,8
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	98,3	15,2	31,7	1,5	15,8	29,2	2,3
2022 April	.	.	.	.	.	.	.	.	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
Mai	.	.	.	.	.	.	.	.	106,2	19,8	39,5	4,9	22,0	38,3	6,6
Juni	.	.	.	.	.	.	.	.	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	35,0	2,8
Juli	.	.	.	.	.	.	.	.	106,9	12,2	31,8	-3,1	15,0	32,1	-1,2
Aug.	.	.	.	.	.	.	.	.	97,4	16,3	30,7	4,2	16,1	26,7	5,1
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	91,0	17,0	32,5	3,7	16,3	28,8	3,2

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

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

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

3 Preise und Kosten

3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)					Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,4	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 Q4	45,9	41,9	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 Q1	50,2	48,9	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
Q2	55,2	56,2	28,4	48,8	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
Q3	46,9	54,5	27,3	40,7	76,4	74,3	74,9	67,1	61,8
2022 Mai	55,5	56,2	28,3	49,2	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
Juni	50,6	56,5	27,7	45,5	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
Juli	45,9	55,1	27,1	41,6	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
Aug.	44,6	53,4	26,4	38,4	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9
Sept.	50,3	55,0	28,4	42,2	76,3	76,5	77,4	67,4	63,2
Okt.	.	.	.	.	.	72,9	77,5	67,0	63,1

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

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	107,4	2,5	2,7	2,1	2,5	2,5	2,2
2020	110,5	2,9	3,5	1,1	2,6	3,7	1,8
2021	111,8	1,2	1,3	0,9	1,1	1,5	1,5
2021 Q3	109,1	2,1	2,1	1,8	2,3	2,1	1,3
Q4	119,3	2,5	2,2	3,5	2,6	1,4	1,6
2022 Q1	108,5	3,8	3,7	5,6	4,1	3,0	3,0
Q2	119,2	4,0	4,1	3,8	3,9	4,3	2,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015=100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2019	105,5	1,9	-0,2	2,1	4,0	0,7	0,9	1,5	3,3	2,4	2,7	2,4
2020	110,3	4,6	-1,7	2,9	5,7	7,4	0,3	-0,5	1,5	3,6	6,2	16,1
2021	110,4	0,1	3,7	-2,9	2,4	-1,4	2,2	0,7	4,3	1,2	0,5	1,6
2021 Q3	110,5	1,6	3,5	-0,5	2,5	-0,3	4,6	2,2	3,4	1,5	2,9	0,2
Q4	111,4	1,2	3,4	2,1	4,4	-1,0	1,6	2,9	3,7	1,8	1,3	-6,8
2022 Q1	112,4	1,9	2,4	3,9	3,0	-0,8	2,5	2,8	4,7	2,8	2,5	-4,4
Q2	112,7	2,8	4,8	3,3	5,4	1,5	1,5	4,3	6,2	3,4	3,1	-6,2
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2019	107,5	2,2	3,1	1,5	2,1	1,7	3,1	2,2	2,9	2,7	2,3	3,6
2020	107,2	-0,3	0,7	-1,8	-1,2	-4,1	0,4	0,5	1,0	0,1	2,3	-1,6
2021	111,4	4,0	3,8	4,1	4,5	6,1	4,3	3,0	4,9	4,3	1,8	4,6
2021 Q3	112,5	3,2	3,6	3,5	1,6	5,1	3,7	2,8	3,5	3,1	1,9	3,2
Q4	113,3	3,6	3,8	2,8	2,1	7,3	3,8	4,1	5,0	3,7	1,5	5,4
2022 Q1	114,3	4,3	3,3	4,2	4,1	7,7	2,7	3,6	5,6	4,6	2,5	8,5
Q2	115,1	4,4	3,4	4,1	3,9	7,8	2,2	4,5	6,3	5,6	2,4	6,9
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2019	101,9	0,3	3,4	-0,6	-1,8	1,0	2,2	0,7	-0,4	0,4	-0,4	1,2
2020	97,2	-4,7	2,4	-4,5	-6,5	-10,7	0,1	1,1	-0,5	-3,3	-3,7	-15,2
2021	100,9	3,9	0,0	7,3	2,0	7,7	2,1	2,3	0,6	3,1	1,2	2,9
2021 Q3	101,7	1,6	0,1	3,9	-0,9	5,4	-0,8	0,6	0,1	1,6	-1,0	3,0
Q4	101,8	2,4	0,4	0,7	-2,3	8,4	2,2	1,2	1,3	1,9	0,2	13,1
2022 Q1	101,7	2,3	0,9	0,2	1,1	8,5	0,2	0,7	0,8	1,8	0,0	13,5
Q2	102,1	1,6	-1,4	0,7	-1,4	6,2	0,7	0,2	0,1	2,1	-0,7	14,0
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2019	107,6	2,5	3,8	2,1	2,3	2,1	3,3	1,7	2,8	3,0	2,5	4,0
2020	113,8	5,7	3,4	3,9	5,0	7,0	2,9	2,3	5,9	5,5	4,5	7,7
2021	114,2	0,4	1,1	-0,3	-0,2	0,4	2,1	1,2	0,8	0,5	0,6	0,7
2021 Q3	115,4	1,9	3,2	1,8	2,0	1,9	1,7	2,8	0,2	0,9	2,5	2,9
Q4	115,8	1,7	2,2	2,2	2,2	0,1	4,2	4,8	2,5	2,2	2,7	1,0
2022 Q1	115,9	1,3	2,7	3,5	3,1	-2,1	2,6	3,9	3,2	2,1	3,3	0,5
Q2	116,2	3,3	4,2	4,2	4,9	1,9	3,1	5,7	5,4	4,9	4,2	2,5
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2019	102,5	0,7	4,4	0,0	-1,6	1,4	2,4	0,4	-0,4	0,7	-0,1	1,3
2020	104,5	1,9	3,1	1,4	0,8	0,2	3,5	3,6	6,3	2,9	-1,1	-6,0
2021	104,4	-0,1	-1,4	2,4	-3,2	1,3	-0,3	0,3	-4,6	-1,2	-0,2	-1,7
2021 Q3	105,1	0,4	1,0	2,2	-0,4	2,6	-2,7	0,4	-2,2	-0,6	-0,5	3,2
Q4	104,8	0,1	0,3	-0,1	-2,6	0,8	2,2	1,4	-0,9	0,1	1,3	6,6
2022 Q1	103,8	-1,0	1,1	-0,7	-0,2	-1,4	0,0	1,2	-3,6	-0,4	0,6	3,4
Q2	104,0	0,3	-0,1	1,0	-1,0	0,9	1,3	1,6	-1,9	1,4	0,8	8,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾						Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Tagesgeld (EONIA) ³⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (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
2022 März	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
April	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
Mai	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02
Juni	-0,58	-	-0,52	-0,24	0,16	0,85	1,97	-0,03
Juli	-0,51	-	-0,31	0,04	0,47	0,99	2,61	-0,02
Aug.	-0,08	-	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01
Sept.	0,36	-	0,57	1,01	1,60	2,23	3,45	-0,02

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.

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
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
April	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
Mai	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47
Juni	-0,42	0,31	0,64	1,11	1,50	1,19	0,21	0,38	0,86	1,07	1,72	1,95
Juli	0,04	0,16	0,25	0,55	0,93	0,77	-0,30	0,09	0,27	0,44	1,05	1,44
Aug.	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84
Sept.	0,67	1,54	1,67	1,95	2,13	0,59	-0,20	0,53	1,84	1,84	2,30	2,32

Quelle: EZB-Berechnungen.

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

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
	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
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
April	428,9	3 837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4 391,3	27 043,3
Mai	413,5	3 691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4 040,4	26 653,8
Juni	399,6	3 587,6	929,8	235,5	165,6	113,4	153,0	693,6	694,0	350,4	293,7	833,3	3 898,9	26 958,4
Juli	390,4	3 523,3	866,4	238,1	170,9	104,4	142,4	683,1	692,9	335,4	294,7	841,0	3 911,7	26 986,7
Aug.	408,5	3 701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4 158,6	28 351,7
Sept.	382,4	3 466,2	857,4	237,7	163,2	104,7	149,3	660,3	670,9	335,8	274,9	746,8	3 850,5	27 419,0

Quelle: Refinitiv.

4 Finanzmarktentwicklungen

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

	Einlagen				Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit 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 Sept.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	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	4,82	15,91	5,61	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	4,82	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	5,11	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	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
Febr.	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
März	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,45	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
April	0,01	0,47	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,38	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
Mai	0,01	0,47	0,20	0,64	4,80	15,84	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,05	1,78
Juni	0,01	0,47	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,15	2,51	1,68	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
Juli	0,01	0,46	0,30	0,88	4,83	15,86	6,17	5,74	6,36	2,81	1,84	2,26	2,53	1,99	2,36	2,15
Aug. ^(b)	0,01	0,70	0,40	1,02	4,96	15,89	6,62	5,94	6,50	2,96	2,08	2,44	2,63	2,07	2,49	2,26

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

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

	Einlagen			Revol- vierende Kredite und Über- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio €			Mehr als 1 Mio €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2021 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	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
Febr.	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
März	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
April	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
Mai	-0,04	-0,27	0,52	1,69	1,81	2,02	2,40	1,52	1,50	1,79	1,14	1,22	1,95	1,55
Juni	-0,04	-0,14	1,05	1,72	1,83	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
Juli	-0,01	0,04	1,19	1,74	1,89	2,44	2,78	1,68	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,78
Aug. ^(b)	0,01	0,14	1,62	1,86	2,08	2,49	2,94	1,85	2,13	2,30	1,54	1,87	2,20	1,86

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.6 Von Ansässigen im Euroraum begebene Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen und Ursprungslaufzeiten

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

	Umlauf							Bruttoabsatz ¹⁾						
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Darunter: Zentralstaaten				
											FMKGs	FMKGs		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kurzfristig														
2019	1 500,3	429,8	141,1	53,0	96,3	833,1	719,4	.	.	.	.	.	.	.
2020	1 420,7	429,6	141,9	53,1	87,8	761,4	671,7	387,8	138,9	79,8	26,1	31,8	137,3	104,6
2021	1 420,7	429,6	141,9	53,1	87,8	761,4	671,7	387,8	138,9	79,8	26,1	31,8	137,3	104,6
2022 April	1 444,3	440,4	159,7	54,7	107,7	736,5	638,3	458,3	163,3	104,8	36,0	43,1	147,1	97,4
Mai	1 388,8	420,4	161,2	50,2	107,2	700,1	613,4	441,8	160,0	111,7	41,4	42,5	127,6	86,7
Juni	1 372,2	415,5	146,0	47,2	105,3	705,4	622,0	450,4	150,8	119,5	52,5	48,6	131,4	87,5
Juli	1 338,0	424,3	148,3	50,4	104,7	660,6	600,3	508,4	199,4	121,2	56,4	55,4	132,5	86,3
Aug.	1 334,6	424,2	145,2	49,3	106,1	659,0	597,8	473,5	191,0	113,3	49,1	45,3	123,9	92,2
Sept.	1 349,1	441,0	144,0	45,6	95,4	668,7	605,6	527,8	207,5	123,6	51,5	58,4	138,3	105,2
Langfristig														
2019	19 499,1	4 105,6	3 309,4	1 324,9	1 546,3	10 537,6	9 752,1	.	.	.	.	.	.	.
2020	20 119,8	4 205,2	3 584,6	1 366,7	1 597,0	10 733,0	9 912,5	3 171,1	66,2	83,7	32,8	23,3	143,9	130,4
2021	20 119,8	4 205,2	3 584,6	1 366,7	1 597,0	10 733,0	9 912,5	3 171,1	66,2	83,7	32,8	23,3	143,9	130,4
2022 April	19 207,4	4 111,6	3 555,8	1 382,8	1 480,5	10 059,6	9 286,3	290,3	65,3	83,9	27,6	14,2	126,9	118,1
Mai	19 033,6	4 130,4	3 531,3	1 364,4	1 463,7	9 908,2	9 134,4	338,8	98,2	68,0	14,0	26,7	145,9	130,7
Juni	18 744,6	4 066,2	3 485,1	1 358,2	1 402,2	9 791,1	9 034,5	309,4	83,1	69,5	20,0	13,0	143,9	135,5
Juli	19 287,3	4 162,6	3 563,1	1 367,3	1 458,3	10 103,4	9 323,7	240,9	52,0	60,9	30,6	9,1	118,9	114,1
Aug.	18 695,7	4 069,2	3 505,5	1 360,7	1 416,2	9 704,8	8 952,7	195,9	55,5	44,1	10,9	8,9	87,4	81,4
Sept.	18 199,7	4 010,6	3 478,3	1 364,4	1 368,6	9 342,2	8 612,1	301,1	90,5	54,6	12,1	19,5	136,5	126,4

Quelle: EZB.

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

4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd €; Veränderung in %; Marktwerte)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien			
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Darunter: Zentralstaaten						
						FMKGs					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Umlauf											
2019	.	.	.	.	.	.	8 560,4	537,8	1 410,5	6 612,1	
2020	20 999,4	4 535,4	3 450,6	1 377,9	1 642,7	11 370,7	10 471,6	8 500,9	468,9	1 347,1	6 683,9
2021	21 540,5	4 634,8	3 726,5	1 419,8	1 684,8	11 494,4	10 584,2	10 341,6	609,3	1 558,1	8 173,2
2022 April	20 651,8	4 551,9	3 715,5	1 437,5	1 588,2	10 796,1	9 924,6	9 221,1	521,2	1 391,3	7 307,7
Mai	20 422,4	4 550,8	3 692,5	1 414,6	1 570,8	10 608,2	9 747,9	9 081,2	536,9	1 351,6	7 191,7
Juni	20 116,9	4 481,7	3 631,1	1 405,4	1 507,5	10 496,5	9 656,5	8 286,0	474,1	1 263,7	6 547,3
Juli	20 625,3	4 586,9	3 711,4	1 417,6	1 563,0	10 764,0	9 924,0	8 901,2	482,2	1 347,6	7 070,5
Aug.	20 030,4	4 493,4	3 650,7	1 410,0	1 522,3	10 363,8	9 550,5	8 481,9	475,5	1 298,8	6 706,7
Sept.	19 548,9	4 451,6	3 622,3	1 410,0	1 464,0	10 010,9	9 217,7	7 917,4	460,7	1 219,8	6 236,3
Wachstumsraten¹⁾											
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 April	4,5	2,7	8,7	5,2	4,3	3,9	4,1	1,1	0,1	3,7	0,7
Mai	4,5	3,8	8,4	3,9	4,1	3,6	3,8	1,0	0,0	3,3	0,6
Juni	4,2	2,8	8,3	5,0	3,5	3,6	3,9	1,0	-0,7	3,3	0,7
Juli	3,6	2,5	7,5	5,5	2,4	2,9	3,4	0,9	-0,9	3,2	0,6
Aug.	3,7	2,7	7,5	4,4	2,8	3,0	3,4	0,8	-1,3	2,5	0,5
Sept.	3,4	3,4	6,6	3,8	1,6	2,6	3,1	0,4	-1,4	2,1	0,2

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-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	92,3	88,8	77,0	86,9	115,4	92,3
2020	99,6	93,5	93,4	89,4	75,4	87,2	119,4	93,8
2021	99,6	93,4	93,3	88,8	71,3	85,7	120,8	94,2
2021 Q4	97,7	91,8	91,7	86,6	69,8	83,7	119,1	92,7
2022 Q1	96,4	91,4	92,7	84,9	69,2	82,2	118,6	92,5
Q2	95,6	90,3	93,4	83,7	67,3	80,8	116,4	90,1
Q3	94,0	89,0	92,4	.	.	.	114,4	88,7
2022 April	95,2	89,9	92,8	-	-	-	116,4	90,2
Mai	95,6	90,3	93,5	-	-	-	116,2	90,0
Juni	95,9	90,5	93,9	-	-	-	116,5	90,1
Juli	94,1	89,0	92,1	-	-	-	114,6	88,8
Aug.	93,6	88,7	92,1	-	-	-	114,1	88,5
Sept.	94,2	89,3	92,9	-	-	-	114,5	88,8
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2022 Sept.	0,6	0,7	0,8	-	-	-	0,3	0,3
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2022 Sept.	-5,3	-4,2	-0,3	-	-	-	-4,9	-5,3

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	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 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
Q2	7,043	7,539	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
Q3	6,898	7,518	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
2022 April	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
Mai	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
Juni	7,073	7,525	24,719	7,439	396,664	141,569	4,647	0,858	4,9444	10,601	1,024	1,057
Juli	6,854	7,519	24,594	7,443	404,098	139,174	4,768	0,850	4,9396	10,575	0,988	1,018
Aug.	6,888	7,514	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
Sept.	6,951	7,522	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2022 Sept.	0,9	0,1	0,0	0,0	0,5	3,4	0,4	3,5	0,3	2,7	-0,5	-2,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2022 Sept.	-8,6	0,4	-3,2	0,0	14,7	9,2	3,8	2,1	-0,8	6,0	-11,2	-15,9

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2021 Q3	31 266,0	31 399,9	-133,8	11 758,1	9 533,2	12 244,3	14 342,7	-95,7	6 357,0	7 524,0	1 002,4	15 732,6
Q4	32 245,4	32 208,5	36,9	11 950,9	9 747,3	12 864,4	14 684,3	-98,5	6 471,6	7 776,9	1 057,0	15 933,9
2022 Q1	32 218,5	32 021,7	196,8	11 994,2	9 884,6	12 340,0	13 991,7	-55,4	6 836,9	8 145,5	1 102,8	16 358,9
Q2	31 942,8	31 585,7	357,0	12 317,7	10 158,5	11 510,1	13 051,4	-16,6	7 009,5	8 375,8	1 122,1	16 467,3
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2022 Q2	248,6	245,9	2,8	95,9	79,1	89,6	101,6	-0,1	54,6	65,2	8,7	128,2
Transaktionen												
2021 Q3	421,4	345,9	75,5	73,6	-47,4	128,6	109,9	23,3	72,8	283,3	123,1	-
Q4	222,3	192,6	29,7	-7,5	-66,5	155,9	73,3	40,2	30,7	185,8	2,9	-
2022 Q1	367,5	372,8	-5,3	55,2	32,8	-16,1	34,9	-2,1	331,3	305,2	-0,9	-
Q2	-29,3	-48,3	18,9	54,0	-37,2	-109,7	-101,8	23,9	0,1	90,8	2,3	-
2022 März	-11,7	42,8	-54,4	-0,7	-6,6	-38,9	62,6	-2,9	31,0	-13,2	-0,1	-
April	-26,2	39,1	-65,2	7,8	21,8	-33,1	-56,7	29,6	-29,9	74,0	-0,6	-
Mai	71,3	17,3	53,9	85,6	-15,2	-51,6	-79,7	2,7	33,4	112,2	1,2	-
Juni	-74,4	-104,7	30,2	-39,4	-43,9	-25,0	34,6	-8,4	-3,4	-95,4	1,7	-
Juli	50,9	27,1	23,8	14,0	19,8	-22,6	-62,6	-1,1	59,0	69,9	1,6	-
Aug.	117,7	104,7	12,9	59,5	44,1	-33,6	48,4	10,9	78,7	12,2	2,2	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2022 Aug.	775,1	713,5	61,6	186,4	-2,8	38,0	41,7	74,5	466,7	674,5	9,5	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2022 Aug.	6,0	5,6	0,5	1,5	0,0	0,3	0,3	0,6	3,6	5,3	0,1	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren			
1	2	3	4	5	8	9	10					
	Bestände											
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	737,2	14 469,2
2021	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15 484,8
2021 Q4	1 464,8	9 796,8	11 261,5	927,4	2 507,6	3 435,0	14 696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15 484,8
2022 Q1	1 525,0	9 938,9	11 463,8	936,3	2 519,9	3 456,2	14 920,1	123,0	593,2	32,2	748,4	15 668,5
Q2	1 530,4	10 040,2	11 570,6	970,8	2 528,0	3 498,8	15 069,5	113,6	606,7	60,3	780,5	15 850,0
Q3 ^(p)	1 535,8	10 169,1	11 704,9	1 140,6	2 552,1	3 692,7	15 397,5	118,9	599,2	58,9	776,9	16 174,4
2022 April	1 524,4	9 965,2	11 489,6	954,6	2 519,0	3 473,6	14 963,2	115,3	602,3	49,5	767,1	15 730,3
Mai	1 528,7	10 005,2	11 533,9	935,3	2 524,7	3 460,0	14 993,8	124,2	600,2	43,6	768,1	15 761,9
Juni	1 530,4	10 040,2	11 570,6	970,8	2 528,0	3 498,8	15 069,5	113,6	606,7	60,3	780,5	15 850,0
Juli	1 532,7	10 094,7	11 627,4	1 005,6	2 536,3	3 541,9	15 169,3	126,9	584,9	28,0	739,8	15 909,1
Aug.	1 535,9	10 189,8	11 725,7	1 030,0	2 547,7	3 577,7	15 303,4	123,2	587,4	39,7	750,3	16 053,6
Sept. ^(p)	1 535,8	10 169,1	11 704,9	1 140,6	2 552,1	3 692,7	15 397,5	118,9	599,2	58,9	776,9	16 174,4
	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	113,7	0,1	133,4	1 579,7
2021	105,3	901,6	1 006,8	-118,5	67,2	-51,3	955,5	12,0	22,7	10,0	44,7	1 000,3
2021 Q4	21,2	190,9	212,1	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 Q1	60,2	134,4	194,6	12,1	9,9	22,0	216,6	5,1	-65,2	20,1	-40,0	176,6
Q2	5,4	82,2	87,6	28,8	8,4	37,2	124,8	-10,7	13,3	25,1	27,7	152,5
Q3 ^(p)	5,3	118,2	123,5	161,6	23,8	185,4	308,9	3,4	-7,4	51,8	47,8	356,7
2022 April	-0,5	10,1	9,5	13,4	-0,6	12,8	22,3	-8,7	8,9	15,5	15,7	38,0
Mai	4,2	45,6	49,8	-17,5	5,7	-11,7	38,1	9,3	-2,1	-5,5	1,7	39,8
Juni	1,7	26,6	28,3	32,8	3,2	36,1	64,4	-11,2	6,5	15,1	10,4	74,7
Juli	2,3	43,6	45,8	31,3	8,2	39,4	85,2	12,3	-21,8	16,1	6,5	91,7
Aug.	3,2	101,7	104,8	22,7	11,3	34,0	138,9	-4,0	2,6	14,7	13,2	152,1
Sept. ^(p)	-0,1	-27,1	-27,2	107,6	4,3	111,9	84,8	-4,8	11,8	21,1	28,1	112,8
	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	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 Q4	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 Q1	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	74,3	-0,2	6,2
Q2	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	78,2	2,0	5,7
Q3 ^(p)	6,4	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,6	-0,3	324,2	8,2	6,3
2022 April	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,7	1,3	6,1
Mai	8,4	7,8	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,0	10,5	-2,2	16,2	0,6	5,8
Juni	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	78,2	2,0	5,7
Juli	7,4	6,7	6,8	6,3	2,1	3,3	5,9	4,1	-5,4	85,3	0,7	5,7
Aug.	7,0	6,8	6,8	10,8	2,3	4,6	6,3	3,5	-4,9	181,3	2,8	6,1
Sept. ^(p)	6,4	5,5	5,6	24,0	2,3	8,1	6,2	-4,6	-0,3	324,2	8,2	6,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte				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	3 244,4	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,9	228,4	551,6
2021 Q4	3 244,4	2 818,6	290,7	128,6	6,5	8 088,1	5 380,3	372,8	2 334,2	0,7	1 236,9	228,4	551,6
2022 Q1	3 269,8	2 841,9	287,3	129,8	10,8	8 189,8	5 480,1	358,0	2 350,6	1,1	1 272,3	230,5	555,7
Q2	3 296,4	2 851,5	303,1	130,5	11,2	8 243,9	5 532,0	353,2	2 358,0	0,6	1 305,4	230,1	576,8
Q3 ^(p)	3 376,0	2 844,1	389,4	133,5	8,9	8 376,2	5 625,5	369,7	2 380,0	1,0	1 435,1	244,3	549,1
2022 April	3 278,5	2 841,6	297,9	129,5	9,6	8 202,8	5 495,4	357,2	2 349,3	1,0	1 282,3	224,4	566,1
Mai	3 278,7	2 851,6	286,3	130,3	10,4	8 235,3	5 524,4	354,5	2 355,6	0,7	1 275,6	231,1	568,7
Juni	3 296,4	2 851,5	303,1	130,5	11,2	8 243,9	5 532,0	353,2	2 358,0	0,6	1 305,4	230,1	576,8
Juli	3 326,0	2 867,4	318,7	130,1	9,9	8 294,2	5 572,7	353,5	2 367,3	0,7	1 333,5	242,7	567,1
Aug.	3 391,2	2 905,4	345,5	132,8	7,6	8 334,3	5 599,8	357,2	2 376,5	0,8	1 360,7	238,0	566,4
Sept. ^(p)	3 376,0	2 844,1	389,4	133,5	8,9	8 376,2	5 625,5	369,7	2 380,0	1,0	1 435,1	244,3	549,1
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	254,4	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,3	-8,2	48,2
2021 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
2022 Q1	19,7	18,3	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	34,9	2,3	4,3
Q2	14,3	0,4	13,2	0,6	0,1	51,7	50,0	-5,6	7,8	-0,5	22,3	-0,6	21,0
Q3 ^(p)	69,3	-13,5	82,5	2,9	-2,6	126,9	88,9	15,8	21,8	0,4	125,6	12,9	-27,9
2022 April	-0,1	-6,6	8,4	-0,5	-1,5	10,2	12,8	-1,5	-0,9	-0,2	0,5	-6,8	10,3
Mai	2,1	10,9	-10,6	0,9	0,9	34,4	30,7	-2,4	6,4	-0,3	-2,9	7,0	2,6
Juni	12,4	-3,9	15,4	0,2	0,7	7,1	6,5	-1,6	2,3	-0,1	24,6	-0,8	8,0
Juli	25,1	13,0	14,0	-0,4	-1,4	46,9	37,6	0,0	9,2	0,1	21,3	11,7	-9,8
Aug.	63,4	37,1	26,0	2,6	-2,3	39,3	26,4	3,5	9,2	0,1	34,4	-4,7	-0,7
Sept. ^(p)	-19,2	-63,6	42,5	0,7	1,2	40,7	24,9	12,2	3,4	0,3	70,0	5,9	-17,4
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	13,1	-3,5	9,6
2021 Q4	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 Q1	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
Q2	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
Q3 ^(p)	6,0	3,3	33,8	1,8	-15,0	4,2	5,6	-4,3	2,6	56,9	18,3	7,6	5,8
2022 April	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,8	2,2	8,1	12,3	-1,1	14,3
Mai	6,5	8,1	-4,4	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,6	10,7	0,4	15,1
Juni	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
Juli	6,1	6,0	9,3	-1,0	16,5	4,2	6,2	-10,8	2,5	-5,1	11,7	5,8	13,1
Aug.	7,4	6,6	19,3	1,3	-19,3	4,2	5,8	-8,9	2,7	5,7	14,6	3,9	12,4
Sept. ^(p)	6,0	3,3	33,8	1,8	-15,0	4,2	5,6	-4,3	2,6	56,9	18,3	7,6	5,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum								
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investitionsfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)	
					Insgesamt	Bereinigte Kredite ²⁾	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen ³⁾			An Versicherungsgesellschaften und Pensions-einrichtungen
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Bestände												
2019	4 654,5	989,2	3 653,5	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	14 813,8	12 341,5	12 726,4	4 863,8	6 372,5	943,7	161,5	1 583,3	889,0
2021 Q4	6 552,1	997,2	5 553,1	14 813,8	12 341,5	12 726,4	4 863,8	6 372,5	943,7	161,5	1 583,3	889,0
2022 Q1	6 553,9	1 002,7	5 548,5	15 022,9	12 562,4	12 692,8	4 917,2	6 472,1	1 020,0	153,0	1 593,7	866,8
Q2	6 513,6	1 002,0	5 487,5	15 182,6	12 791,8	12 930,8	5 018,2	6 555,0	1 054,2	164,3	1 561,4	829,4
Q3 ^(p)	6 354,4	1 003,4	5 326,6	15 376,1	13 008,1	13 144,0	5 163,1	6 612,4	1 071,6	161,0	1 542,1	825,9
2022 April	6 526,0	1 004,2	5 497,0	15 072,3	12 632,0	12 778,6	4 943,9	6 491,7	1 035,7	160,8	1 600,8	839,5
Mai	6 507,2	999,8	5 482,6	15 114,3	12 707,2	12 843,6	4 976,3	6 522,4	1 045,2	163,3	1 556,8	850,4
Juni	6 513,6	1 002,0	5 487,5	15 182,6	12 791,8	12 930,8	5 018,2	6 555,0	1 054,2	164,3	1 561,4	829,4
Juli	6 539,6	998,4	5 517,0	15 244,0	12 851,2	12 987,0	5 067,5	6 578,6	1 045,8	159,4	1 562,7	830,1
Aug.	6 419,9	998,6	5 397,1	15 311,4	12 937,8	13 070,5	5 136,9	6 596,8	1 054,0	150,1	1 543,9	829,7
Sept. ^(p)	6 354,4	1 003,4	5 326,6	15 376,1	13 008,1	13 144,0	5 163,1	6 612,4	1 071,6	161,0	1 542,1	825,9
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1 042,1	13,5	1 028,4	737,0	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,7	28,2
2021	667,4	-0,5	677,5	563,0	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,2	9,3
2021 Q4	201,1	-1,1	202,1	228,8	174,9	225,4	98,5	60,5	-0,4	16,4	62,7	-8,7
2022 Q1	94,0	4,8	89,2	190,6	183,6	169,4	45,2	72,8	74,1	-8,5	23,6	-16,5
Q2	76,5	-0,7	77,2	207,5	231,4	248,6	97,2	87,0	35,8	11,3	-19,6	-4,3
Q3 ^(p)	-52,3	1,7	-54,3	201,6	212,4	216,2	139,0	55,7	22,0	-4,2	-13,2	2,4
2022 April	16,8	1,6	14,6	68,0	63,2	81,0	23,5	20,6	11,6	7,5	10,0	-5,1
Mai	21,5	-4,5	25,9	56,6	86,2	75,6	32,5	31,8	18,9	2,9	-42,3	12,6
Juni	38,2	2,2	36,7	82,9	82,0	92,1	41,2	34,6	5,3	0,9	12,7	-11,8
Juli	-23,3	-3,7	-19,6	43,0	51,4	51,3	46,3	21,3	-10,6	-5,6	-6,9	-1,5
Aug.	-36,6	0,7	-37,3	85,5	95,1	94,2	69,4	18,2	16,9	-9,4	-11,6	1,9
Sept. ^(p)	7,6	4,8	2,6	73,1	65,9	70,7	23,3	16,1	15,6	10,8	5,3	1,9
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	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1
2021 Q4	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,2	1,1
2022 Q1	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
Q2	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
Q3 ^(p)	5,0	0,5	5,9	5,7	6,6	6,9	8,0	4,4	13,9	10,1	3,5	-3,0
2022 April	9,6	0,4	11,4	4,7	4,8	5,3	4,5	4,3	10,1	3,7	7,5	-1,7
Mai	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,3	5,7	5,1	4,4	12,0	2,4	4,8	-1,1
Juni	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
Juli	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,8	4,3	-2,7
Aug.	5,5	-0,5	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	13,7	-0,7	3,7	-3,0
Sept. ^(p)	5,0	0,5	5,9	5,7	6,6	6,9	8,0	4,4	13,9	10,1	3,5	-3,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.4 Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				Private Haushalte ³⁾					
	Insgesamt	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	4 863,8	4 994,8	888,7	1 006,4	2 968,6	6 372,5	6 635,8	698,2	4 970,9	703,5
2021 Q4	4 863,8	4 994,8	888,7	1 006,4	2 968,6	6 372,5	6 635,8	698,2	4 970,9	703,5
2022 Q1	4 917,2	4 892,5	911,4	1 002,2	3 003,7	6 472,1	6 672,0	701,1	5 063,3	707,7
Q2	5 018,2	4 994,4	948,8	1 027,9	3 041,5	6 555,0	6 745,8	707,4	5 140,2	707,5
Q3 ^(p)	5 163,1	5 134,9	1 002,7	1 067,8	3 092,6	6 612,4	6 801,3	713,7	5 194,2	704,6
2022 April	4 943,9	4 920,7	924,0	1 012,0	3 007,8	6 491,7	6 697,3	702,9	5 082,2	706,6
Mai	4 976,3	4 945,9	936,5	1 016,1	3 023,7	6 522,4	6 725,2	705,6	5 109,9	706,9
Juni	5 018,2	4 994,4	948,8	1 027,9	3 041,5	6 555,0	6 745,8	707,4	5 140,2	707,5
Juli	5 067,5	5 039,6	958,4	1 042,4	3 066,6	6 578,6	6 765,8	709,9	5 161,8	706,8
Aug.	5 136,9	5 106,0	985,2	1 064,5	3 087,2	6 596,8	6 786,7	709,4	5 180,0	707,4
Sept. ^(p)	5 163,1	5 134,9	1 002,7	1 067,8	3 092,6	6 612,4	6 801,3	713,7	5 194,2	704,6
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,6	-1,3	2,8	175,2	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,0
2021 Q4	98,5	127,6	55,9	37,1	5,5	60,5	71,0	6,5	55,7	-1,7
2022 Q1	45,2	54,0	18,8	-4,7	31,2	72,8	83,0	5,1	65,2	2,5
Q2	97,2	103,0	37,7	23,1	36,5	87,0	78,2	7,8	76,9	2,3
Q3 ^(p)	139,0	139,6	53,0	38,0	47,9	55,7	54,6	6,6	53,3	-4,2
2022 April	23,5	24,7	11,4	7,8	4,3	20,6	25,0	2,4	18,5	-0,3
Mai	32,5	25,4	14,2	4,6	13,8	31,8	29,6	3,2	28,1	0,5
Juni	41,2	52,9	12,1	10,7	18,4	34,6	23,6	2,2	30,3	2,0
Juli	46,3	44,1	8,3	14,2	23,8	21,3	18,5	2,7	21,2	-2,5
Aug.	69,4	68,2	27,9	22,7	18,8	18,2	21,1	-0,9	18,4	0,7
Sept. ^(p)	23,3	27,3	16,8	1,1	5,3	16,1	15,1	4,8	13,7	-2,4
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	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2021 Q4	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 Q1	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
Q2	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
Q3 ^(p)	8,0	8,9	19,8	9,6	4,1	4,4	4,4	3,8	5,1	-0,2
2022 April	4,5	5,3	5,7	1,9	5,1	4,3	4,6	3,1	5,2	-0,2
Mai	5,1	6,0	7,4	4,6	4,6	4,4	4,6	3,4	5,3	-0,2
Juni	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
Juli	6,6	7,6	15,4	7,5	3,8	4,5	4,5	3,6	5,3	-0,2
Aug.	7,8	8,8	18,8	9,8	4,1	4,4	4,5	3,4	5,2	0,0
Sept. ^(p)	8,0	8,9	19,8	9,6	4,1	4,4	4,4	3,8	5,1	-0,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
								Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
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	6 889,8	1 838,8	37,1	1 998,1	3 015,9	1 363,8	441,9	118,8	136,8
2021 Q4	797,1	6 889,8	1 838,8	37,1	1 998,1	3 015,9	1 363,8	441,9	118,8	136,8
2022 Q1	740,4	6 875,0	1 847,5	35,8	1 985,8	3 005,8	1 359,4	347,8	153,0	164,4
Q2	757,6	6 803,7	1 848,1	31,6	2 005,7	2 918,3	1 302,5	412,6	159,3	157,3
Q3 ^(p)	635,5	6 784,7	1 802,7	31,3	2 092,9	2 857,8	1 310,8	553,4	142,9	145,6
2022 April	768,6	6 897,0	1 845,5	35,6	2 017,7	2 998,1	1 357,9	439,6	180,7	171,7
Mai	725,3	6 803,4	1 847,3	32,2	1 985,9	2 937,9	1 236,4	432,7	178,3	170,8
Juni	757,6	6 803,7	1 848,1	31,6	2 005,7	2 918,3	1 302,5	412,6	159,3	157,3
Juli	735,1	6 903,1	1 835,7	31,2	2 056,0	2 980,2	1 335,1	428,6	169,5	159,1
Aug.	647,0	6 823,3	1 811,9	31,9	2 077,9	2 901,7	1 372,3	420,4	154,6	145,7
Sept. ^(p)	635,5	6 784,7	1 802,7	31,3	2 092,9	2 857,8	1 310,8	553,4	142,9	145,6
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	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,1	-74,8	-5,0	-39,8	83,5	-120,5	-92,6	-11,3	-2,3
2021 Q4	106,7	10,0	-13,5	-1,6	6,1	18,9	-71,3	25,9	-20,2	-9,2
2022 Q1	-53,2	-42,4	-21,6	-1,3	-28,8	9,3	-25,6	-177,9	34,0	34,7
Q2	17,1	29,7	-3,2	-4,1	-16,0	53,2	-70,6	-14,0	7,6	-7,1
Q3 ^(p)	-122,0	-3,1	-50,6	-0,3	-2,9	50,7	-1,7	83,8	-16,4	-11,7
2022 April	28,1	29,8	-5,1	-0,2	4,5	30,6	-32,4	43,5	27,7	7,3
Mai	-43,3	-16,3	2,9	-3,4	-22,8	6,9	-76,3	-21,5	-1,1	-0,9
Juni	32,2	16,1	-1,1	-0,6	2,3	15,6	38,1	-36,0	-19,0	-13,5
Juli	-22,4	-3,4	-14,3	-0,5	-5,9	17,1	-3,7	49,8	10,2	1,8
Aug.	-88,1	-12,8	-24,5	0,7	5,6	5,5	51,7	-49,4	-14,9	-13,4
Sept. ^(p)	-11,5	13,2	-11,8	-0,6	-2,6	28,1	-49,7	83,4	-11,7	-0,1
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	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 Q4	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 Q1	5,7	-0,7	-4,0	-13,1	-1,9	2,3	-	-	20,1	31,9
Q2	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
Q3 ^(p)	-7,5	-0,1	-4,7	-19,0	-2,1	4,5	-	-	3,4	4,2
2022 April	7,4	-0,1	-3,3	-13,3	-1,5	3,1	-	-	35,9	36,7
Mai	4,5	0,0	-3,1	-20,8	-1,8	3,5	-	-	34,5	36,4
Juni	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
Juli	7,6	-0,1	-3,4	-21,0	-2,2	3,8	-	-	27,9	24,8
Aug.	-8,2	-0,1	-4,2	-18,4	-1,7	3,8	-	-	24,1	18,6
Sept. ^(p)	-7,5	-0,1	-4,7	-19,0	-2,1	4,5	-	-	3,4	4,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,0	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	-0,1	0,1	-0,1	-3,7
2021 Q3	-6,1	.	.	.	.	-4,7
Q4	-5,1	.	.	.	.	-3,7
2022 Q1	-4,0	.	.	.	.	-2,5
Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,4

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	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern		Nettosozial- beiträge	3	4	5	6		7	8	Arbeitsnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben	11	12	13
2018	46,5	46,0	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7					
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8					
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,5					
2021	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8					
2021 Q3	46,7	46,0	12,9	13,0	15,3	0,7	52,8	48,1	10,4	5,9	1,4	24,5	4,7					
Q4	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	5,9	1,5	24,2	4,8					
2022 Q1	47,1	46,4	13,3	13,2	15,2	0,7	51,1	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7					
Q2	47,3	46,6	13,5	13,2	15,1	0,7	50,2	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6					

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige	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
2018	86,0	3,1	13,8	69,0	48,3	32,6	37,6	8,2	77,8	16,1	28,3	41,5	84,5	1,5
2019	83,9	3,0	13,0	67,9	45,5	30,7	38,4	7,7	76,2	15,6	27,7	40,6	82,6	1,3
2020	97,0	3,2	14,2	79,7	54,4	39,1	42,6	11,1	85,9	18,9	31,0	47,2	95,4	1,7
2021	95,4	3,0	13,6	78,7	55,5	41,6	39,9	9,9	85,4	17,8	30,3	47,3	93,9	1,4
2021 Q3	97,3	3,0	13,9	80,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	95,4	3,0	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Q1	95,2	2,9	13,4	78,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94,2	3,0	13,3	77,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8	
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9	
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,4	9,5	
2021	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1	
2021 Q3	0,6	4,7	-1,1	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,2	-0,6	-3,0	5,2	
Q4	-1,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-5,3	5,1	
2022 Q1	-4,4	2,5	0,4	0,8	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,4	-7,3	4,4	
Q2	-3,7	1,4	0,8	1,1	0,9	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,4	-5,8	3,6	

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

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

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

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										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,9	-10,1	-9,0	-9,5	-5,8	
2021	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 Q3	-7,0	-4,3	-3,8	-3,1	-9,7	-7,7	-8,0	-7,9	-4,8	
Q4	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2022 Q1	-5,5	-2,9	-1,8	-0,1	-5,0	-5,4	-5,1	-6,4	-0,1	
Q2	-4,3	-1,9	-0,4	0,1	-2,3	-4,5	-4,0	-5,3	1,3	
Verschuldung										
2018	99,9	61,3	8,2	63,0	186,4	100,4	97,8	134,4	98,1	
2019	97,6	58,9	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	134,1	90,4	
2020	112,0	68,0	18,5	58,4	206,3	120,4	115,0	154,9	113,5	
2021	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,0	
2021 Q3	111,9	68,6	19,1	57,4	201,6	121,9	115,4	154,2	106,5	
Q4	109,2	68,6	17,6	55,4	193,3	118,3	112,8	150,3	101,1	
2022 Q1	109,0	67,4	17,2	53,2	188,4	117,4	114,6	152,1	102,1	
Q2	108,3	67,2	16,7	51,4	182,1	116,1	113,1	150,2	95,2	
	Lettland 10	Litauen 11	Luxemburg 12	Malta 13	Niederlande 14	Österreich 15	Portugal 16	Slowenien 17	Slowakei 18	Finnland 19
Finanzierungssaldo										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,5	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,2	0,6	1,8	0,6	0,1	0,6	-1,2	-0,9
2020	-4,3	-7,0	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,5
2021	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2021 Q3	-5,8	-3,6	-0,2	-7,9	-3,6	-8,2	-3,9	-6,1	-5,4	-4,3
Q4	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2022 Q1	-5,2	0,0	0,6	-7,8	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,0
Q2	-3,6	1,0	0,6	-6,9	0,1	-1,4	0,2	-3,0	-3,8	-1,4
Verschuldung										
2018	37,0	33,7	20,9	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,4	64,9
2019	36,5	35,8	22,4	40,7	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	53,3	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,8
2021	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2021 Q3	42,3	44,6	25,5	56,2	52,8	83,6	129,1	79,5	60,4	73,8
Q4	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2022 Q1	41,7	39,8	22,6	57,4	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,1
Q2	41,6	39,6	25,4	55,1	50,9	82,7	123,4	73,5	60,3	71,6

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 26. Oktober 2022.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-KatalognummerQB-BP-22-007-DE-N (Online-Version)