



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

Wirtschaftsbericht

Ausgabe 4 / 2023



Inhalt

Inhalt	1
Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen	4
1 Außenwirtschaftliches Umfeld	11
2 Konjunktorentwicklung	19
3 Preise und Kosten	28
4 Finanzmarktentwicklungen	35
5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	41
6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	50
Kästen	54
1 Konsumimpuls der pandemiebedingten Ersparnisse – spielt die Zusammensetzung eine Rolle?	54
2 Earnings Calls – neue Erkenntnisse zu den Gewinnen sowie den Investitions- und Finanzierungsbedingungen von Unternehmen	61
3 Gewinne je BIP-Einheit und ihr Beitrag zur jüngsten Zunahme des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks im Euroraum	67
4 Entwicklung der Lohnquote im Euroraum seit Beginn der Pandemie	78
5 Unternehmenserwartungen zur Verkaufspreisentwicklung – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage	84
6 Gründe für den massiven Rückgang der externen Kapitalströme des Euroraums im Jahr 2022 – Erkenntnisse aus einer detaillierteren Aufschlüsselung der Zahlungsbilanzstatistik	89
7 Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 8. Februar bis zum 9. Mai 2023	97
8 Inflation und Wettbewerbsfähigkeit – Unterschiede zwischen den Euro-Ländern	104
Aufsatz	109
1 Die Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Erholung im Euroraum nach der Pandemie	109

Kasten 1	Vergleich der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten seit der Pandemie	117
Kasten 2	Auswirkungen diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP von 2020 bis 2022	119
Kasten 3	Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren der Konjunktorentwicklung	127
Statistik		130

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	Euroraum

Sonstige

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

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

Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen

Überblick

Die Inflation hat sich verringert; den Projektionen zufolge wird sie jedoch zu lange zu hoch bleiben. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Daher beschloss er auf seiner Sitzung am 15. Juni 2023, die drei Leitzinsen der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben.

Diese Zinserhöhung spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission wider. Laut den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2023 wird damit gerechnet, dass die durchschnittliche Gesamtinflation 2023 bei 5,4 %, 2024 bei 3,0 % und 2025 bei 2,2 % liegen wird. Die Indikatoren des zugrunde liegenden Preisdrucks sind nach wie vor hoch. Einige lassen allerdings erste Anzeichen einer Abschwächung erkennen. Die Projektionen für die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel wurden – insbesondere für das laufende und das kommende Jahr – nach oben revidiert, da die Teuerung zuletzt mehrfach überraschend hoch ausfiel und sich die robuste Arbeitsmarktlage auf das Tempo des Inflationsrückgangs auswirkt. Es wird nun mit einem Preisanstieg von 5,1 % im Jahr 2023, 3,0 % im Jahr 2024 und 2,3 % im Jahr 2025 gerechnet. Die Projektionen zum Wirtschaftswachstum im laufenden und nächsten Jahr wurden geringfügig nach unten angepasst. Die Fachleute erwarten nun für 2023 ein Wachstum von 0,9 %, für 2024 von 1,5 % und für 2025 von 1,6 %.

Zugleich wirken die bisherigen Zinserhöhungen des EZB-Rats stark auf die Finanzierungsbedingungen und allmählich auch auf die Gesamtwirtschaft durch. Die Kreditkosten sind deutlich gestiegen, und das Wachstum der Kreditvergabe verlangsamt sich. Die verschärften Finanzierungsbedingungen dürften die Nachfrage zunehmend dämpfen und somit wesentlich dazu beitragen, dass sich die Inflation, wie in den Projektionen angenommen, weiter in Richtung des Zielwerts verringert.

Die künftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden dafür sorgen, dass die Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau gebracht werden, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel ermöglicht. Dieses Niveau wird so lange wie nötig beibehalten. Der EZB-Rat wird die angemessene Höhe des restriktiven Niveaus sowie die Dauer der Beibehaltung dieses Niveaus auch weiterhin auf Basis eines datengestützten Ansatzes festlegen. Grundlage für die Zinsbeschlüsse des Rates wird nach wie vor seine Einschätzung der Inflationsaussichten sein. Diese trifft er vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission.

Der EZB-Rat bestätigte, dass er die Tilgungsbeträge aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) ab Juli 2023 nicht mehr reinvestieren wird.

Konjunkturentwicklung

Die Weltwirtschaft war zu Jahresbeginn solider aufgestellt als im vierten Quartal 2022. Dies hing mit dem Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft und dem robusten Arbeitsmarkt der Vereinigten Staaten zusammen. Die globale Konjunktur wurde vor allem vom Dienstleistungssektor getragen, während die Produktion im verarbeitenden Gewerbe nach wie vor relativ verhalten ist. Als der US-Bankensektor Anfang März in Bedrängnis geriet, sorgte dies kurzzeitig für akuten Stress an den globalen Finanzmärkten. Die meisten Vermögenspreistrükgänge aus dieser Zeit wurden inzwischen wieder aufgeholt. Gleichzeitig revidierten die Finanzmarktteilnehmer ihre Erwartungen in Bezug auf die künftigen geldpolitischen Straffungen des Federal Reserve System nach unten. Die Unsicherheit hält jedoch an und verstärkt die Faktoren, die das globale Wachstum bremsen, darunter die hohe Inflation, die weltweit restriktivere Ausgestaltung der Finanzierungsbedingungen und die geopolitischen Spannungen. Vor diesem Hintergrund wurden die globalen Wachstums- und Inflationsaussichten in den Projektionen vom Juni 2023 gegenüber den Projektionen, die im März 2023 von Fachleuten der EZB erstellt wurden, weitgehend unverändert belassen. Die leichte Aufwärtskorrektur des Weltwirtschaftswachstums im Jahr 2023 ist in erster Linie auf die Nachfrage in China zurückzuführen, die sich im ersten Quartal unerwartet kräftig erholte. Diese Entwicklung wurde teilweise durch die negativen Auswirkungen der restriktiveren Finanzierungs- und Kreditbedingungen in den Vereinigten Staaten und anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften aufgezehrt. Die Inflationsaussichten für 2024 wurden etwas nach oben angepasst, um den angespannten Arbeitsmärkten und dem nach wie vor hohen Lohnwachstum in den Industrieländern Rechnung zu tragen. Indessen ergibt sich aus den niedrigeren Rohstoffpreisen eine geringfügige Abwärtsrevision der projizierten Inflation für 2023. Der Welthandel dürfte im laufenden Jahr deutlich langsamer wachsen als das reale BIP, da die Zusammensetzung der globalen Nachfrage mittlerweile weniger stark vom Handel geprägt ist. Die Aussichten für den Welthandel 2023 wurden nach unten korrigiert. In erster Linie war dies jedoch einem erheblichen statistischen Unterhang aus dem vierten Quartal 2022 sowie den schwachen Ergebnissen wichtiger Volkswirtschaften im ersten Quartal geschuldet.

In den vergangenen Monaten hat die Wirtschaft des Euroraums stagniert. Wie bereits im Schlussquartal 2022 schrumpfte sie im ersten Quartal 2023 um 0,1 %. Grund hierfür waren rückläufige private und staatliche Konsumausgaben. Auf kurze Sicht dürfte das Wirtschaftswachstum schwach bleiben, jedoch im Verlauf des Jahres anziehen, je mehr die Inflation sinkt und die Angebotsstörungen weiter nachlassen. In den einzelnen Sektoren stellt sich die Lage unterschiedlich dar. So kühlt sich die Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe weiter ab, was unter anderem auf die geringere globale Nachfrage und die verschärften Finanzierungsbedingungen im Euroraum zurückzuführen ist. Der Dienstleistungssektor entwickelt sich indes nach wie vor robust.

Vom Arbeitsmarkt geht weiterhin ein kräftiger Impuls für die Wirtschaft aus. Im ersten Quartal des laufenden Jahres entstanden fast eine Million neue Arbeitsplätze, und die Arbeitslosenquote lag im April auf einem historischen Tiefstand von 6,5 %. Auch die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden erhöhte sich, wenngleich sie nach wie vor etwas niedriger ist als vor der Pandemie.

Die Fachleute des Eurosystems rechnen in ihren aktuellen Projektionen damit, dass die Wachstumsraten in den kommenden Quartalen wieder positiv ausfallen werden, je mehr die Energiepreise sinken, die Auslandsnachfrage anzieht, die Angebotsengpässe beseitigt werden (sodass die Unternehmen ihre hohen Auftragsrückstände abarbeiten können) und die Unsicherheit – auch in Bezug auf die jüngsten Spannungen im Bankensektor – nachlässt. Außerdem sollte der robuste Arbeitsmarkt einen Anstieg der Realeinkommen begünstigen, und die Arbeitslosigkeit dürfte während des Projektionszeitraums auf einen historisch niedrigen Stand sinken. Die geldpolitische Straffung seitens der EZB wird zunehmend auf die Realwirtschaft durchwirken. Zusammen mit der allmählichen Rücknahme der fiskalischen Stützungsmaßnahmen dürfte dies das Wirtschaftswachstum mittelfristig belasten. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP wird den Erwartungen zufolge 2023 zunächst auf 0,9 % sinken (nach 3,5 % im Jahr 2022). Danach wird sie wieder anziehen, und zwar auf 1,5 % im Jahr 2024 und 1,6 % im Jahr 2025. Gegenüber den Projektionen vom März 2023 wurden die Aussichten für das BIP-Wachstum für 2023 und 2024 um jeweils 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert. Grund hierfür waren vor allem die verschärften Finanzierungsbedingungen. Für 2025 wurde die Projektion zum BIP-Wachstum nicht angepasst, da die höheren real verfügbaren Einkommen und die geringere Unsicherheit dem genannten Effekt teilweise entgegenwirken dürften.

Die finanzpolitischen Aussichten im Eurogebiet dürften sich über den gesamten Projektionszeitraum hinweg verbessern. Nachdem sich das Haushaltsdefizit im Euroraum 2022 deutlich verringert hatte, wird es den Projektionen zufolge auch 2023 und 2024 weiter sinken, wenn auch etwas langsamer. Im Jahr 2025 wird das Defizit schließlich nur noch marginal zurückgehen und bei 2,5 % des BIP liegen. Der öffentliche Finanzierungssaldo dürfte sich bis zum Ende des Projektionszeitraums gegenüber dem Stand von 2022 verringern, weil sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo und in begrenztem Umfang auch die Konjunkturkomponente verbessern dürften. Indes wird erwartet, dass die Zinsausgaben in Relation zum BIP im Projektionszeitraum allmählich zunehmen. Der öffentliche Schuldenstand im Eurogebiet dürfte weiter sinken, wenn auch nach 2022 in einem langsameren Tempo. Im Jahr 2025 wird er den Projektionen zufolge bei 87,3 % des BIP liegen. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die fortbestehenden Primärdefizite durch die negativen Zins-Wachstums-Differenziale mehr als ausgeglichen werden. Dennoch dürften sowohl die Defizit- als auch die Schuldenquote im Jahr 2025 über ihren Vorpandemieständen bleiben. Der Haushaltssaldo am Ende des Projektionszeitraums hat sich gegenüber den März-Projektionen kaum verändert. Dagegen wurde die Schuldenquote für den Zeitraum 2023-2025 etwas nach oben revidiert. Dies hängt vor allem mit dem ungünstigeren Zins-Wachstums-Differenzial zusammen.

Mit dem Abklingen der Energiekrise sollten die Regierungen die entsprechenden Stützungsmaßnahmen zügig und koordiniert zurücknehmen. Anderenfalls könnte sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöhen, was eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte so ausgestaltet sein, dass die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum gesteigert und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich abgebaut wird. Auch Maßnahmen zur Verbesserung der Versorgungskapazitäten des Eurogebiets – gerade im Energiesektor – können dazu beitragen, dass der Preisdruck auf mittlere Sicht nachlässt. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte bald abgeschlossen werden.

Inflation

Laut der Schnellschätzung von Eurostat sank die Inflation im Mai weiter auf 6,1 %, verglichen mit 7,0 % im April. Der Rückgang erfolgte auf breiter Front. Nachdem die Energiepreise im April stärker gestiegen waren, knüpften sie im Mai wieder an ihren Abwärtstrend an und wiesen eine negative Steigerungsrate auf. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln ging erneut zurück, blieb aber mit 12,5 % hoch.

Die Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel verringerte sich im Mai den zweiten Monat in Folge. Sie lag bei 5,3 % nach 5,6 % im April. Der Preisauftrieb bei Waren verlangsamte sich weiter auf 5,8 %, verglichen mit 6,2 % im April. Die Teuerung bei Dienstleistungen sank von 5,2 % auf 5,0 % und gab damit erstmals seit mehreren Monaten nach. Die Indikatoren des zugrunde liegenden Preisdrucks sind nach wie vor hoch. Einige lassen allerdings erste Anzeichen einer Abschwächung erkennen.

Die vergangenen Energiekostenanstiege treiben die Preise in der Gesamtwirtschaft weiterhin nach oben. Auch der Nachfragestau, der sich nach dem Wiederhochfahren der Wirtschaft zeigte, sorgt insbesondere im Dienstleistungssektor nach wie vor für eine stärkere Inflation. Der Lohndruck gewinnt als Triebfeder der Inflation zunehmend an Bedeutung, wenngleich er zum Teil durch Einmalzahlungen bedingt ist. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich im ersten Quartal 2023 um 5,2 %, und die Tariflöhne stiegen um 4,3 % an. Zudem konnten die Unternehmen in einigen Sektoren weiterhin relativ hohe Gewinne erzielen, und zwar vor allem dort, wo die Nachfrage das Angebot überstieg. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen derzeit bei rund 2 %. Einige Indikatoren sind jedoch nach wie vor erhöht und müssen genau beobachtet werden.

Gemäß den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2023 wird sich die Gesamtinflation weiter abschwächen und im letzten Quartal rund 3 % betragen, da die Preissteigerungsrate bei Energie im Jahr 2023 tiefer in den negativen Bereich fallen und die Teuerung der Nahrungsmittel stark nachlassen dürfte. Auf kurze Sicht dürfte die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel jedoch die Gesamtinflation übersteigen. Den Projektionen zufolge wird dies bis Anfang 2024 so bleiben. Ab der zweiten Jahreshälfte 2023 dürfte sie sich allerdings allmählich abschwächen, wenn die indirekte Wirkung der Energiepreisschocks und der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette nachlassen. Im

Zuge dessen dürften dann zunehmend die Arbeitskosten zum wichtigsten Bestimmungsfaktor der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel werden. Das Lohnwachstum dürfte durch Inflationsausgleichszahlungen, die angespannte Arbeitsmarktlage sowie höhere Mindestlöhne angekurbelt werden und über weite Teile des Projektionszeitraums mehr als doppelt so hoch ausfallen wie im historischen Durchschnitt. Allerdings sollte die Weitergabe dieser Kosten auf mittlere Sicht teilweise durch die Gewinnmargen abgefedert werden, die im Jahr 2022 deutlich gestiegen sind. Auch die Geldpolitik sollte die zugrunde liegende Inflation in den kommenden Jahren weiter dämpfen. Für die Gesamtinflation wird ein Rückgang von durchschnittlich 8,4 % im Jahr 2022 auf 5,4 % im Jahr 2023, 3,0 % im Jahr 2024 und 2,2 % im Jahr 2025 erwartet. Gegenüber den Projektionen vom März 2023 wurde die Gesamtinflation somit über den gesamten Projektionszeitraum hinweg leicht nach oben revidiert. Ursächlich hierfür war in erster Linie eine deutliche Aufwärtskorrektur der HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel. Diese ergab sich daraus, dass die jüngsten Inflationsdaten unerwartet hoch ausgefallen und auch die Lohnstückkosten etwas angestiegen sind. Dadurch wurden die Effekte der niedrigeren Energiepreisannahmen und der verschärften Finanzierungsbedingungen mehr als ausgeglichen.

Risikobewertung

Laut Einschätzung des EZB-Rats sind die Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Inflation nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet. Abwärtsrisiken für das Wachstum ergeben sich unter anderem aus Russlands ungerechtfertigtem Krieg gegen die Ukraine und einer Zunahme der geopolitischen Spannungen insgesamt. Diese Faktoren könnten eine Fragmentierung des Welthandels bedingen und damit die Wirtschaft des Euroraums belasten. Außerdem könnte sich das Wachstum verlangsamen, wenn die Geldpolitik eine stärkere Wirkung entfaltet als projiziert. Erneute Spannungen an den Finanzmärkten könnten dazu führen, dass sich die Finanzierungsbedingungen noch weiter als derzeit angenommen verschärfen, und das Vertrauen schwächen. Auch ein geringeres Weltwirtschaftswachstum könnte die Konjunktur im Euroraum zusätzlich dämpfen. Indessen könnte das Wachstum aber auch höher als projiziert ausfallen, wenn Privatpersonen und Unternehmen aufgrund des robusten Arbeitsmarkts und der nachlassenden Unsicherheit mehr Vertrauen schöpfen und ihre Ausgaben steigern.

Ein Aufwärtsrisiko für die Inflation ergibt sich aus einer etwaigen erneuten Zunahme des Kostendrucks bei Energie und Nahrungsmitteln, auch im Zusammenhang mit dem Krieg Russlands gegen die Ukraine. Ein dauerhafter Anstieg der Inflationserwartungen auf ein Niveau über dem Zielwert des EZB-Rats oder unerwartet starke Zuwächse bei Löhnen oder Gewinnmargen könnten die Inflation auch auf mittlere Sicht ansteigen lassen. Durch die aktuellen Tarifabschlüsse in mehreren Ländern haben sich die Aufwärtsrisiken für die Inflation verstärkt. Demgegenüber könnten erneute Spannungen an den Finanzmärkten dazu führen, dass die Inflation schneller zurückgeht als projiziert. Auch eine schwächere Nachfrage, beispielsweise aufgrund einer stärkeren Transmission der Geldpolitik, würde vor allem mittelfristig einen niedrigeren Preisdruck nach sich ziehen. Darüber

hinaus würde die Inflation schneller zurückgehen, wenn sinkende Energiepreise und ein geringerer Preisanstieg bei Nahrungsmitteln rascher als derzeit angenommen auf die Preise anderer Waren und Dienstleistungen durchwirken würden.

Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die geldpolitische Straffung schlägt sich nach wie vor in den risikofreien Zinssätzen und in den allgemeinen Finanzierungsbedingungen nieder. Die Refinanzierungsbedingungen für Banken sind restriktiver geworden, und Kredite an Unternehmen und private Haushalte werden teurer. Im April erreichten die Kreditzinsen mit 4,4 % für Unternehmenskredite und 3,4 % für Hypothekarkredite ihr höchstes Niveau seit mehr als zehn Jahren.

Im Verbund mit restriktiveren Kreditbedingungen und einer geringeren Kreditnachfrage haben die höheren Kreditzinsen die Kreditentwicklung weiter geschwächt. Das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an Unternehmen ging im April erneut zurück und lag bei 4,6 %. Die monatlichen Änderungsraten sind seit November 2022 im Durchschnitt negativ. Die Kreditvergabe an private Haushalte wies im April eine Jahreswachstumsrate von 2,5 % auf und erhöhte sich gegenüber dem Vormonat nur geringfügig. Aufgrund der schwachen Bankkreditvergabe und der Verkürzung der Bilanz des Eurosystems verlangsamte sich das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge im April weiter auf 1,9 %. Ihr monatliches Wachstum ist seit Dezember negativ.

Im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie beurteilte der EZB-Rat eingehend den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität. Wie bereits bei der letzten Überprüfung im Dezember 2022 deuten die Aussichten für die Finanzstabilität weiterhin auf Herausforderungen hin. Durch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen erhöhen sich die Refinanzierungskosten der Banken und das Kreditrisiko ausstehender Kredite. Diese Faktoren könnten vor dem Hintergrund der jüngsten Spannungen im US-Bankensystem zu systemischem Stress führen und das Wirtschaftswachstum auf kurze Sicht dämpfen. Auch der Abschwung an den Immobilienmärkten schwächt die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors. Durch höhere Kreditkosten und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit könnte diese Entwicklung noch verstärkt werden. Zugleich verfügen die Banken im Euroraum über eine robuste Kapital- und Liquiditätsausstattung, die diesen Finanzstabilitätsrisiken entgegenwirken. Die makroprudenzielle Politik stellt weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen den Aufbau von Anfälligkeiten im Finanzsektor dar.

Geldpolitische Beschlüsse

Auf seiner Sitzung am 15. Juni 2023 beschloss der EZB-Rat, die drei Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Dementsprechend wurden der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 21. Juni 2023 auf 4,00 %, 4,25 % bzw. 3,50 % erhöht.

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

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

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

Vor dem Hintergrund von Rückzahlungen der Banken im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wird der EZB-Rat in regelmäßigen Abständen bewerten, wie gezielte Kreditgeschäfte und deren fortlaufende Rückzahlung zu seinem geldpolitischen Kurs beitragen.

Schlussfolgerung

Die Inflation hat sich verringert; den Projektionen zufolge wird sie jedoch zu lange zu hoch bleiben. Der EZB-Rat hat daher auf seiner Sitzung am 15. Juni 2023 beschlossen, die drei Leitzinsen der EZB um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Dies steht im Einklang mit seiner Entschlossenheit, eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel sicherzustellen.

Die künftigen Beschlüsse des EZB-Rats werden dafür sorgen, dass die Leitzinsen auf ein ausreichend restriktives Niveau gebracht werden, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen 2 %-Ziel ermöglicht. Dieses Niveau wird so lange wie nötig beibehalten. Der EZB-Rat wird die angemessene Höhe des restriktiven Niveaus sowie die Dauer der Beibehaltung dieses Niveaus auch weiterhin auf Basis eines datengestützten Ansatzes festlegen. So werden seine Zinsbeschlüsse weiterhin darauf basieren, wie er die Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission beurteilt.

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

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die Weltwirtschaft stand zu Jahresbeginn auf einer solideren Basis als im Schlussquartal 2022. Dies hing mit dem Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft und der robusten Arbeitsmarktlage in den Vereinigten Staaten zusammen. Getragen wurde die Weltwirtschaft hauptsächlich vom Dienstleistungssektor. Die Produktion im verarbeitenden Gewerbe ist hingegen nach wie vor recht verhalten. Als der US-Bankensektor Anfang März in Bedrängnis geriet, sorgte dies kurzzeitig für akuten Stress an den globalen Finanzmärkten. Seitdem wurden die in jener Zeit erlittenen Verluste in den meisten Anlageklassen wieder wettgemacht. Gleichzeitig revidierten die Finanzmarktteilnehmer ihre Erwartungen in Bezug auf die künftigen geldpolitischen Straffungen des Federal Reserve Systems nach unten. Ungeachtet dessen verstärkt die anhaltende Unsicherheit die globalen wachstumshemmenden Faktoren, zu denen unter anderem die hohe Inflation, die Verschärfung der weltweiten Finanzierungsbedingungen und geopolitische Spannungen zählen. Vor diesem Hintergrund beließen die Fachleute des Eurosystems ihren globalen Wachstums- und Inflationsausblick in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2023 weitgehend unverändert gegenüber den Projektionen von Fachleuten der EZB vom März. Die geringfügige Aufwärtskorrektur des Weltwirtschaftswachstums im laufenden Jahr hängt hauptsächlich mit der unerwartet starken Nachfrageerholung in China im ersten Quartal 2023 zusammen. Diese wurde allerdings teilweise durch die negativen Auswirkungen der verschärften Finanzierungs- und Kreditbedingungen in den Vereinigten Staaten und anderen Industrieländern ausgeglichen. Der Inflationsausblick für 2024 wurde angesichts der angespannten Arbeitsmarktlage und des nach wie vor hohen Lohnwachstums in den Industrieländern leicht nach oben korrigiert. Die geringfügige Abwärtskorrektur der projizierten Inflation im Jahr 2023 lässt sich indes mit den gesunkenen Rohstoffpreisen erklären. Der Welthandel dürfte im laufenden Jahr weitaus langsamer wachsen als das reale BIP, da die Zusammensetzung der globalen Nachfrage inzwischen weniger stark vom Handel geprägt ist. Der Ausblick für den Welthandel wurde für 2023 nach unten korrigiert. Dies war jedoch in erster Linie einem beträchtlichen statistischen Unterhang aus dem vierten Quartal 2022 und den schwachen Ergebnissen wichtiger Volkswirtschaften im ersten Quartal 2023 geschuldet.

Die Weltwirtschaft stand zu Jahresbeginn auf einer solideren Basis als im Schlussquartal 2022. Ausschlaggebend hierfür waren das Wiederhochfahren der chinesischen Wirtschaft und die robuste Arbeitsmarktlage in den Vereinigten Staaten.

Die Daten dieser Länder haben seit Anfang des Jahres die Erwartungen übertroffen. Dies hängt mit der Nachfrageerholung in China zusammen, die früher einsetzte und stärker ausfiel als erwartet, denn die pandemiebedingten Störungen erwiesen sich als kurzfristig. In den Vereinigten Staaten stützt die robuste Arbeitsmarktlage bei einer beträchtlichen Straffung der Geldpolitik die Konsumnachfrage. Die Konjunktur wurde hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen, während die Produktion im verarbeitenden Gewerbe nach wie vor recht verhalten ist (siehe Abbildung 1). Das Weltwirtschaftswachstum hat sich den Schätzungen zufolge von 0,5 % im Schlussquartal 2022 auf 0,9 % im

ersten Quartal 2023 beschleunigt und lag somit 0,2 Prozentpunkte über den Projektionen vom März.¹

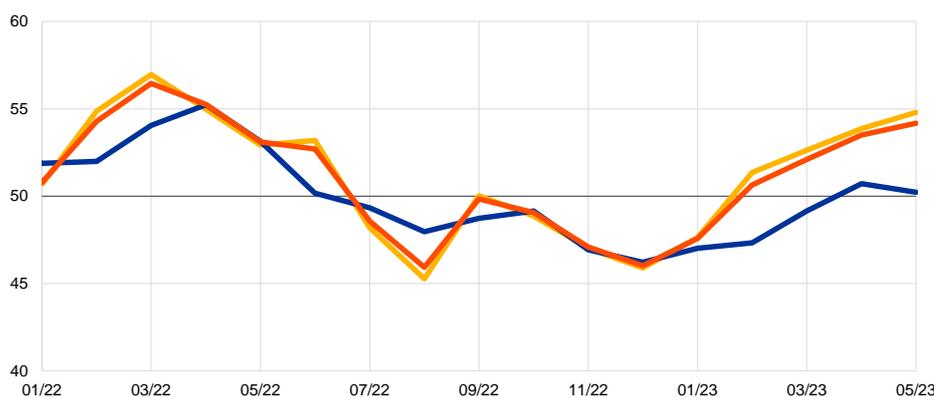
Abbildung 1

EMI für die Produktion in den Industrie- und Schwellenländern nach Sektoren

a) Industrieländer (ohne Euroraum)

(Diffusionsindizes)

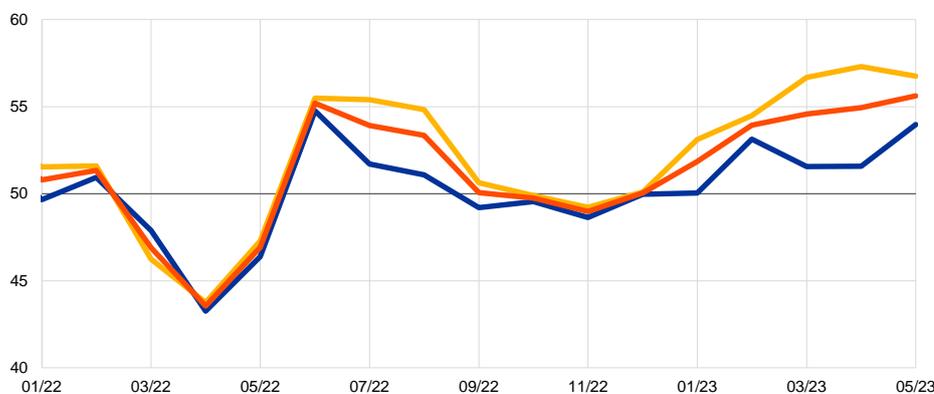
- Dienstleistungssektor
- Verarbeitendes Gewerbe
- EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor



b) Schwellenländer

(Diffusionsindizes)

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



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

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023.

Der akute Finanzstress an den internationalen Finanzmärkten, der durch die Turbulenzen im Bankensektor in den Vereinigten Staaten ausgelöst wurde, ist zwar schwächer geworden, doch die Unsicherheit bleibt hoch. Als der US-Bankensektor in Bedrängnis geriet, sorgte dies kurzzeitig für akuten Stress an den globalen Finanzmärkten. In den meisten Anlageklassen – mit Ausnahme von Finanzaktien – wurden die in dieser Zeit erlittenen Verluste inzwischen wieder wettgemacht. Gleichzeitig revidierten die Finanzmarktteilnehmer ihre Erwartungen in Bezug auf den künftigen Straffungskurs des Federal Reserve Systems nach unten.

¹ Da in diesem Abschnitt vor allem die weltwirtschaftlichen Entwicklungen dargelegt werden, schließen alle Angaben zu aggregierten weltweiten bzw. globalen Wirtschaftsindikatoren den Euroraum aus.

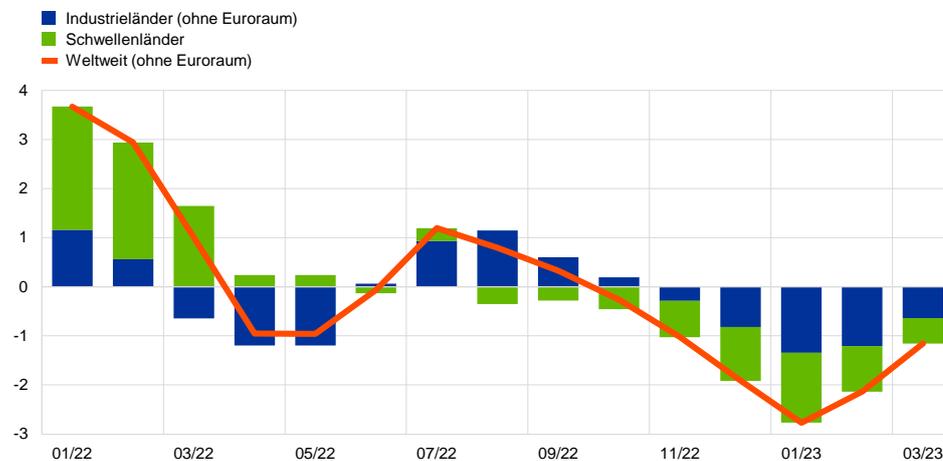
Durch die hohe Unsicherheit im Zusammenhang mit den Entwicklungen im US-Bankensektor werden die globalen wachstumshemmenden Faktoren, zu denen unter anderem eine hohe Inflation, die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und eine erhöhte geopolitische Unsicherheit zählen, noch verstärkt. So weisen aktuellere Daten darauf hin, dass das Weltwirtschaftswachstum in jüngster Zeit an Schwung verloren hat.

Der globale Wachstums- und Inflationsausblick ist gegenüber den Projektionen vom März 2023 weitgehend unverändert. Die Weltwirtschaft wird den Projektionen zufolge in diesem und im nächsten Jahr um jeweils 3,1 % zulegen. Im Jahr 2025 wird sich das Wachstum dann leicht auf 3,3 % beschleunigen. Für 2023 wurde das Weltwirtschaftswachstum geringfügig nach oben korrigiert (um 0,1 Prozentpunkte), für 2024 leicht nach unten revidiert (um 0,1 Prozentpunkte) und für 2025 unverändert belassen. Ein wichtiger Erklärungsfaktor für die Aufwärtskorrektur des weltweiten Wachstums im laufenden Jahr ist die Erholung der Nachfrage in China, die im ersten Quartal stärker ausfiel als zuvor erwartet. Mit Blick auf die Zeit danach wurden die globalen Wachstumsaussichten hingegen leicht nach unten revidiert. Der im Vergleich zu den vorherigen Projektionen etwas geringere Anstieg der Weltwirtschaftsleistung im Jahr 2024 hängt mit den Folgen der restriktiveren Finanzierungs- und Kreditbedingungen in den Vereinigten Staaten und in anderen Industrieländern zusammen.

Angesichts der Tatsache, dass die globale Konjunktur derzeit hauptsächlich vom Dienstleistungssektor angekurbelt wird, der weniger handelsintensiv ist als das verarbeitende Gewerbe, bleibt der Welthandel schwach. Die Entkoppelung von Konjunktur und Handel lässt sich durch drei sich gegenseitig verstärkende Kompositionseffekte erklären. So wird die Weltwirtschaft derzeit von Regionen mit einer geringeren Handelsintensität (Schwellenländer), von bestimmten Nachfragekomponenten (Konsum) und bestimmten Erzeugnissen (Dienstleistungen) getragen. Die negativen Kompositionseffekte dürften den Welthandel auf kurze Sicht noch beeinträchtigen, in der Folge jedoch allmählich nachlassen. Gleichzeitig dürften sich der erwartete Anstieg der Nachfrage nach handelbaren Dienstleistungen, zum Beispiel in der Tourismusbranche (die sich nach der Pandemie weiter belebt), sowie der kontinuierliche Abbau der Lieferengpässe und die Normalisierung des weltweiten Lagerzyklus förderlich auf den Welthandel auswirken. So lassen die jüngsten Daten und Schätzungen darauf schließen, dass sich die negative Wachstumsdynamik im internationalen Warenhandel bereits abgeschwächt hat und sich künftig schrittweise verbessern wird (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2 Entwicklung des Warenhandels

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



Quellen: CPB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2023.

Der Welthandel dürfte 2023 weitaus langsamer wachsen als das reale BIP, da die Zusammensetzung der globalen Nachfrage mittlerweile weniger stark vom Handel geprägt ist.

Die weltweiten Einfuhren werden den Projektionen zufolge im Jahr 2023 um 1,3 % zunehmen. Im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt (4,8 %) und auch zum weltweiten Wachstum ist dies ein sehr geringes Tempo. In den Jahren 2024 und 2025 dürfte der internationale Handel dann um jeweils 3,4 % zulegen. Die implizite Elastizität des Handels – d. h. das Verhältnis zwischen dem weltweiten Wachstum der realen Importe und dem weltweiten Wachstum des realen BIP – liegt über den Projektionszeitraum hinweg bei einem Wert nahe eins. Dies entspricht zwar der Handelsselastizität, die in den zehn Jahren vor der Pandemie beobachtet wurde, doch ist der Wert viel niedriger als während der Pandemie. Die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums weist ein ähnliches Verlaufsmuster auf: Im Jahr 2023 dürfte sie um 0,5 % zunehmen und sich dann in den Jahren 2024 und 2025 um jeweils 3,1 % erhöhen. Die Projektionen für den Welthandel und die Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums wurden für das laufende Jahr nach unten korrigiert. Dies war im Wesentlichen auf einen beträchtlichen statistischen Unterhang zurückzuführen, denn die Handelsleistung war im Schlussquartal 2022 geringer als zuvor erwartet. Ein weiterer Grund war, dass große Volkswirtschaften im ersten Quartal 2023 schwächere Ergebnisse aufwiesen. In Bezug auf den restlichen Projektionszeitraum stimmen die Handelsprojektionen weitgehend mit jenen vom März 2023 überein.

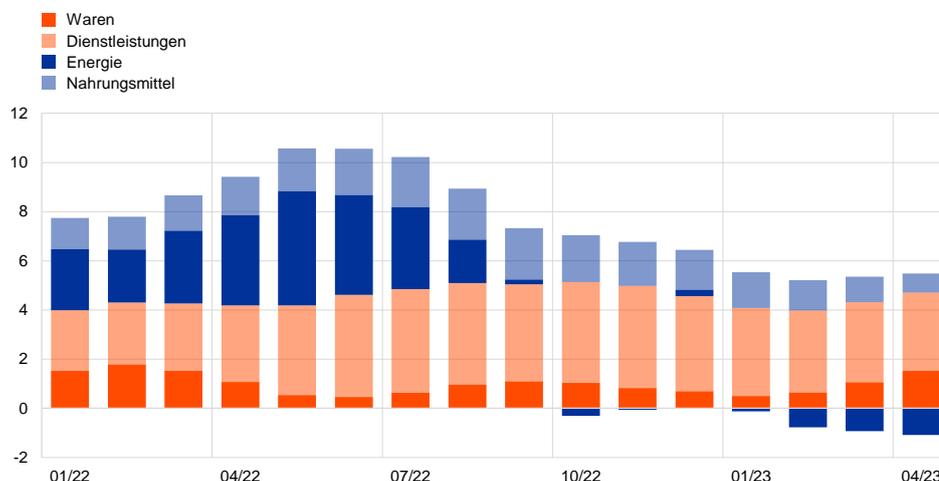
Der zugrunde liegende Preisdruck in der Weltwirtschaft bleibt hoch, auch wenn sich die Komponenten Energie und Nahrungsmittel dämpfend auf die Gesamtinflation auswirken.

Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene Gesamtinflation in den OECD-Ländern ging von 7,7 % im März auf 7,4 % im April zurück. Während die Gesamtinflation aufgrund eines geringeren Preisauftriebs bei Energie und Nahrungsmitteln weiter sinkt, verharrte die Kerninflation weitgehend unverändert bei 7,1 %. Deren Dynamik (gemessen anhand der annualisierten

prozentualen Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) hat sich unterdessen weiter leicht erhöht (siehe Abbildung 3, rote und orangefarbene Balken). Dies deutet auf einen nach wie vor hohen zugrunde liegenden Preisdruck in der Weltwirtschaft hin. Selbst wenn sich die Preise handelbarer Güter dank nachlassender Lieferengpässe und sinkender Seefrachtkosten weiter normalisieren, dürfte die Inflation auf einem hohen Niveau bleiben. Grund hierfür ist die persistenter Dienstleistungskomponente, die auf eine angespannte Arbeitsmarktlage und ein kräftiges Lohnwachstum, insbesondere in den Industrieländern, zurückzuführen ist. Was die Exportpreise der Wettbewerber des Euroraums anbelangt, so hat sich deren (in Landeswährung gerechneter) Anstieg seit dem im zweiten Quartal 2022 erreichten Höchststand aufgrund negativer Basiseffekte bei den Rohstoffen deutlich verlangsamt. Den Erwartungen zufolge dürfte er sich auf kurze Sicht weiter abschwächen. Hierin spiegelt sich die Entwicklung der technischen Annahmen wider. Es wird davon ausgegangen, dass die Preise der Wettbewerber im restlichen Projektionszeitraum eine Teuerungsrate aufweisen werden, die den historischen Durchschnittswerten eher nahekommt, da der starke Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette innerhalb und außerhalb des Euroraums nachlassen dürfte.

Abbildung 3
Entwicklung der Gesamtinflation in den OECD-Staaten

(annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Beiträge der jeweiligen in der Abbildung dargestellten Komponenten zur Entwicklung der OECD-Gesamtinflation wurden unter Verwendung verfügbarer Länderdaten, die zusammengenommen 84 % des OECD-Aggregats ausmachen, nach dem Bottom-up-Ansatz ermittelt. Die Inflation bei Waren wird als Restbetrag (Beitrag der gesamten Waren abzüglich des Beitrags von Energie und Nahrungsmitteln) berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Die Notierungen für Rohöl sind niedriger als in den Projektionen vom März angenommen, da Bedenken hinsichtlich des weltweiten Wirtschaftswachstums die Auswirkungen der Produktionsdrosselung der OPEC+-Staaten überwogen. Die Ölnachfrage in den OECD-Staaten im ersten Quartal erwies sich als geringer, als laut der Prognose der Internationalen Energieagentur (IEA) zu Beginn des Jahres vorhergesehen worden war. Zudem übertraf die russische Ölproduktion die Erwartungen. Wengleich die meisten

russischen Rohölausfuhren nach China, Indien und in die Türkei gingen, trug dies dazu bei, die globalen Preisauswirkungen einer stärkeren Nachfrage in China nach dem Wiederhochfahren der dortigen Wirtschaft zu dämpfen. Darüber hinaus führten unter anderem Bedenken hinsichtlich der globalen Wachstumsaussichten vor dem Hintergrund der Entwicklungen im Bankensektor in den Vereinigten Staaten zu einem vermehrten Abwärtsdruck auf die Ölpreise. Die europäischen Gaspreise sanken weiter und erreichten ein Niveau, das näher an dem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt lag. Aufgrund des kontinuierlich niedrigen Verbrauchs und der erfolgreichen Umstellung von russischem Gas auf andere Alternativen wiesen die Gasspeicher in der EU zu Beginn der Auffüllsaison historisch hohe Lagerbestände von 55 % auf. Zudem verlängerte die EU ihren Plan zur Gaseinsparung bis Ende März 2024 und forderte die Mitgliedstaaten auf, ihren Verbrauch im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2017 bis 2021 um 15 % zu senken. Dies bedeutet, dass die EU auch ohne Gasimporte aus Russland auf einem sicheren Weg zu sein scheint, ihre Speicher wie geplant vor der nächsten im November beginnenden Heizperiode auf 90 % zu füllen, und dass Einfuhren anderer Gaslieferanten nicht so hoch sein müssen wie im letzten Jahr.

Die Finanzierungsbedingungen wurden auf globaler Ebene sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern leicht verschärft.

Die weltweite Risikostimmung stabilisierte sich zwar zuletzt nach einer kurzen Phase akuter Anspannung, die von dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank Anfang März ausgelöst wurde, doch ist die Unsicherheit nach wie vor hoch. In den Vereinigten Staaten spiegelt die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen seit den März-Projektionen hauptsächlich eine Ausweitung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen wider, wobei höhere kurzfristige Renditen ebenfalls einen gewissen Beitrag leisteten. Insgesamt scheinen die internationalen Finanzmärkte trotz der anhaltenden Unsicherheit verhalten optimistisch zu sein. Gleichzeitig sind im Zuge des Rückgangs der akuten Anspannung im US-Bankensektor die Markterwartungen hinsichtlich einer Straffung der Geldpolitik in den USA leicht gestiegen, wenngleich sie nach wie vor unter dem Anfang März verzeichneten Niveau liegen.

In den Vereinigten Staaten dürfte sich das Wachstum des realen BIP in der ersten Hälfte des laufenden Jahres verlangsamen und sich danach zaghafte erholen.

Das Wachstum der Konsumausgaben der privaten Haushalte dürfte dank eines robusten Arbeitsmarkts im positiven Bereich bleiben. Eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen hat zu einem Rückgang der Investitionen außerhalb des Wohnungsbaus geführt, der den aktuellen Erwartungen zufolge noch über das ganze Jahr 2023 hinweg andauern wird. Zugleich dürfte die anhaltende Unsicherheit eine zusätzliche Verschärfung der Kreditvergaberichtlinien nach sich ziehen, wodurch das Wachstum weiter gedämpft würde. Die Einigung über die Aufhebung der Schuldenobergrenze in den USA bis Januar 2025 hat die Ungewissheit an den Finanzmärkten gemindert. Auf Grundlage der Einigung wird nun eine moderate Kürzung der Ausgaben außerhalb des Verteidigungsressorts vorgenommen, während Verteidigungsausgaben und obligatorische Ausgaben für Sozialversicherung und Gesundheit unangetastet bleiben. Die am VPI gemessene Gesamtinflationsrate belief sich im April auf 4,9 %. Die Kerninflationsrate ist mit

5,5 % weiterhin hoch und zeigt sich persistent. Die Dienstleistungen stellen aufgrund rigider Preise für Wohnraum und der langsamen Abschwächung des hohen Lohnwachstums die wichtigste Ursache der Inflationspersistenz dar. Darüber hinaus hat sich die Kerninflation bei Waren vor dem Hintergrund eines weiteren beträchtlichen Anstiegs der Preise für Neufahrzeuge und eines geringeren negativen Beitrags der Preise von gebrauchten Fahrzeugen und Lastkraftwagen den zweiten Monat in Folge wieder beschleunigt.

Die konsumbedingte Erholung in China setzt sich fort, sie scheint aber an Fahrt zu verlieren. Nach der schnellen Belebung der Konsumausgaben im Anschluss an das Wiederhochfahren der Wirtschaft hat die Erholung im zweiten Quartal an Tempo eingebüßt. Die von den Dienstleistungen und dem Konsum getriebene Erholung hat das verarbeitende Gewerbe nicht mit umfasst. Der EMI-Teilindex für den Dienstleistungssektor deutet auf ein starkes Wachstum hin, während der EMI-Teilindex für das verarbeitende Gewerbe leicht unter die Wachstumsschwelle gesunken ist. Die Einzelhandelsumsätze nahmen im April im Vorjahresvergleich kräftig zu. Dieser Anstieg spiegelt jedoch hauptsächlich eine niedrige Vergleichsgrundlage wider, da im letzten Jahr in Schanghai noch großflächige Lockdowns herrschten. Die Wachstumsdynamik bei den Einzelhandelsumsätzen ging zurück, und aus den hochfrequenten Daten lässt sich ablesen, dass sich dieser Trend im Mai fortsetzte. Die Aktivität am Wohnimmobilienmarkt war nach einer sich abzeichnenden Erholung wieder rückläufig. Insbesondere nahmen die Wohnungsbauinvestitionen beträchtlich ab. Nachdem der jährliche Rückgang des Verkaufs von Wohneigentum im März annähernd zum Stillstand gekommen war, verlief die Entwicklung zuletzt wieder negativ. Die fortgesetzte Schwäche des Immobilienmarkts bremst die Wirtschaft weiterhin. Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise verlangsamte sich im April und beeinträchtigte das Verbrauchervertrauen. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflation sank im April auf 0,1 % und damit auf den niedrigsten Wert in nahezu zwei Jahren. Grund hierfür waren starke Rückgänge bei den Komponenten Energie und Nahrungsmittel. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) lag weiter stabil bei 0,7 %.

In Japan wird eine weiterhin moderate Zunahme der Wirtschaftstätigkeit erwartet, die von der aufgestauten Nachfrage und der anhaltenden Unterstützung seitens der Politik getragen werden dürfte. Das reale BIP nahm – bedingt durch das Wiederhochfahren der Wirtschaft – im ersten Jahresviertel 2023 zu und wird gemäß den Erwartungen weiter moderat zulegen. Der EMI-Teilindex für den Dienstleistungssektor stieg abermals an und erreichte im Mai einen sehr hohen Stand. Unternehmensangaben zufolge waren nachlassende Störungen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie und die Wiederaufnahme des Inlands- und Auslandstourismus ausschlaggebend für die starke Wachstumsdynamik in diesem Sektor. Die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe bleibt jedoch verhalten. Die Inflation war im April nach wie vor vergleichsweise hoch, und die am VPI gemessene Gesamtinflation stieg auf 3,5 %. Auch die VPI-Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) erhöhte sich weiter auf 2,5 %. Die jüngsten Indikatoren zu den jährlichen Tarifverhandlungen im Frühjahr deuten weiterhin auf signifikante Lohnerhöhungen im Vergleich zu historischen Durchschnittswerten hin.

Im Vereinigten Königreich wird damit gerechnet, dass die Wirtschaft im Jahr 2023 einer Rezession entgeht, wenngleich der konjunkturelle Gegenwind anhält. Diese das Wachstum bremsenden Faktoren beziehen sich auf den nach wie vor starken Verbraucherpreisanstieg, der eine Belastung für die verfügbaren Einkommen darstellt, auf steigende Kreditfinanzierungskosten und auf die Korrektur am Wohnungsmarkt. Wenngleich die Wachstumsaussichten auf kurze Sicht nicht so widrig sind wie zuvor erwartet, dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit seitwärts entwickeln. Die am VPI gemessene Gesamtinflation erreichte im Schlussquartal 2022 einen Höchststand. Für das laufende Jahr wurde sie im Vergleich zu den Projektionen vom März 2023 beträchtlich nach unten korrigiert. Grund hierfür war die Verlängerung der Energiepreisgarantie in der Haushaltsplanung im Frühjahr. Dennoch dürfte die Gesamtinflation hoch bleiben, da die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten und der starke Lohndruck zu einer Persistenz der Inflation im Land beitragen.

2 Konjunkturentwicklung

In den vergangenen Monaten stagnierte die Wirtschaft des Euroraums. Wie bereits im Schlussquartal 2022 schrumpfte sie im ersten Quartal 2023 vor dem Hintergrund rückläufiger privater und staatlicher Konsumausgaben um 0,1 %. Auf kurze Sicht dürfte das Wirtschaftswachstum schwach bleiben, jedoch im Verlauf des Jahres angesichts einer sinkenden Inflation und weiter nachlassender Angebotsstörungen anziehen. In den einzelnen Sektoren stellt sich die Lage unterschiedlich dar. So verzeichnet das verarbeitende Gewerbe weiterhin eine Abkühlung, die teilweise auf die geringere globale Nachfrage sowie restriktivere Finanzierungsbedingungen im Euroraum zurückzuführen ist. Der Dienstleistungssektor zeigt sich indes nach wie vor robust. Vom Arbeitsmarkt geht weiterhin ein kräftiger Impuls für die Wirtschaft aus. Im ersten Quartal des laufenden Jahres entstanden fast eine Million neuer Arbeitsplätze, und die Arbeitslosenquote lag im April auf einem historischen Tiefstand von 6,5 %. Auch die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ist gestiegen, wenngleich sie nach wie vor etwas niedriger ist als vor der Pandemie.

Diese Einschätzung deckt sich weitgehend mit den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2023. Demnach wird die Jahreswachstumsrate des realen BIP im laufenden Jahr auf 0,9 % sinken und in den Jahren 2024 und 2025 wieder auf 1,5 % bzw. 1,6 % steigen. Verglichen mit den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März 2023 wurde der Ausblick für das Wachstum des realen BIP für 2023 und 2024 jeweils um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert und für 2025 unverändert belassen. Die Aussichten für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor mit großer Unsicherheit behaftet.

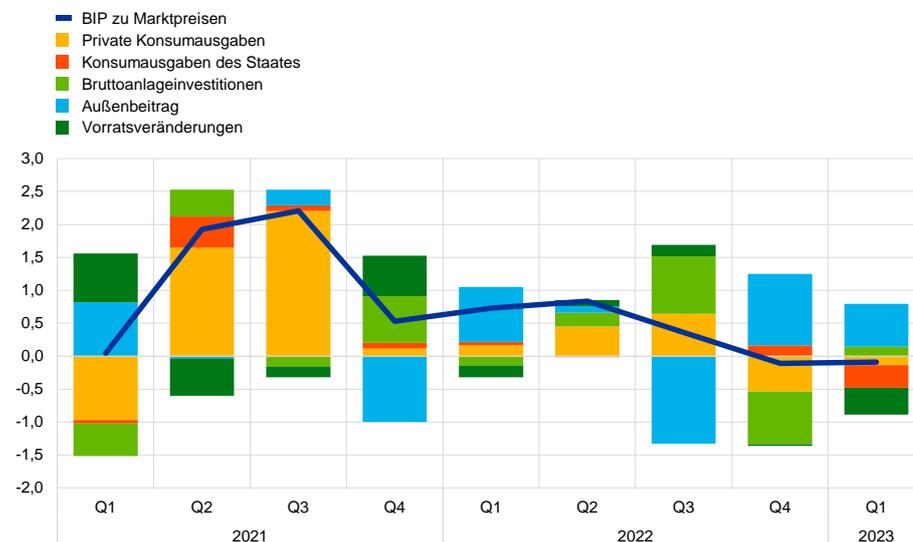
Im ersten Quartal 2023 ging die Wirtschaftsleistung des Euroraums

geringfügig zurück. Trotz der Unterstützung durch gesunkene Energiepreise, nachlassende Lieferengpässe und finanzpolitische Maßnahmen sank das reale BIP im Euroraum den revidierten Eurostat-Daten zufolge im ersten Quartal 2023 wie bereits im Schlussquartal 2022 um 0,1 %. Aus der Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten geht hervor, dass der Außenhandel und die Investitionen einen positiven Wachstumsbeitrag leisteten (siehe Abbildung 4). Dem standen jedoch negative Beiträge der privaten Konsumausgaben, der Konsumausgaben des Staates sowie der Vorratsveränderungen gegenüber. Im Vorquartalsvergleich erhöhte sich das BIP in Italien um 0,6 %, in Spanien um 0,5 % und in Frankreich um 0,2 %. In Deutschland und den Niederlanden verringerte es sich hingegen um 0,3 % bzw. 0,7 %. Das schwache Ergebnis im Euroraum lässt sich zum Teil auch durch den besonders starken BIP-Rückgang in Irland erklären (-4,6 %). Dieser wiederum ist erneut Entwicklungen in Sektoren geschuldet, die von multinationalen Unternehmen dominiert werden. Die Bruttowertschöpfung stieg im ersten Quartal um 0,2 %. Ursächlich hierfür waren ein solider Produktionszuwachs im Baugewerbe und eine rückläufige Wertschöpfung in der Industrie. Die relativ große Differenz zwischen dem Wachstum des BIP und der Wertschöpfung war durch einen starken Rückgang der Nettogütersteuern bedingt, der in erster Linie steigenden Energiesubventionen zuzuschreiben war.

Abbildung 4

Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

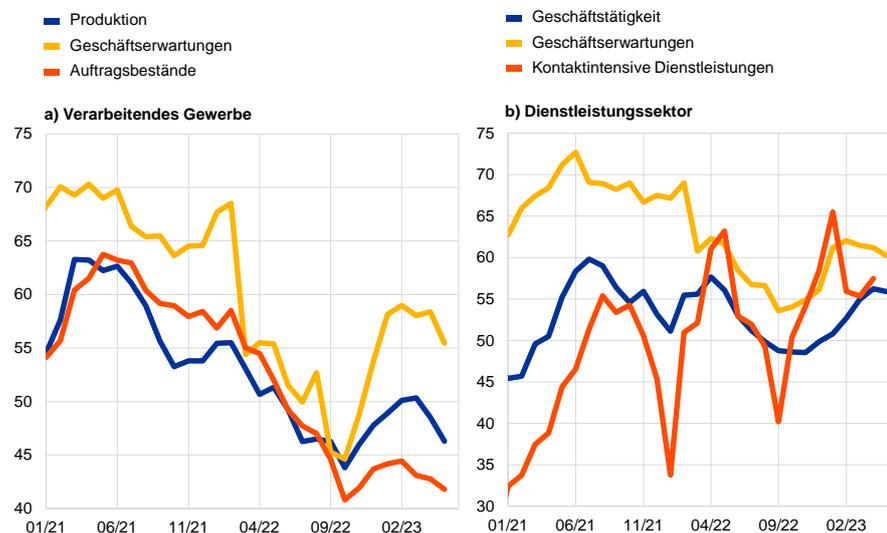
Im zweiten Quartal 2023 dürfte die Wirtschaftsleistung im Euroraum – vor allem dank des Dienstleistungssektors – moderat zunehmen.

Aktuelle Umfrageergebnisse lassen für das zweite Quartal 2023 auf ein moderates Wirtschaftswachstum im Eurogebiet schließen. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor des Euroraums lag im Mai mit 52,8 Punkten über seinem Stand vom ersten Quartal und auch über dem langfristigen Durchschnitt. Dieses Wachstumssignal verschleiert jedoch, dass sich die beiden Sektoren in unterschiedlichem Tempo erholen. So ist der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe zwei Monate in Folge gesunken und lag im Mai bei 46,4 Punkten (siehe Abbildung 5, Grafik a). Dies deutet darauf hin, dass die Produktion noch weiter schrumpfen könnte. Die jüngsten EMI-Ergebnisse weisen überdies auf geringere Produktionserwartungen sowie auf einen sinkenden Auftragsbestand hin. Der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor belief sich indessen auf 55,1 Punkte nach 52,8 Punkten im ersten Quartal (siehe Abbildung 5, Grafik b). Damit signalisiert er ein anhaltendes Wachstum. Der Anstieg ist zum Teil auf die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen zurückzuführen, die sich nach der Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen erholt. Auch der Auftragseingang nimmt – ebenso wie die Erwartungen hinsichtlich eines sich fortsetzenden Wachstums – in diesem Sektor zu, wenngleich die Dynamik nachlässt.

Abbildung 5

Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne (Teil-)Sektoren

(Diffusionsindizes)



Quelle: S&P Global.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023 (kontaktintensive Dienstleistungen) bzw. Mai 2023 (alle anderen (Teil-)Sektoren).

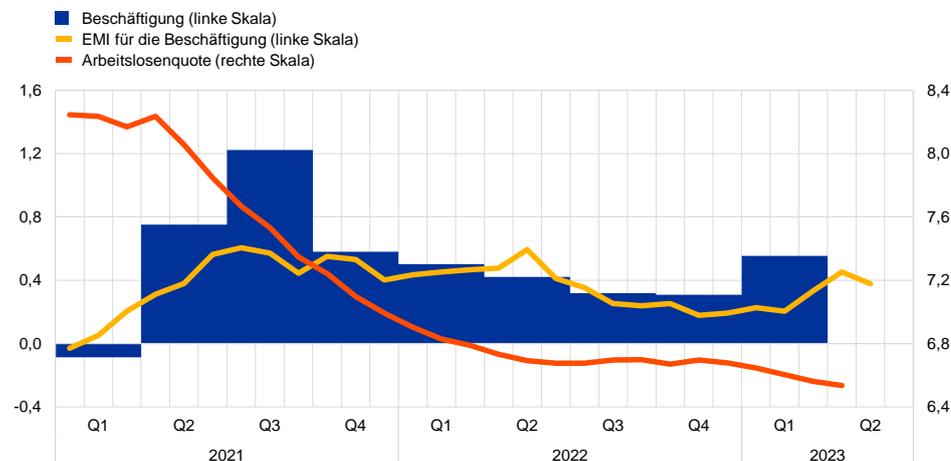
Der Arbeitsmarkt setzte im ersten Quartal 2023 seinen Aufschwung fort und erwies sich trotz BIP-Rückgang weiterhin als widerstandsfähig. Die

Beschäftigung und die geleisteten Gesamtarbeitsstunden erhöhten sich im ersten Quartal des laufenden Jahres um 0,6 %. Seit dem Schlussquartal 2019 hat die Beschäftigung um insgesamt 2,9 % zugenommen, und die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden ist um 1,5 % gestiegen (siehe Abbildung 6). Daraus ergibt sich, dass die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden um 1,6 % zurückgegangen sind. Zum Teil ist dieser Rückgang dem starken Beschäftigungsaufbau im öffentlichen Sektor zuzuschreiben, der verglichen mit der Gesamtwirtschaft generell eine geringere Anzahl an durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden aufweist. Auch der erhöhte Krankenstand spielte hierbei eine Rolle. Die Erwerbsbevölkerung ist weiter gewachsen und bleibt die Hauptquelle für die Schaffung von Arbeitsplätzen. In den vergangenen Quartalen ist die Arbeitslosigkeit wiederholt geringfügig gesunken. Im April lag die Quote bei 6,5 % und war damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im entsprechenden Vorjahresmonat. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist weiterhin hoch und die Vakanzquote mit 3,0 % weitgehend stabil. Letztere liegt somit in der Nähe des seit Beginn der Zeitreihe verzeichneten Höchststands.

Abbildung 6

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stehen für monatliche Entwicklungen, die Balken für Quartalswerte. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (Beschäftigung), Mai 2023 (EMI für die Beschäftigung) bzw. April 2023 (Arbeitslosenquote).

Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen auf ein anhaltendes

Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2023 hin.

Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank von 54,5 Punkten im April auf 53,8 Zähler im Mai. Damit lag er aber immer noch deutlich oberhalb der Schwelle von 50 Punkten, die einen Beschäftigungszuwachs signalisiert. Seit Februar 2021 bewegt sich dieser Indikator im expansiven Bereich, wobei er im Mai 2022 einen Höchststand erreichte. Die allgemeine Abschwächung lässt auf ein langsames Beschäftigungswachstum schließen. Nach Sektoren aufgeschlüsselt deutet der EMI-Beschäftigungsindikator für die Industrie und vor allem für den Dienstleistungssektor auf einen anhaltenden Zuwachs und für das Baugewerbe auf einen leichten Beschäftigungsrückgang hin.

Die privaten Konsumausgaben sanken im ersten Quartal 2023 im Zuge eines rückläufigen Warenkonsums.

Die nach wie vor erhöhte Inflation und die anhaltende Unsicherheit dämpften zum Jahresbeginn 2023 abermals das verfügbare Einkommen und führten zu einer weiterhin verstärkten Ersparnisbildung. Vor diesem Hintergrund sanken die privaten Konsumausgaben im ersten Quartal im Zuge eines rückläufigen Warenkonsums um 0,3 % (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die Einzelhandelsumsätze verringerten sich im ersten Quartal 2023 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und stagnierten dann im April. Die Pkw-Neuzulassungen gingen in den ersten drei Monaten 2023 im Vergleich zum Schlussquartal 2022 um 3,8 % und im April gegenüber dem Vormonat nochmals um 1,1 % zurück. Dagegen nahm der Dienstleistungskonsum der privaten Haushalte zu. Dabei kamen ihm weiterhin die anhaltenden Effekte des Wiederhochfahrens der Wirtschaft zugute.

Die aktuellen Daten weisen auf eine leichte Erholung der privaten

Konsumausgaben hin.

Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher stieg im April an. Dies war in erster Linie auf

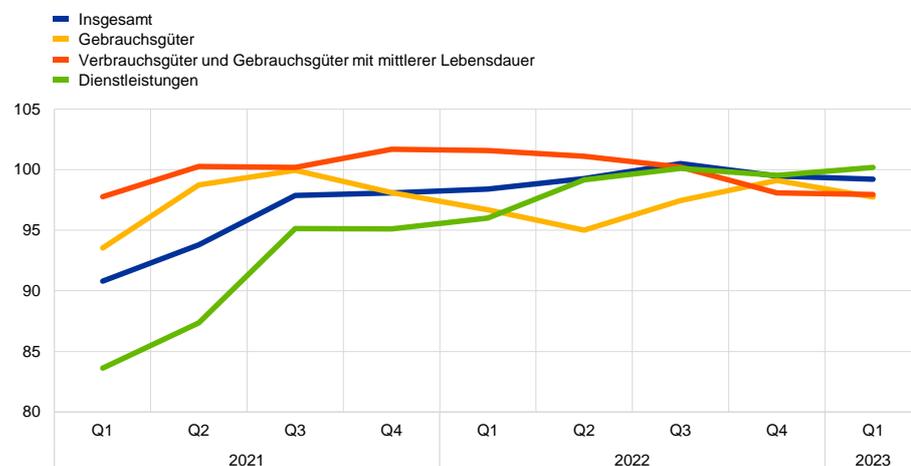
die sich verbessernden Erwartungen der privaten Haushalte im Hinblick auf die allgemeine Wirtschaftslage und die eigene finanzielle Situation zurückzuführen. Im Mai flachte sich der Indikator dann jedoch ab und blieb auf einem niedrigen Niveau. Die Aussichten für verbrauchernahe Dienstleistungen sind nach wie vor günstiger als für Waren. So lag der Indikator der Europäischen Kommission für die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen im April und Mai trotz eines leichten Rückgangs weiterhin über seinem historischen Durchschnitt. Die Erwartungen der Verbraucher in Bezug auf größere Anschaffungen und die Erwartungen für das Einzelhandelsgeschäft verschlechterten sich hingegen im Mai und blieben unter ihren historischen Durchschnittswerten (siehe Abbildung 7, Grafik b). Analog dazu deutet die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) vom April auf einen Anstieg der Buchungen von Urlaubsreisen hin, wohingegen die Erwartungen hinsichtlich der Anschaffung von Haushaltsgeräten unverändert niedrig sind. Damit bestätigt sich, dass zwischen der Nachfrage nach Dienstleistungen und der Nachfrage nach Waren nach wie vor eine Diskrepanz besteht. Die Übertragung der restriktiveren Finanzierungsbedingungen auf die Realwirtschaft dürfte zu einer geringeren Kreditaufnahme der privaten Haushalte führen, die Ersparnisbildung verstärken und die Konsumausgaben dämpfen. Aus den Ergebnissen der jüngsten CES-Umfrage geht hervor, dass immer mehr Privathaushalte mit variabel verzinslichen Hypothekendarlehen damit rechnen, dass sie ihre Kredite nicht fristgerecht zurückzahlen können.

Abbildung 7

Indikatoren der realen privaten Konsumausgaben

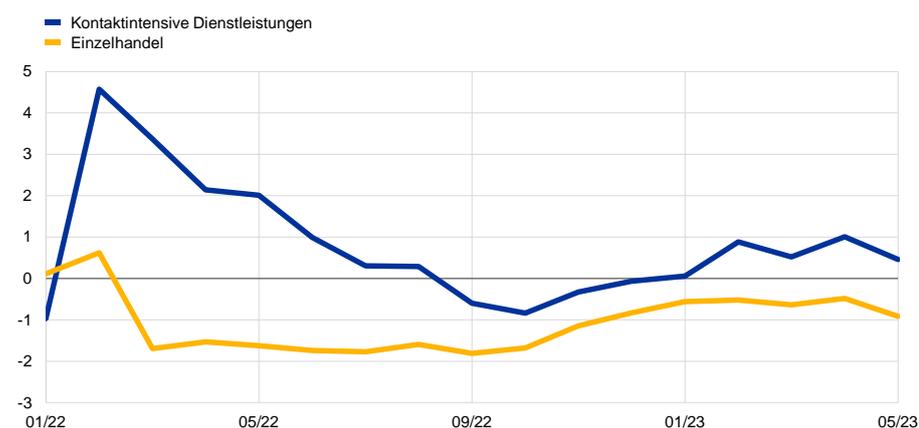
a) Komponenten der realen privaten Konsumausgaben

(Indizes: viertes Quartal 2019 = 100)



b) Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich Nachfrage und Geschäftstätigkeit

(standardisierte Salden in %)



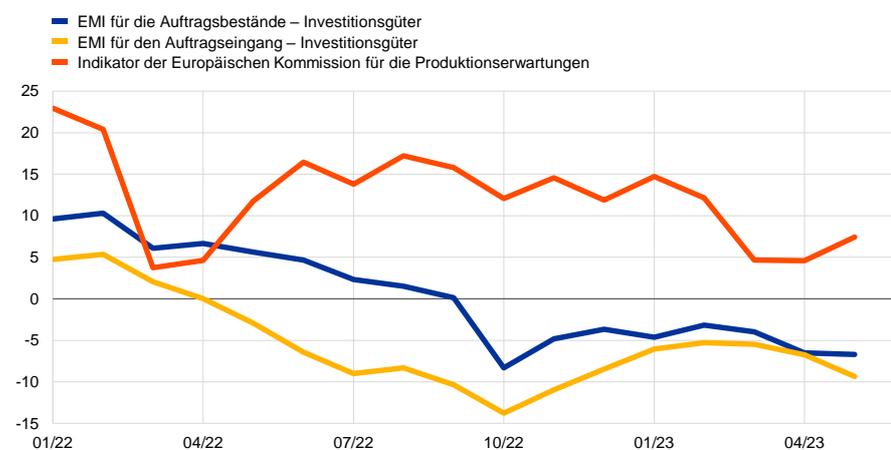
Quellen: Eurostat, Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: In Grafik b sind die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen in den nächsten drei Monaten für den Zeitraum von 2005 bis 2019 und die erwartete Geschäftstätigkeit im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

Die Unternehmensinvestitionen erhöhten sich Anfang 2023 geringfügig, nachdem sie im vierten Quartal 2022 gesunken waren. Die Investitionen ohne Bauten stiegen im ersten Quartal 2023 gegenüber dem vorangegangenen Jahresviertel insgesamt um 0,1 %. Ohne den volatilen Beitrag der immateriellen Investitionen in Irland wäre der Wert allerdings höher ausgefallen. Für das zweite Quartal wird eine Abschwächung der Unternehmensinvestitionen erwartet. Die Investitionsgüterproduktion nahm im März deutlich ab, was einen statistischen Unterhang für das zweite Quartal impliziert. Im zweiten Vierteljahr waren der Auftragseingang, das Vertrauen im verarbeitenden Gewerbe, die Auftragsbestände und die Produktionserwartungen im Investitionsgütersektor insgesamt rückläufig (siehe Abbildung 8). Ein neuer Index für die Einschätzung der

Unternehmensgewinne – auf der Grundlage von Earnings Calls² großer Unternehmen im Euroraum erstellt – zeigt, dass die Gewinne ausgehend von den hohen Werten der vergangenen Jahre zwar sinken, aber immer noch relativ robust sind. Dies dürfte die zunehmenden Auswirkungen der steigenden Kreditkosten und der Verschärfung der Kreditrichtlinien auf die Unternehmensinvestitionen abmildern. Die von der Europäischen Kommission halbjährlich durchgeführte Investitions-umfrage, die am 27. April 2023 veröffentlicht wurde, lässt darauf schließen, dass sich der Saldo der Einschätzungen (positive Antworten abzüglich negativer Antworten) im Vergleich zur Umfrage vom Oktober 2022 verbessert hat. Die Umfrageergebnisse deuten für 2023 sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor auf eine Ausweitung der Investitionsvorhaben hin. Am höchsten sind die Salden in Dienstleistungsbereichen wie Telekommunikation und Infrastruktur, die sich durch einen längerfristigen Investitionsbedarf im Zusammenhang mit der Digitalisierung oder der Energiewende auszeichnen. Unterstützt werden sie dabei durch das Programm „Next Generation EU“. Die Umfrage deutet auch auf eine breit angelegte Ausweitung der Investitionen in Maschinen und immaterielle Güter hin, die noch im laufenden Jahr erfolgen könnte.

Abbildung 8
Kurzfristindikatoren für den Investitionsgütersektor

(Abweichung vom Durchschnitt)



Quellen: Markit, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die EMIs sind als Abweichung von der Wachstumsschwelle von 50 Punkten dargestellt. Der Indikator der Europäischen Kommission für die Produktionserwartungen wird als Abweichung von seinem langfristigen Durchschnitt berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023.

Die Wohnungsbauinvestitionen stiegen im ersten Quartal 2023 an, dürften aber auf kurze Sicht wieder sinken.

Im ersten Quartal 2023 erhöhten sich die Wohnungsbauinvestitionen im Quartalsvergleich um 1,3 %, nachdem sie im Schlussquartal 2022 noch um 1,6 % zurückgegangen waren. Dieser Anstieg dürfte auf die günstigen Witterungsverhältnisse und die soliden Auftragsbestände der Unternehmen zurückzuführen sein. Letzteres spiegelt sich darin wider, dass die für den aktuellen Auftragsrückstand benötigte Arbeitszeit laut der Quartalsumfrage der Europäischen Kommission in der Zeit von Januar bis April noch immer in der Nähe ihres historischen Höchststands liegt. Die Produktion im Hochbau nahm im ersten

² Siehe hierzu Kasten 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Quartal im Schnitt erheblich zu. Im März brach sie jedoch ein, was ein schwaches Ausgangsniveau für das zweite Quartal 2023 nahelegt. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Bautätigkeit im Hochbau in den vergangenen drei Monaten ging im Durchschnitt der Monate April und Mai deutlich gegenüber dem Durchschnittswert des ersten Quartals zurück. Außerdem sank der EMI für den Wohnungsbau noch tiefer in den kontraktiven Bereich. Mit der sinkenden Nachfrage verringern sich die Angebotsbeschränkungen (wie etwa der Materialmangel und längere Lieferzeiten) signifikant. Im vierten Quartal 2022 verzeichnete die Zahl der Transaktionen im Wohnimmobiliensektor in vielen Ländern einen zweistelligen prozentualen Rückgang gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. Gemessen an der vierteljährlichen Umfrage der Europäischen Kommission zu den Renovierungsvorhaben und Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte hat sich die Stimmung von Januar bis April zwar leicht verbessert, ist aber nach wie vor verhalten. Die sinkende Nachfrage ist auf den Anstieg der Hypothekenzinsen zurückzuführen. Zusammen mit dem geringeren Realeinkommen und den hohen Wohnimmobilienpreisen wirkt sich dies auf die Finanzierbarkeit von Wohneigentum aus. Das spiegelt sich auch in der deutlich rückläufigen Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten wider.

Das Exportvolumen des Euroraums wies im ersten Quartal 2023 weiterhin ein gedämpftes Wachstum auf, was auf die Abschwächung der globalen Nachfrage zurückzuführen war.

Die Warenausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums gingen im Zuge der Abschwächung der globalen Auslandsnachfrage im ersten Vierteljahr moderat zurück. Die Exporte des verarbeitenden Gewerbes wurden zwar durch die nachlassenden Lieferengpässe gestützt, doch die anhaltenden Effekte des Energieangebotschocks und der Aufwertung des Euro trugen dazu bei, dass sich die Ausfuhren schwächer entwickelten. Die Dienstleistungsexporte stützten indes die Gesamtausfuhr des Euroraums. Was die Importe des Euroraums anbelangt, so sanken diese im ersten Quartal erheblich. Ursächlich hierfür war, dass die Binnennachfrage zurückging und die Energieimporte aufgrund eines milden Winters und gefüllter Gasspeicher geringer ausfielen. Angesichts des rückläufigen Importvolumens leistete der Außenhandel trotz des gedämpften Exportwachstums im ersten Quartal 2023 einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum. Die Terms of Trade des Euroraums haben sich weiter verbessert, da die Preise für Energieimporte weiter sanken. Dies trug zu einer raschen Umkehr der Leistungsbilanz bei, die im ersten Quartal 2023 wieder einen Überschuss auswies. Zukunftsgerichtete Indikatoren legen nahe, dass das Ausfuhrvolumen im Eurogebiet auf kurze Sicht schwach bleiben wird. Die Lieferzeiten der Zulieferer haben sich im Mai weiter verkürzt. In der kurzen Frist dürfte zudem der Abbau der in einigen Schlüsselindustrien noch immer hohen Auftragsbestände die Exportleistung stützen. Der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes sank jedoch noch weiter in den kontraktiven Bereich, was auf eine anhaltend schwache Nachfrage nach Warenexporten des Euroraums hinweist. Zugleich hat sich der Auftragseingang im Exportgeschäft des Dienstleistungssektors erhöht. Dies deutet auf eine positive Dynamik in diesem Sektor hin. So wurde bei den Reise- und Verkehrsdienstleistungen wie auch bei anderen handelbaren Dienstleistungen wie etwa Informations- und Kommunikationstechnologie eine rege Geschäftstätigkeit verzeichnet.

Über die kurze Frist hinaus dürfte sich das BIP-Wachstum allmählich erhöhen.

Angesichts sinkender Energiepreise, einer stärkeren Auslandsnachfrage, aufgelöster Angebotsengpässe und einer weiterhin nachlassenden Unsicherheit (auch in Bezug auf die jüngsten Spannungen im Bankensektor) sollten in den kommenden Quartalen wieder positive Wachstumsraten zu verzeichnen sein. Außerdem dürften – gestützt durch einen robusten Arbeitsmarkt und eine historisch niedrige Arbeitslosigkeit – die Realeinkommen steigen. Zwar wird die geldpolitische Straffung der EZB zunehmend auf die Realwirtschaft durchwirken, doch die dämpfenden Effekte der restriktiveren Kreditangebotsbedingungen dürften begrenzt sein. Zusammen mit der allmählichen Rückführung der fiskalischen Hilfsmaßnahmen dürfte dies das Wirtschaftswachstum mittelfristig belasten.

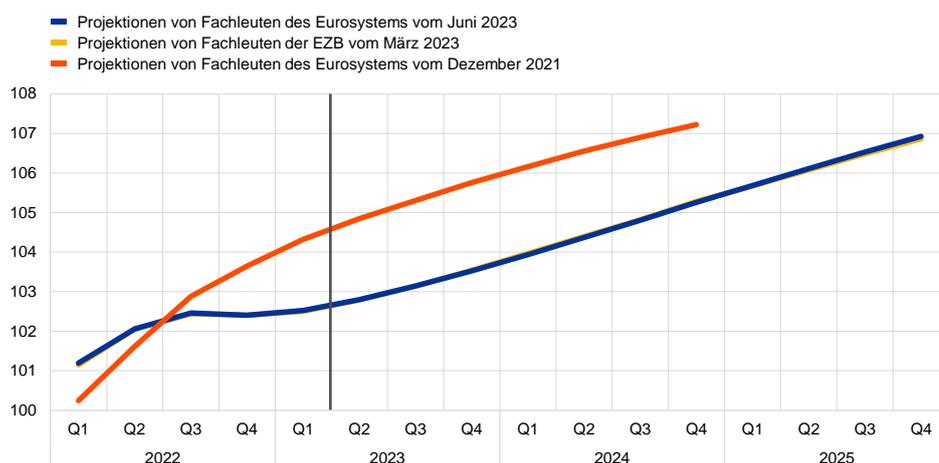
Den von Fachleuten des Eurosystems erstellten Euroraum-Projektionen vom Juni 2023 zufolge wird sich die Jahreswachstumsrate des realen BIP 2023 auf 0,9 % verringern (nach 3,5 % im Jahr 2022) und in den Jahren 2024 und 2025 wieder auf 1,5 % bzw. 1,6 % steigen (siehe Abbildung 9).

Im Vergleich zu den Projektionen der EZB vom März 2023 wurden die Aussichten für das BIP-Wachstum für 2023 und 2024 um jeweils 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Grund hierfür waren vor allem die verschärften Finanzierungsbedingungen. Das BIP-Wachstum für das Jahr 2025 bleibt den Projektionen zufolge indes unverändert, da die Effekte der verschärften Finanzierungsbedingungen zum Teil durch die Auswirkungen des höheren real verfügbaren Einkommens und die geringere Unsicherheit ausgeglichen werden dürften.

Abbildung 9

Reales BIP des Euroraums (einschließlich Projektionen)

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



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

3 Preise und Kosten

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge lag die Inflation im Mai 2023 bei 6,1 % und befand sich damit wieder auf dem Abwärtspfad, den sie im Oktober 2022 eingeschlagen hatte. Alle wichtigen Teilkomponenten – Energie, Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen – trugen zum Rückgang der Gesamtinflation bei. Der Preisdruck war weiterhin hoch. Bei einigen Indikatoren waren jedoch verhaltene Anzeichen einer Abschwächung zu beobachten, denn die Effekte der hohen Energiekosten, der Lieferengpässe und des Wiederhochfahrens der Wirtschaft klingen allmählich ab. Ein zunehmend wichtiger Faktor für die Inflationsentwicklung ist der Lohndruck, während die Gewinne in Sektoren mit einem Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage relativ hoch blieben. Die jüngsten verfügbaren Daten für die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation ließen tendenziell Anzeichen einer Abschwächung erkennen, doch liegen die Indikatoren nach wie vor auf einem erhöhten Niveau. Obwohl die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin einen Wert von rund 2 % aufwiesen, verharrten einige Indikatoren auf einem erhöhten Stand und sollten weiter beobachtet werden. Die Fachleute des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2023 davon aus, dass die Gesamtinflation weiterhin sinken und sich in den Jahren 2023, 2024 und 2025 im Schnitt auf 5,4 %, 3,0 % bzw. 2,2 % belaufen wird.

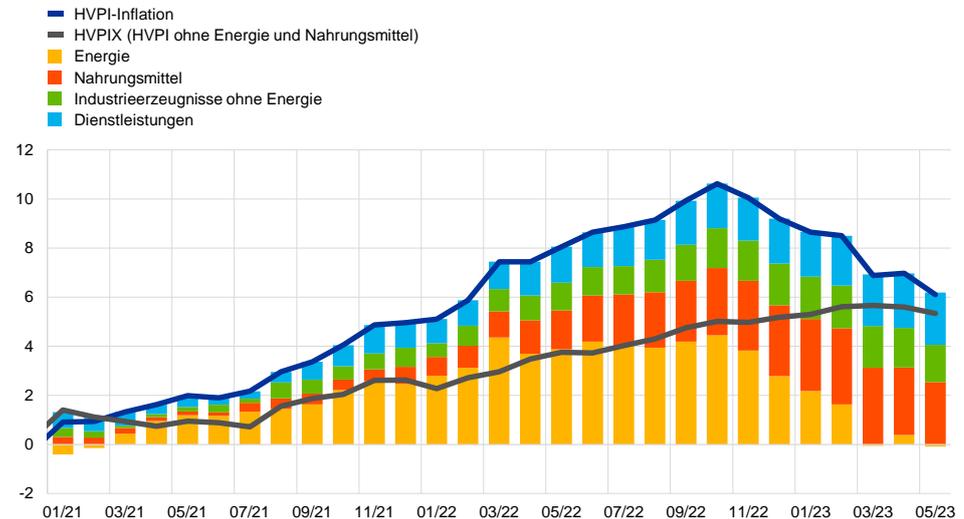
Laut der Schnellschätzung von Eurostat sank die am HVPI gemessene Inflation im Mai auf 6,1 % und nahm damit ihre vorherige Abwärtsbewegung wieder auf, nachdem sie im April aufgrund eines aufwärtsgerichteten Basiseffekts bei der Teuerungsrate für Energie leicht auf 7,0 % gestiegen war

(siehe Abbildung 10). Das Absinken im Mai war auf niedrigere Inflationsraten bei allen wichtigen Teilkomponenten des HVPI (Energie, Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen) zurückzuführen. Die Teuerung bei Energie verringerte sich im Mai auf -1,7 % und setzte damit ihren Abwärtstrend fort, nachdem sie zuvor von -0,9 % im März auf 2,4 % im April gestiegen war. Der in den vergangenen Monaten insgesamt rückläufige Preisauftrieb bei Energie war den sinkenden Großhandelspreisen für Gas und Strom zuzuschreiben. Bei den Nahrungsmitteln ging die Teuerung weiter von 13,5 % im April auf 12,5 % im Mai zurück. Grund hierfür waren niedrigere Inflationsraten sowohl für unverarbeitete als auch für verarbeitete Nahrungsmittel. Dies steht im Einklang mit dem nachlassenden Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, da sich die indirekten Auswirkungen der Energie- und anderer Kostenschocks abschwächen. Die Teuerung nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) verringerte sich von 5,6 % im April auf 5,3 % im Mai und war damit den zweiten Monat in Folge rückläufig. Ursächlich für diese Entwicklung waren niedrigere Inflationsraten sowohl bei den Dienstleistungen als auch bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie. Letztere sanken im Mai weiter auf 5,8 %, verglichen mit 6,2 % im April, was zum Großteil auf das Nachlassen des Aufwärtsdrucks zurückzuführen sein dürfte, der aus den vorangegangenen Lieferengpässen und Energiepreisschocks resultierte. Möglicherweise spiegelt sich in diesem Rückgang auch die Tatsache wider, dass sich bei der Nachfrage im Anschluss an die Pandemie eine Verlagerung von Waren hin zu Dienstleistungen

vollzog. Der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen sank leicht von 5,2 % im April auf 5,0 % im Mai.

Abbildung 10
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



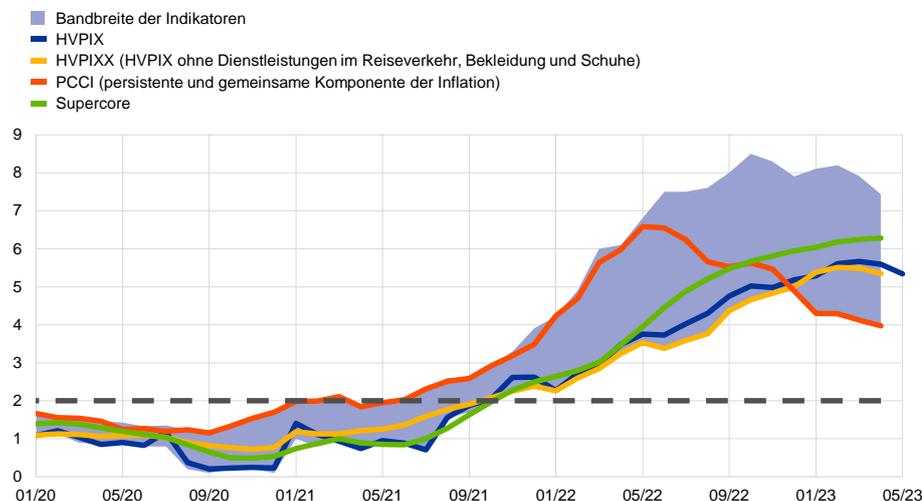
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023 (Schnellschätzungen).

Bei den meisten Indikatoren der zugrunde liegende Inflation im Euroraum sind erste Anzeichen einer Abschwächung zu beobachten, wenngleich sie nach wie vor auf einem erhöhten Niveau liegen und die Unsicherheit weiterhin hoch ist (siehe Abbildung 11). Den jüngsten verfügbaren Daten zufolge ist das jährliche Wachstum der meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation im April leicht zurückgegangen. Darüber hinaus verringerte sich die Teuerung nach dem HVPIX im Mai weiter auf 5,3 % (Schnellschätzung), was die Erwartung stützt, dass die Kerninflation nun auf einen Abwärtspfad einschwenkt. Anders als im Vormonat stiegen unter den Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation einzig der Supercore-Indikator (der konjunkturrempfindliche HVPI-Positionen umfasst) und der Indikator der Binneninflation (der Positionen mit hohem Importgehalt ausschließt) weiter an. Dies weist auf einen etwas persistenteren binnenwirtschaftlichen Preisdruck hin. Da auch die vorangegangenen Energiepreis- und Lieferkettenschocks zeitlich verzögert noch etwas durchwirken, liegen die Wachstumsraten der zugrunde liegenden Inflation immer noch auf einem erhöhten Niveau. Die Ergebnisbandbreite der beobachteten Indikatoren verringerte sich im April, blieb im historischen Vergleich aber groß, was auf eine nach wie vor hohe Unsicherheit hindeutet.

Abbildung 11

Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

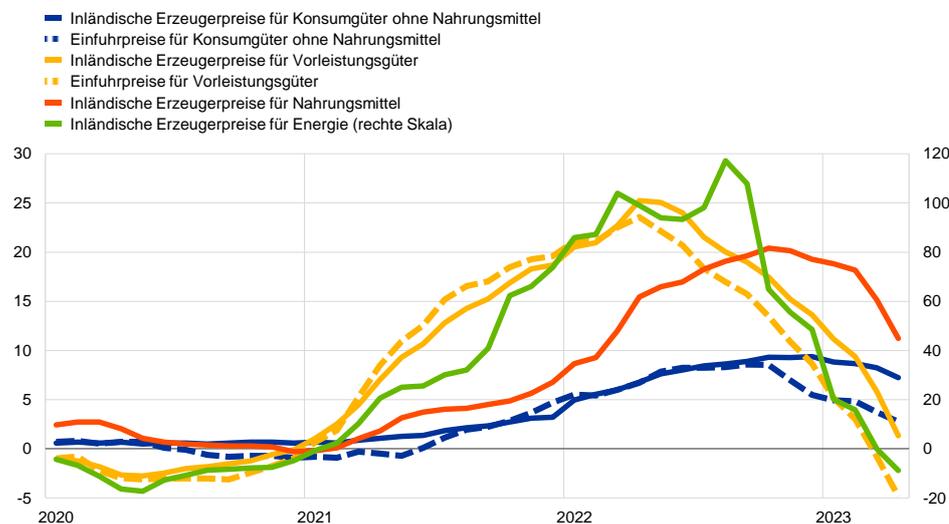
Zwar hat sich der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette weiter abgeschwächt, doch weisen einige Indikatoren vor allem auf den nachgelagerten Stufen nach wie vor historisch hohe Werte auf (siehe Abbildung 12). Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette verringerte sich der Preisdruck im April nochmals deutlich, wobei die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter von 5,8 % im März auf 1,3 % im April zurückging. Die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter sank weiter in den negativen Bereich, und zwar von -0,8 % im März auf -4,8 % im April. Zum Teil war dies auf die Aufwertung des Euro im Herbst 2022 zurückzuführen. Der nachlassende Einfluss der Energiepreisschocks spiegelte sich auch in der Steigerungsrate der Erzeugerpreise für Energie wider, die sich im April ins Negative kehrte. Was die nachgelagerten Stufen anbelangt, so sank die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel weiter von 8,2 % im März auf 7,2 % im April. Dennoch liegt sie noch immer auf einem bemerkenswert hohen Niveau. Im selben Zeitraum fiel die Jahreswachstumsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel von 3,7 % auf 2,8 %.

Die anhaltende Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen deutet darauf hin, dass der kumulierte Effekt vergangener Preisschocks nachlässt. Auch die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel ging zurück. Die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise betrug im April 11,2 % und die entsprechende Rate für die Einfuhrpreise 3,5 %.

Abbildung 12

Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Der am BIP-Deflator gemessene binnenwirtschaftliche Kostendruck nahm im ersten Quartal 2023 aufgrund steigender Lohnstückkosten und Gewinne je BIP-Einheit weiter zu (siehe Abbildung 13).

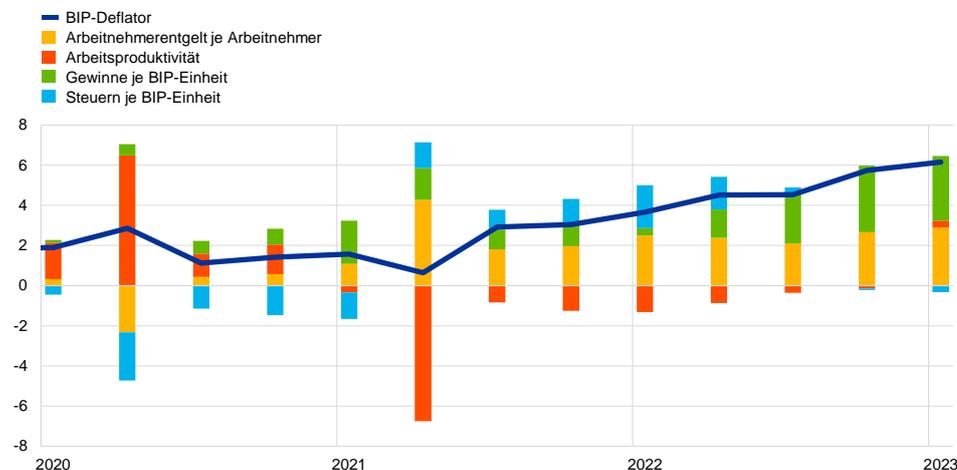
Die jährliche Wachstumsrate des BIP-Deflators erhöhte sich im ersten Quartal 2023 auf 6,2 %, verglichen mit 5,8 % im Schlussquartal 2022, und liegt damit über dem für die HVPIX-Inflation verzeichneten Wert. Die Lohnstückkosten und die Gewinne je BIP-Einheit trugen jeweils rund die Hälfte zum Gesamtanstieg des BIP-Deflators bei, während von den Steuern je BIP-Einheit ein leichter abwärtsgerichteter Effekt ausging. Der Beitrag der Gewinne je BIP-Einheit zum BIP-Deflator war im historischen Vergleich nach wie vor hoch.³ Dies bedeutet, dass die in einigen Sektoren bestehenden Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage noch nicht vollständig verschwunden sind und dass den Unternehmen ein günstiges Preissetzungsumfeld zugutekam, in dem sie die höheren Vorleistungspreise an die Verkaufspreise weitergeben konnten. Maßgeblich für den Anstieg der Lohnstückkosten war in erster Linie die rückläufige Arbeitsproduktivität. Diese sank von 0,3 % im Schlussquartal 2022 auf -0,6 % im ersten Jahresviertel 2023. Auch der Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer leistete hier einen positiven Beitrag. Die entsprechende Wachstumsrate stieg im selben Zeitraum von 4,8 % auf 5,2 %. Die Wachstumsrate der Tarifverdienste, die sich im genannten Zeitraum von 3,1 % auf 4,3 % erhöhte, lässt ebenfalls erkennen, dass der Lohndruck zunimmt. Darüber hinaus deuten zukunftsgerichtete Informationen anhand der kürzlich geschlossenen Tarifvereinbarungen auf einen nach wie vor starken nominalen Lohndruck hin. Dies gilt vor allem unter Berücksichtigung der Einmalzahlungen, die in einigen Euro-Ländern weithin Bestandteil der jüngsten Abschlüsse sind.

³ Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung 13

Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Die meisten umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum liegen weiterhin bei rund 2 %, während die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs leicht gestiegen sind.

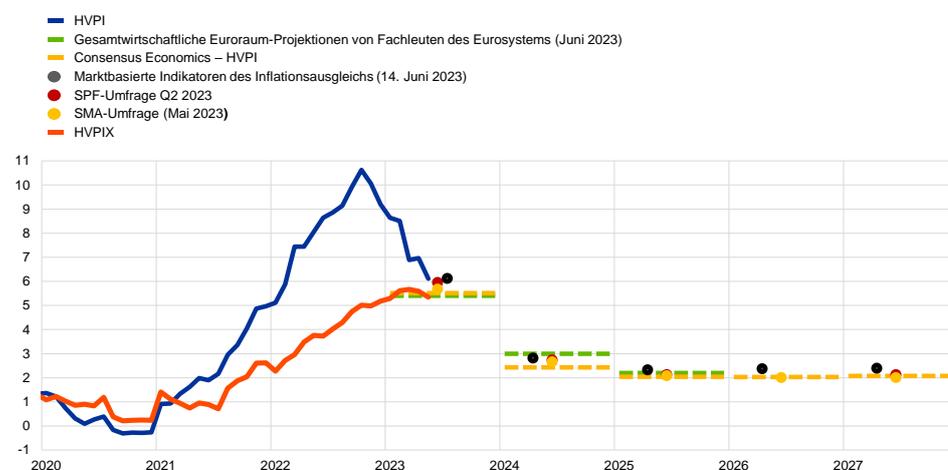
Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen professioneller Prognostiker liegen nach wie vor in der Nähe des Zielwerts der EZB von 2 %. Im Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2023 betragen die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen (für 2027) unverändert 2,1 %. Was die Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten (SMA) zu den längerfristigen Erwartungen anbelangt, so war das Ergebnis vom Mai 2023 gegenüber dem im März ermittelten Wert mit 2,0 % ebenfalls unverändert. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren) erhöhten sich in dem Mitte Juni endenden Berichtszeitraum über alle Laufzeiten hinweg geringfügig. Dabei stand für die Marktteilnehmer vermehrt die Frage im Vordergrund, ob es Hinweise auf eine Persistenz der Kerninflation im Euroraum oder andernorts gibt. Die Ende Mai veröffentlichten unerwartet niedrigen Ergebnisse für die Kern- und die Gesamtinflation im Euroraum wirkten sich nicht nennenswert auf diese Einschätzung am Terminmarkt aus. Was das kurze Ende betrifft, so lag der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr Mitte Juni bei 2,3 % und damit 15 Basispunkte über dem Wert zu Beginn des Berichtszeitraums Mitte März. Auch am langen Ende notierte der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren am Ende des Berichtszeitraums mit einem um 2,5 % schwankenden Wert knapp 15 Basispunkte über dem vorherigen Ergebnis. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs keinen direkten Indikator der tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie auch Risikoprämien zur Kompensation des Inflationsrisikos enthalten. Was die Verbraucherseite anbelangt, so ging der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in drei Jahren der jüngsten Umfrage der EZB zu den

Verbrauchererwartungen vom April 2023 zufolge deutlich von 2,9 % auf 2,5 % zurück; der Median der Erwartungen in einem Jahr sank indes von 5,0 % auf 4,1 %.⁴ Demzufolge kehrte sich der im März beobachtete Anstieg der Erwartungen für die Teuerung in drei Jahren weitgehend wieder um. Dies deutet darauf hin, dass die temporäre Aufwärtsbewegung auf Unsicherheiten und Sorgen hinsichtlich der Finanzmarkturbulenzen in Europa zurückzuführen sein könnte.

Abbildung 14

Umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen und marktbasierende Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

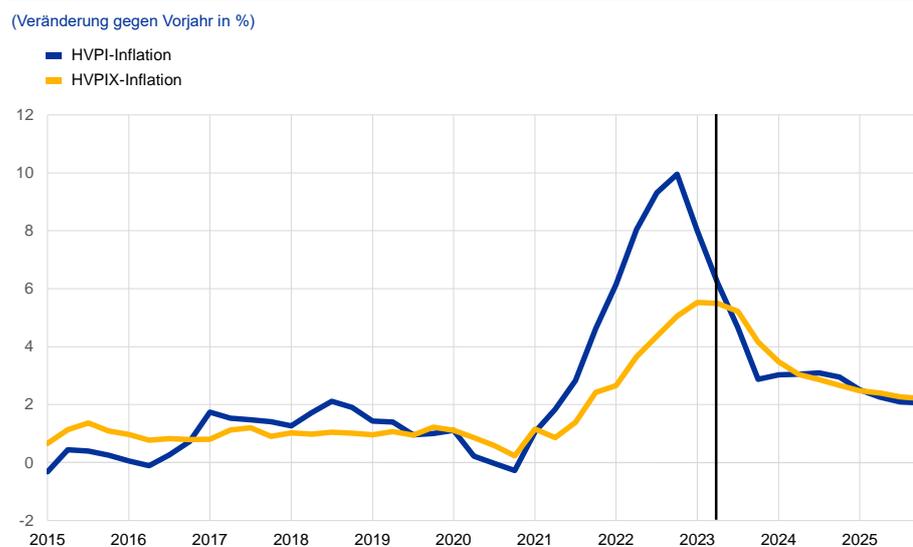
Anmerkung: Die Zeitreihe der marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs basiert auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasierenden Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 14. Juni 2023. Die SPF-Umfrage der EZB für das zweite Quartal 2023 wurde vom 31. März bis zum 5. April 2023 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war April 2023. Für die kurze Frist (also die Jahre 2023 und 2024) war dies Mai 2023. Für die in den Projektionen des Eurosystems enthaltenen Daten war der Stichtag der 31. Mai 2023. Die jüngsten Angaben zum HVPI beziehen sich auf Mai 2023 (Schnellschätzung).

Die Fachleute des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2023 davon aus, dass die Gesamtinflation weiterhin sinken wird, und beziffern sie für die Jahre 2023, 2024 und 2025 im Schnitt auf 5,4 %, 3,0 % bzw. 2,2 % (siehe Abbildung 15). Die Gesamtinflation ist seit Oktober letzten Jahres rückläufig. Trotz erster Anzeichen eines nachlassenden zugrunde liegenden Preisdrucks erweist sie sich jedoch persistenter als bislang angenommen. Die Preissteigerungsrate bei Energie dürfte im Jahr 2023 noch tiefer in den negativen Bereich fallen, da die Preise für Energierohstoffe weiter sinken und sich die Teuerung bei Nahrungsmitteln vermutlich abschwächen wird. Zusammen mit den nachlassenden Lieferengpässen dürften diese Faktoren dazu führen, dass die Gesamtinflation im Schlussquartal 2023 weiter auf 3,0 % zurückgeht. Mit dem voraussichtlichen Auslaufen der fiskalischen Maßnahmen wird die Teuerung 2024 den Erwartungen zufolge um diesen Wert herum schwanken und erst 2025 schrittweise wieder abnehmen. Die HVPIX-Änderungsrate wird sich im Jahresverlauf 2023 allmählich abschwächen. In den Jahren 2023, 2024 und 2025 dürfte sie im

⁴ Siehe EZB, [Ergebnisse der EZB-Umfrage zu den Verbrauchererwartungen: April 2023](#), Pressemitteilung vom 6. Juni 2023.

Schnitt bei 5,1 %, 3,0 % bzw. 2,3 % liegen. Der nachlassende Einfluss des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette dürfte den an Stärke gewinnenden Arbeitskostendruck überwiegen. Zu Letzterem kommt es, weil das Lohnwachstum aufgrund des Ausgleichs für den Kaufkraftverlust und der angespannten Lage an den Arbeitsmärkten weiterhin über dem historischen Durchschnitt liegt. Es wird erwartet, dass die kräftigere Arbeitskostendynamik bis zu einem gewissen Grad durch schrumpfende Gewinne je BIP-Einheit aufgefangen wird. Im Verlauf des Projektionszeitraums dürfte es aufgrund der schwächer werdenden indirekten Auswirkungen der Energiepreisentwicklung, der sich auflösenden Lieferengpässe und des dämpfenden Einflusses der Geldpolitik insgesamt zu einem Absinken der Inflationsraten kommen. Verglichen mit den Projektionen vom März 2023 hat sich das Profil der Gesamtinflation kaum verändert; die entsprechenden Raten wurden für jedes Jahr lediglich um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Infolge überraschend hoher vergangener Werte und des Drucks seitens der wachsenden Lohnstückkosten wurde für den HVPIX eine Aufwärtskorrektur vorgenommen.

Abbildung 15
Teuerung nach dem HVPI und HVPIX im Euroraum



Quellen: Eurostat und Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2023.
Anmerkung: HVPIX steht für den HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel. Die vertikale Linie markiert den Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2025 (Projektionen). Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen des Eurosystems vom Juni 2023 wurden Ende Mai fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 23. Mai 2023. Die historischen Daten für die HVPI- und die HVPIX-Inflation werden vierteljährlich ausgewiesen. Die Prognosedaten für die HVPI-Inflation werden vierteljährlich und für die HVPIX-Inflation jährlich ausgewiesen.

4 Finanzmarktentwicklungen

Nachdem es Anfang März zu Spannungen im Bankensektor in den Vereinigten Staaten und in der Schweiz gekommen war, stabilisierte sich die Lage an den Finanzmärkten im Euroraum während des Berichtszeitraums (16. März bis 14. Juni 2023) wieder. Da die Bedenken hinsichtlich der wirtschaftlichen Auswirkungen der Turbulenzen allmählich nachließen, rekalierten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen in Bezug auf eine Leitzinsanhebung. Zudem ging die Volatilität zurück, die Aktienkurse erholten sich, und die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verengten sich wieder. Ende Mai gingen die risikofreien Zinssätze über alle Laufzeiten hinweg leicht zurück. Grund hierfür war unter anderem, dass die Kern- und die Gesamtinflation im Euroraum niedriger als erwartet ausfielen. Insgesamt stieg die Terminkurve des €STR (Euro Short-Term Rate) am sehr kurzen Ende an. Bis zum Ende des Berichtszeitraums Mitte Juni erreichte sie einen Höchststand von rund 3,8 %. Das Niveau von Anfang März, bevor die Spannungen im Bankensektor einsetzten, wurde damit aber nicht wieder erreicht. Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet zeichneten nur teilweise die entsprechenden Zinsanstiege in den USA und im Vereinigten Königreich nach und stabilisierten sich leicht über dem Stand von Mitte März. Die Staatsanleihemärkte blieben von den Ereignissen im Bankensektor weitgehend unberührt. Die Spreads zeigten keine Reaktion auf die Ankündigung des EZB-Rats auf seiner Sitzung im Mai, die Reinvestitionen fälliger Wertpapiere, die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erworben wurden, ab Juli 2023 einstellen zu wollen. Die aggregierten Aktienpreisindizes stiegen im Berichtszeitraum weniger stark an als in den USA. Jedoch schnitten Bankwerte im Euroraum besser ab. Die mit der Debatte um die Schuldenobergrenze in den Vereinigten Staaten einhergehende politische Unsicherheit löste auch Volatilität an den dortigen Finanzmärkten aus, die sich allerdings nur in recht begrenztem Maße auf das Eurogebiet übertrug. An den Devisenmärkten wertete der Euro in handlungsgewichteter Rechnung auf.

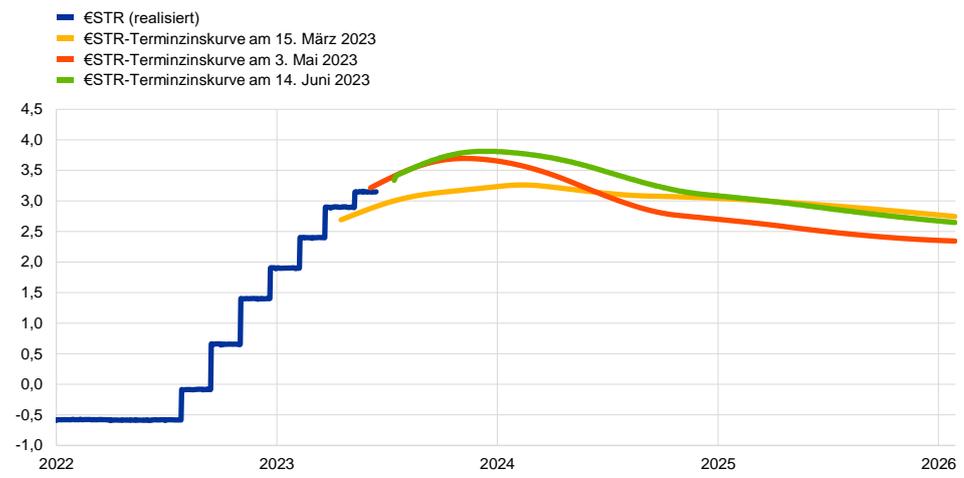
Die Terminkurve für den Overnight Index Swap (OIS) stieg am sehr kurzen Ende an. Die €STR-Terminkurve erreichte mit rund 3,8 % einen Höchststand

(siehe Abbildung 16). Der Tagesgeld-Referenzzinssatz €STR entwickelte sich nahezu im Gleichlauf mit dem Zinssatz für die Einlagefazilität, den der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung vom 16. März 2023 um 50 Basispunkte (von 2,5 % auf 3 %) und in der Sitzung vom 4. Mai um 25 Basispunkte (auf 3,25 %) anhebte. Anfang März war in der €STR-basierten OIS-Terminkurve ein Zinssatz von bis zu 4 % bis Dezember 2023 eingepreist worden. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Besorgnis der Marktteilnehmer über die Turbulenzen im Bankensektor wurde jedoch zwischenzeitlich nur noch ein Zinssatz von 3,3 % bis Oktober 2023 eingepreist. In der zweiten Märzhälfte beschloss der EZB-Rat, den Zinssatz für die Einlagefazilität zu erhöhen, und unterstrich in seiner Kommunikation in deutlicher Weise die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors des Euroraums. All dies führte dazu, dass die Marktteilnehmer ihre geldpolitischen Erwartungen nach oben korrigierten. Der Zinsbeschluss des EZB-Rats im Mai hatte keinen nennenswerten Einfluss auf den Leitzinspfad, den die Marktteilnehmer in der OIS-Terminkurve eingepreist hatten. Allerdings fielen die Daten für die Kern- und die Gesamtinflation im Euroraum Ende Mai niedriger als erwartet aus, wodurch die Leitzinserwartungen etwas gedämpft

wurden. Über den gesamten Berichtszeitraum hinweg betrachtet stieg die OIS-Terminkurve am sehr kurzen Ende an. Der Höhepunkt des Zinsniveaus war mit 3,8 % für Oktober 2023 eingepreist. Verglichen mit der OIS-Terminkurve vor der Mai-Sitzung des EZB-Rats weist die Terminkurve von Mitte Juni einen ähnlichen Höchstwert auf, zeigt danach aber einen moderateren Rückgang der Terminzinsen an.

Abbildung 16
€STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



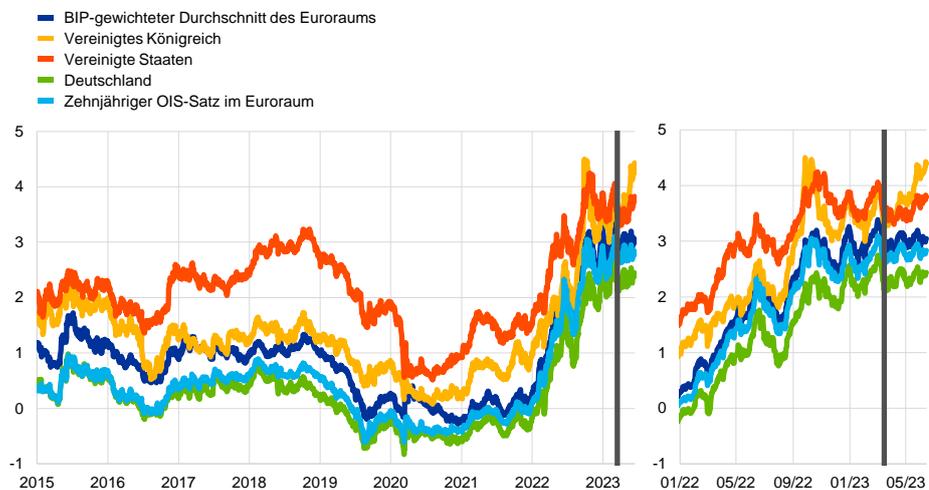
Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die Terminzinssurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum zeichneten die entsprechenden Zinsanstiege in den USA und im Vereinigten Königreich nur teilweise nach und stabilisierten sich leicht über dem zu Beginn des Berichtszeitraums Mitte März verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 17). Zum Anfang des Berichtszeitraums gaben die langfristigen risikofreien Zinssätze im Eurogebiet deutlich nach, da die Finanzmarktteilnehmer ihre Leitzinserwartungen infolge der Spannungen im Bankensektor rekali­brierten. Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum lag zu diesem Zeitpunkt bei 3 %. Anschließend schwankte sie in einer Bandbreite von rund 40 Basispunkten um diesen Wert. Am Ende des Berichtszeitraums Mitte Juni betrug sie 3,1 % und hatte sich damit gegenüber Mitte März um 10 Basispunkte erhöht. Diese Entwicklung stand insbesondere im Kontrast zu dem ausgeprägten Anstieg der langfristigen risikofreien Zinssätze, der im Vereinigten Königreich zu beobachten war. In den USA stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bis Mitte Juni um 20 Basispunkte auf 3,8 % und im Vereinigten Königreich um 100 Basispunkte auf 4,4 % und damit stärker als im Euroraum. Zurückzuführen war dies in erster Linie auf die Debatte um die Schuldenobergrenze in den USA, in der am 31. Mai eine Einigung im Repräsentantenhaus erzielt wurde, die verbesserte Risikostimmung sowie auf die anhaltende Straffung des geldpolitischen Kurses durch die Bank of England.

Abbildung 17

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

(in % p. a.)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

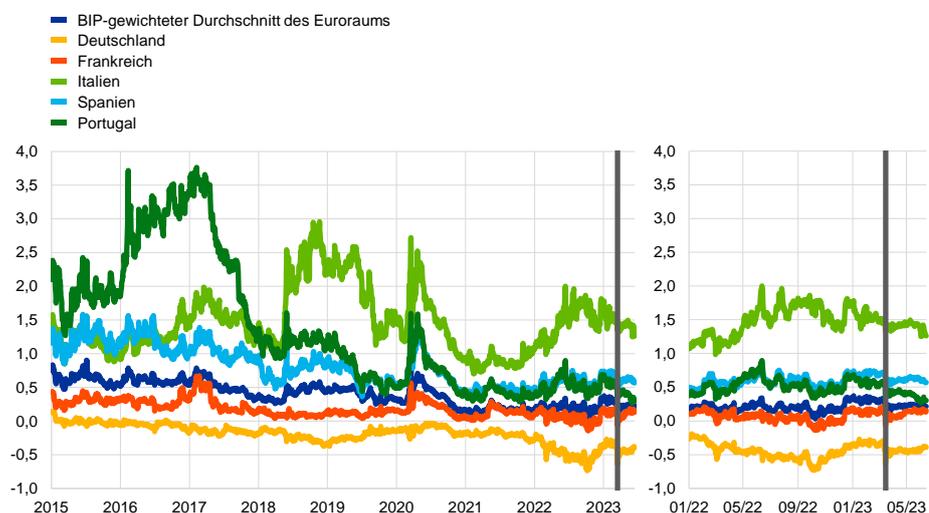
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. März 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juni 2023

Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum entwickelten sich weitgehend im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen, da die Staatsanleihespreads von der Besorgnis über den Bankensektor nahezu unbeeindruckt blieben (siehe Abbildung 18). Der Abstand zwischen der BIP-gewichteten Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsschuldtitel aus dem Eurogebiet und dem €STR-basierten OIS-Satz erhöhte sich im Berichtszeitraum nur leicht, worin die in den meisten Euro-Ländern weitgehend stabil gebliebenen Spreads der Staatsanleihen zum Ausdruck kommen. Haupttreiber der Aufwärtsbewegung im Eurogebiet war der Spread zehnjähriger Bundesanleihen, der um 12 Basispunkte stieg und weniger negativ wurde. Dies war zum Teil auf eine Umkehr der durch die Turbulenzen im Bankensektor ausgelösten Flucht in sichere Anlagen zurückzuführen. Die Ankündigung des EZB-Rats im Mai, die Reinvestitionen fällig werdender Wertpapiere aus dem APP ab Juli 2023 einstellen zu wollen, führte nicht zu einer sichtbaren Ausweitung der Spreads. Eine bemerkenswerte Entwicklung im Berichtszeitraum war der Rückgang des Renditeabstands griechischer Staatsanleihen nach der ersten Runde der Parlamentswahlen am 21. Mai. Dadurch wurden die Erwartungen der Marktteilnehmer gestärkt, dass die Kreditwürdigkeit Griechenlands in den kommenden Monaten heraufgestuft und die Anleihen wieder Investment-Grade-Status erlangen können. Der Spread zehnjähriger griechischer Staatsanleihen ging im Berichtszeitraum um 60 Basispunkte zurück.

Abbildung 18

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

(in Prozentpunkten)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. März 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juni 2023

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten sich, da die Risikoneigung zunahm. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Hochzins- und aus dem Investment-Grade-Bereich sanken um 77 bzw. 13 Basispunkte. Damit kehrte sich die während der Turbulenzen im Bankensektor (und noch vor Beginn des aktuellen Berichtszeitraums) beobachtete Ausweitung fast vollständig wieder um. Zwar waren die Abstände marginal größer als vor den Bankenturbulenzen, doch entsprach die Bruttoemission der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften dem historischen Muster. Anfang 2023 war die Bruttoemission höher als im Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Doch mit Beginn der Turbulenzen und der erheblichen Ausweitung der Spreads kam sie beinahe zum Erliegen. Als sich die Spreads wieder verkleinerten und die Volatilität nachließ, erholte sich auch die Bruttoemission. Die Tatsache, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Lage waren, sich während des Spread-Anstiegs an die vorherrschenden Marktbedingungen anzupassen und die Begebung von Schuldverschreibungen herunterzufahren, könnte eine weitere Ausweitung der Renditeabstände während der Turbulenzen verhindert haben.

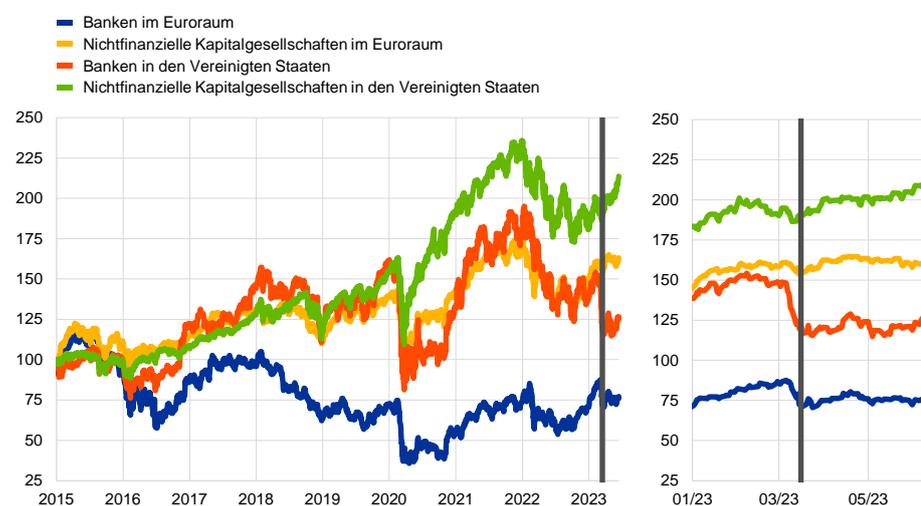
An den Aktienmärkten im Eurogebiet standen in einem Umfeld niedrigerer Volatilität im Berichtszeitraum Kursgewinne zu Buche (siehe Abbildung 19). Die Aktienindizes im Euroraum verzeichneten im Berichtszeitraum einen breit basierten Anstieg um 5 %. Damit machten sie den während der Bankenturbulenzen verlorenen Boden weitgehend wieder gut. Bankwerte haben ihre Verluste allerdings noch nicht ganz wettgemacht. Als der Ablauf der Frist für eine Einigung über die Schuldenobergrenze in den USA näher rückte, war die Lage an den Aktienmärkten beiderseits des Atlantiks relativ ruhig. Wenngleich die Aktienkurse von US-Banken nachhaltiger in Mitleidenschaft gezogen wurden, schnitten die Gesamtindizes in den

USA besser ab als im Euroraum. Grund hierfür war, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vor allem im Technologiesektor dort insgesamt bessere Ergebnisse erzielten und diese Unternehmen in den US-amerikanischen Indizes ein größeres Gewicht haben als im Eurogebiet. Im Berichtszeitraum stiegen die Notierungen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum um insgesamt 4,5 %. Ursächlich hierfür waren unerwartet hohe Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe sowie höhere kurzfristige Gewinnerwartungen (denen zum Teil jedoch eine Eintrübung der längerfristigen Gewinnaussichten gegenüberstand). In den USA verzeichneten die Aktienkurse nichtfinanzieller Unternehmen unterdessen ein Plus von 11 %. Bankwerte zogen im Euroraum um 5,7 % und in den USA um 1,9 % an.

Abbildung 19

Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2015 = 100)



Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 16. März 2023. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 14. Juni 2023

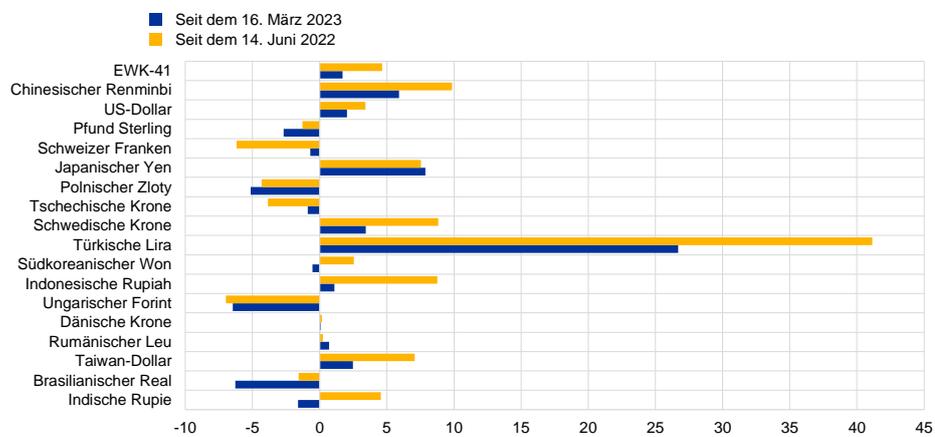
An den Devisenmärkten wertete der Euro in handelsgewichteter Rechnung auf

(siehe Abbildung 20). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 1,7 % an. Was die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse gegenüber anderen wichtigen Währungen betrifft, so wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar auf (+2,0 %), obwohl sich die Zinsdifferenzen ausweiteten. Auch in Relation zum chinesischen Renminbi und zum japanischen Yen gewann er an Wert (+5,9 % bzw. +7,9 %). Hingegen schwächte sich die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Pfund Sterling (-2,7 %) und dem Schweizer Franken (-0,7 %) ab. In Relation zu den Währungen der meisten großen Schwellenländer Asiens sowie zur türkischen Lira (+26,7 %) notierte der Euro stärker. Gegenüber dem brasilianischen Real (-6,3 %) und den Währungen des Großteils der mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums wertete er jedoch ab.

Abbildung 20

Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 14. Juni 2023.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

Die Finanzierungskosten der Banken erhöhten sich im April 2023 erneut. Hierin spiegelten sich weitere Anhebungen der EZB-Leitzinsen wider. Auch die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte zogen an – allerdings langsamer als in den vorangegangenen Monaten. Die Kosten der Finanzierung über die Aufnahme von Eigenkapital sowie der marktbasierter Fremdfinanzierung nahmen im Zeitraum vom 16. März bis 14. Juni 2023 lediglich geringfügig zu. Angesichts der gestiegenen Kreditzinsen, einer geringeren Kreditnachfrage und restriktiverer Kreditrichtlinien schwächte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im April abermals ab. Die Verlangsamung des Geldmengenwachstums setzte sich vor dem Hintergrund hoher Opportunitätskosten der Geldhaltung, einer nachlassenden Kreditdynamik und des Bilanzabbaus im Eurosystem fort.

Die Finanzierungskosten der Banken im Eurogebiet nahmen im April erneut zu, worin sich weitere Anhebungen der EZB-Leitzinsen und höhere Einlagenzinsen widerspiegelten. Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum stieg im April etwas weiter an. Er pendelte sich mithin auf dem höchsten Stand seit über zehn Jahren ein (siehe Abbildung 22, Grafik a). In dem jüngsten Anstieg vor allem höhere Einlagenzinsen ihren Niederschlag. Die Renditen von Bankanleihen hingegen sind weitgehend stabil geblieben (siehe Abbildung 21, Grafik b). Die Einlagenzinsen nahmen stetig weiter zu. Je nach Instrument zeigten sich dabei jedoch gewisse Unterschiede. Die Anleger reagieren auf die wachsende Zinsdifferenz zwischen Termineinlagen und täglich fälligen Einlagen, indem sie ihre Bestände mit täglicher Fälligkeit in Termineinlagen und andere höher verzinsliche Instrumente umschichten. Die Weitergabe der gestiegenen EZB-Leitzinsen an die Einlagensätze fiel von Bank zu Bank sehr unterschiedlich aus und ging mit einer Umverteilung der Einlagenvolumen zwischen den Banken einher. So schichteten die Sparer Einlagen, die sie bei Banken mit weniger attraktiven Zinskonditionen hielten, zu Instituten um, die ihre Einlagenzinsen zügiger nach oben anpassten.

Die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) trug zu einer weiteren Verringerung der Überschussliquidität und zu höheren Refinanzierungskosten der Banken bei. Seit der am 23. November 2022 in Kraft getretenen Rekalibrierung der Bedingungen der GLRG-III-Geschäfte haben die Banken umfangreiche Rückzahlungen von im Rahmen des Programms aufgenommenen Mitteln getätigt. Im Juni werden insgesamt 1,5 Billionen € (Pflichtrückzahlungen und freiwillige Rückzahlungen) getilgt sein, wodurch sich die ausstehenden Beträge gemessen am Niveau vor der Rekalibrierung um rund 72 % verringern.⁵ Angesichts des Auslaufens der GLRGs und der sinkenden Einlagenbestände haben die Banken seit September 2022 vermehrt Anleihen emittiert, deren Rendite über den Einlagenzinsen und den EZB-Leitzinsen liegt.

⁵ Siehe EZB, EZB rekalibriert gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Wiederherstellung von Preisstabilität auf mittlere Sicht, Pressemitteilung vom 27. Oktober 2022.

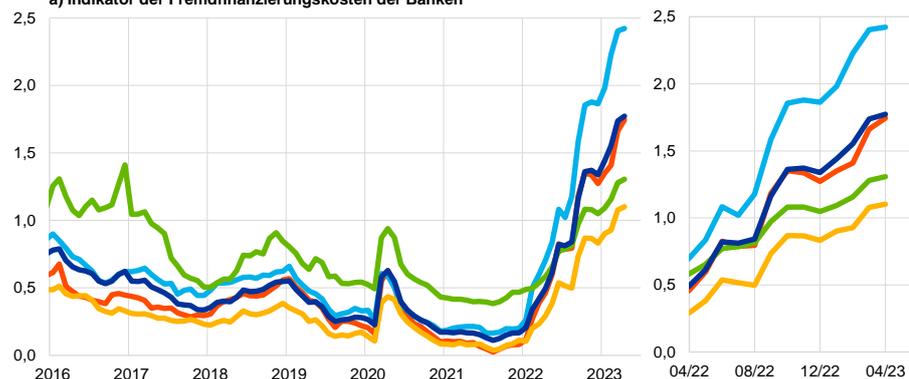
Abbildung 21

Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

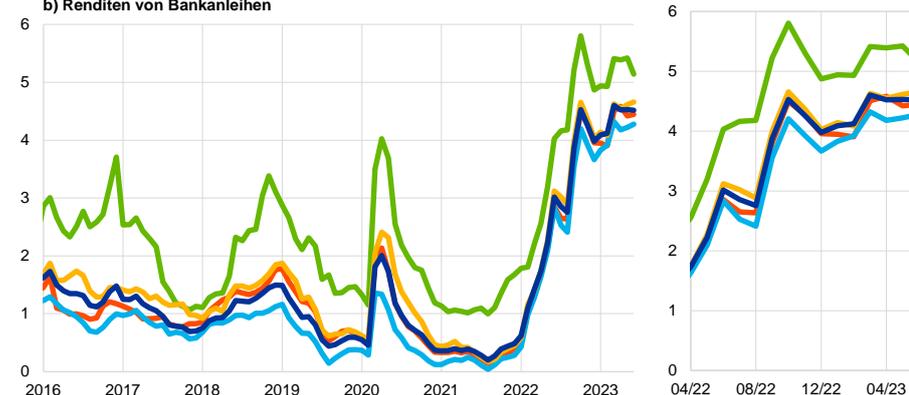
(in % p. a.)



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 April 2023 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 14. Juni 2023 (Renditen von Bankanleihen).

Die Kapitalausstattung der Banken ist insgesamt nach wie vor gut, wengleich die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen, das Zinsänderungsrisiko und die Aktivaqualität ihre Kreditvergabe Kapazität zusehends belasten dürften. Die

Banken haben ihre Ertragslage im ersten Quartal 2023 abermals verbessert. Zu verdanken war dies vor allem den Einnahmen aus ihrem Nichtzinsgeschäft. Zum Stillstand geriet hingegen die Steigerung des Zinsergebnisses, die über das Jahr 2022 hindurch zu beobachten war. Grund hierfür waren ein schwaches Kreditwachstum und weitgehend unveränderte Nettozinsmargen. Die im März aufgetretenen Turbulenzen im Bankensektor sorgten für niedrigere Bankaktienkurse und höhere Renditeaufschläge bei risikoreicheren Bankanleihen wie z. B. nachrangigen Schuldtiteln oder Instrumenten des zusätzlichen Kernkapitals. Ein erhöhter Refinanzierungsdruck infolge gestiegener Einlagenzinsen und die

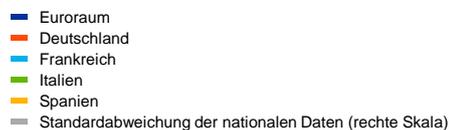
umfangreichen GLRG-Tilgungen belasten derzeit die Rentabilität der Banken. Was die Qualität der Aktiva in den Bankbilanzen betrifft, so ist der Anteil der notleidenden Kredite (NPL-Quote) weiter zurückgegangen. Es zeichnen sich allerdings höhere Kreditrisiken ab, da der Anteil an Krediten mit jungen Zahlungsrückständen gewachsen ist. Dies gilt insbesondere für Kreditforderungen an Branchen wie den Gewerbeimmobiliensektor, die empfindlicher auf den geldpolitischen Straffungszyklus reagieren. Was das Zinsänderungsrisiko der Banken anbelangt, so stehen unrealisierte Verluste bei bis zur Endfälligkeit gehaltenen Wertpapieren gegenwärtig weithin stark im Visier der Märkte, auch wenn sich solche Verluste bislang als relativ begrenzt erwiesen haben.

Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte stiegen im April 2023 weiter an, wenn auch langsamer als in den vorangegangenen Monaten. Die straffere Geldpolitik der EZB wirkt auf die Kreditvergabebedingungen der Banken durch: Die Kreditzinsen steigen, und die Kreditrichtlinien werden restriktiver. Die Zinsen für Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften erreichten mit 4,38 % im April ihr höchstes Niveau seit Ende 2008. Im März 2023 hatten die Zinssätze noch bei 4,22 % gelegen und im Juni 2022, also vor Beginn des Straffungszyklus, bei 1,83 %. Verantwortlich für den jüngsten Anstieg waren die höheren Zinsen für Kredite mit einer Zinsbindung von bis zu einem Jahr, wohingegen die Zinsen für Kredite mit längerer Zinsbindung zurückgingen. Auch die Bankzinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte zogen im April weiter an, und zwar auf 3,44 % nach 3,37 % im März 2023 und 1,97 % im Juni 2022. Der Anstieg im April ergab sich aus höheren Zinsen für variabel verzinsliche Hypothekenkredite. Dagegen sanken die Zinsen für festverzinsliche Hypothekenkredite erstmals seit Beginn des Aufwärtstrends im Dezember 2021. Insgesamt zogen die Kreditzinsen rascher an als in früheren Zinserhöhungsphasen, was vor allem auf das höhere Tempo der Leitzinsanhebungen zurückzuführen war. Den Ergebnissen der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom April 2023](#) zufolge gehen die Verbraucher davon aus, dass sich die Hypothekenzinsen in den kommenden zwölf Monaten zu stabilisieren beginnen. Indessen erwartet in der Umfrage per saldo ein Großteil der Verbraucher, dass es schwieriger werden wird, Wohnungsbaukredite zu erhalten. Der Abstand zwischen den Bankzinsen für kleine und große Kredite blieb im April stabil auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau, obgleich gewisse länderspezifische Unterschiede zu beobachten waren. Die nationalen Unterschiede bei den Kreditzinsen für Unternehmen und private Haushalte waren nach wie vor gering (siehe Abbildung 22, Grafik a und b).

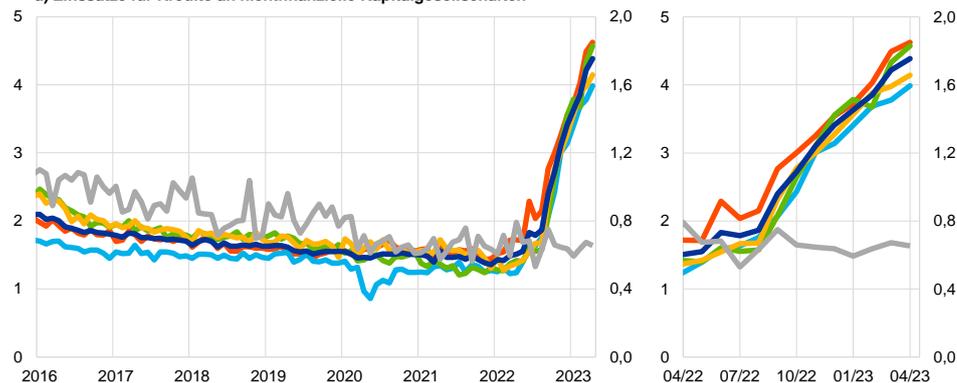
Abbildung 22

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

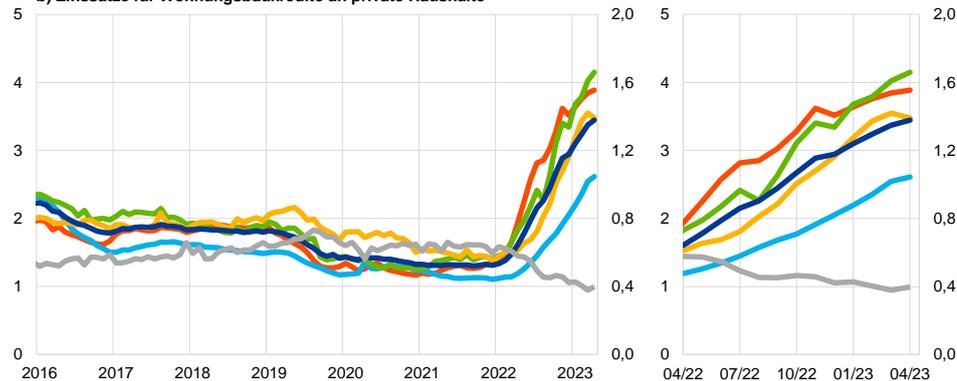
(in % p. a.; Standardabweichung)



a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quelle: EZB.

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

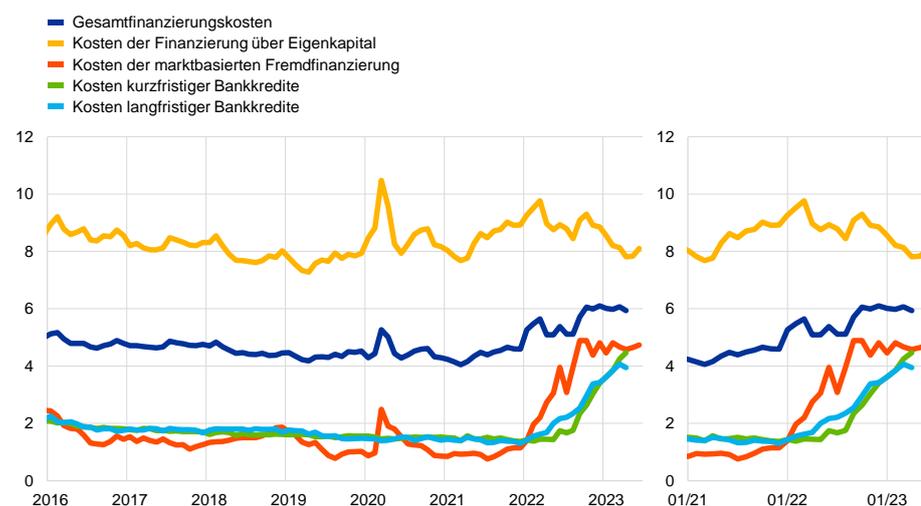
Die Finanzierung über Eigenkapital wie auch die marktbasierete Fremdfinanzierung verteuerten sich für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Zeit vom 16. März bis zum 14. Juni 2023 nur geringfügig. Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme ließen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Unternehmen (die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasiereten Fremdfinanzierung und der Finanzierung über die Aufnahme von Eigenkapital) am Stichtag dieses Berichts (14. Juni 2023) nur bis April 2023 berechnen. Damals lagen sie bei 5,9 % und waren damit lediglich geringfügig niedriger als im Vormonat (siehe Abbildung 23). Dahinter verbargen sich rückläufige Kosten bei allen Finanzierungskomponenten der nichtfinanziellen Unternehmen im April – mit Ausnahme der Kosten für die kurzfristige bankbasierte Finanzierung, die kräftig anzogen. Im April verharrten die Gesamtfinanzierungskosten der

nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der Nähe des erhöhten Niveaus vom September 2022, welches zuvor zuletzt Ende 2011 verzeichnet worden war. Verglichen mit ihrem Höchststand vom Oktober 2022 waren sie indes leicht zurückgegangen. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung sowie die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung stiegen während des Berichtszeitraums vom 16. März bis 14. Juni leicht an. Bei der marktbasierter Fremdfinanzierung war der Kostenanstieg auf den Einfluss der höheren risikofreien Zinssätze zurückzuführen. Teilweise wettgemacht wurde er durch rückläufige Renditeaufschläge bei Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen im Investment-Grade-Bereich und mehr noch im Hochzinssegment. Auch in den leicht höheren Kosten der Eigenkapitalfinanzierung spiegelte sich der Anstieg der risikofreien Zinsen wider, denn die Aktienrisikoprämie blieb im gesamten Berichtszeitraum konstant.

Abbildung 23

Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



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

Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften 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 14. Juni 2023 (Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung; Monatsdurchschnitt der täglichen Daten), den 9. Juni 2023 (Kosten der Finanzierung über Eigenkapital; wöchentliche Daten) bzw. April 2023 (Gesamtfinanzierungskosten und Kosten von Bankkrediten; monatliche Daten).

In der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE)

meldeten Unternehmen aller Größen für den Zeitraum von Oktober 2022 bis März 2023 eine weitere Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen.

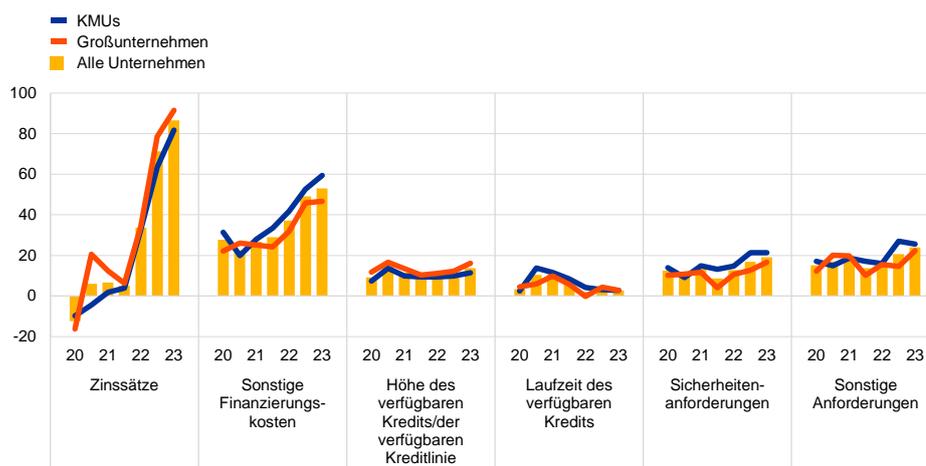
Der prozentuale Saldo der Firmen, die von höheren Bankzinsen berichteten, stieg von 71 % in der vorherigen Umfrage auf nunmehr 87 % (siehe Abbildung 24). Hierbei handelt es sich um die stärkste Zunahme seit Beginn der Umfrage im Jahr 2009, womit sich zeigt, dass die geldpolitische Straffung allmählich auf die Kreditkosten der Unternehmen durchwirkt. Ferner gaben unter dem Strich 53 % der Unternehmen (nach zuvor 49 %) gestiegene sonstige Finanzierungskosten an (z. B. Entgelte, Gebühren und Provisionen). Der breit angelegte Anstieg der Bankzinsen und sonstigen Kosten scheint kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) sowie große Unternehmen gleichermaßen zu betreffen. Die Firmen berichteten per saldo auch

über strengere Sicherheitenanforderungen. Zugleich hätten sich aber die Kreditlaufzeiten verlängert, und das Kreditvolumen habe zugenommen. Nur wenige Umfrageteilnehmer meldeten Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Bankkrediten (7 %, wie bereits in der vorherigen Umfragerunde).

Abbildung 24

Veränderung der Konditionen der bankbasierten Finanzierung für Unternehmen im Euroraum

(prozentualer Saldo der befragten Unternehmen)



Quelle: Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).

Anmerkung: Auf Basis von Daten der Unternehmen, die Bankkredite (einschließlich subventionierter Bankkredite), Kreditlinien, Überziehungskredite oder Kreditkartenüberziehungen beantragt hatten. Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen Rückgang meldeten. Die Angaben beziehen sich auf die Umfragerunden 22 (Oktober 2019 bis März 2020) bis 28 (Oktober 2022 bis März 2023).

Die Umfrageteilnehmer berichteten, dass sich ihre Finanzierungslücken erneut ausgeweitet hätten. Zudem gingen sie davon aus, dass die meisten externen Finanzierungsquellen künftig schlechter verfügbar sein würden. Der Anteil der Firmen im Euroraum, die eine Ausweitung der Außenfinanzierungslücke (also der Differenz zwischen der Veränderung der Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln und der Veränderung des entsprechenden Angebots) meldeten, belief sich per saldo auf 6 %, verglichen mit 9 % in der vorangegangenen Befragung. Mit Ausnahme der vorherigen Umfrage war dies die stärkste Ausweitung der Finanzierungslücke seit 2013. Darin spiegelten sich der vermeldete höhere Finanzierungsbedarf sowie die schlechtere Verfügbarkeit der meisten Finanzierungsquellen wider. Für den Zeitraum von April bis September 2023 rechnen per saldo 17 % der Unternehmen damit, dass weniger Bankkredite verfügbar sein werden. Unter dem Strich erwarten die Firmen außerdem, dass sich die Verfügbarkeit von Kreditlinien und Handelskrediten in den kommenden sechs Monaten weiter verschlechtern wird. An der Verfügbarkeit marktbasierter Finanzierungsmittel dürfte sich den Erwartungen zufolge derweil kaum etwas ändern.

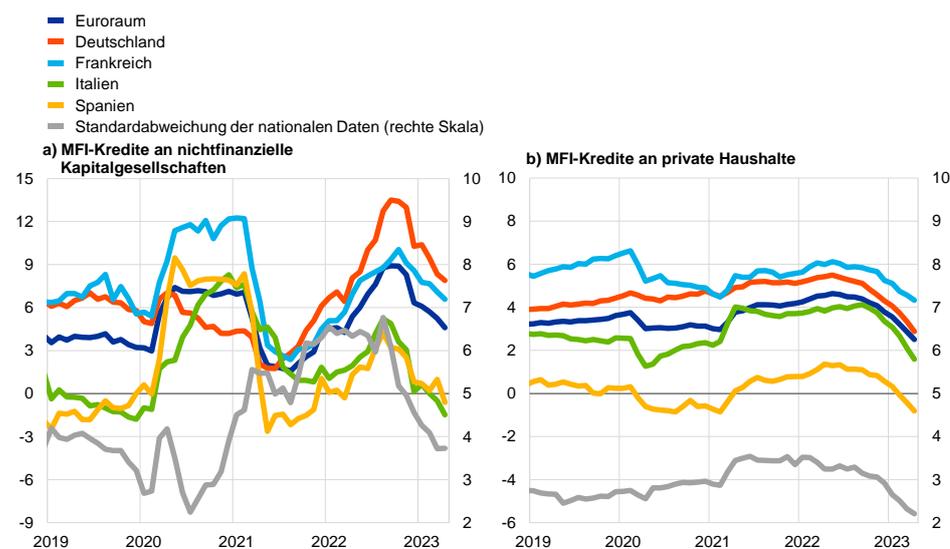
Angesichts der höheren Zinsen, einer geringeren Nachfrage und restriktiverer Kreditrichtlinien schwächte sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und private Haushalte im April abermals ab. Die

Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerte sich von 5,2 % im März auf 4,6 % im April (siehe Abbildung 25, Grafik a).

Die monatliche Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist seit November 2022 im Durchschnitt geringfügig negativ. Die Verlangsamung war in allen großen Euro-Ländern zu beobachten. Zurückzuführen war sie auf die erhebliche Abnahme der Kreditnachfrage, die zum Teil mit den gestiegenen Kreditzinsen zusammenhing, sowie auf eine weitere deutliche Verschärfung der Kreditrichtlinien. Angesichts sich eintrübender Aussichten am Wohnimmobilienmarkt, einer erneuten beträchtlichen Verschärfung der Kreditrichtlinien der Banken und höherer Kreditzinsen sank die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte von 2,9 % im März auf 2,5 % im April (siehe Abbildung 25, Grafik b). Ausschlaggebend hierfür war vor allem die anhaltende Abschwächung der Dynamik bei den Wohnungsbaukrediten. Doch seit Anfang 2023 verringern sich auch die sonstigen Ausleihungen an private Haushalte – insbesondere an Einzelunternehmen (d. h. Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit) – von Monat zu Monat und tragen somit ebenfalls zu diesem Rückgang bei.

Abbildung 25
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 die der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die Standardabweichung der nationalen Daten wird anhand einer festen Stichprobe von zwölf Euro-Ländern ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Die Außenfinanzierung (netto) der Unternehmen im Euroraum nahm im ersten Quartal 2023 und im April nur mäßig zu, was mit dem niedrigen Niveau der Fremdfinanzierung zusammenhing. Die Jahreswachstumsrate der

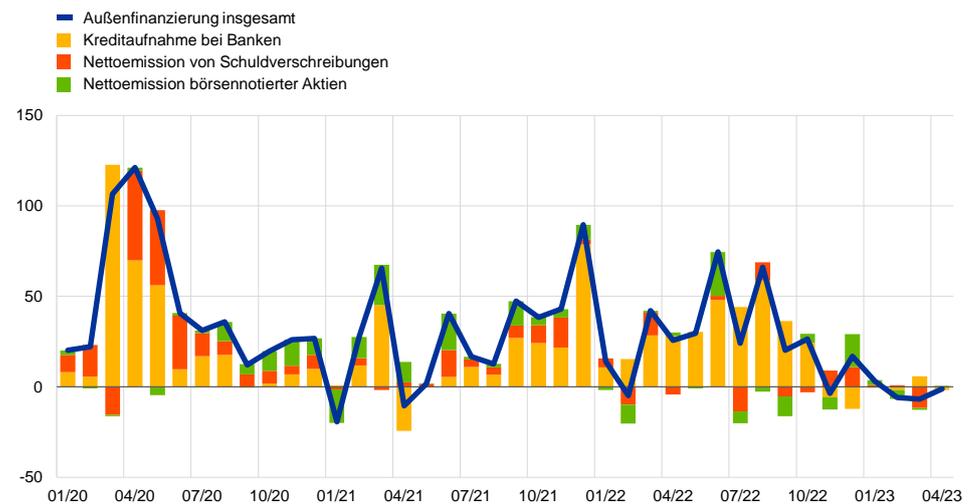
Außenfinanzierung (netto) sank von 2,2 % im Januar auf 1,7 % im April 2023 (siehe Abbildung 26). Die Kreditströme waren sowohl absolut betrachtet als auch im Vergleich zu den vorangegangenen Jahren schwach. In dieser Entwicklung kommen der niedrigere Finanzierungsbedarf der Unternehmen aufgrund der weiterhin gedämpften Konjunktur, die steigenden Kreditzinsen und die restriktiveren Kreditrichtlinien der Banken zum Ausdruck. Die Nettoemission von Schuldverschreibungen ging aufgrund höherer Tilgungen und einer geringeren Bruttoemission zurück. In Anbetracht der Tatsache, dass nur wenige Erstemissionen

sowie Fusionen und Übernahmen erfolgten, einige multinationale Unternehmen Aktien zurückkauften und höhere Dividenden ausgeschüttet wurden, war die Emission börsennotierter Aktien trotz der für die Unternehmen niedrigeren Eigenkapitalkosten insgesamt verhalten.

Abbildung 26

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum (netto)

(monatliche Ströme in Mrd. €)



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

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

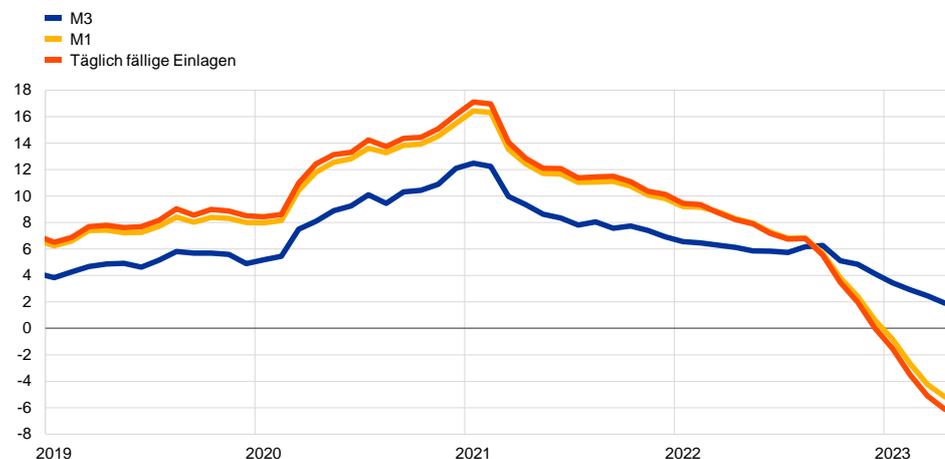
Die täglich fälligen Einlagen nahmen im April weiter ab; ursächlich hierfür waren Umschichtungen in Instrumente mit einer höheren Verzinsung.

Nachdem die täglich fälligen Einlagen im März bereits um 5,1 % gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen waren, sanken sie im April abermals, und zwar um 6,1 %. Dies stellt den stärksten Rückgang seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 dar (siehe Abbildung 27). Die Entwicklung war in erster Linie auf die umfangreichen Umschichtungen von täglich fälligen Einlagen in Termineinlagen zurückzuführen, aber auch auf Verschiebungen zugunsten von höher verzinslichen Instrumenten wie Geldmarktfondsanteilen und Anleihen. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass sich die Zinssätze für täglich fällige Einlagen langsamer an Leitzinsänderungen anpassen als die Zinssätze für Termineinlagen. Das außergewöhnliche Ausmaß der Umschichtungen lässt sich damit erklären, dass die EZB ihre geldpolitischen Zügel diesmal rascher angezogen hat als in früheren Straffungszyklen.

Abbildung 27

M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2023.

Das Geldmengenwachstum schwächte sich aufgrund der hohen Opportunitätskosten der Geldhaltung, einer sich verschlechternden Kreditdynamik und des Bilanzabbaus im Eurosystem weiter ab. Das jährliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 ging von 2,5 % im März auf 1,9 % im April zurück (siehe Abbildung 27) und fiel damit auf den niedrigsten Wert seit Juli 2014. Das monatliche Wachstum der weit gefassten Geldmenge ist seit Dezember 2022 negativ. Das Wachstum des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 verringerte sich im April weiter (-5,2 % nach -4,2 % im März). Erklären lässt sich der anhaltende Rückgang des Geldmengenwachstums durch die steigenden Opportunitätskosten der Geldhaltung und die nachlassende Kreditdynamik. Dass die Leitzinserhöhungen nunmehr auf die Finanzierungsbedingungen durchwirken, stellt einen Anreiz für die Geldhalter dar, täglich fällige Einlagen in Termineinlagen – und in geringerem Maße auch in Bankschuldverschreibungen, Geldmarktfonds und Staatsanleihen – umzuschichten. Außerdem hat sich das Wertpapierportfolio des Eurosystems verkleinert, weil die Tilgungsbeträge der Wertpapiere, die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten gehalten wurden, seit März 2023 nicht mehr vollumfänglich wiederangelegt werden. Hierdurch wurde dem Finanzsystem mechanisch Liquidität entzogen. Und schließlich dämpfen auch die GLRG-Rückzahlungen die monetäre Dynamik, denn sie schaffen Anreize für die Banken, Anleihen mit längeren Laufzeiten zu begeben, die nicht in M3 enthalten sind.

Die Fachleute des Eurosystems erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2023, dass sich die Aussichten für die öffentlichen Haushalte im Euroraum weiter aufhellen, da die fiskalischen Stützungsmaßnahmen sukzessive zurückgenommen werden. Ungeachtet dieser Verbesserung dürften sowohl die Defizit- als auch die Schuldenquote über den gesamten Projektionszeitraum hinweg deutlich über dem Stand vor der Pandemie liegen. Demnach wird die projizierte Defizitquote 2023 auf 3,2 % zurückgehen und sich in den Jahren 2024 und 2025 bei rund 2,5 % einpendeln. Der fiskalische Kurs im Eurogebiet dürfte 2023 weitgehend neutral sein, 2024 deutlich restriktiv und 2025 dann wieder weitgehend neutral ausfallen. Insgesamt zeigt sich im Projektionszeitraum eine gewisse finanzpolitische Straffung. Angesichts der umfangreichen Fiskalmaßnahmen, die während der Pandemie und des anschließenden Energiepreisschocks ergriffen wurden, wird die Finanzpolitik jedoch relativ akkommodierend bleiben. Die Schuldenquote dürfte von 91 % im Jahr 2022 auf rund 87 % im Jahr 2025 sinken. Aus Perspektive der Geldpolitik sollten die Regierungen mit dem Abklingen des Energieschocks entsprechende Stützungsmaßnahmen zügig und koordiniert zurücknehmen. Anderenfalls könnte sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöhen, was eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern. Die Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU sollte bald abgeschlossen sein. Zuständigkeitshalber bereitet die EZB derzeit eine Stellungnahme zu den am 26. April 2023 veröffentlichten [Legislativvorschlägen](#) der Kommission vor.

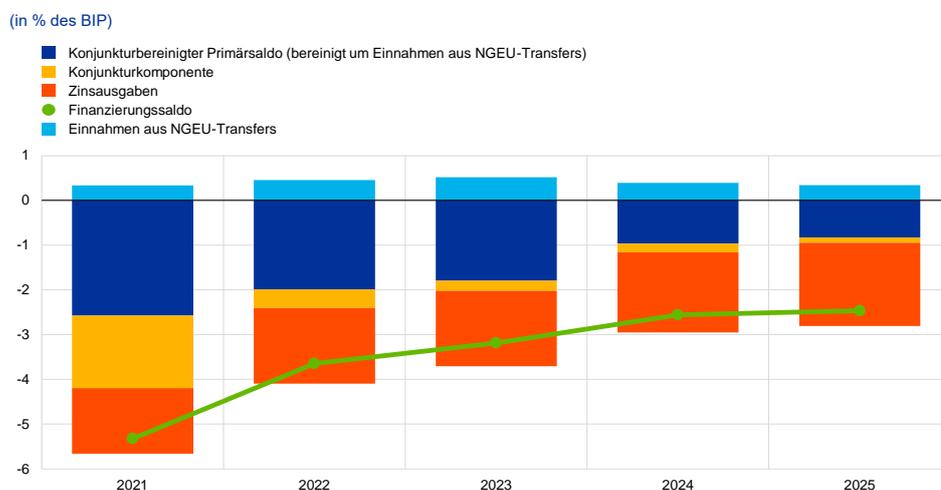
Den jüngsten Projektionen zufolge wird sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Eurogebiet während des Projektionszeitraums leicht verbessern.⁶

So dürfte das euroraumweite Haushaltsdefizit in Relation zum BIP 2023 auf 3,2 %, 2024 auf 2,6 % und 2025 auf 2,5 % sinken (siehe Abbildung 28). Ursächlich hierfür sind vor allem ein niedrigeres konjunkturbereinigtes Primärdefizit sowie in geringerem Maße eine Verbesserung der Konjunkturkomponente. Gleichzeitig dürften die Zinsausgaben in Relation zum BIP etwas steigen. Das Primärdefizit im Eurogebiet wird großenteils durch die anhaltende Rücknahme der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen beeinflusst, welche die Regierungen als Reaktion auf den Energiepreisschock und die hohe Inflation ergriffen hatten. Den aktuellen Schätzungen zufolge werden diese Maßnahmen auf Euroraumebene 2023 und 2024 einen Umfang von 1,6 % des BIP bzw. 0,5 % des BIP haben und sich 2025 auf rund 0,2 % des BIP verringern.

⁶ Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Juni 2023.

Abbildung 28

Öffentlicher Finanzierungssaldo und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB-Berechnungen und gesamtwirtschaftliche Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2023.
Anmerkung: „NGEU“ steht für das Aufbauprogramm „Next Generation EU“. Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder (einschließlich Kroatiens).

Der fiskalische Kurs⁷ dürfte 2023 weitgehend neutral, 2024 deutlich restriktiv und 2025 wieder weitgehend neutral ausfallen. Der 2023 nahezu neutrale Kurs ergibt sich daraus, dass sich die 2021 und 2022 verzeichneten unerwarteten Einnahmewachse – bedingt durch den positiven Einfluss der hohen Inflation auf die öffentlichen Finanzen – den Projektionen zufolge teilweise umkehren und durch eine gewisse Verschärfung der diskretionären Gesamtmaßnahmen weitgehend ausgeglichen werden. Diese Verschärfung spiegelt die Rücknahme einiger pandemiebedingt ergriffener fiskalischer Stimulierungsmaßnahmen und eine statistische Buchungsänderung in Italien wider. Im Jahr 2024 dürfte sich die fiskalische Ausrichtung deutlich verschärfen. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Regierungen der Euro-Länder rund 70 % der 2023 geleisteten energie- und inflationsbezogenen staatlichen Hilfen einstellen werden. Auch die Unterstützung aus den Mitteln des Programms „Next Generation EU“ (NGEU) wird laut Projektionen ab 2023 niedriger ausfallen. Indes dürfte eine weitere Umkehr unerwarteter Mehreinnahmen die Verschärfung des Fiskalkurses im Zeitraum 2024-2025 abmildern.

Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum wird den Projektionen zufolge bis 2025 weiter auf gut 87 % zurückgehen. Nachdem die Schuldenquote 2020 wegen der Reaktion der Euro-Länder auf die Covid-19-Krise um etwa 13 Prozentpunkte auf rund 97 % gestiegen war, erreichte sie 2022 einen Stand von 91 % und dürfte 2023 auf rund 89 % und 2025 weiter auf rund 87 % sinken. Zuzuschreiben ist dies der negativen Differenz zwischen den nominalen

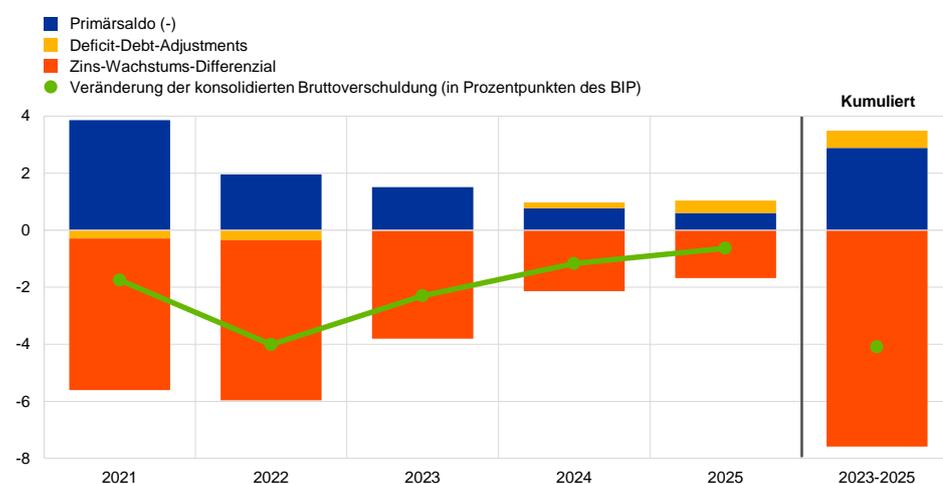
⁷ Der fiskalische Kurs spiegelt die Richtung und das Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die Einnahmen aus den NGEU-Transfers aus dem EU-Haushalt keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie in diesem Kontext aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016, Juni 2016.

Durchschnittszinsen der Staatsschulden und dem nominalen BIP-Wachstum (Zins-Wachstums-Differenzial). Trotz einer Verringerung nach dem Jahr 2022 wird das Zins-Wachstums-Differenzial die Primärdefizite aber wohl weiterhin mehr als ausgleichen (siehe Abbildung 29). Der Beitrag defizitunwirksamer Veränderungen der Schuldenquote (Deficit-Debt-Adjustments) sollte 2023 neutral ausfallen, in den letzten beiden Jahren des Projektionszeitraums jedoch zu einem moderaten Anstieg der Bruttoverschuldung führen. Ungeachtet ihres allmählichen Rückgangs dürfte die Schuldenquote im Eurogebiet bis 2025 weiterhin knapp 3 Prozentpunkte oberhalb ihres Standes vor der Pandemie liegen.

Abbildung 29

Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren

(soweit nicht anders angegeben, in % des BIP)



Quellen: EZB-Berechnungen und gesamtwirtschaftliche Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Juni 2023.
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder (einschließlich Kroatiens).

Gegenüber den von Fachleuten der EZB erstellten Projektionen vom März 2023 wurde der Finanzierungssaldo im Euroraum für 2023 geringfügig nach oben, für 2024 jedoch wieder in einem ähnlichen Umfang nach unten revidiert.

Ursächlich hierfür sind vor allem Veränderungen des Primärsaldos, wobei die Aufwärtsrevision für 2023 auch auf der Einschätzung beruht, dass die Zinsausgaben in Relation zum BIP etwas niedriger als zuvor erwartet ausfallen werden. Die Aussichten für den Primärsaldo werden weitgehend vom Umfang der Anpassungen bezüglich der diskretionären fiskalpolitischen Maßnahmen abhängen.

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

Andernfalls könnte sich der mittelfristige Inflationsdruck erhöhen, was eine stärkere geldpolitische Reaktion erforderlich machen würde. Die Finanzpolitik sollte darauf ausgerichtet sein, die Produktivität der Wirtschaft im Euroraum zu steigern und die hohe öffentliche Verschuldung allmählich zu verringern. Eine Rücknahme der fiskalischen Stützungsmaßnahmen bis zum Jahresende 2023 empfahl auch die Europäische Kommission in ihrem jährlichen [Frühjahrspaket](#). Dieses wurde am 24. Mai 2023 im Rahmen des Europäischen Semesters veröffentlicht und spiegelt die allgemeinen [haushaltspolitischen Leitlinien für 2024](#) wider. Ferner kündigte die

Kommission an, dass die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts Ende 2023 außer Kraft gesetzt wird. Darüber hinaus wird sie dem Rat vorschlagen, im Frühjahr 2024 auf der Basis von Ist-Daten für 2023 Defizitverfahren zu eröffnen.

Mit Blick auf die am 26. April 2023 veröffentlichten [Legislativvorschläge](#) der Europäischen Kommission zur Reform des wirtschaftspolitischen EU-Steuerungsrahmens bereitet die EZB derzeit zuständigkeitshalber eine Stellungnahme vor.⁸

⁸ Dies erfolgt auch im Nachgang zur [Kommissionsmitteilung](#) vom 9. November 2022 und zu den [Schlussfolgerungen des Rates zu den Leitlinien für eine Reform des EU-Rahmens für die wirtschaftspolitische Steuerung](#).

Kästen

1 Konsumimpuls der pandemiebedingten Ersparnisse – spielt die Zusammensetzung eine Rolle?

Niccolò Battistini, Virginia Di Nino und Johannes Gareis

Nach dem Ausbruch der Pandemie häuften die privaten Haushalte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten umfangreiche Ersparnisse an, die über dem vorpandemischen Trend lagen.¹ Vom ersten Quartal 2020 bis zum vierten Quartal 2022 nahmen die Ersparnisüberschüsse stetig zu und erreichten im Eurogebiet 11,3 % des trendmäßigen verfügbaren (Brutto-)Einkommens. In den Vereinigten Staaten beliefen sie sich im dritten Quartal 2021 auf 13,2 % und gingen anschließend auf 7,9 % im Schlussquartal 2022 zurück.² Der hohe Bestand an Ersparnisüberschüssen in beiden Wirtschaftsräumen müsste eigentlich einen erheblichen Konsumimpuls ermöglichen, d. h., die potenzielle Verwendung dieser Ersparnisse müsste unmittelbar auf die Konsumausgaben wirken. Darüber hinaus deuten die Überschüsse darauf hin, dass im Euroraum noch ein größerer Konsumimpuls vorhanden ist als in den Vereinigten Staaten, wo sich die Konsumausgaben nach der Pandemie bereits viel stärker ausgeweitet haben. Doch nicht nur die Höhe der Ersparnisüberschüsse, sondern auch deren Zusammensetzung ist für den impliziten Konsumimpuls ausschlaggebend. Im vorliegenden Kasten wird die Zusammensetzung der überschüssigen Ersparnisse geschätzt. Anschließend wird der Konsumimpuls in den beiden Wirtschaftsräumen anhand eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells mit heterogenen Akteuren gemessen. Hierfür wird das Modell auf der Grundlage der von Auclert et al. verwendeten Methode kalibriert.³

Aus zwei Gründen ist die Zusammensetzung der pandemiebedingten Ersparnisüberschüsse ebenso von Bedeutung wie ihre Höhe. Zum einen

¹ Siehe hierzu auch EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020; EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021; EZB, [Während der Corona-Pandemie angesammelte Ersparnisse und ihre Auswirkungen auf die globalen Konjunkturaussichten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021; EZB, [Jüngste Bestimmungsfaktoren der Ersparnisbildung privater Haushalte über die Vermögensverteilung](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022; EZB, [Ersparnisse der privaten Haushalte während der Covid-19-Pandemie: Wie wirken sie sich auf die Erholung des Konsums aus?](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022. Eine Übersicht über die nachfrageseitigen Bestimmungsfaktoren des Konsums findet sich in Aufsatz 1 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

² Der Bestand an Ersparnisüberschüssen lässt sich anhand der kumulierten Differenz zwischen den tatsächlichen Ersparnissen und ihrem fortgeschriebenen Vorpandemietrend (2015-2019) schätzen. Dieselbe Methode wurde auf Daten für die Vereinigten Staaten angewandt; siehe A. Aladangady, D. Cho, L. Feiveson und E. Pinto, [Excess Savings during the COVID-19 Pandemic](#), FEDS Notes, 21. Oktober 2022. Die Schätzung des Bestands an überschüssigen Ersparnissen variiert je nach Methodik. Die Verwendung alternativer Methoden (z. B. Schätzung der Ersparnisüberschüsse anhand der kumulierten Differenz zwischen der aktuellen Sparquote und ihrem Vorpandemieniveau) hat jedoch keinen Einfluss auf die qualitativen Ergebnisse des hier vorgenommenen Vergleichs zwischen Euroraum und Vereinigten Staaten.

³ Siehe A. Auclert, M. Rognlie und L. Straub, [The Trickling Up of Excess Savings](#), Working Paper Series des NBER, Nr. 30900, 2023.

verteilen sich die Ersparnisüberschüsse auf Vermögenswerte mit unterschiedlichem Liquiditätsgrad. Dies ist eine erste Determinante für den Konsumimpuls (partielles Gleichgewicht). Zum anderen hängt der von überschüssigen Ersparnissen ausgehende Konsumimpuls auch von breiter angelegten Entwicklungen (allgemeines Gleichgewicht) ab: Die dynamische Umverteilung der von einigen Haushalten ausgegebenen Ersparnisse auf andere Haushalte verlängert einerseits die Dauer des Konsumimpulses. Andererseits dämpft die von den privaten Haushalten erwartete künftige Umverteilung das Ausmaß des Konsumimpulses, da die Haushalte ihren Konsum im Zeitverlauf glätten. Empirische Belege lassen darauf schließen, dass die partiellen und allgemeinen Gleichgewichtseffekte im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten unterschiedlich stark zum Tragen kommen könnten.

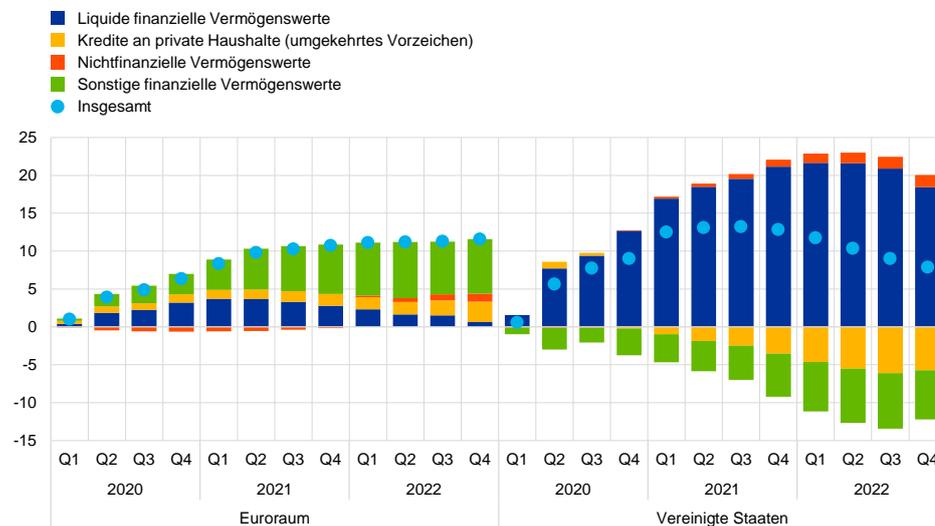
Von 2020 bis 2022 erfolgte der Aufbau von Ersparnisüberschüssen im Euroraum überwiegend in Form von illiquiden Vermögenswerten und in den Vereinigten Staaten weitgehend in Form von liquiden Vermögenswerten. Im Eurogebiet wurden vom ersten Quartal 2020 bis zum vierten Quartal 2022 überschüssige Ersparnisse in nichtfinanzielle Vermögenswerte wie Wohnimmobilien und in relativ illiquides Finanzvermögen wie Aktien und Anleihen investiert. Außerdem wurden sie zur Rückzahlung von Krediten verwendet. Diese Arten von kumulierten Ersparnisüberschüssen stiegen stetig an und machten im vierten Quartal 2022 zusammengenommen 10,8 % des trendmäßigen verfügbaren Einkommens aus (siehe Abbildung A). Die kumulierten Ersparnisüberschüsse, die in Form der liquiden finanziellen Vermögenswerte wie Bargeld und Einlagen gehalten wurden, erreichten hingegen im ersten Quartal 2021 ihren Höchststand von 3,7 % des trendmäßigen verfügbaren Einkommens. Anschließend verringerten sie sich deutlich und lagen im vierten Quartal 2022 bei 0,6 %. In den Vereinigten Staaten setzten sich die kumulierten Ersparnisüberschüsse Ende 2022 ganz anders zusammen als im Euroraum. Das liquide Finanzvermögen belief sich auf 18,5 % des trendmäßigen verfügbaren Einkommens, wohingegen die illiquiden Vermögenswerte 10,6 % unter ihrem Vorpandemietrend lagen, was auch auf eine beträchtliche Anhäufung neuer Kredite zurückzuführen war.⁴

⁴ Belege dafür, dass die privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten ihre pandemiebedingten Ersparnisüberschüsse bevorzugt in liquiden Vermögenswerten halten, finden sich in: H. Abdelrahman und L. E. Oliveira, [The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#), FRBSF Economic Letter, 8. Mai 2023. Die Entwicklung der Kredite an private Haushalte im Referenzzeitraum wird möglicherweise durch die Auswirkungen des Konjunkturpakets (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) verschleiert. Zu diesem Paket der US-Regierung gehörte auch die Stundung einiger Kreditarten (Studienkredite und bestimmte Hypotheken), die manche Kreditgeber von sich aus auch für andere Kredite anboten. Darüber hinaus wurde ein Teil der überfälligen Darlehen neu als gestundet eingestuft, wodurch sich die Ausleihungen an private Haushalte fiktiv erhöhten. Siehe L. Dettling und L. Lambie-Hanson, [Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#), FEDS Notes, 4. März 2021.

Abbildung A

Verteilung der kumulierten Ersparnisüberschüsse nach Vermögenswerten

(Abweichung vom Vorpandemietrend; in % des trendmäßigen verfügbaren Einkommens)



Quellen: Eurostat, EZB, Federal Reserve Board und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Abgebildet ist jeweils der kumulierte Betrag, um den der für den Zeitraum von 2015 bis 2019 geschätzte Trend überschritten wird. Liquide finanzielle Vermögenswerte beziehen sich auf Bargeld und Einlagen. Nichtfinanzielle Vermögenswerte beziehen sich auf Bruttoanlageinvestitionen. Die sonstigen finanziellen Vermögenswerte werden als Restwert ermittelt und umfassen hauptsächlich Aktien und Anleihen.

In den vergangenen drei Jahren konzentrierten sich die Ersparnisüberschüsse auf beiden Seiten des Atlantiks zunehmend auf vermögende Haushalte. Um die Verteilung der überschüssigen Ersparnisse nach Haushaltsgruppen zu analysieren, wird ihre geschätzte Verteilung nach Vermögenswerten, die vorstehend erörtert wurde, mit Umfragedaten zur Portfoliozusammensetzung der Privathaushalte entlang der Nettovermögensverteilung kombiniert.⁵ Die implizite Verteilung der Ersparnisüberschüsse zeigt – insbesondere in den Vereinigten Staaten – eine immer stärkere Konzentration auf Haushalte mit relativ hohem Vermögen (siehe Abbildung B). Betrag der Anteil der kumulierten Ersparnisüberschüsse, der von privaten Haushalten im Bereich der obersten 10 % der Vermögensverteilung gehalten wird, im ersten Quartal 2020 in beiden Wirtschaftsräumen noch weniger als die Hälfte, so stieg er im vierten Quartal 2022 im Euroraum auf fast zwei Drittel und in den Vereinigten Staaten auf mehr als drei Viertel an. Allerdings führt der im Verhältnis größere Anteil überschüssiger Ersparnisse bei Haushalten mit geringem Vermögen im Eurogebiet nicht zu einem stärkeren Konsumimpuls als in den Vereinigten Staaten. Grund hierfür ist, dass die überschüssigen Ersparnisse im Euroraum überwiegend aus vergleichsweise illiquiden Vermögenswerten (u. a. Immobilienvermögen und Kreditrückzahlungen) bestanden, die einen bedeutenden

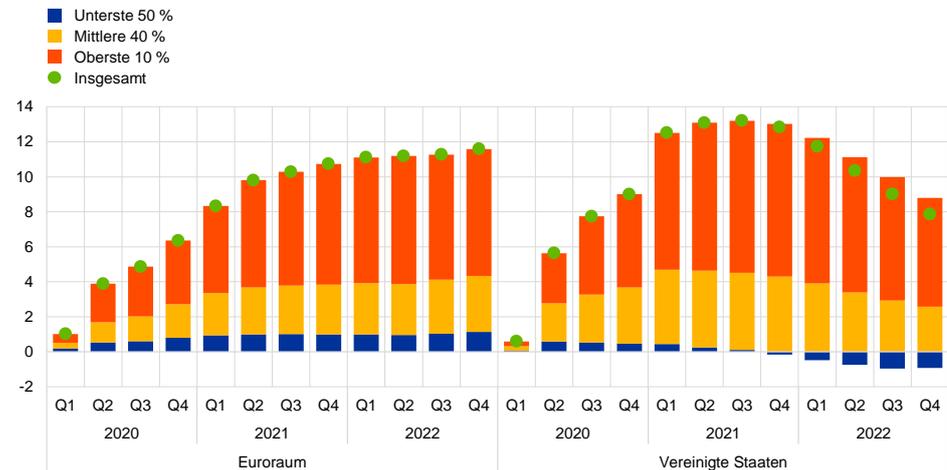
⁵ Für den Euroraum wird die Verteilung der Ersparnisüberschüsse nach Haushaltsgruppen anhand der Experimental Distributional Wealth Accounts der EZB geschätzt. Diese kombinieren die vierteljährliche Entwicklung der aggregierten Vermögensbestände mit Momentaufnahmen der Vermögensbestände privater Haushalte im Rahmen der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (Household Finance and Consumption Survey – HFCS). Für die Vereinigten Staaten erfolgt die Schätzung anhand der Distributional Financial Accounts (DFA) des Federal Reserve Board. Hierbei werden die aggregierten Vermögensbestände und die Vermögensbestände privater Haushalte im Rahmen der Survey of Consumer Finances (SCF) mit einer ähnlichen Methodik kombiniert. Die zuletzt verfügbaren Daten für die HFCS und die SCF beziehen sich auf 2017 bzw. 2019.

Teil des Portfolios von Privathaushalten am unteren Ende der Verteilung ausmachen.

Abbildung B

Verteilung der kumulierten Ersparnisüberschüsse nach Haushaltsgruppen

(Abweichung vom Vorpandemietrend; in % des trendmäßigen verfügbaren Einkommens)



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

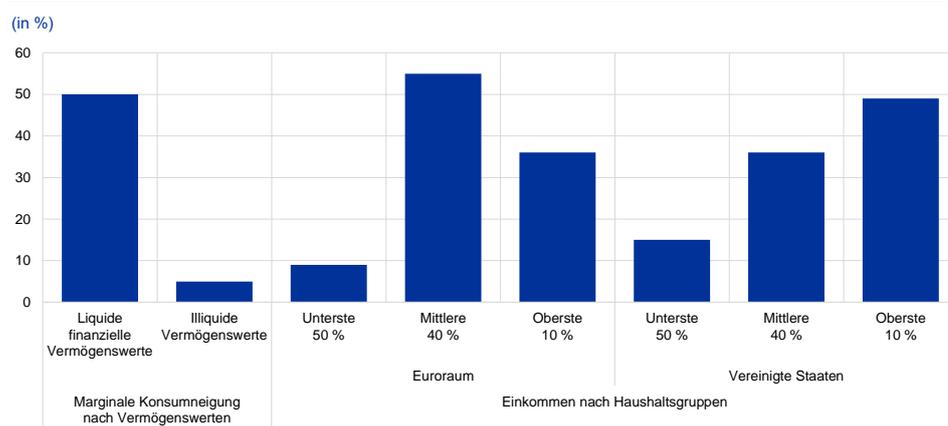
Anmerkung: Das Modell weist drei Gruppen privater Haushalte aus. Sie entsprechen den untersten 50 %, den mittleren 40 % und den obersten 10 % der Verteilung der Ersparnisüberschüsse. Die Verteilung der überschüssigen Ersparnisse nach Haushaltsgruppen ergibt sich durch Multiplikation des Anteils der Vermögenswerte im Portfolio der einzelnen Haushaltsgruppen (verteilungsbasierte Vermögensbilanz) mit den geschätzten Ersparnisüberschüssen in der jeweiligen Vermögensklasse.

Anhand eines Modells mit heterogenen Akteuren wird die geschätzte Verteilung der überschüssigen Ersparnisse nach Vermögenswerten und Haushaltsgruppen mit ihrem jeweiligen Konsumimpuls verknüpft. Dabei wird partiellen und allgemeinen Gleichgewichtseffekten Rechnung getragen. Das Modell umfasst drei Gruppen privater Haushalte, und zwar die untersten 50 %, die mittleren 40 % und die obersten 10 % der Verteilung der Ersparnisüberschüsse. Bei einem partiellen Gleichgewicht entscheidet jede Gruppe auf Basis ihrer marginalen Konsumneigung, welcher Anteil der überschüssigen Ersparnisse im betreffenden Zeitraum für Konsum- bzw. für Sparzwecke eingesetzt wird. Dabei wird angenommen, dass die marginale Konsumneigung von der Vermögenszusammensetzung der Ersparnisüberschüsse abhängt. Bei einem allgemeinen Gleichgewicht spiegeln Konsumententscheidungen zwei weitere Mechanismen wider. Zum einen werden die Ersparnisse, die von bestimmten Privathaushalten ausgegeben werden, zum Einkommen anderer Haushalte, das wiederum deren Konsum finanziert. Infolgedessen hält der Konsumimpuls länger an und schwindet nur langsam, da überschüssige Ersparnisse „nach oben“ an vermögende und einkommensstarke Privathaushalte weitergegeben werden, die eine geringere marginale Konsumneigung aufweisen. Zum anderen antizipieren private Haushalte die künftige Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und glätten daraufhin ihren Konsum. Dabei verhält sich der implizite dämpfende Effekt proportional zur marginalen Konsumneigung der jeweiligen Haushaltsgruppe.⁶ Dies verstärkt die Ersparnisbildung und begrenzt die Einkommensumverteilung, wodurch die

⁶ Im Modell entspricht die Summe der Konsumausgaben in jeder Haushaltsgruppe der aggregierten Nachfrage und dem aggregierten Einkommen.

Weitergabe überschüssiger Ersparnisse nach oben beschleunigt und der Konsumimpuls gedämpft wird.⁷ In beiden Szenarios reagiert die Zentralbank nicht auf den Nachfrageanstieg und belässt somit den Zinssatz unverändert. Insgesamt betrachtet ist der potenzielle modellimplizierte Konsumimpuls, der von der Verwendung überschüssiger Ersparnisse ausgeht, abhängig von der Kalibrierung zweier Parametergruppen: a) der marginalen Konsumneigung in Bezug auf die einzelnen Vermögensklassen und b) dem Anteil der einzelnen Haushaltsgruppen am Gesamteinkommen (siehe Abbildung C). Die marginale Konsumneigung wird für liquide finanzielle Vermögenswerte auf 50 % und für illiquide Vermögenswerte auf 5 % festgesetzt.⁸ Für die untersten 50 %, die mittleren 40 % und die obersten 10 % der Verteilung der überschüssigen Ersparnisse wird der Einkommensanteil im Euroraum auf 9 %, 55 % bzw. 36 % und in den Vereinigten Staaten auf 15 %, 36 % bzw. 49 % kalibriert.

Abbildung C
Marginale Konsumneigung nach Vermögenswerten und Einkommen der einzelnen Haushaltsgruppen



Quellen: Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (HFCS) im Jahr 2017, Survey of Consumer Finances (SCF) 2019, Slacalek et al., a. a. O., und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Liquide finanzielle Vermögenswerte beziehen sich auf Einlagen und Bargeld, illiquide Vermögenswerte umfassen nichtfinanzielle und sonstige finanzielle Vermögenswerte sowie Kredite an private Haushalte (umgekehrtes Vorzeichen).

Der von den pandemiebedingten Ersparnissen ausgehende Konsumimpuls ist in beiden Wirtschaftsräumen zurückgegangen und im Euroraum geringer als in den Vereinigten Staaten. Bei einem partiellen Gleichgewicht wird im Modell unterstellt, dass die Entscheidungen der privaten Haushalte nicht von der Einkommensumverteilung und der Reaktion der Zinssätze abhängen. Der

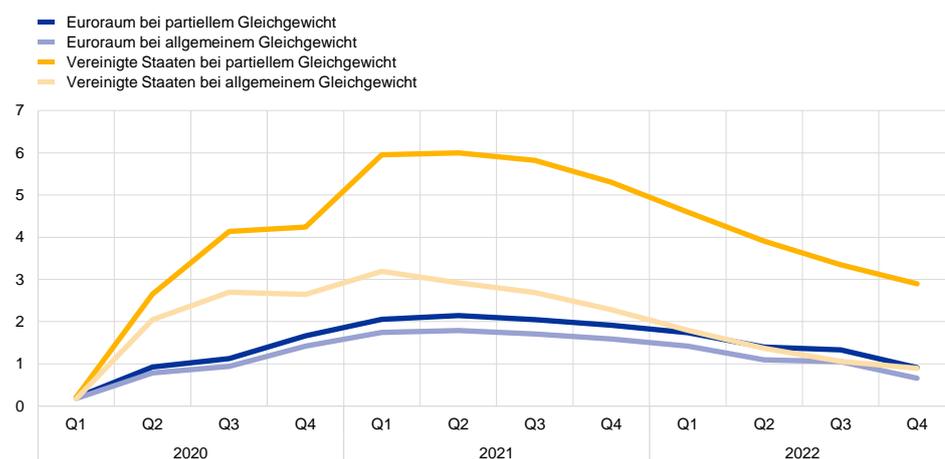
⁷ Bei einem allgemeinen Gleichgewicht geht das Modell von „rationalen Erwartungen“ aus. Eine Erläuterung hierzu findet sich in: A. Auclert et al., a. a. O. Dabei antizipieren die privaten Haushalte künftige Veränderungen des aggregierten Einkommens.

⁸ Im Hinblick auf die marginale Konsumneigung ergibt sich aus der aktuellen empirischen Evidenz Folgendes: a) Die durchschnittliche marginale Konsumneigung weist in der Regel hohe Werte auf, und b) der jeweilige Anteil liquider Vermögenswerte in den Portfolios der privaten Haushalte ist ein wesentlicher Faktor für die beträchtliche Querschnittsheterogenität der marginalen Konsumneigung. Die hier unterstellten spezifischen Werte stammen aus: J. Slacalek, O. Tristani und G. Violante, [Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area](#), Journal of Economics Dynamics and Controls, Bd. 115, Nr. 103879, 2020. Im Hinblick auf den Einkommensanteil wurden die hier ausgewiesenen Werte für den Euroraum anhand der Haushaltsbefragung des Eurosystems zu Finanzen und Konsum (HFCS) im Jahr 2017 (gesamte Verteilung) und für die Vereinigten Staaten anhand des Survey of Consumer Finances (SCF) 2019 (Medianwerte) kalibriert.

Konsumimpuls wird also nur von der marginalen Konsumneigung der jeweiligen Haushaltsgruppe bestimmt. Diese errechnet sich aus dem gewichteten Durchschnitt der vermögenswertspezifischen marginalen Konsumneigung, wobei die Gewichte anhand der gruppenspezifischen Portfolios im jeweiligen Zeitraum festgelegt werden. In diesem Szenario verringerte sich der Konsumimpuls ausgehend von seinem Höchststand im zweiten Quartal 2021 in beiden Wirtschaftsräumen signifikant. Im Euroraum blieb er – im Einklang mit der verhaltenen Konsumdynamik – in den vergangenen drei Jahren im Vergleich zu den USA relativ schwach (siehe Abbildung D).⁹ Bei einem allgemeinen Gleichgewicht deuten die Modellsimulationen auf einen stärker dämpfenden Effekt der Konsumglättung in den Vereinigten Staaten hin. Ursächlich hierfür ist die im Vergleich zum Eurogebiet höhere durchschnittliche marginale Konsumneigung. In diesem Szenario fiel der Konsumimpuls Ende 2022 in beiden Wirtschaftsräumen moderat aus.

Abbildung D
Konsumimpuls der pandemiebedingten Ersparnisse

(Abweichung vom Vorpandemietrend; in % des trendmäßigen verfügbaren Einkommens)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Simulationen basieren auf Auclert et al., a. a. O.

Das vom Modell implizierte Ergebnis, wonach insbesondere im Euroraum von den überschüssigen Ersparnissen nur noch ein moderater zusätzlicher Impuls für den privaten Konsum ausgeht, wird durch weitere Überlegungen untermauert. Erstens ist der Konsumimpuls im Eurogebiet unter anderem deshalb geringer als in den Vereinigten Staaten, weil die Ersparnisüberschüsse in den beiden Wirtschaftsräumen auf unterschiedliche Weise entstanden sind: Im Euroraum waren sie größtenteils auf die Einschränkungen der Bewegungsfreiheit während der Pandemie zurückzuführen. Diese dämpften vor allem den Konsum von kontaktintensiven Dienstleistungen, der bei vermögenden Privathaushalten (mit geringer marginaler Konsumneigung) in der Regel einen größeren Teil des Einkommens ausmacht. In den Vereinigten Staaten dagegen waren die Ersparnisüberschüsse in erster Linie durch umfangreiche Konjunkturpakete bedingt,

⁹ Siehe Philip Lane, [Inflation and monetary policy](#), Rede vom 8. Mai 2023; EZB, [Inflationentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2022, Januar 2023.

die das Einkommen insbesondere von privaten Haushalten am unteren Rand der Vermögensverteilung (mit einer hohen marginalen Konsumneigung) stützten.¹⁰ Zweitens wird die Einschätzung, dass die Ersparnisüberschüsse in beiden Wirtschaftsräumen für einen nur noch moderaten Konsumimpuls sorgen, durch die jüngste Preisentwicklung bekräftigt. Der Anstieg der Verbraucherpreise und der Rückgang der Vermögenspreise in den letzten Quartalen haben den verbleibenden Konsumimpuls noch weiter verringert. Verstärkt wird diese Entwicklung durch die anhaltende geldpolitische Straffung und die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen.

¹⁰ Die US-Regierung zahlte allen privaten Haushalten mit einem Einkommen von unter 75 000 USD einen festen Betrag aus. Dementsprechend erhielten die einkommensschwachen Haushalte im Verhältnis zu ihrem Einkommen eine höhere Unterstützungsleistung. Siehe hierzu beispielsweise U.S. Department of the Treasury, [Unemployment Compensation](#); U.S. Department of the Treasury, [Economic Impact Payments](#).

Earnings Calls – neue Erkenntnisse zu den Gewinnen sowie den Investitions- und Finanzierungsbedingungen von Unternehmen

Malin Andersson, Pedro Neves und Carolina Nunes

Sogenannte Earnings Calls können nützliche und zeitnahe Informationen über die Stimmungslage von Unternehmen liefern. Dabei handelt es sich um Telefon- oder Videokonferenzen, bei denen der Vorstand eines börsennotierten Unternehmens die Finanzergebnisse mit Investoren, Analysten und Medienvertretern erörtert. Sie finden in der Regel vierteljährlich statt.¹ NL Analytics hat die Prozesse automatisiert, mit denen Informationen aus Transkriptionen englischsprachiger Earnings Calls gewonnen werden können.² Der vorliegende Kasten stützt sich auf eine Textrecherche anhand einer Reihe von Synonymen, wobei vorrangig Unternehmen im Euroraum betrachtet werden, die in den wichtigsten nichtfinanziellen Sektoren tätig sind. Ziel ist es, vierteljährliche Stimmungs- und Risikoindikatoren zu extrahieren. Diese sind besonders aktuell, da die Datenbank alle zwei Wochen mit Blick auf das laufende Quartal aktualisiert wird.

Mithilfe der Textanalyse können Messgrößen der Unternehmenswahrnehmung abgeleitet werden. Der Stimmungsindikator gibt an, in wie vielen Sätzen eines Earnings Calls ein bestimmtes, zu einem Thema passendes Wort vorkommt. Dabei wird das Ergebnis saldiert angegeben, d. h., gute und schlechte Nachrichten werden gegeneinander aufgerechnet. Der Risikoindikator gibt Aufschluss darüber, wie oft ein Thema in einem Satz in Verbindung mit Schlüsselwörtern wie „Risiko“ und „Unsicherheit“ erwähnt wird.³ Aus der großen Zahl an Transkriptionen und den Suchbegriffen ergibt sich ein hochfrequenter Datensatz, der auf Unternehmens-ebene erhobene Informationen für die Stimmungs- und Risikoindikatoren enthält. Diese werden gemittelt und für den Zeitraum vom ersten Quartal 2002 bis zum ersten Quartal 2023 in strukturierte vierteljährliche Daten umgewandelt. Die entsprechenden Indikatoren werden dahingehend validiert, ob sie sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten im Gleichlauf mit dem Konjunkturzyklus bewegt und mit den Standardindikatoren für die jeweiligen Variablen korreliert haben. Es ist auch möglich, Äußerungen aus Earnings Calls abzurufen, die Aufschluss über die vorherrschende Sichtweise geben, die einer bestimmten, signifikanten Entwicklung der Indikatoren zugrunde liegt.

¹ Bei einigen Unternehmen werden sie nur halbjährlich oder jährlich durchgeführt. Je nach Quartal kann die Konferenz zu unterschiedlichen Zeitpunkten stattfinden.

² Die Datenbank von [NL Analytics](#) enthält Transkriptionen der Earnings Calls von rund 14 000 börsennotierten Unternehmen aus 82 Ländern. Die meisten dieser Firmen haben ihren Sitz in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in anderen englischsprachigen Ländern. Im Schnitt legen jedes Quartal 600 Unternehmen aus dem Euroraum ihre Ergebnisse offen. Der Beobachtungszeitraum begann im Jahr 2002, wobei die Zahl der erfassten Firmen, die solche Konferenzen vierteljährlich durchführen, in den ersten Jahren nur bei rund einem Drittel der aktuellen Zahl lag.

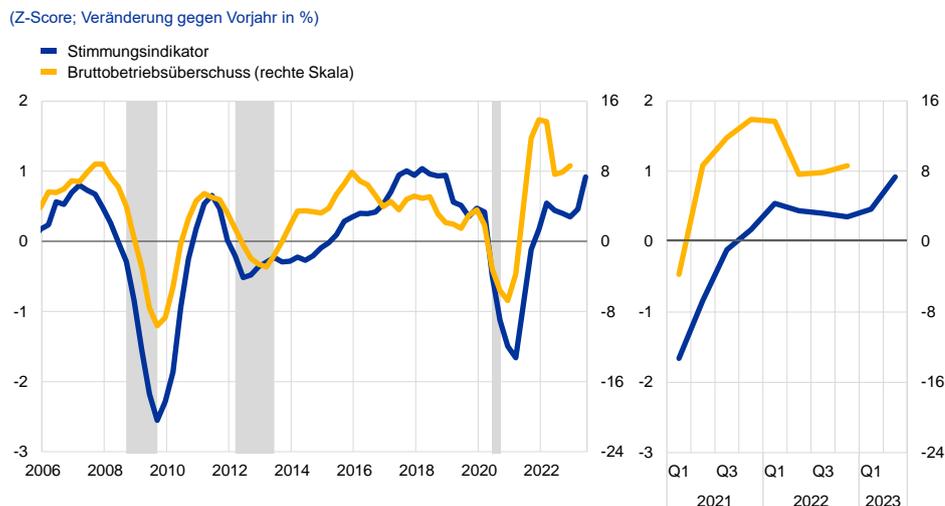
³ Ein weiteres Beispiel für einen Risikoindikator, der anhand der Textanalyse der Transkriptionen von Earnings Calls ermittelt wurde, findet sich in: T. A. Hassan, J. Schreger, M. Schwedeler und A. Tahoun, [Sources and Transmission of Country Risk](#), Working Paper des NBER, Nr. 29526, 2021.

Im zweiten Quartal 2023 stieg die Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne im Euroraum weiter an und lag über dem historischen Durchschnitt.

In den vergangenen zwei Jahrzehnten bestand eine starke Korrelation zwischen dem aus Earnings Calls abgeleiteten Stimmungsindikator für Unternehmensgewinne und den Daten zu den Sektorkonten, die sich auf den Bruttobetriebsüberschuss im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum beziehen (siehe Abbildung A, linke Grafik). Was den Stimmungsindikator für Unternehmensgewinne angeht, so erhöht sich der Korrelationskoeffizient mit einem Vorlauf von bis zu vier Quartalen vor dem Anstieg des Bruttobetriebsüberschusses und erreicht seinen Höchststand bei rund 0,6. Der Indikator zeichnet eindeutig den Verlauf des Konjunkturzyklus nach, mit Tiefständen während der globalen Finanzkrise, der Staatsschuldenkrise und der Corona-Pandemie, was angesichts der Zyklizität von Gewinnen zu erwarten ist. Nach einer deutlichen Erholung im Jahr 2021 stabilisierte sich der Indikator 2022 in gewissem Maße, bevor er im zweiten Quartal 2023 weiter anstieg. Die Wachstumsrate des Bruttobetriebsüberschusses im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verlangsamte sich zwar etwas, blieb aber in der zweiten Jahreshälfte 2022 robust, was auf die restriktiveren Finanzierungsbedingungen und die sich abschwächende Nachfrage zurückzuführen war (siehe Abbildung A, rechte Grafik). Dies steht im Einklang mit den markt- und umfragebasierten Ertragsdaten, die darauf hindeuten, dass sich das Gewinnwachstum im Jahresverlauf 2022 verringerte, aber weiterhin über seinem historischen Durchschnitt lag. Der Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum hat das Niveau vom vierten Quartal 2019 überschritten und wächst nun mit einer über dem Vorpandemietrend liegenden Rate, was darauf schließen lässt, dass hier kein Aufholbedarf besteht (siehe Abbildung B). Das kräftige Gewinnwachstum seit Anfang 2021 könnte durch den noch anhaltenden Nachfragestau aus der Zeit nach der Pandemie, die nachlassenden Lieferengpässe und die nicht vollständige Substituierbarkeit der Produktionsfaktoren bedingt sein.

Abbildung A

Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne und Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum



Quellen: NL Analytics, EZB und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Der Stimmungsdiskriminator spiegelt die Häufigkeit wider, mit der die Synonyme für Gewinne (Erträge, Einnahmen usw.) in den Earnings Calls der Unternehmen verwendet werden. Der Z-Score wird berechnet, indem der historische Durchschnitt von jedem Datenpunkt subtrahiert und diese mittelwertbereinigte Reihe durch die Standardabweichung dividiert wird. Rezessionsperioden sind grau gekennzeichnet. Die jüngsten Angaben zum Stimmungsdiskriminator beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (für die bis zum 12. Juni durchgeführten Konferenzen) und jene zum Bruttobetriebsüberschuss auf das vierte Quartal 2022.

Abbildung B

Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne und trendbereinigter Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum



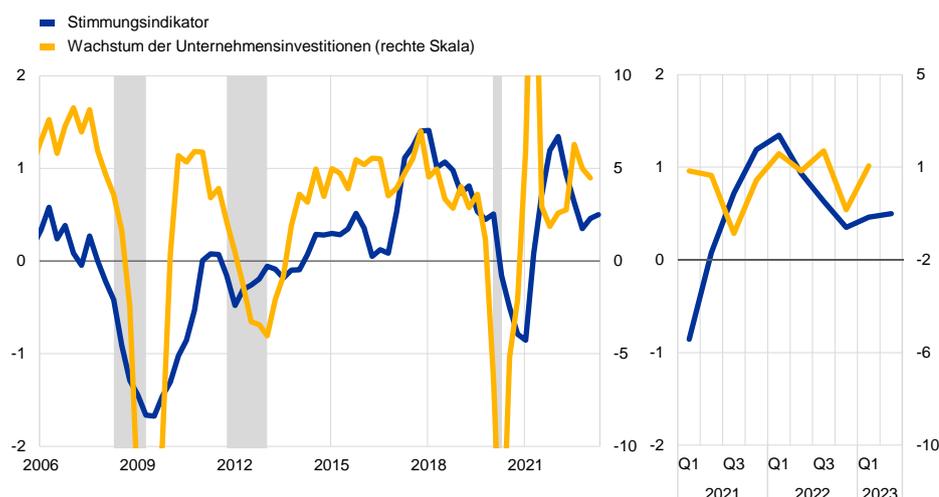
Quellen: NL Analytics, EZB und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die kumulierten trendbereinigten Wachstumsraten des Bruttobetriebsüberschusses wurden berechnet, indem die Differenz zwischen der tatsächlichen Zeitreihe und ihrem Vorpandemietrend (2002-2019) kumuliert und durch den kumulierten Vorpandemietrend dividiert wurde. Die jüngsten Angaben zum Stimmungsdiskriminator beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (für die bis zum 12. Juni durchgeführten Konferenzen) und jene zum Bruttobetriebsüberschuss auf das vierte Quartal 2022.

Die Stimmung hinsichtlich der Unternehmensinvestitionen stieg im zweiten Quartal 2023 weiter leicht an. In den vergangenen zwei Jahrzehnten bestand ein enger Gleichlauf zwischen dem Stimmungsdiskriminator für Investitionen und der Wachstumsrate der Unternehmensinvestitionen (ohne die volatile Komponente der Investitionen in geistiges Eigentum in Irland und den Niederlanden) (siehe

Abbildung C, linke Grafik). Die Korrelation erreicht ihren Höchststand an dem Punkt, an dem der Indikator einen Vorlauf von zwei Quartalen vor der Wachstumsrate der Unternehmensinvestitionen aufweist; der Korrelationskoeffizient liegt dann bei 0,5. Im Zuge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft stieg die Investitionsstimmung 2021 und Anfang 2022 weiter auf ein Niveau an, das über ihrem historischen Durchschnitt lag, wobei auch bei den Investitionen insgesamt robuste vierteljährliche Wachstumsraten zu verzeichnen waren (siehe Abbildung C, rechte Grafik). Im weiteren Verlauf des Jahres 2022 verschlechterte sich die Stimmung etwas, was auf die nachlassende Nachfrage, die hohen Energiekosten und die erhöhte Unsicherheit zurückzuführen war. Im zweiten Quartal 2023 verbesserte sie sich wieder etwas und erreichte einen Stand, der den langfristigen Durchschnitt noch weiter übertraf. Dies stand im Einklang mit den sich verbessernden Angebotsbedingungen und den sinkenden Energiekosten.

Abbildung C
Stimmung hinsichtlich der Unternehmensinvestitionen im Euroraum

(Z-Score, rechte Skala der linken Grafik: Veränderung gegen Vorjahr in %; rechte Skala der rechten Grafik: Veränderung gegen Vorquartal in %)



Quellen: NL Analytics, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Stimmungswert für Unternehmensinvestitionen spiegelt die Häufigkeit wider, mit der die Synonyme für Investitionen (Investitionen, Kapitalanlagen, Investitionspläne usw.) in den Earnings Calls der Unternehmen verwendet werden. Der Z-Score wird berechnet, indem der historische Durchschnitt von jedem Datenpunkt subtrahiert und diese mittelwertbereinigte Reihe durch die Standardabweichung dividiert wird. Rezessionsperioden sind grau gekennzeichnet. Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen ist ohne die Investitionen in geistiges Eigentum in Irland und den Niederlanden dargestellt. Die jüngsten Angaben zum Stimmungswert beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (für die bis zum 12. Juni durchgeführten Konferenzen) und jene zu den Unternehmensinvestitionen auf das erste Quartal 2023.

Mit Blick auf einzelne Sektoren erreichte die Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne im laufenden Jahr bislang ihre höchsten Werte im Dienstleistungssektor, während die Stimmung hinsichtlich der Unternehmensinvestitionen im verarbeitenden Gewerbe am besten ausfiel.

Während der Pandemie verschlechterte sich die Stimmung in Bezug auf die Unternehmensgewinne im Dienstleistungssektor stärker als im verarbeitenden Gewerbe. In der Erholungsphase nach der Pandemie und in der ersten Jahreshälfte 2023 verbesserte sie sich im Dienstleistungssektor jedoch deutlicher als im verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung D, Grafik a). Dies steht auch im Einklang mit anderen Stimmungsindikatoren wie dem Einkaufsmanagerindex. Dagegen hat sich die Investitionsstimmung seit Anfang 2022 in allen Sektoren

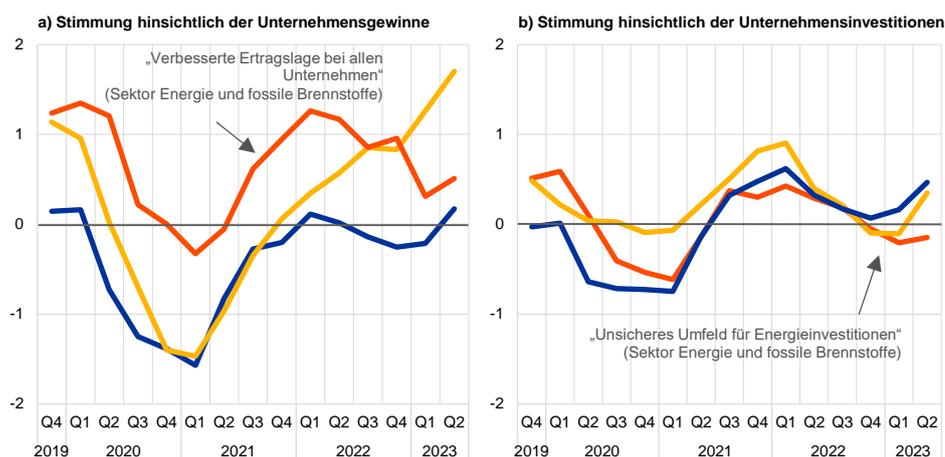
deutlich eingetrübt, wenngleich sie im bisherigen Jahresverlauf 2023 im verarbeitenden Gewerbe offenbar etwas besser ausfiel als im Dienstleistungssektor. Im Energie- und Versorgungssektor war die Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne in den vergangenen drei Jahren positiver als in den anderen Sektoren, hat sich aber zuletzt aufgrund der Entwicklung der Energiepreise abgeschwächt. Die Investitionsstimmung war in dieser Branche relativ verhalten, was möglicherweise auf die Unsicherheit im Zusammenhang mit Investitionen im Energiebereich und auch – wie von einem Unternehmen in diesem Sektor angeführt – im Zusammenhang mit dem Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft zurückzuführen ist (siehe Abbildung D, Grafik b).

Abbildung D

Stimmung hinsichtlich der Unternehmensgewinne und -investitionen in ausgewählten Sektoren im Euroraum

(Z-Score)

- Verarbeitendes Gewerbe
- Dienstleistungen insgesamt
- Energie- und Versorgungssektor



Quellen: NL Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zeitreihen stellen keinen Durchschnitt der gesamten Zeitreihen dar, da einige Unternehmen nicht von den Sektorklassifizierungen erfasst werden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2023 (für die bis zum 12. Juni durchgeführten Konferenzen).

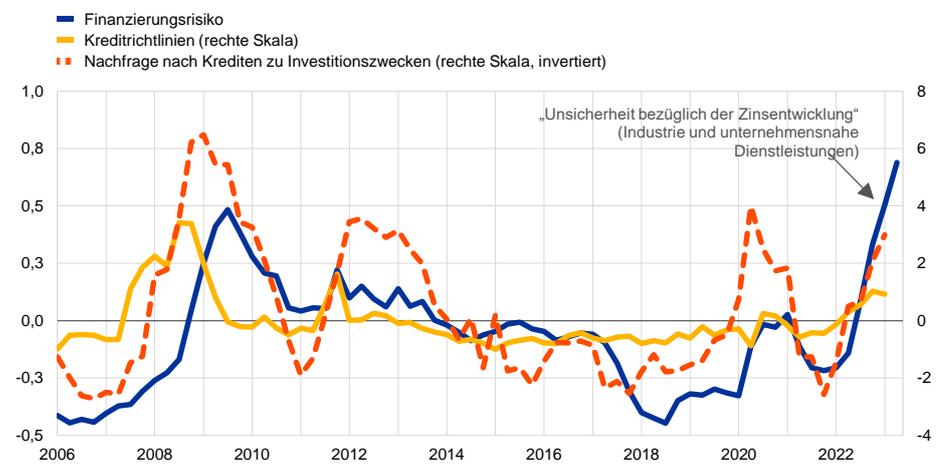
Aus Sicht der Unternehmen stellen die Finanzierungsbedingungen derzeit ein erhebliches Risiko dar. Für die Zwecke des vorliegenden Kastens wurde auch ein Indikator für das Finanzierungsrisiko erstellt. Hierfür wurde eine Suche nach Schlüsselwörtern durchgeführt, z. B. „Zinssatz“, „Finanzierungsbedingungen“ und „Kreditkosten“ sowie „Unsicherheit“ und „Risiko“. Während der globalen Finanzkrise wurden Finanzierungsbedingungen als erhöhtes Risiko wahrgenommen, ebenso wie restriktivere Kreditrichtlinien und eine geringere Kreditvergabe zu Investitionszwecken; dies war auch in der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum der Fall (siehe Abbildung E). Die Unternehmen in der Stichprobe scheinen die Finanzierungsbedingungen auch während der Staatsschuldenkrise als erhöhte Gefahr angesehen zu haben. In der Erholungsphase von 2015 bis 2019 verringerte sich die Risikoeinschätzung im Hinblick auf die Finanzierungsbedingungen insgesamt auf ein Niveau, das dem Stand vor der globalen Finanzkrise entspricht. Während der Pandemie erhöhte sie sich wieder leicht. Vor dem Hintergrund des

raschen Zinsanstiegs und der jüngsten Spannungen an den Finanzmärkten nehmen die Unternehmen die Finanzierungsbedingungen im bisherigen Jahresverlauf 2023 als ein hohes und zunehmendes Risiko wahr. Die entsprechenden Werte erreichten dabei ein Niveau, das zuletzt in der globalen Finanzkrise verzeichnet wurde. Zwar sind die Messgrößen nicht direkt miteinander vergleichbar, da der Indikator des Finanzierungsrisikos breiter gefasst ist, doch besteht ein gewisser Gleichlauf mit den Kreditrichtlinien. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft geht die höhere Risikoeinschätzung im Hinblick auf das Finanzierungsrisiko auch mit einer sinkenden Nachfrage nach Krediten zu Investitionszwecken einher.

Abbildung E

Finanzierungsrisiko, Kreditrichtlinien und Kreditnachfrage für Anlageinvestitionen im Euroraum

(Z-Score, Salden in %)



Quellen: NL Analytics, Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Textrecherche zur Erstellung des Indikators für das Finanzierungsrisiko umfasst die Suche nach Schlüsselwörtern wie „Zinssätze“, „Finanzierungsbedingungen“ und „Kreditkosten“. Die jüngsten Angaben zu Kreditrichtlinien und zur Kreditnachfrage beziehen sich auf das erste Quartal 2023 und jene zum Finanzierungsrisiko auf das zweite Quartal 2023 (für die bis zum 12. Juni durchgeführten Konferenzen).

3 Gewinne je BIP-Einheit und ihr Beitrag zur jüngsten Zunahme des binnenwirtschaftlichen Preisdrucks im Euroraum

Elke Hahn

Gewinne sind ebenso wie die Produktionskosten, etwa Löhne oder Vorleistungskosten, ein wesentlicher Bestandteil der Verkaufspreise. Die Unternehmen bestimmen die von ihnen angestrebten Gewinne, indem sie ihre Preise in einer bestimmten Höhe über ihren Kosten festsetzen, um so eine Vergütung auf ihr Kapital zu erhalten. Die Entwicklung der Gewinne und Löhne, die vom BIP-Deflator erfasst wird, ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor der zugrunde liegenden Inflation. Dies zeigt auch der starke Gleichlauf zwischen dem BIP-Deflator und den Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation, etwa dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel oder dem HVPI ohne Energie (siehe Abbildung A).¹ Im vorliegenden Kasten wird der Einfluss der Gewinne auf die inländische Inflation auf Basis der Gewinne je BIP-Einheit aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen analysiert.^{2,3} Ferner wird untersucht, in welchem Maße aus den institutionellen Sektorkonten abgeleitete Gewinnindikatoren, die die Unternehmensgewinne besser abbilden, zur inländischen Inflation beigetragen haben. Außerdem wird beleuchtet, inwieweit die aktuellen Signale aus den Gewinnen je BIP-Einheit (auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) mit den Signalen aus Preisaufschlägen und Gewinnmargenindikatoren (auf Basis von Unternehmensabschlüssen) übereinstimmen.

¹ Dies gilt trotz der konzeptionellen Unterschiede zwischen den beiden Arten von Messgrößen. Die konzeptionellen Differenzen betreffen beispielsweise die Erfassung des Preisdrucks, denn der BIP-Deflator deckt nur Komponenten der Wertschöpfung ab, während die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation alle Komponenten des Verkaufspreises abbilden. Entsprechend erfasst der BIP-Deflator den Preisdruck in der Binnenwirtschaft, während sich Indikatoren wie der HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel auf die Preisentwicklung in den jeweiligen Konsumgütersektoren beziehen, unabhängig davon, ob diese Waren oder Dienstleistungen im Inland hergestellt oder importiert werden.

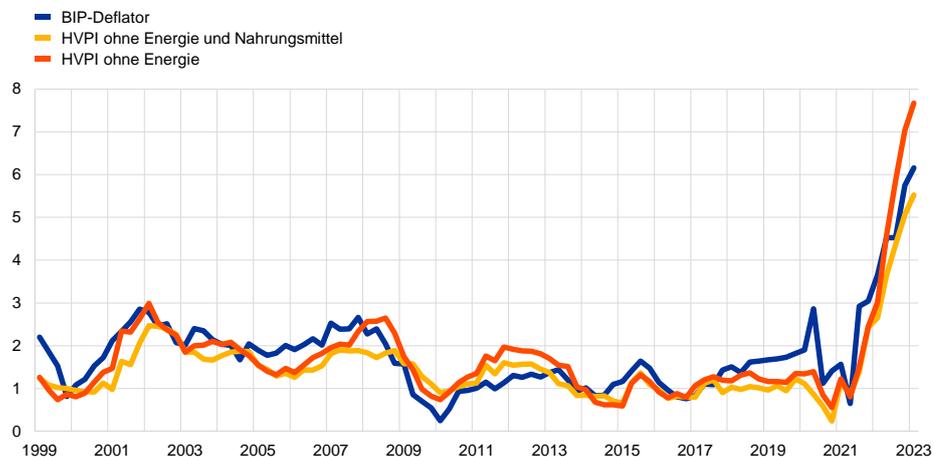
² Hier ist zu beachten, dass sich die Gewinne je BIP-Einheit und die Unternehmensgewinne konzeptionell unterscheiden. Dies wird im weiteren Verlauf näher erläutert.

³ Siehe auch Ó. Arce, E. Hahn und G. Koester, [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), The ECB Blog, EZB, 30. März 2023.

Abbildung A

Inländischer Preisdruck und ausgewählte Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Die Gewinnmessgrößen unterscheiden sich in ihrem Abdeckungsgrad und ihrem Zweck.

In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird der Beitrag der Gewinne zum inländischen Preisdruck anhand der Gewinne je BIP-Einheit analysiert. Sie sind als Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen je Einheit des realen BIP definiert. Mithilfe von Schätzungen der EZB kann diese Messgröße auch für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gebildet werden. Eine weitere in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen verfügbare Gewinnmessgröße, die der Inflationsanalyse dient, ist der sogenannte Gewinnmargenindikator. Er wird als Quotient aus dem BIP-Deflator zu Herstellungspreisen und den Lohnstückkosten berechnet. Der Indikator zeigt mit Blick auf die Ursachen des inländischen Preisdrucks, inwieweit die Entwicklung der Lohnstückkosten durch die Gewinnentwicklung verstärkt oder gebremst wurde. Aus den Unternehmensabschlüssen lassen sich zwei Gewinnmessgrößen ableiten: der Preisaufschlag und die Gewinnmarge. Der Preisaufschlag ergibt sich aus dem Verhältnis von Preisen zu Grenzkosten (in der Praxis werden Letztere normalerweise näherungsweise als Durchschnittskosten dargestellt). Dieser Indikator kann zur Beurteilung der Preissetzungsstrategien der Unternehmen herangezogen werden. Ein häufig verwendeter Indikator der Gewinnmargen, der im Zusammenhang mit dem Umsatzkostenverfahren aus der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen ermittelt wird, ist die Bruttogewinnmarge. Sie wird als Bruttogewinn dividiert durch den Umsatz berechnet, wobei der Bruttogewinn als Umsatz abzüglich der Herstellungskosten (unter anderem der Material- und Arbeitskosten) definiert wird.

Die Gewinne je BIP-Einheit können durch die Entwicklung der Vorleistungen beeinflusst werden.

Das BIP basiert auf dem Konzept der Wertschöpfung. Es beinhaltet die Beiträge der Gewinne (definiert als Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen) und der Arbeitnehmerentgelte sowie der Steuern

(abzüglich Subventionen) auf die Produktion. Im Gegensatz zur Bruttoproduktion sind jedoch Vorleistungen wie der Energie- oder Materialeinsatz nicht enthalten.⁴ Da die Vorleistungen aber bereits vollständig aus dem BIP herausgerechnet wurden, kann die Gewinnentwicklung Hinweise darauf liefern, wie stark sich eine Veränderung der Vorleistungskosten im Verkaufspreis niederschlägt. Lässt man andere Auswirkungen auf die Gewinne je BIP-Einheit außer Acht, so ist eine Situation mit hohen Kostensteigerungen bei den Vorleistungen (wie in den letzten beiden Jahren zu sehen) und einer gleichzeitigen Abschwächung der Gewinne je BIP-Einheit ein Indiz dafür, dass der Kostenanstieg (teilweise oder vollständig) durch die Gewinne abgefedert wurde und somit nicht (oder nicht vollständig) auf den Verkaufspreis überwälzt wurde. Bleibt die Entwicklung der Gewinne je BIP-Einheit in einer solchen Situation hingegen weitgehend unverändert oder verbessert sich sogar, so deutet dies darauf hin, dass der Verkaufspreis im selben Umfang wie die Kostenerhöhung oder sogar noch stärker angehoben wurde.

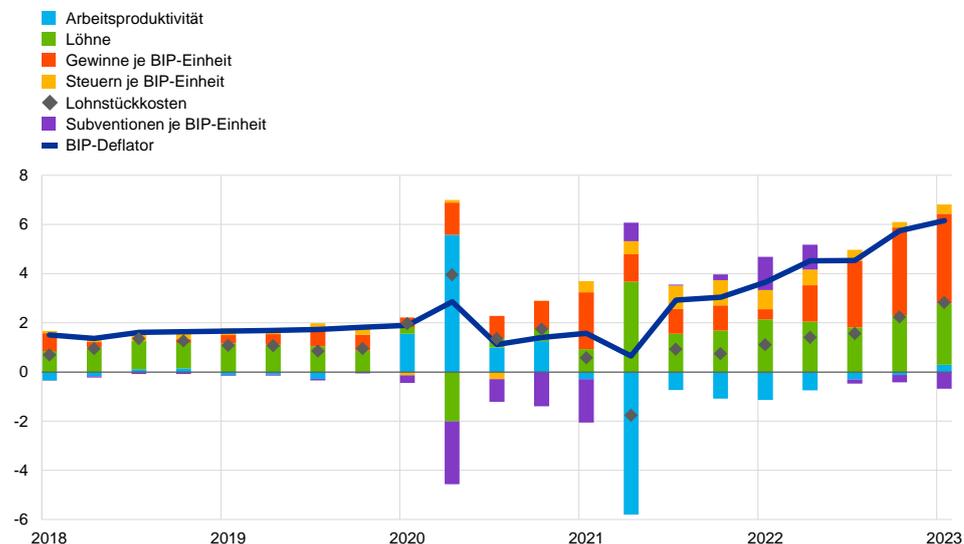
Der am BIP-Deflator gemessene inländische Preisdruck hat seit Mitte 2021 kräftig zugenommen, wozu sowohl die Lohnstückkosten als auch die Gewinne je BIP-Einheit in erheblichem Maße beitrugen. Im ersten Quartal 2023 erreichte die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators im Euroraum mit 6,2 % einen Höchstwert (nach 5,7 % im Vorquartal). Im zweiten Jahresviertel 2021 war hingegen noch ein Tiefstand von 0,6 % verzeichnet worden (siehe Abbildung B). Im Zeitraum von 1999 bis 2019, also vor der Coronakrise, hatte die Rate im Durchschnitt bei 1,6 % gelegen. Wie Abbildung B zeigt, haben die Lohnstückkosten und die Gewinne je BIP-Einheit in den letzten anderthalb Jahren zum Anstieg des BIP-Deflators beigetragen. Der Beitrag der Gewinne je BIP-Einheit war in den vergangenen drei Quartalen besonders hoch und machte rund 60 % der insgesamt verzeichneten Zunahme des BIP-Deflators aus (während der Anteil von Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen am nominalen BIP nur 42 % betrug).⁵ Die Subventionen leisteten während der Coronakrise einen außergewöhnlich großen Beitrag zum BIP-Deflator. Den Ausschlag hierfür gaben die staatlichen Hilfen im Zusammenhang mit den Programmen zur Arbeitsplatzsicherung, doch zuletzt waren auch ungewöhnlich umfangreiche Hilfen im Zusammenhang mit der Energiekrise zu verzeichnen.

⁴ Eine Messgröße für die Bruttoproduktion ist in der Input-Output-Statistik enthalten. Aufgrund der mangelnden Aktualität der veröffentlichten Daten ist deren Nutzen für die politische Analyse jedoch eingeschränkt.

⁵ Im Gegensatz zu Abbildung B enthält Abbildung 1 in Arce et al., a. a. O., eine Aufschlüsselung des BIP-Deflators einschließlich einer Bereinigung um das Selbstständigeneinkommen. Die Unterschiede in Bezug auf die Gewinne je BIP-Einheit sind gering.

Abbildung B BIP-Deflator und Beiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



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

Der Bruttobetriebsüberschuss und das Selbstständigeneinkommen, die in den Indikator der Gewinne je BIP-Einheit einfließen, basieren auf einem breit gefassten Gewinnkonzept. Der Bruttobetriebsüberschuss deckt alle institutionellen Sektoren ab, während sich das Selbstständigeneinkommen auf den Sektor der privaten Haushalte (einschließlich der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit) bezieht. Das Selbstständigeneinkommen kann als Gewinne der Selbstständigen oder der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit nach Abzug der Kosten betrachtet werden. Diese Gewinne beinhalten aber immer noch ein Entgelt für den Arbeitseinsatz der Selbstständigen. Eine gängige Methode zur Korrektur des im Selbstständigeneinkommen enthaltenen Arbeitseinkommens basiert auf der Annahme, dass Selbstständige den gleichen Durchschnittslohn erhalten wie Arbeitnehmer. Das so ermittelte kalkulatorische Arbeitseinkommen wird dann von der Komponente „Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen“ abgezogen.⁶ Diese Komponente beinhaltet auch das Einkommen aus Wohnungsdienstleistungen (d. h. Mieten, die sich auf alle institutionellen Sektoren einer Volkswirtschaft erstrecken, und unterstellte Mieten für selbst genutztes Wohneigentum, die nur den Sektor der Privathaushalte betreffen). Einkommen aus Selbstständigentätigkeit und Wohneigentum gelten nach herkömmlicher Lesart nicht als Unternehmensgewinne.⁷ Ein weiteres Element, das in diesem Zusammenhang erwähnenswert ist, ist der Verbrauch von Sachkapital. Er stellt erwirtschaftetes Kapitaleinkommen dar, kann aber auch als ein Kostenfaktor der Unternehmen für den Ersatz von abgeschriebenem Kapital angesehen werden.

⁶ Diese Bereinigung um das Einkommen der Selbstständigen wird in der Regel vorgenommen, wenn der Standardbeitrag der Gewinne zum BIP-Deflator des Euroraums ermittelt wird. Siehe beispielsweise Abbildung 1 in: Ó. Arce, E. Hahn und G. Koester, [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), a. a. O.

⁷ Eine ausführliche aktuelle Erörterung findet sich in: J. Haskel, [What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?](#), Rede am Peterson Institute for International Economics, Washington, 25. Mai 2023.

Ein besserer Näherungswert für die Unternehmensgewinne ist daher der Brutto- oder Nettobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den Sektorkonten. Dabei wird der Nettowert als Bruttobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften abzüglich des Verbrauchs von Sachkapital berechnet. Ein weiterer Aspekt, der bei der Gewinnbestimmung relevant ist, betrifft die Auswirkungen von Subventionen (die Teil der BIP-Komponente „Steuern abzüglich Subventionen“ sind). Je nach Empfänger sind solche Subventionen in den Gewinnen oder im Arbeitseinkommen enthalten und werden bei der Zerlegung des BIP-Deflators über die Subventionskomponente verrechnet. Die Corona- und die Energiekrise haben in den letzten Jahren zu außergewöhnlich hohen Subventionszahlungen geführt. Dies liegt daran, dass die staatliche Unterstützung für Arbeitsplatzsicherungsprogramme und Maßnahmen zur Bekämpfung der Energiekrise zum Teil über Subventionen erfolgte. Deshalb haben sich Subventionen in den vergangenen Jahren spürbar in den Arbeits- und Gewinnkomponenten niedergeschlagen.⁸ Solche an Unternehmen gezahlte Subventionen müssen natürlich von den Unternehmensgewinnen abgegrenzt werden. Ungeachtet dessen könnte sich jede zusätzliche Mittelzuführung über Subventionen grundsätzlich auf die Preisanpassungspläne der Unternehmen auswirken.

Sektorspezifische Daten legen nahe, dass die Entwicklung des Brutto- und des Nettobetriebsüberschusses der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entscheidend für den jüngsten Anstieg der Gewinne je BIP-Einheit insgesamt war. Wie bereits dargelegt, bilden der Brutto- und der Nettobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften den Unternehmensgewinn besser ab als die aus dem Bruttobetriebsüberschuss und dem Selbstständigeneinkommen bestehende Komponente, die sich auf die Gesamtwirtschaft bezieht. Aus Abbildung C wird ersichtlich, wie hoch die Beiträge des Nettobetriebsüberschusses, des Verbrauchs von Sachkapital und der sonstigen Einkommen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften an den in Abbildung B dargestellten Gewinnen je BIP-Einheit in der Gesamtwirtschaft sind. Die Aufschlüsselung in dieser Abbildung macht deutlich, dass sich zwar alle drei Komponenten in den vergangenen Quartalen erhöht haben, der Brutto- und der Nettobetriebsüberschuss der Unternehmen jedoch zuletzt eine dynamischere Entwicklung aufwiesen als die Gewinne je BIP-Einheit insgesamt. Damit waren sie wichtige Triebfedern des Anstiegs der Gewinne je BIP-

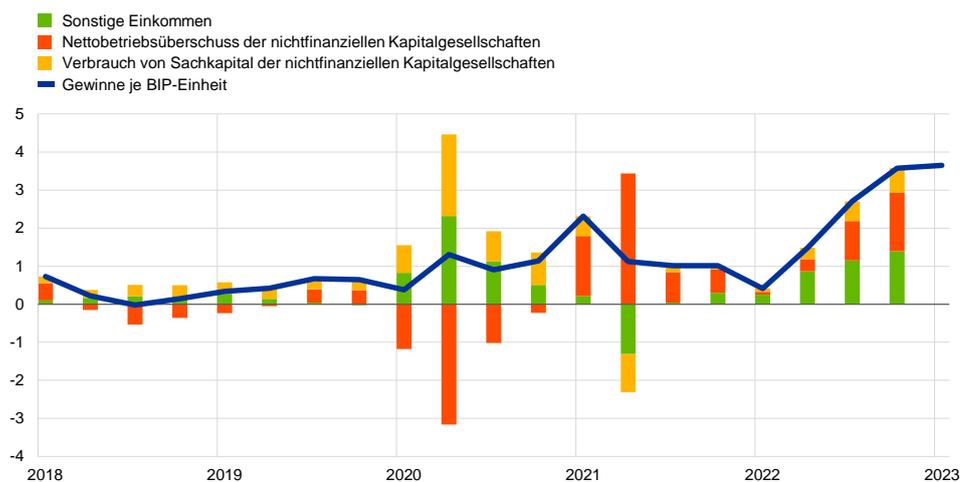
⁸ Die Subventionen im Zusammenhang mit den Arbeitsplatzsicherungsprogrammen in der coronabedingten Rezession zielten hauptsächlich darauf ab, die Arbeitseinkommen zu stabilisieren, und schlugen sich auch unmittelbar in dieser Einkommenskomponente nieder. Doch hatten sie auch sichtlichen Einfluss auf die Komponente der Gewinne je BIP-Einheit, die sich deutlich widerstandsfähiger zeigte als in früheren Rezessionen. Unternehmen sind im Allgemeinen bestrebt, ihre Beschäftigten in der Anfangsphase eines Abschwungs zu halten, und nehmen dafür niedrigere Gewinne je BIP-Einheit in Kauf. Im Kontext der coronabedingten Rezession scheint dieser Abwärtsdruck auf die Gewinne je BIP-Einheit jedoch durch den wesentlich verbreiteteren Einsatz von Arbeitsplatzsicherungsprogrammen abgemildert worden zu sein. Siehe EZB, [Zur Bedeutung von Gewinnmargen bei der Anpassung an den Covid-19-Schock](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2021, EZB, März 2021.

Einheit⁹ und trugen erheblich zum zunehmend kräftigen Wachstum des BIP-Deflators im zweiten Halbjahr 2022 bei. Dies zeigt, dass die Unternehmen Kostensteigerungen insgesamt nicht selbst aufgefangen haben. Vielmehr sind ihre Preiserhöhungen größer ausgefallen als die Kostenanstiege, was zur Beschleunigung der inländischen Inflation beigetragen hat.

Abbildung C

Aufschlüsselung des Beitrags der Gewinne je BIP-Einheit

(Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023 (Gewinne je BIP-Einheit) bzw. das vierte Quartal 2022 (Komponenten).

Der binnenwirtschaftliche Preisdruck im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften war in den vergangenen Quartalen stärker als in der Gesamtwirtschaft. Grund hierfür waren das kräftige Wachstum der Lohnstückkosten sowie ein überproportional hoher Beitrag des Betriebsüberschusses je BIP-Einheit (siehe Abbildung D). Das jährliche

Wachstum des BIP-Deflators im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stieg im vierten Quartal 2022 auf 7,2 %. Damit übertraf es den inländischen Preisdruck in der Gesamtwirtschaft um 1,5 Prozentpunkte. Dies stellte eine Abweichung von früheren Verlaufsmustern dar, bei denen die Zuwachsraten des BIP-Deflators im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften üblicherweise niedriger waren als der entsprechende Wert für die Gesamtwirtschaft.¹⁰ Der jüngste deutliche Anstieg des BIP-Deflators für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften spiegelte unter anderem das kräftige Wachstum der Lohnstückkosten in diesem

⁹ Während der Anteil des Brutto- und Nettobetriebsüberschusses der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften am gesamten Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen in der Gesamtwirtschaft bei 54 % bzw. 28 % lag, fiel der Anteil der beiden Komponenten am Beitrag der Gewinne je BIP-Einheit im zweiten Halbjahr 2022 mit knapp 60 % bzw. gut 40 % höher aus. Mit einem Anteil von rund 23 % bzw. 12 % am nominalen BIP trugen der Brutto- bzw. der Nettobetriebsüberschuss der Unternehmen etwa 36 % respektive 25 % zum gesamten Wachstum des BIP-Deflators bei.

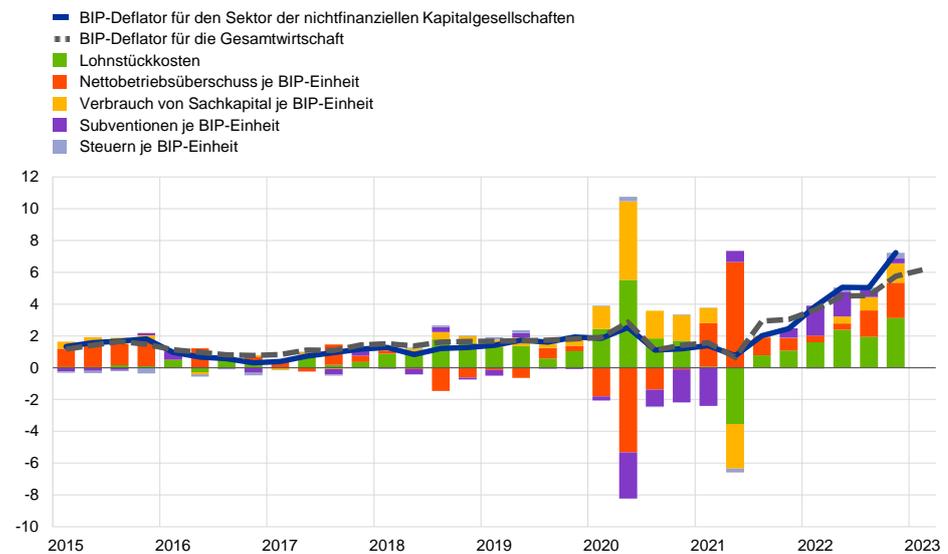
¹⁰ Im Zeitraum von 2002 bis 2021 (d. h. vor den jüngsten kräftigen Anstiegen) lag die durchschnittliche Wachstumsrate des BIP-Deflators für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bei 1,1 %, verglichen mit 1,6 % für die Gesamtwirtschaft. Hierbei ist zu beachten, dass der BIP-Deflator für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auf internen Schätzungen der EZB beruht und erst ab 2002 verfügbar ist.

Sektor wider. Deren jährliche Änderungsrate lag im vierten Quartal 2022 bei 5,1 % und war somit 0,6 Prozentpunkte höher als der Wert für die Gesamtwirtschaft. Gleichwohl trugen der Brutto- und der Nettobetriebsüberschuss im zweiten Halbjahr 2022 überproportional stark zum inländischen Preisdruck im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bei. Auf Bruttobasis belief sich der Anteil auf fast 50 %, auf Nettobasis auf gut 30 %. Beide Werte waren somit deutlich höher als der jeweilige Beitrag zum nominalen BIP (von rund 40 % bzw. 20 %).

Abbildung D

BIP-Deflator für den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Beiträge

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich das erste Quartal 2023 (BIP-Deflator für die Gesamtwirtschaft) bzw. auf das vierte Quartal 2022 (alle übrigen Daten).

Anhand traditioneller makroökonomischer Bestimmungsfaktoren ergäbe sich eine deutlich schwächere Entwicklung der Gewinne je BIP-Einheit, was den Schluss nahelegt, dass deren zuletzt verzeichnetes Wachstum überwiegend von unüblicheren Faktoren bestimmt wurde. Gemeinhin werden die Gewinne je BIP-Einheit besonders stark vom Konjunkturzyklus und den Terms of Trade beeinflusst.¹¹ Daher wäre zu erwarten gewesen, dass die bis zum ersten Quartal 2023 beobachtete Konjunkturabschwächung und die negative Entwicklung der Terms of Trade im Jahr 2022 dämpfend auf die Gewinne je BIP-Einheit gewirkt hätten. Grund für den ungewöhnlich kräftigen Auftrieb bei den Gewinnen je BIP-Einheit ist indes zum einen, dass die Nachfrage in vielen Sektoren das Angebot übertraf. Dies ist darauf zurückzuführen, dass es in der Zeit der Pandemie in vielen Branchen zu Angebotsengpässen und im Anschluss daran zu einem Nachfragestau kam. Zum anderen machte es die starke Preisdynamik bei den Vorleistungen (z. B. bei Energie) einfacher für die Firmen, ihre Preise anzuheben. In einer derartigen Situationen ist es nämlich schwieriger zu erkennen, ob ein Preisanstieg durch

¹¹ Siehe EZB, [Einfluss der Gewinnentwicklung auf den binnenwirtschaftlichen Preisdruck im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 6/2019, September 2019; EZB, [Zur Bedeutung von Gewinnmargen bei der Anpassung an den Covid-19-Schock](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021.

höhere Kosten oder höhere Gewinne je BIP-Einheit verursacht wird.¹² Auch könnte die Erwartung weiterer kräftiger Preissteigerungen bei Vorleistungen die Unternehmen veranlasst haben, Preiserhöhungen vorzuziehen, um so Preisänderungen im Zeitverlauf zu glätten.¹³ Hinzu kommt, dass die durch den Terms-of-Trade-Schock bedingten hohen Inflationsraten zu einem signifikanten Realeinkommensverlust in der heimischen Wirtschaft geführt haben, den die Beschäftigten und die Unternehmen möglicherweise zu kompensieren versucht haben.

Die Bedeutung der (Unternehmens)gewinne für die Inflationsentwicklung wurde unlängst auch anhand geschätzter Preisaufschläge und Gewinnmargen beleuchtet, die aus den Unternehmensabschlüssen abgeleitet werden. Zwar bestätigen andere Studien auf Basis von Daten zu Gewinnen und Gewinnen je BIP-Einheit aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen die in diesem Kasten dargelegten Erkenntnisse¹⁴, doch die Tatsache, dass die aus Unternehmensabschlüssen abgeleiteten Schätzungen der Preisaufschläge und Gewinnmargen im Wesentlichen unverändert geblieben sind, wird oftmals als Indiz dafür interpretiert, dass die Rolle der Gewinne in Bezug auf die Inflation nicht ganz so eindeutig ist.¹⁵ Vergleiche der zugrunde liegenden Konzepte und stilisierte Beispiele dafür, wie diese verschiedenen Indikatoren auf einen Vorleistungskostenschock reagieren, verdeutlichen jedoch, dass ihre jeweiligen Entwicklungen tatsächlich ein in sich stimmiges Bild ergeben.

In einer Situation mit rapide steigenden Vorleistungskosten sind die weitgehend unveränderten Preisaufschläge durchaus mit einem erhöhten Inflationsdruck durch die Gewinne je BIP-Einheit kompatibel. Die Rolle, die Gewinne im Hinblick auf die Inflation spielen, hat in jüngster Zeit vermehrte Aufmerksamkeit in der ökonomischen Fachliteratur gefunden. Dabei stand die Frage im Blickpunkt, ob aus den Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen Erkenntnisse zum Verhalten der Unternehmen gewonnen werden können. Der mikroökonomischen Theorie zufolge setzen Unternehmen ihre Preise in der Regel mit einem Aufschlag auf ihre Grenzkosten an. Dementsprechend kann Preisdruck sowohl aus den Grenzkosten als auch aus dem Preisaufschlag erwachsen. Üblicherweise werden Preisaufschläge herangezogen, um die Preissetzungsstrategien der Unternehmen zu beurteilen. Diese gelten als unverändert, wenn der Preisaufschlag unverändert ist. Bei kräftigen Kostensteigerungen impliziert ein unveränderter Aufschlag, dass die Gewinne je BIP-Einheit ähnlich stark steigen wie

¹² Belege für den Zusammenhang zwischen Inflation und Gewinnwachstum finden sich in: M. Andler und A. Kovner, [Do corporate profits increase when inflation increases?](#), Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 13. Juli 2022.

¹³ Siehe A. Glover, J. Mustré-del-Río und A. von Ende-Becker, [How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?](#), Economic Review, Bd. 108, Nr. 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, erstes Quartal 2023.

¹⁴ Siehe beispielsweise J. Ragnitz, [Gewinninflation und Inflationsgewinner](#), ifo Institut, 7. Dezember 2022; A. Capolongo, M. Kühl und V. Skovorodov, [Firms' profits: cure or curse?](#), ESM Blog, 12. Mai 2023; Europäische Kommission, [Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges](#), 15. Mai 2023.

¹⁵ Zu den Preisaufschlägen siehe beispielsweise F. Colonna, R. Torrini und E. Viviano, [The profit share and firm mark-up: how to interpret them?](#), Occasional Paper Nr. 770 der Banca d'Italia, 2023. Zur Ableitung von Gewinnmargen aus Unternehmensabschlüssen siehe C. Schlautmann, [Inflation oder „Gierflation“ – Was sich von Großkonzernen lernen lässt](#), Handelsblatt, 11. Mai 2023.

die Kosten. Aus Unternehmenssicht kann ein stabiler Preisaufschlag als eine unveränderte Preissetzungsstrategie betrachtet werden. In dieser Hinsicht könnten stabile Preisaufschläge nicht als aktiv inflationstreibend bewertet werden, denn die Gewinne weisen in diesem Fall schlicht die gleiche hohe Dynamik auf wie die Kosten im Allgemeinen. Aus makroökonomischer Sicht und aus Sicht der Inflationsanalyse trägt allerdings jeder Anstieg einer Preiskomponente zur Teuerung bei, unabhängig davon, ob sich das zugrunde liegenden Preissetzungsverhalten verändert hat.¹⁶

In Tabelle A finden sich stilisierte Beispiele für die Entwicklung der Preisaufschläge und der Gewinne je BIP-Einheit als Reaktion auf einen Vorleistungskostenschock. In der Tabelle wird auf Grundlage einer

hypothetischen Kostenstruktur zwischen zwei Fällen unterschieden: In Fall 1 bleibt der Aufschlag auf die Gesamtkosten nach einem Vorleistungskostenschock unverändert. In Fall 2 wird lediglich der reine Anstieg der Vorleistungskosten auf den Verkaufspreis überwältigt (wodurch sich der Aufschlag ändert). In Fall 1 führt ein Anstieg der Vorleistungskosten um 67 % in der Periode T1 zu einer Erhöhung der Gesamtkosten um 33 %. Bleibt der Aufschlag auf die Gesamtkosten konstant bei 20 %, legen auch die Gewinne der Unternehmen und die Gewinne je BIP-Einheit um 33 % zu und verstärken damit zusätzlich zum ursprünglichen Vorleistungskostenschock die Inflation. In Fall 2 steigen die Vorleistungskosten und die Gesamtkosten in gleichem Umfang wie in Fall 1, doch nur der reine Kostenanstieg wird auf den Preis umgelegt. Die Gewinne werden indes nicht als Reaktion auf den Vorleistungskostenschock angepasst. Der Preis erhöht sich in dieser Situation um 28 % und somit weniger stark als in Fall 1, wodurch sich der Preisaufschlag verringert. Die Gewinne und die Gewinne je BIP-Einheit bleiben unverändert und tragen daher nicht zur Teuerung bei. Anhand dieser Beispiele wird klar, dass bei einem Vorleistungskostenschock ein Anstieg der Gewinne je BIP-Einheit und deren Inflationsbeitrag durchaus mit einem konstanten Preisaufschlag und somit auch mit einem unveränderten Preissetzungsverhalten kompatibel sein kann. Die Beispiele zeigen außerdem, dass bei einem Vorleistungskostenschock der Preisaufschlag sinken muss, damit die Gewinne je BIP-Einheit unverändert bleiben.

¹⁶ Colonna et al., a. a. O., weisen auch nach, dass Änderungen der Gewinnquote nicht immer mit Änderungen des Preisaufschlags übereinstimmen. Zudem kann die Gewinnquote – wie auch der Gewinn je BIP-Einheit – nicht als eindeutiger Indikator für Veränderungen des Preissetzungsverhaltens herangezogen werden.

Tabelle A

Stilisiertes Beispiel für die Entwicklung von Gewinnindikatoren als Reaktion auf einen Vorleistungskostenschock

Indikatoren auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen	Ursprünglicher Zeitraum (T0)	Fall 1		Fall 2	
		Annahme: Preisaufschlag konstant		Annahme: Preisaufschlag nicht konstant	
		T1	Veränderung T0 zu T1 in %	T1	Veränderung T0 zu T1 in %
Aufschlag auf die Gesamtkosten	20 %	20 %	0 %	15 %	-25 %
Einheiten des realen BIP	100	100	0 %	100	0 %
Vorleistungskosten	6 000	10 000	67 %	10 000	67 %
Lohnkosten	6 000	6 000	0 %	6 000	0 %
Gesamtkosten = Vorleistungskosten + Lohnkosten	12 000	16 000	33 %	16 000	33 %
Gewinne	2 400	3 200	33 %	2 400	0 %
Nominale Bruttoproduktion = Gesamtkosten + Gewinne	14 400	19 200	33 %	18 400	28 %
Gewinne je BIP-Einheit = Gewinne/Einheiten des realen BIP	24	32	33 %	24	0 %
Preis = nominale Bruttoproduktion/Einheiten des realen BIP	144	192	33 %	184	28 %
Gewinnquote = Gewinne/(Gewinne + Lohnkosten)	29 %	35 %	22 %	29 %	0 %
Gewinnquote = Gewinne/nominale Bruttoproduktion	17 %	17 %	0 %	13 %	-22 %

Quelle: EZB.

Anmerkung: In Fall 1 wird unterstellt, dass der Aufschlag auf die Gesamtkosten konstant bleibt. In Fall 2 hingegen wird dieser Aufschlag unter der Annahme berechnet, dass der Preis nur die zusätzlichen Vorleistungskosten, aber keine zusätzlichen Gewinne widerspiegelt.

In einer Situation mit sprunghaft steigenden Vorleistungskosten können unveränderte Bruttogewinnmargen in den Unternehmensabschlüssen auch mit einem erhöhten Inflationsdruck durch die Gewinne konsistent sein. Wie

bereits erwähnt, ist die Bruttogewinnmarge ein häufig verwendeter Indikator der Gewinnmargen, der sich aus den Unternehmensabschlüssen ableiten lässt. Sie wird definiert als Bruttogewinn dividiert durch den Umsatz. Ungeachtet der Unterschiede in den zugrunde liegenden Konzepten und in den Datenquellen kann die Bruttogewinnmarge im Großen und Ganzen als Gegenstück zur Gewinnquote (definiert als Quotient aus Gewinnen und nominaler Bruttoproduktion) in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen betrachtet werden. Auf dieser Grundlage lässt sich aus Tabelle A ableiten, dass die Bruttogewinnmarge in Fall 1 (konstanter Preisaufschlag) unverändert bleibt und dass diese unveränderte Bruttogewinnmarge mit steigenden Gewinnen je BIP-Einheit und einem zunehmenden Inflationsdruck durch die Gewinne kompatibel ist. In Fall 2 (in dem sich nur die gestiegenen Vorleistungskosten im Preis widerspiegeln und die Gewinne je BIP-Einheit unverändert bleiben) sinkt die Bruttogewinnmarge, da die Bruttogewinne unverändert bleiben, der Umsatz aber steigt.

Insgesamt sind die Gewinne je BIP-Einheit in den letzten Quartalen kräftig gestiegen und haben einen spürbaren Beitrag zum binnenwirtschaftlichen Preisdruck im Euroraum geleistet. Allerdings dürften sie zum Teil als Puffer gegen die Weitergabe der Lohnkostenanstiege wirken. Ein kräftiges Wachstum

zeigte sich nicht nur beim breiten Indikator der Gewinne je BIP-Einheit, der anhand von Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeinkommen berechnet wird. Auch die enger definierten Gewinnindikatoren, die in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen enthalten sind und in engerem Zusammenhang mit den Unternehmensgewinnen stehen, haben stark zugelegt. Im Kontext sprunghaft steigender Vorleistungskosten ist dieses Bild einer dynamischen Entwicklung der Gewinne je BIP-Einheit und eines Aufwärtseffekts auf die Inflation mit den weitgehend unveränderten Preisaufschlägen und Bruttogewinnmargen (auf Basis der Unternehmensabschlüsse) kompatibel. Was die Zukunft betrifft, so sollten die allmähliche Auflösung des pandemiebedingten Nachfragestaus, die Lockerung von Lieferengpässen und die dämpfende Wirkung der geldpolitischen Straffung dazu beitragen, dass die Unternehmen verstärkt unter Druck geraten, das kräftige Lohnwachstum und den damit einhergehenden Anstieg der Lohnstückkosten über die Gewinne je BIP-Einheit aufzufangen.

Entwicklung der Lohnquote im Euroraum seit Beginn der Pandemie

Katalin Bodnár und Matthias Mohr

Die jüngste Konjunktorentwicklung und der Inflationsanstieg haben Fragen aufgeworfen, wie sich das Einkommen auf die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital verteilt.

Eine geeignete Messgröße zur Erfassung einiger dieser Verteilungsfragen ist die Lohnquote. Sie stellt den Anteil des auf die Löhne entfallenden nominalen Inlandseinkommens dar. Im vorliegenden Kasten entspricht die Lohnquote dem gesamten Arbeitnehmerentgelt (bereinigt um den Anteil der Selbstständigen) dividiert durch die nominale Bruttowertschöpfung.¹ Mit der Lohnquote eng verbunden sind die Gewinnmargen.² In ihrer Entwicklung spiegeln sich langfristige strukturelle Faktoren wie beispielsweise technologische Veränderungen, die Globalisierung, sektorale Umverteilungen und institutionelle Merkmale (darunter regulatorische Änderungen an den Arbeits- und Gütermärkten und die Rahmenbedingungen für die Festsetzung von (Mindest-)Löhnen), aber auch stärker mittelfristige konjunkturelle Faktoren wie die angespannte Lage am Arbeitsmarkt und die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer wider.³ Die Lohnquote kann ein wichtiger Indikator für den Inflationsdruck sein, der durch Zweitrundeneffekte auf die Preise entsteht.

Seit Beginn des Angriffskriegs Russlands gegen die Ukraine ist die Lohnquote im Euroraum nach gewissen Schwankungen während der Corona-Pandemie gesunken

(siehe Abbildung A). Ende 2019 lag sie bei gut 62 % und damit in der Nähe ihres langfristigen Durchschnitts. Nach Ausbruch der Pandemie stieg sie im zweiten Quartal 2020 merklich an, und zwar auf mehr als 65 %. Darin spiegelte sich die Entkopplung des Wertschöpfungswachstums vom Entgeltzuwachs wider, was der umfangreichen Nutzung von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung geschuldet war. Während der pandemiebedingten Einschränkungen sank die Produktion, und die Beschäftigten arbeiteten weniger Stunden als gewöhnlich. Allerdings konnten im Rahmen der Programme zur Arbeitsplatzsicherung die Beschäftigungsverhältnisse aufrechterhalten werden, und Verluste beim Arbeitseinkommen wurden teilweise durch den Staat oder Arbeitgeber ausgeglichen. In den Volkswirtschaftlichen

¹ Die Bereinigung um Selbstständige im Zähler erfolgt unter der Annahme, dass Selbstständige durchschnittlich pro Person dasselbe Arbeitseinkommen erwirtschaften wie Arbeitnehmer der jeweiligen Branche. Die „nominale Bruttowertschöpfung“ im Nenner enthält die Summe aus inländischen Faktoreinkommen (Arbeitnehmerentgelt, Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen), Verschleiß von Sachkapital (oder Abschreibungen) und „sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen“ und entspricht dem „Bruttoinlandsprodukt zu Herstellungspreisen“. Verweise auf Wirtschaftssektoren beziehen sich auf sämtliche Wirtschaftszweige gemäß NACE, einschließlich öffentlicher Dienstleistungen. Letztere umfassen die öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Erziehung und Unterricht sowie das Gesundheitswesen. Definitionsgemäß beträgt die Lohnquote im institutionellen Sektor Staat 100 %, denn eine Leistungserbringung durch den Staat wird nicht – oder nur in geringem Maße – am Markt verkauft. Aus diesem Grund lässt sich für den Sektor Staat keine Lohnquote berechnen.

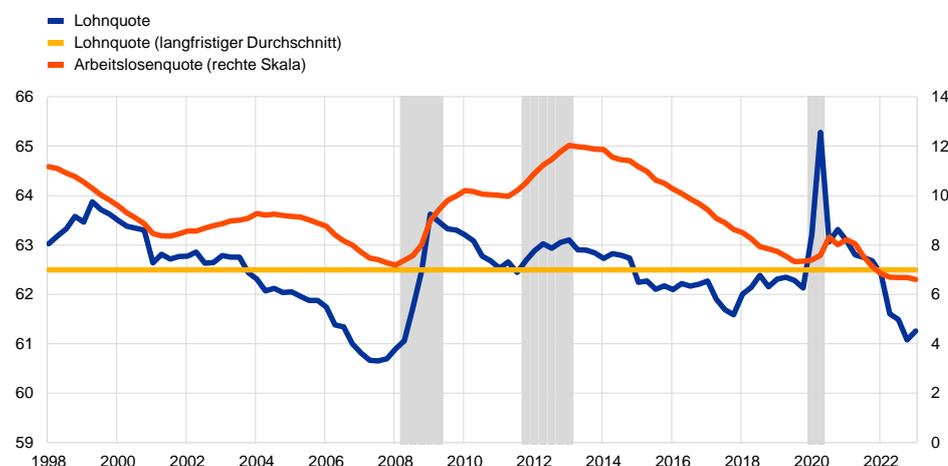
² Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

³ Siehe etwa A. Guschanski und Ö. Onaran, The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD, *Socio-Economic Review*, Bd. 20, Ausgabe 3, 2022, S. 1091-1124; A. Velasquez, *Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share*, *Working Paper des IWF*, Nr. 23/32, 2023.

Gesamtrechnungen wurde ein erheblicher Teil dieser Zahlungen als Lohn Einkommen erfasst.⁴ Folglich ist das gesamte Arbeitnehmerentgelt weniger stark gesunken als die Bruttowertschöpfung. Anfang 2022 waren die Programme zur Arbeitsplatzsicherung im Zuge der wieder anziehenden Konjunktur weitgehend ausgelaufen, und die Lohnquote hatte sich nahezu auf ihr Vorpandemieniveau verringert. Danach sank sie stetig bis Ende 2022 und betrug im Schlussquartal 2022 gut 61 %. Im ersten Jahresviertel 2023 stieg sie geringfügig an, lag aber immer noch unter ihrem langfristigen Durchschnitt und etwa 0,9 Prozentpunkte unterhalb des im vierten Quartal 2019 erreichten Niveaus.

Abbildung A
Lohn- und Arbeitslosenquote im Euroraum

(linke Skala: in % der nominalen Bruttowertschöpfung; rechte Skala: in % der Erwerbspersonen)



Quellen: Eurostat, Euro Area Business Cycle Network (EABCN) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023. Die für den Zeitraum 1998-2023 errechnete langfristige durchschnittliche Lohnquote beträgt 62,4 % und entspricht damit dem langfristigen Durchschnitt bis Ende 2019. Die schattierten Bereiche stellen die vom EABCN datierten Rezessionsphasen dar. Im Einklang mit der Einschätzung des CEPR-EABCN Euro Area Business Cycle Dating Committee vom 27. März 2023 ist die technische Rezession zum Jahreswechsel nicht in der Abbildung enthalten.

Als ein weit gefasster stilisierter Fakt weist die Lohnquote einen antizyklischen Verlauf auf: Sie steigt zu Beginn einer Rezession und sinkt bei einsetzender Erholungsphase. Veranschaulicht wird dies in Abbildung A. Dort lässt sich die – ebenfalls antizyklische – Arbeitslosenquote als Näherungsgröße für den Konjunkturzyklus betrachten. Darüber hinaus sind dort auch die Rezessionen im Euroraum abgebildet. Der antizyklische Charakter der Lohnquote ergibt sich dadurch, dass Gewinne und Löhne unterschiedlich rasch auf wirtschaftliche Schocks reagieren. Zu Beginn einer Rezession tragen Gewinne in der Regel am stärksten zu einem Einkommensrückgang bei und führen damit zu einer Erhöhung der Lohnquote. Bei einsetzender Erholung steigen sie wieder kräftig an und bewirken einen Rückgang der Lohnquote.⁵ So lag die Lohnquote zu Beginn der

⁴ Siehe EZB, [Lohnentwicklung und die maßgeblichen Einflussfaktoren seit Beginn der Pandemie](#), *Wirtschaftsbericht* 8/2022, Januar 2023; EZB, [Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts je Stunde und je Arbeitnehmer seit Beginn der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, in: Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf den Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet, *Wirtschaftsbericht* 8/2020, Januar 2021; EZB, [Kurzarbeitsregelungen: Auswirkungen auf Löhne und verfügbares Einkommen](#), Kasten 6, *Wirtschaftsbericht* 4/2020, Juni 2020.

⁵ Siehe IWF, [The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession](#), *World Economic Outlook*, April 2012, S. 36-37.

Finanzkrise 2008 und der Staatsschuldenkrise im Euroraum 2010–2012 bei einer überhitzten Konjunkturlage auf niedrigem Niveau. Während der beiden folgenden Rezessionsphasen vor der Pandemie stieg sie bedingt durch sinkende Gewinne und eine Arbeitskräftehortung kräftig an und sank erneut während des Aufschwungs. Sie erhöhte sich außerdem mit Beginn der Covid-19-Krise und dem anschließenden sprunghaften Anstieg der Energiepreise. Hier jedoch war die Ausgangslage eine andere. Entstanden die Schocks während der Finanzkrise vor allem auf der Nachfrageseite, was einen Rückgang der Gewinne zur Folge hatte, wurde die Wirtschaft nun von mehreren angebotsseitigen Schocks erfasst. Obschon die Lage am Arbeitsmarkt angespannter und die Arbeitslosigkeit niedriger ist als vor und während der Finanzkrise (wodurch eine höhere Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer zu erwarten wäre), erweist sich das aktuelle Umfeld für einen Anstieg der Gewinnmargen als günstiger.

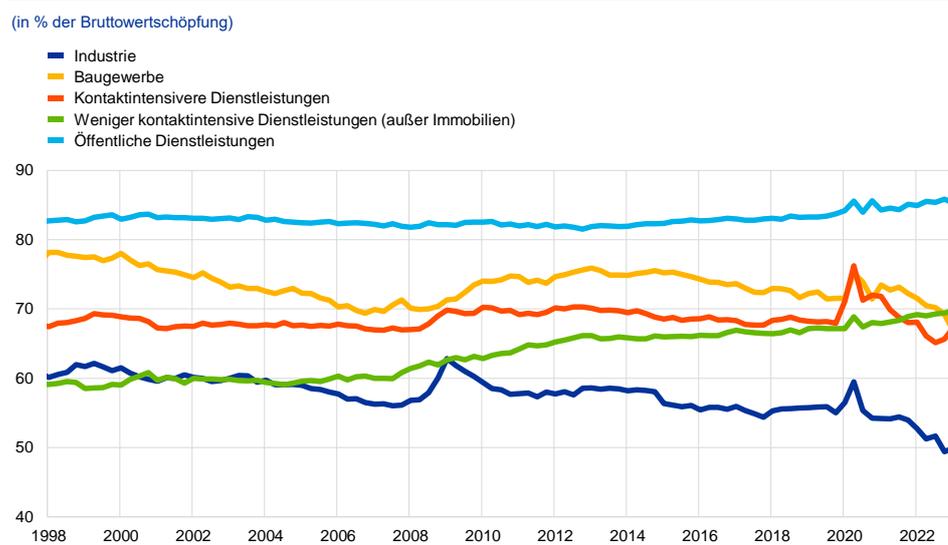
Am deutlichsten gab die Lohnquote ab Anfang 2022 in der Industrie und im Baugewerbe nach. Bei den weniger kontaktintensiven privaten Dienstleistungen und den öffentlichen Dienstleistungen hingegen erhöhte sie sich. Ungeachtet der pandemiebedingten Schwankungen stieg die Lohnquote in den letztgenannten Sektoren sogar noch höher, als der Aufwärtstrend vor der Pandemie hätte vermuten lassen (siehe Abbildung B).⁶ Grund hierfür dürfte in beiden Sektoren das zuletzt kräftige Lohnwachstum sein. Weniger kontaktintensive Marktbereiche erbringen Leistungen vornehmlich für andere Wirtschaftszweige, einschließlich der Industrie. Der Anstieg der Lohnquote in diesen Bereichen (vor und nach der Pandemie) könnte teilweise mit der rückläufigen Lohnquote im Industriesektor und der Auslagerung besonders hoch bezahlter freiberuflicher Dienstleistungen (z. B. Buchhaltung und Rechtsberatung) auf stärker spezialisierte Anbieter im Zusammenhang stehen. Die seit der Pandemie beschleunigte Digitalisierung, die mehr Fachkräfte mit höherer Qualifikation und Bezahlung erfordert, könnte diese Entwicklungen zusätzlich vorangetrieben haben.⁷ Bei den kontaktintensiveren Dienstleistungen, insbesondere in den Bereichen Handel, Verkehr und Gastgewerbe, ging die Lohnquote Anfang 2022 zurück, hat sich aber zuletzt wieder erholt. In der Industrie und im Baugewerbe hingegen sinkt sie deutlicher und anhaltend. Der jüngste Rückgang könnte zum Teil den pandemiebedingten Arbeitskräftemangel widerspiegeln. Dementsprechend müssen Arbeitgeberinnen und Arbeitgeber offene Stellen unter Umständen mit geringer qualifiziertem und

⁶ Nur mit Blick auf die Marktwirtschaft (d. h. ohne öffentliche Dienstleistungen) ist die Lohnquote seit dem Schlussquartal 2019 um 1,2 Prozentpunkte zurückgegangen. Vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2023 stieg das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im öffentlichen Sektor und den weniger kontaktintensiven Sektoren um 9,5 % bzw. 12,4 %. In der Gesamtwirtschaft betrug der Anstieg indessen 11,3 %. Die Zahl der Beschäftigten in diesen weit gefassten Sektoren erhöhte sich ebenfalls deutlich, und zwar um 4,8 % bzw. 6,1 %; in der Gesamtwirtschaft stieg sie um 3,1 %.

⁷ Empirische Belege für die Auslagerung von Dienstleistungen finden sich in: P. Baker, N. Foster-McGregor, J. Koenen, S. M. Leitner, J. Schrickler, R. Stehrer, T. Strobel, J. Vermeulen, H.-G. Vieweg und A. Yagafarova, *The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation*, wiiw Research Report des Wiener Instituts für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Nr. 404, Juli 2015; M. Falk und F. Peng, The increasing service intensity of European manufacturing, *The Service Industries Journal*, Bd. 33(15-16), 2013, S. 1686-1706; R. Schettkat und L. Yocarini, The shift to services employment: A review of the literature, *Structural Change and Economic Dynamics*, Bd. 17(2), 2006, S. 127-147. Die empirische Evidenz zu den langfristigen Auswirkungen der Digitalisierung und Automatisierung auf die Löhne und Lohnquote, die offenbar weitgehend von der Struktur der Volkswirtschaft und ihren Arbeitsmarktinstitutionen abhängen, ist insgesamt uneinheitlich. Siehe hierzu Work stream on digitalisation, *Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area*, *Occasional Paper Series der EZB*, Nr. 266, 2021.

bezahltem Personal besetzen. Der Anteil zugewanderter Arbeitskräfte im Euroraum (die in der Regel weniger verdienen als einheimische Beschäftigte) ist von 7,9 % im vierten Quartal 2019 auf 8,6 % im vierten Quartal 2022 gestiegen. Auch dies könnte zur insgesamt rückläufigen Lohnquote beigetragen haben.

Abbildung B
Lohnquote in den wichtigsten Teilsektoren im Euroraum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023. Zu den kontaktintensiveren Dienstleistungen zählen Handel, Verkehr, Gastgewerbe und sonstige Dienstleistungen. Weniger kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Information und Kommunikation, Finanz- und Versicherungsdienstleistungen sowie freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen.

Die Verlagerung der Wirtschaftsaktivität zwischen den Sektoren war für den jüngsten Rückgang der aggregierten Lohnquote im Euroraum ohne

Bedeutung. Veränderungen der aggregierten Lohnquote können durch sektorale Veränderungen verursacht werden, wenn Sektoren mit einer traditionell niedrigeren (oder höheren) Lohnquote einen größeren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung leisten. Aus einer Shift-Share-Analyse geht jedoch hervor, dass eine Verschiebung der Anteile der wichtigsten Wirtschaftszweige an der Wertschöpfung hin zu Sektoren mit einer niedrigeren Lohnquote nur geringfügig – nämlich mit -0,1 Prozentpunkten – zur Abnahme der Lohnquote beitrug. Erklären lässt sich Letztere vielmehr überwiegend durch rückläufige Entwicklungen in Teilsektoren, die seit dem Schlussquartal 2019 einen Beitrag von -0,6 Prozentpunkten zum Gesamtrückgang der Lohnquote leisteten.⁸

Sinkende reale Verbraucherlöhne spiegeln die niedrigere Lohnquote und die sich verschlechternden Terms of Trade wider. Die Auswirkungen der Reallohnverluste auf die Einkommen der privaten Haushalte konnten jedoch mithilfe finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen teilweise abgefedert werden.

⁸ Ein weiterer negativer Beitrag von rund 0,2 Prozentpunkten entstammte einer Residualkomponente, die eine negative Korrelation zwischen den sektoralen Niveaus der Lohnquote und ihren jeweiligen Veränderungen widerspiegelte. Die Berechnung erfolgt nach der Shift-Share-Analyse der Produktivität in: C. Denis, K. McMorow und W. Röger, [An analysis of EU and US productivity developments \(a total economy and industry level perspective\)](#), *European Economy – Economic Papers der Europäischen Kommission*, Nr. 208, 2004, S. 78.

Seit Ausbruch des Krieges in der Ukraine sind die realen Verbraucherlöhne gesunken. Dies bedeutet, dass der jüngste Terms-of-Trade-Schock und seine Auswirkungen auf den Anstieg der Verbraucherpreise zum Teil von den Beschäftigten aufgefangen werden (siehe Abbildung C). Im ersten Quartal 2023 war bei den Reallöhnen eine teilweise Erholung zu verzeichnen. Eine Aufschlüsselung der Reallöhne in Lohnquote, Terms of Trade und Produktivität ist mechanisch und kann die Endogenität der Entwicklungen (z. B. zwischen Lohnquote und Produktivitätswachstum) nicht berücksichtigen. Sie veranschaulicht jedoch, wie die Entwicklung der Lohnquote und jene des realen Lohnwachstums in den vergangenen Quartalen zusammengewirkt haben. Einerseits spiegeln sich darin gestaffelte Tarifverhandlungen wider, was bedeutet, dass sich Löhne langsamer anpassen als Preise und Gewinne. Andererseits begrenzten staatliche Stützungsmaßnahmen – im Umfang von 1,9 % des Euroraum-BIP im Jahr 2022 – die Auswirkungen der hohen Teuerung (vor allem bei Energie) auf einkommensschwache Haushalte und minderten den Einfluss der Reallohnverluste auf das Einkommen.⁹ Diese Stützungsmaßnahmen könnten dazu beigetragen haben, sowohl der Volatilität der Realwirtschaft als auch den Auswirkungen der hohen Inflation entgegenzuwirken. Daher dürfte der Rückgang der Lohnquote die tatsächlichen Veränderungen in der Einkommensverteilung überzeichnen. Da die Gesamtinflation sinkt, nimmt das nominale Lohnwachstum zu. Es ist anzunehmen, dass die damit einhergehende Steigerung der Lohnstückkosten von den Gewinnen aufgefangen wird und dass sich die Lohnquote weiter erholt und wieder ihrem langfristigen, vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt annähert.¹⁰

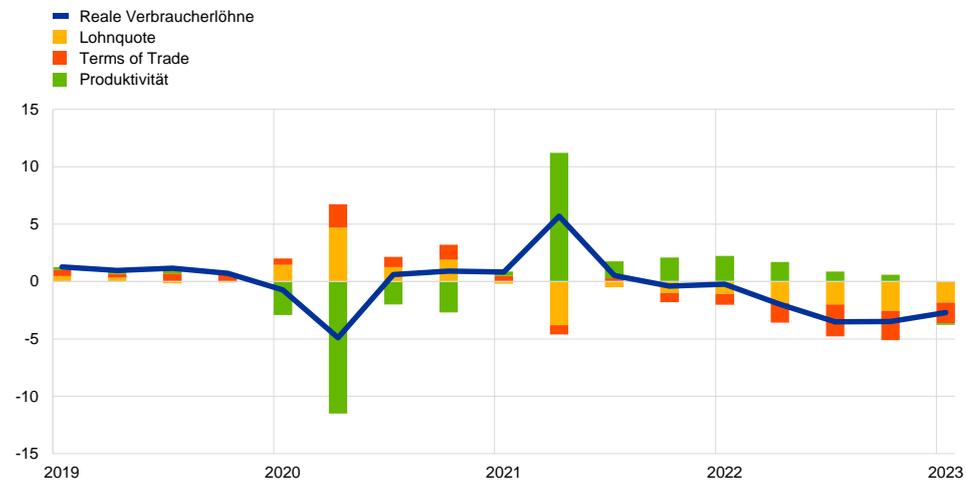
⁹ Siehe EZB, [Wer zahlt die Zeche? Die ungleichen Auswirkungen des jüngsten Energiepreisschocks](#), Kasten 5, *Wirtschaftsbericht 2/2023*, März 2023; EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euroraum auf die Energiekrise und die hohe Inflation – eine aktuelle Einschätzung](#), Kasten 9, *Wirtschaftsbericht 2/2023*, März 2023.

¹⁰ Siehe Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

Abbildung C

Lohnquote und reale Verbraucherlöhne im Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2023. „Terms of Trade“ sind hier definiert als das Verhältnis des Wertschöpfungsdeflators zum Deflator der privaten Konsumausgaben. Letzterer enthält im Gegensatz zum Wertschöpfungsdeflator die Preise für importierte Waren und Dienstleistungen.

5 Unternehmenserwartungen zur Verkaufspreisentwicklung – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage

Annalisa Ferrando, Asger Munch Gronlund und Erzsebet Judit Rariga

Im vorliegenden Kasten werden die Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Entwicklung ihrer Verkaufspreise für den Zeitraum von April 2023 bis April 2024 erörtert. Das Hauptaugenmerk gilt dabei den Unterschieden zwischen Einzelhandel und Nicht-Einzelhandel. Die jüngste, in der Zeit vom 6. März bis zum 14. April 2023 durchgeführte Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln (SAFE-Umfrage) umfasste zwei Ad-hoc-Fragen zu den subjektiven Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf Veränderungen bei a) ihren Verkaufspreisen und b) den Löhnen ihrer gegenwärtig beschäftigten Arbeitnehmer in den kommenden zwölf Monaten.¹ Der vorliegende Kasten befasst sich ausschließlich mit den Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Entwicklung ihrer Verkaufspreise. Da bei der SAFE-Umfrage sowohl Unternehmen befragt wurden, die ihre Produkte und Dienstleistungen an andere Unternehmen veräußern, als auch Unternehmen, die Verkäufe an die Verbraucher tätigen, beziehen sich die durchschnittlichen Verkaufspreiserwartungen sowohl auf Erzeuger- als auch auf Verbraucherpreise. Es wurde daher gemäß der Wirtschaftszweigklassifikation NACE² eine Einteilung der Unternehmen in zwei große Sektoren vorgenommen: den Einzelhandel und den Nicht-Einzelhandel. Auf diese Weise wird zwischen Unternehmen, die Vorleistungsgüter, Endprodukte und Dienstleistungen an andere Unternehmen verkaufen, und Unternehmen, die direkte Verkäufe an die Endverbraucher tätigen, unterschieden.³

¹ Nähere Einzelheiten zu den Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Lohnentwicklung finden sich in Kasten 1 „Ad hoc questions – Firms’ expectations about selling prices and wages“ des [Berichts](#) über die 28. SAFE-Umfrage (Oktober 2022 bis März 2023).

² Die „Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft“ (NACE) stellt die Klassifikation der Wirtschaftszweige in der Europäischen Union dar.

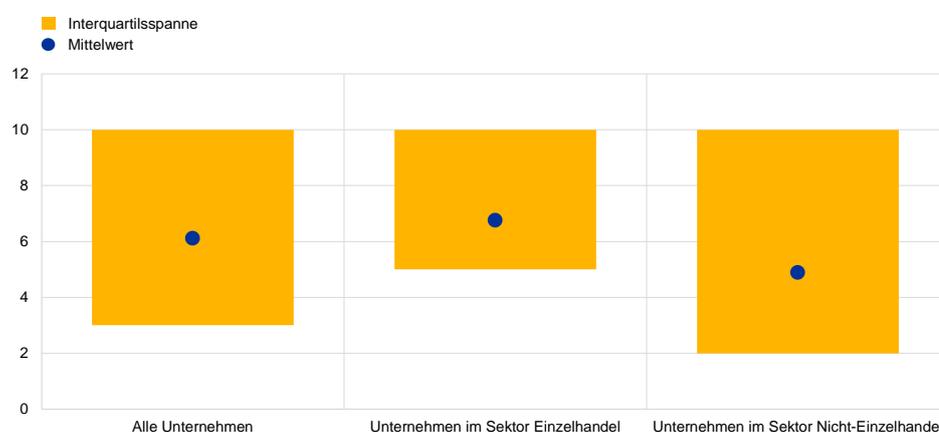
³ Die hier als „Unternehmen im Sektor Einzelhandel“ definierte Gruppe umfasst Unternehmen, die überwiegend in den Bereichen Einzelhandel, Automobilhandel, Personenbeförderung sowie Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie tätig sind, welche durch den HVPI abgedeckt sind. Die als „Unternehmen im Sektor Nicht-Einzelhandel“ definierte Gruppe umfasst Unternehmen, die hauptsächlich im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe aktiv sind. Diese Gruppe steht in einem engeren Zusammenhang mit Vorleistungsgütern oder Endprodukten mit geringerem unmittelbarem Bezug zur Konsumgüterbranche bzw. zum Einzelhandel. Obwohl der Schwerpunkt der Untersuchung auf Unternehmen liegt, die in für den HVPI relevanten Sektoren tätig sind, spiegelt die Stichprobe nicht unbedingt die gesamte Zusammensetzung des HVPI-Warenkorbs wider. Folglich können die in diesem Kasten angegebenen Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen aus drei Gründen nicht unmittelbar mit den üblicherweise verwendeten Messgrößen des erwarteten Verbraucherpreisanstiegs verglichen werden. Erstens werden Einzelhandelssektoren hier zwar definiert als Sektoren in Branchen, die bei der Berechnung des HVPI berücksichtigt werden, doch können die entsprechenden Unternehmen auch im Großhandel tätig sein, sodass ihre Preisangaben stattdessen die Erzeugerpreise widerspiegeln könnten. Zweitens verkaufen mehrere Unternehmen eher Vorleistungsgüter als Endprodukte, wobei nur Endprodukte in den HVPI einfließen. Drittens beziehen sich die Antworten auf die unternehmenseigenen Preise und nicht auf einen aggregierten Preisindex. Da die detaillierten sektorbezogenen Informationen durch einen Abgleich der einzelnen Umfrageantworten mit den Jahresabschlüssen der Unternehmen aus der Orbis-Datenbank von Bureau van Dijk gewonnen werden, erfolgt die Untersuchung anhand einer Teilmenge von 5 829 von insgesamt 10 983 befragten Unternehmen.

Im Durchschnitt rechnen die Unternehmen im Euroraum für die nächsten zwölf Monate mit einem Anstieg ihrer Verkaufspreise um 6,1 %, wobei im Einzelhandel eine stärkere Steigerung erwartet wird (siehe Abbildung A).⁴ Unter Zugrundelegung der NACE-Systematik rechnen Unternehmen im Einzelhandel sowie in anderen Sektoren, in denen überwiegend Verkäufe an Endverbraucher getätigt werden, für die nächsten zwölf Monate im Schnitt mit einem deutlich höheren Verkaufspreisanstieg (6,8 %) als Unternehmen in nicht zum Einzelhandel gehörenden Wirtschaftszweigen (4,9 %), und dies bei einer geringeren Streuung der Verteilung.

Abbildung A

Durchschnittliche erwartete Verkaufspreisänderungen in den kommenden zwölf Monaten

(in %)



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

Anmerkung: Dargestellt sind die durchschnittlichen Erwartungen in Bezug auf die Entwicklung der Verkaufspreise in den kommenden zwölf Monaten gemäß den Angaben der Unternehmen im Euroraum sowie die Interquartilspannen, auf Basis der Umfragegewichte. Vor der Berechnung wurden die Daten am länderspezifischen 1. und 99. Perzentil getrimmt. Die Verteilung für „Alle Unternehmen“ umfasst die Antworten aller Unternehmen, die sich an der SAFE-Umfrage beteiligt haben (10 983). Siehe entsprechende Fußnote zu den Einzelheiten der Einordnung von Unternehmen als „Unternehmen im Sektor Einzelhandel“ und „Unternehmen im Sektor Nicht-Einzelhandel“. Bei einer Zusammenführung mit dem Orbis-Datensatz von Bureau Van Dijk ergibt sich für die Teilmenge der Einzelhandels- und Nicht-Einzelhandelsunternehmen eine durchschnittliche erwartete Verkaufspreisänderung von 5,6 %. Die Angaben beziehen sich auf die 28. SAFE-Umfrage (Oktober 2022 bis März 2023).

Unternehmen, die einen jüngsten Anstieg der Input- und Finanzierungskosten gemeldet haben, rechnen mit höheren Verkaufspreisen (siehe Abbildung B). Die an der SAFE-Umfrage teilnehmenden Unternehmen geben an, ob ihre Arbeitskosten, anderen Inputkosten (hauptsächlich für Material und Energie) und Kosten für Bankkredite in den vergangenen sechs Monaten gestiegen, unverändert geblieben oder gesunken sind. Regressionen in reduzierter Form zur Betrachtung der gemeinsamen Auswirkungen dieser Produktions- und Finanzierungskosten legen nahe, dass Unternehmen, die für den Zeitraum von Oktober 2022 bis März 2023 einen Anstieg der Material- und Energiekosten gemeldet haben, von einem um etwa zwei Prozentpunkte höheren Anstieg ihrer Verkaufspreise in den nächsten zwölf Monaten ausgehen als Unternehmen, die unveränderte oder sinkende nicht arbeitsbezogene Inputkosten angegeben haben. In der

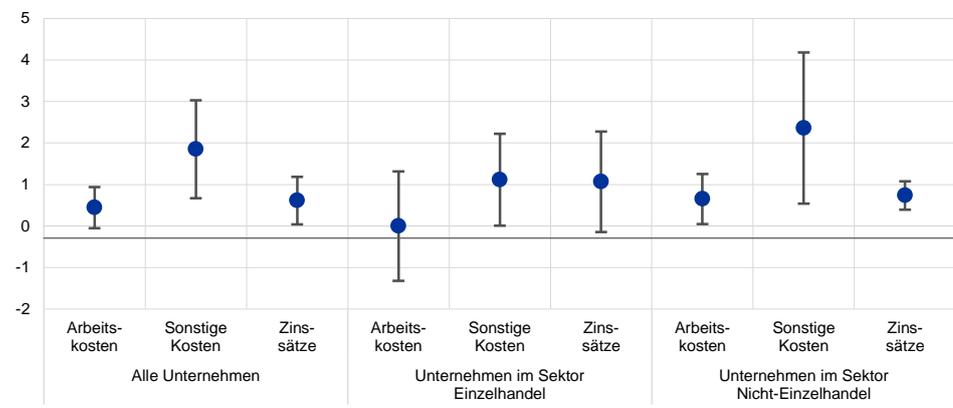
⁴ Vor der Berechnung der gewichteten Durchschnitte wurden die Angaben unter dem 1. Perzentil und über dem 99. Perzentil der Länderverteilungen getrimmt. Der Median der Erwartungen hinsichtlich Preis- und Lohnveränderungen liegt über alle Unternehmensgrößen hinweg bei genau 5 %.

Vergangenheit gemeldete Energie- und Materialkostensteigerungen sind für die künftigen Verkaufspreise von Einzelhandels- wie auch Nicht-Einzelhandelsunternehmen relevant, wobei die Auswirkungen bei Letzteren größer sind. Eine Erklärung könnte darin bestehen, dass Nicht-Einzelhandelsunternehmen überwiegend im verarbeitenden Gewerbe tätig sind, wo der Anteil der Energie- und anderen Inputkosten an den Gesamtkosten höher ist als im Einzelhandel. Des Weiteren gehen Unternehmen im Sektor Nicht-Einzelhandel, die in der Vergangenheit Steigerungen bei Arbeitskosten und Zinsaufwendungen gemeldet haben, von einem Anstieg ihrer Verkaufspreise im kommenden Jahr aus. Die Schätzungen in reduzierter Form zu den Auswirkungen der Zinssätze stehen im Einklang mit der Herausbildung eines Kostenkanals der geldpolitischen Transmission, durch den Zinsänderungen das Preissetzungsverhalten und die Inflationsentwicklung über eine Erhöhung der realen Grenzkosten beeinflussen.⁵ Allerdings lassen sich mittels dieser Regression in reduzierter Form auf Unternehmensebene die insgesamt dämpfenden Auswirkungen höherer Zinsen auf die Inflation über den traditionellen geldpolitischen Transmissionskanal der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nicht erfassen.

Abbildung B

Verkaufspreiserwartungen sowie Produktions- und Finanzierungskosten in der Vergangenheit

(in Prozentpunkten)



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

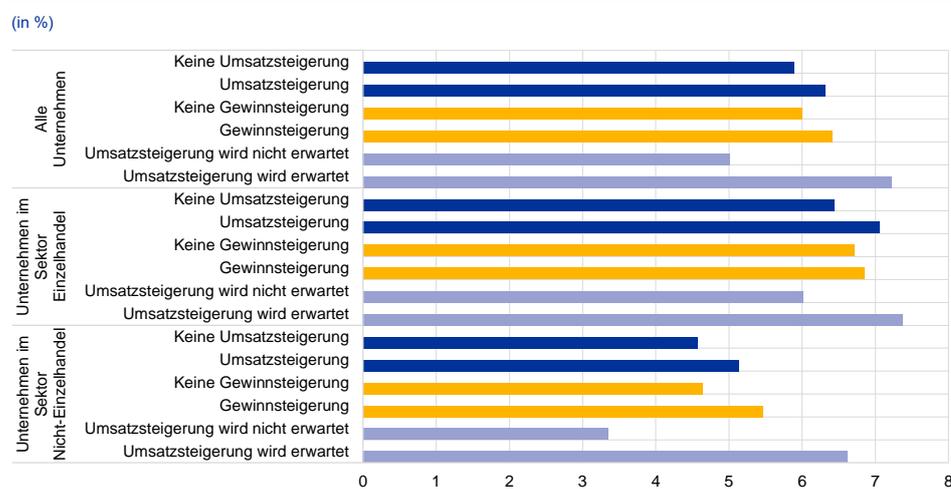
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Koeffizienten aus der Regression der Veränderung der Preiserwartungen auf die Veränderungen der Arbeitskosten, sonstigen Kosten (Material und Energie) und des Zinsniveaus. Die Variablen auf der rechten Seite der Regression nehmen den Wert 1 an, wenn die Unternehmen für den Zeitraum von Oktober 2022 bis März 2023 einen Anstieg der Arbeitskosten, sonstigen Kosten oder des Zinsniveaus angegeben haben. Die Regressionen berücksichtigen länder- und unternehmensgrößen-spezifische fixe Effekte. Die Antennen zeigen die 90 %-Konfidenzintervalle, die auf nach Ländern geclusterten Standardfehlern basieren. Siehe entsprechende Fußnote zu den Einzelheiten der Kategorien „Alle Unternehmen“, „Unternehmen im Sektor Einzelhandel“ und „Unternehmen im Sektor Nicht-Einzelhandel“. Die Angaben beziehen sich auf die 28. SAFE-Umfrage (Oktober 2022 bis März 2023).

Die erwarteten Verkaufspreisanstiege sind sowohl im Einzelhandel als auch im Nicht-Einzelhandel bei den Unternehmen höher, die mit einer Umsatzsteigerung rechnen (siehe Abbildung C). Bei ihren Antworten in der SAFE-Umfrage geben die Unternehmen auch an, ob ihr Umsatz und ihre Gewinne in den vergangenen sechs Monaten und ihre Umsatzerwartungen für die kommenden sechs Monate gestiegen, unverändert geblieben oder gesunken sind. Bei der

⁵ Siehe beispielsweise F. Ravenna und C. E. Walsh, Optimal Monetary Policy with the Cost Channel, Journal of Monetary Economics, Bd. 53, Nr. 2, 2006, S. 199-216.

Betrachtung aller Unternehmen der Stichprobe wie auch nach Sektoren aufgeschlüsselt besteht kein Zusammenhang zwischen Umsatz- und Gewinnsteigerungen in der Vergangenheit und einer von den Unternehmen gemeldeten erheblichen Differenz bei den Verkaufspreiserwartungen. Sowohl im Einzelhandel als auch im Nicht-Einzelhandel gaben Unternehmen deutlich höhere erwartete Verkaufspreise an, wenn sie auch höhere Umsatzerwartungen für die nächsten sechs Monate meldeten. Dies könnte darauf hindeuten, dass Unternehmen, die im Gefolge des Wiederhochfahrens der Wirtschaft mit einer höheren Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen rechnen, die Preise künftig eher anheben dürften. Der erwartete künftige Anstieg von Verkaufspreisen und Umsatz könnte auch auf unerwartet hohe Inputkosten zurückzuführen sein.

Abbildung C
Verkaufspreiserwartungen nach Umsatz und Gewinn



Quelle: SAFE-Umfrage der EZB und der Europäischen Kommission.
Anmerkung: Dargestellt sind die durchschnittlichen Erwartungen in Bezug auf die Entwicklung der Verkaufspreise in den kommenden zwölf Monaten gemäß den Angaben der Unternehmen im Euroraum für Unternehmen, die einen Anstieg ihres Umsatzes/Gewinns oder einen Rückgang/keine Veränderung ihres Umsatzes/Gewinns in den vergangenen sechs Monaten gemeldet haben, und für Unternehmen, die einen Anstieg oder Rückgang/keine Veränderung bei den erwarteten Umsätzen für die nächsten sechs Monate gemeldet haben, auf Basis der Umfragegewichte. Vor der Berechnung der durchschnittlichen Erwartungen hinsichtlich der Verkaufspreisentwicklung wurden die Daten am länderspezifischen 1. und 99. Perzentil getrimmt. Die Verteilung für „Alle Unternehmen“ umfasst die Antworten aller Unternehmen, die sich an der Umfrage beteiligt haben (10 983). Siehe entsprechende Fußnote zu den Einzelheiten der Einordnung von Unternehmen als „Unternehmen im Sektor Einzelhandel“ und „Unternehmen im Sektor Nicht-Einzelhandel“. Die Angaben beziehen sich auf die 28. SAFE-Umfrage (Oktober 2022 bis März 2023).

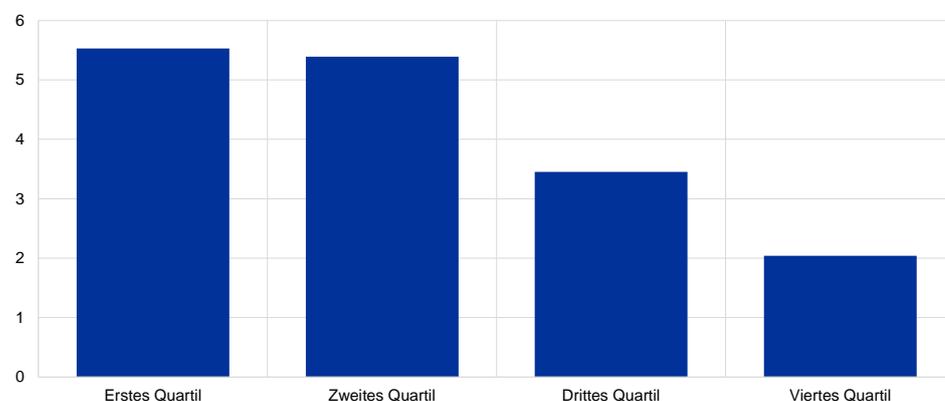
Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in Branchen und Ländern, die in der Vergangenheit höhere Erzeugerpreissteigerungen gemeldet haben, erwarten in den kommenden zwölf Monaten einen geringeren Anstieg der Verkaufspreise (siehe Abbildung D). Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes (für die Erzeugerpreisdaten auf Länder-Branchen-Ebene vorliegen) weisen erhebliche Unterschiede bei ihren Verkaufspreiserwartungen auf. Die Unternehmen, für die im dritten Quartal 2022 über dem Median liegende Steigerungen der Erzeugerpreise gemeldet wurden, erwarten einen Anstieg von etwa 3,4 % (für das dritte Quartil der Verteilung des Preisaufriffs auf der Erzeugerstufe) und 2 % (für das vierte Quartil), was deutlich unter der durchschnittlichen erwarteten

Verkaufspreisentwicklung liegt.⁶ Unternehmen in Branchen, die in der Vergangenheit Erzeugerpreissteigerungen unter dem Median gemeldet haben, erwarten (um etwa 5,5 %) höhere Verkaufspreise für das kommende Jahr. Da das verarbeitende Gewerbe hauptsächlich Vorleistungsgüter an andere Sektoren verkauft, könnten diese Unterschiede zu einem Verständnis dahin gehend beitragen, wie Erzeugerpreise auf die Verbraucherpreise durchschlagen.⁷ Das beobachtete Preissetzungsverhalten stimmt möglicherweise mit zustandsabhängigen Preissetzungsmodellen überein, bei denen die Wahrscheinlichkeit von Preisanpassungen mit Preisverzerrungen zunimmt.⁸

Abbildung D

Verkaufspreiserwartungen nach Quartilen der Erzeugerpreisanstiege in der Vergangenheit

(in %)



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

Anmerkung: Erwartete Verkaufspreisänderungen bei Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes. Dargestellt ist die durchschnittliche erwartete Verkaufspreisentwicklung für die kommenden zwölf Monate nach Quartilen der Erzeugerpreissteigerungen im dritten Quartal 2022. Der Erzeugerpreisindex ist definiert als die prozentuale Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. Für Unternehmen im ersten Quartil liegt der länderspezifische Erzeugerpreisindex für die Branchen gemäß NACE-2-Code zwischen -4,4 % und 8 %, für jene im zweiten Quartil zwischen 8 % und 13 %, für jene im dritten Quartil zwischen 13 % und 18 % und für jene im vierten Quartil zwischen 18 % und 80 %. Die Angaben beziehen sich auf die 28. SAFE-Umfrage (Oktober 2022 bis März 2023).

⁶ Auf der Grundlage der vierteljährlichen länderspezifischen Daten für die Branchen gemäß dem zweistelligen NACE-2-Code liegt der Median des Erzeugerpreisindex für das dritte Quartal 2022 bei etwa 13 %.

⁷ Eine eingehendere Untersuchung des Beitrags der Gewinne je BIP-Einheit zum binnenwirtschaftlichen Preisdruck im Euroraum findet sich in Kasten 3 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

⁸ Siehe P. Karadi, R. Schoenle und J. Wursten, [Measuring price selection in microdata: it's not there](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2566, 2021.

6 Gründe für den massiven Rückgang der externen Kapitalströme des Euroraums im Jahr 2022 – Erkenntnisse aus einer detaillierteren Aufschlüsselung der Zahlungsbilanzstatistik

Lorenz Emter, Mariadolores Schiavone und Martin Schmitz

Im vorliegenden Kasten wird der Rückgang der externen Kapitalströme des Euroraums im Jahr 2022 untersucht. Dabei handelte es sich um den größten Rückgang seit der globalen Finanzkrise. Zur Analyse werden neue Aufschlüsselungen der Statistik zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euroraums herangezogen.¹ Eine wesentliche

Entwicklung im vergangenen Jahr bestand darin, dass sich der Leistungsbilanzsaldo des Eurogebiets ins Negative kehrte. Dementsprechend wurde ein Defizit von 137 Mrd. € (-1,0 % des BIP) verzeichnet, nachdem 2021 noch ein Überschuss von 285 Mrd. € (2,3 % des BIP) zu Buche gestanden hatte. Dies stellte die größte jährliche Veränderung des Leistungsbilanzsaldos im Euroraum dar, die jemals gemessen wurde.² Im gleichen Zeitraum sank der Überschuss in der Kapitalbilanz von 312 Mrd. € auf 14 Mrd. €, da die Kapitalströme im Euroraum sowohl bei den Forderungen als auch bei den Verbindlichkeiten eine scharfe Kehrtwende vollzogen. Die Analyse der Kapitalbilanz gestaltete sich in den letzten Jahren zunehmend schwierig. Grund hierfür war die Verlängerung der internationalen Finanzintermediationsketten, an denen häufig Nichtbanken mit Sitz in internationalen Finanzzentren beteiligt sind.³ Wie in den internationalen Statistikhandbüchern empfohlen, hat die EZB neue Aufschlüsselungen der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euroraums erarbeitet, um Untersuchungen von Risikopositionen und Verflechtungen zu vereinfachen.⁴

Zum drastischen Rückgang der externen Kapitalströme des Euroraums im Jahr 2022 trugen vor allem die Entwicklungen im Bereich der Wertpapieranlagen und der Direktinvestitionen bei (siehe Abbildung A). Die von

Anlegern aus dem Eurogebiet getätigten Transaktionen in Vermögenswerten

¹ Die neuen Daten, die gemäß der überarbeiteten [Leitlinie EZB/2018/19](#) zu den außenwirtschaftlichen Statistiken der EZB gemeldet werden, umfassen zusätzliche Aufschlüsselungen nach gebietsansässigem Sektor, nach Land des Geschäftspartners und nach Schuldtiteln aus Direktinvestitionen. Die neue Datenreihe steht derzeit ab dem ersten Quartal 2019 zur Verfügung. Weiter zurückliegende Daten werden im Lauf des Jahres 2024 veröffentlicht. Nähere Angaben zur Statistik zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euroraums finden sich auf der [Website der EZB](#).

² Siehe die aktuellste Pressemitteilung der EZB zur [Vierteljährlichen Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus für den Euroraum](#).

³ Siehe P. R. Lane, [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#), Keynote-Rede auf der gemeinsamen Konferenz der EZB, des Irving Fisher Committee und der Banco de Portugal zur Lösung von Messproblemen und zu Analyseanforderungen in der Außenwirtschaftsstatistik, 17. Februar 2020; A. Coppola, M. Maggiori, B. Neiman und J. Schreger, [Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens](#), The Quarterly Journal of Economics, Bd. 136(3), 2021, S. 1499-1556.

⁴ Siehe IWF, [Balance of Payments and International Investment Position Manual](#), 6. Auflage (BPM6). Aktuelle Daten zu den Finanztransaktionen zwischen den verschiedenen Sektoren des Euroraums finden sich in der jüngsten Pressemitteilung der EZB zu den [Wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Euroraum nach institutionellen Sektoren](#) (insbesondere Tabelle 1).

Gebietsfremder kehrten sich nach einem 2021 verzeichneten Mehrjahreshoch (mit Nettoinvestitionen in Höhe von 1,4 Billionen €) im Folgejahr in Nettoveräußerungen von 0,3 Billionen € um. Dieser deutliche Umschwung der Kapitalströme auf der Aktivseite der Kapitalbilanz des Euroraums resultierte hauptsächlich aus der Entwicklung der Wertpapieranlagen in börsennotierten Aktien und Investmentfondsanteilen sowie der Wertpapieranlagen in Schuldverschreibungen. Auch die Direktinvestitionsströme trugen erheblich zu dem Rückgang bei, nachdem in den Jahren zuvor eine ungewöhnlich hohe Volatilität zu beobachten gewesen war.⁵ Auf der Passivseite erwarben gebietsfremde Anleger 2021 per saldo zunächst Vermögenswerte aus dem Eurogebiet und traten dann 2022 ebenfalls als Nettoverkäufer auf. Die umfangreichsten Nettoveräußerungen betrafen die Direktinvestitionen. Nettokäufe von Dividendenwerten aus dem Euroraum sanken auf annähernd null, nachdem 2021 noch ein Rekordhoch verbucht worden war. Gleichzeitig verkauften ausländische Investoren 2022 per saldo weniger Schuldverschreibungen des Euroraums. In den Jahren zuvor hatten sie ihre Nettobestände noch deutlich abgebaut.⁶ Insgesamt fielen damit im Jahr 2022 die Nettoveräußerungen (sowohl bei den Forderungen als auch bei den Verbindlichkeiten) wie auch die Umkehr bei den Finanztransaktionen so hoch aus wie seit 2009 nicht mehr. Im Weiteren werden die wichtigsten Triebfedern des Rückgangs der externen Kapitalströme – d. h. die Wertpapieranlagen und Direktinvestitionen – näher beleuchtet.

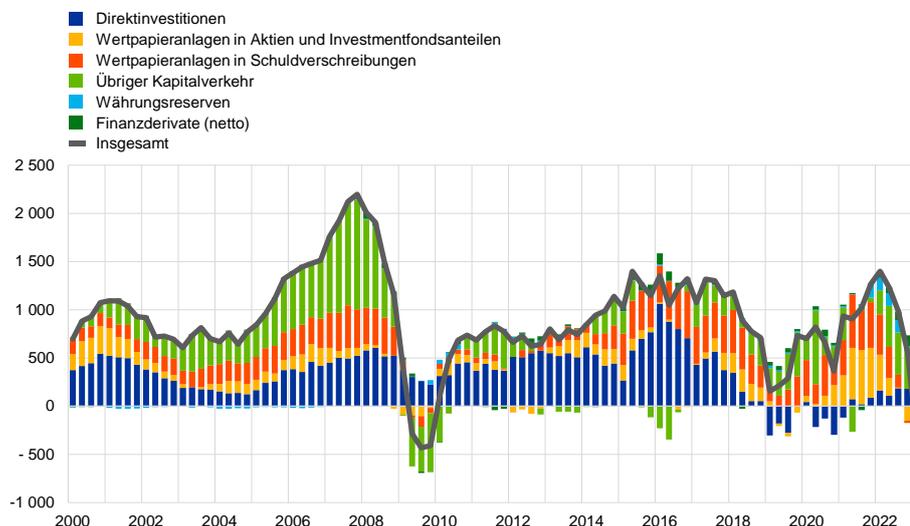
⁵ Der Kapitalverkehr im Zusammenhang mit Direktinvestitionen galt traditionell als die am wenigsten volatile Kategorie der internationalen Kapitalströme. Siehe beispielsweise B. Eichengreen, P. Gupta und O. Masetti, [Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#), Asian Economic Papers, Bd. 17(1), 2018, S. 22-41. In den letzten Jahren führte allerdings die große Bedeutung multinationaler Unternehmen (vor allem in kleinen offenen Volkswirtschaften) zu einer Zunahme der Volatilität. Siehe beispielsweise V. Di Nino, M. Habib und M. Schmitz, [Multinationale Unternehmen, Finanzzentren und ihre Auswirkungen auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte aus Sicht des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 2/2020, EZB, März 2020.

⁶ Ausgehend von hohen positiven Werten im Jahr 2022 kehrten sich die transaktionsbedingten Veränderungen im „übrigen Kapitalverkehr“ (besonders auf der Passivseite) ebenfalls um. Grund hierfür war hauptsächlich ein Rückgang der von Gebietsfremden gehaltenen Einlagen beim Eurosystem.

Abbildung A Kapitalbilanz des Euroraums

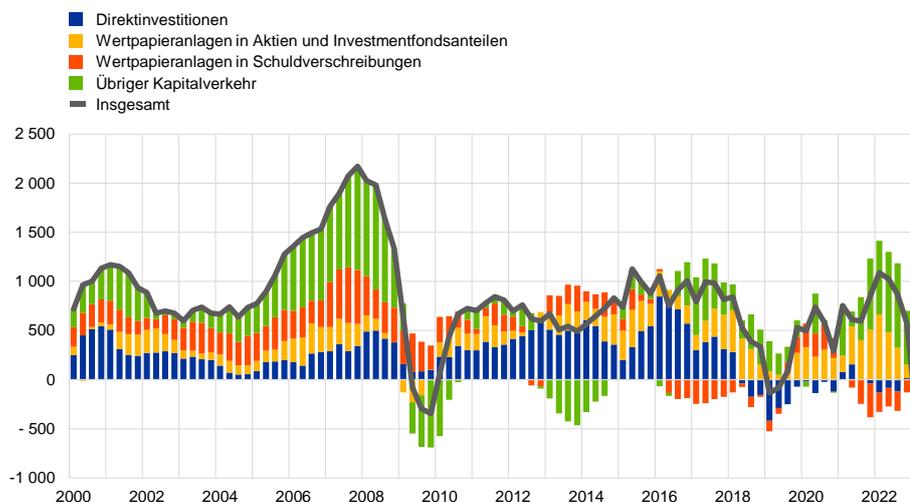
a) Forderungen

(gleitende Vierquartalsummen; in Mrd. €)



b) Verbindlichkeiten

(gleitende Vierquartalsummen; in Mrd. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei den Forderungen steht ein positiver Wert für Nettokäufe von Instrumenten gebietsfremder Emittenten durch Anleger des Euroraums und ein negativer Wert für Nettoverkäufe. Bei den Verbindlichkeiten zeigt ein positiver Wert Nettokäufe von im Euroraum begebenen Instrumenten durch gebietsfremde Anleger an und ein negativer Wert Nettoverkäufe. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Für den Rückzug gebietsansässiger Investoren aus den Wertpapieranlagen waren im Jahr 2022 vor allem Investmentfonds verantwortlich, die ihre Mittel meist prozyklisch anlegen. Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen wirkten dieser Umkehr bei den Mittelflüssen bis zu einem gewissen Grad entgegen (siehe Abbildung B). Die neu verfügbaren Datenreihen in der Zahlungsbilanz und im Auslandsvermögensstatus des Euroraums

enthalten eine Aufschlüsselung des Sektors der Finanzintermediäre (ohne Banken).⁷ Aus der Aufgliederung wird insbesondere ersichtlich, welche große Bedeutung Investmentfonds im Eurogebiet als Halter von Wertpapieren gebietsfremder Emittenten haben. So belief sich ihr Anteil an den gesamten Beständen an Aktien und Investmentfondsanteilen sowie Schuldverschreibungen Ende 2022 auf 59 %.⁸ Dementsprechend wurde die beobachtete Veränderung des Anlageverhaltens der Investoren des Euroraums von Nettokäufen (im Umfang von 790 Mrd. € im Jahr 2021) hin zu Nettoverkäufen (235 Mrd. € im Jahr 2022) bei Schuldverschreibungen und Dividendenwerten zum Großteil durch den Sektor der Investmentfonds geprägt. Im Allgemeinen sind Investmentfonds eher prozyklische Anleger. Das heißt, dass sie Wertpapiere in Phasen mit hoher Risikoaversion verkaufen und somit die Volatilität der Kapitalströme erhöhen. Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen handeln hingegen tendenziell antizyklisch, was dem Verhaltensmuster des Eurogebiets im Jahr 2022 entspricht.⁹ Darüber hinaus kam mit dem veränderten Investitionsverhalten im Jahr 2022 auch eine lange Phase umfangreicher Portfolioumschichtungen hin zu Wertpapieren Gebietsfremder zum Ende. Diese Phase hatte 2014 eingesetzt, als die EZB Negativzinsen einführte und ihre Wertpapierankaufprogramme aufsetzte.¹⁰

⁷ Die neue Aufschlüsselung des Sektors der Finanzintermediäre aus dem Nichtbankenbereich umfasst gesonderte Daten für Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen sowie sonstige Finanzinstitute.

⁸ Das Anlageverhalten der Investmentfonds im Euroraum spielt eine wichtige Rolle, um die Risikopositionen der diesen Fonds zugrunde liegenden Anleger – vor allem Pensionseinrichtungen, Versicherungsgesellschaften und private Haushalte – zu bewerten. Siehe D. Carvalho und M. Schmitz [Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds](#), Review of International Economics.

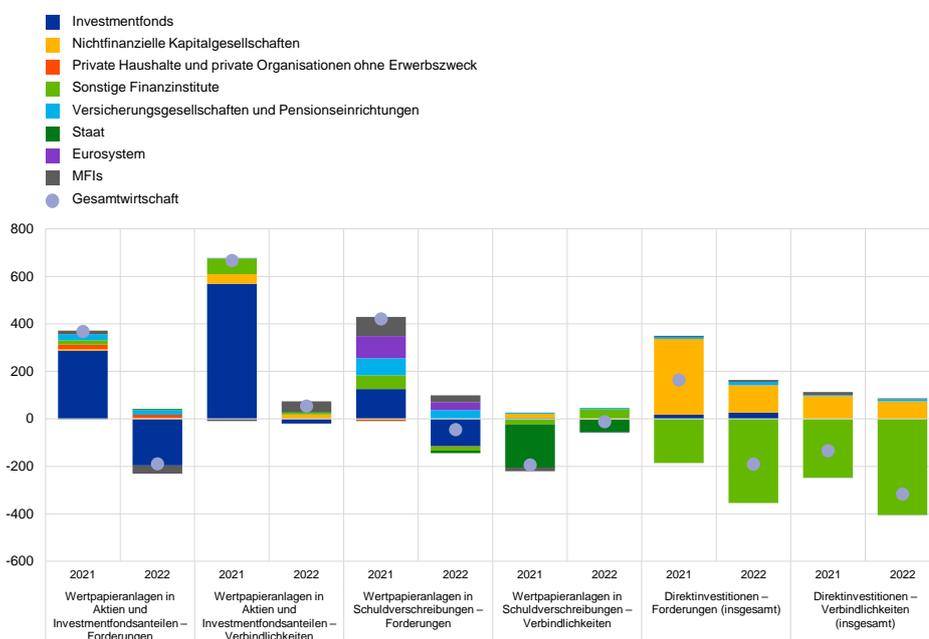
⁹ Siehe Y. Timmer, [Cyclical investment behavior across financial institutions](#), Journal of Financial Economics, Bd. 129, Nr. 2, 2018, S. 268-286.

¹⁰ Das Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten wurde Mitte 2014 und das Pandemie-Notfallankaufprogramm im März 2020 aufgelegt. Die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen der beiden Programme wurden 2022 eingestellt. Siehe B. Cœuré, [The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#), Rede auf der Sitzung der Foreign Exchange Contact Group, 11. Juli 2017; P. R. Lane, [The international transmission of monetary policy](#), Keynote-Rede anlässlich des International Macroeconomics and Finance Programme Meeting des CEPR, 14. November 2019; K. Bergant, M. Fidora und M. Schmitz, [International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2388, 2020.

Abbildung B

Kapitalbilanz des Euroraums: ausgewählte Positionen nach gebietsansässigem Sektor

(Vierteljahrssummen; in Mrd. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei den Forderungen steht ein positiver Wert für Nettokäufe von Instrumenten gebietsfremder Emittenten durch Anleger des Euroraums und ein negativer Wert für Nettoverkäufe. Bei den Verbindlichkeiten zeigt ein positiver Wert Nettokäufe von im Euroraum begebenen Instrumenten durch gebietsfremde Anleger an und ein negativer Wert Nettoverkäufe. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Geografisch gesehen konzentrierte sich der Rückgang der Wertpapiieranlagen im Jahr 2022 bei Aktien und Investmentfondsanteilen auf Papiere, die von Emittenten in Industrieländern begeben wurden, während im Fall von Schuldverschreibungen vor allem in Schwellenländern begebene Instrumente betroffen waren; dies steht im Einklang mit der Eintrübung der globalen Anlegerstimmung (siehe Abbildung C). Die neue Aufschlüsselung der

Partnerländer des Euroraums bietet eine bessere Abdeckung sowohl der Industrieländer (hinzugekommen sind Australien, Norwegen und Südkorea) als auch der Schwellenländer (nun auch mit Argentinien, Indonesien, Mexiko, Saudi-Arabien, Südafrika und der Türkei). Die neue Statistik zeigt, dass die Anleger des Euroraums 2022 ihren Bestand an Dividendenwerten, die von Ansässigen in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in weiteren Industrieländern begeben wurden, reduziert haben. Bei den Schuldverschreibungen ergibt sich ein differenzierteres Bild. Per saldo veräußerten Investoren aus dem Euroraum in großem Umfang Wertpapiere von Emittenten aus Schwellenländern, Offshore-Finanzzentren und dem Vereinigten Königreich. Was die Schwellenländer angeht, bezogen sich diese Nettoverkäufe überwiegend auf in China, Mexiko und Russland begebene Wertpapiere.¹¹ Die Nettoveräußerungen der von Offshore-Finanzzentren

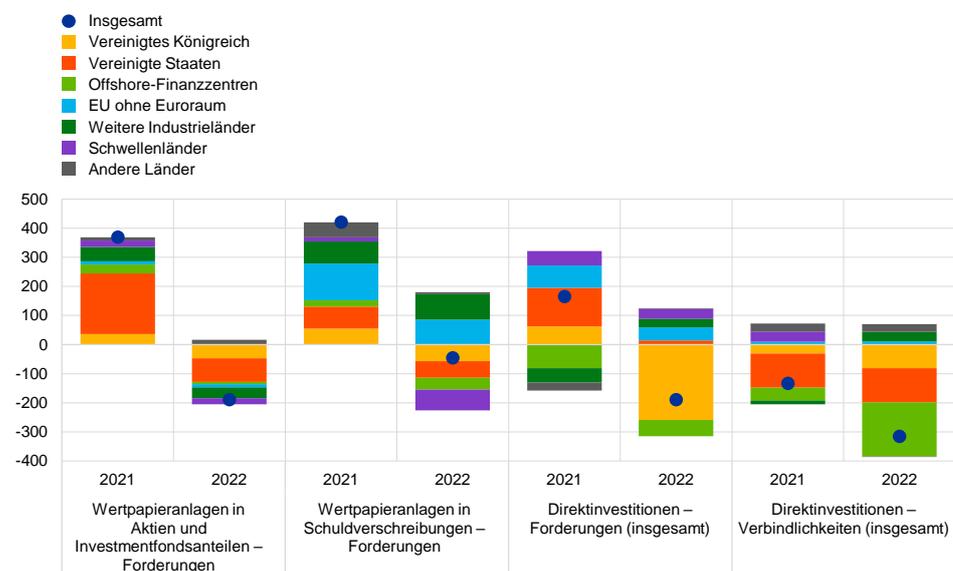
¹¹ Einzelheiten zur Entwicklung der Anlagen von Investoren aus dem Euroraum in Russland finden sich in: L. Emter, M. Fidora, F. Pastoris und M. Schmitz, [Verflechtungen des Euro-Währungsgebiets mit Russland: jüngste Erkenntnisse aus der Zahlungsbilanz](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 7/2022, EZB, November 2022.

emittierten Wertpapiere dürften in erster Linie Instrumente betreffen, die von Tochtergesellschaften von Unternehmen mit Sitz in den Schwellenländern (vor allem in China) stammen.¹² Gleichzeitig tätigten die Anleger des Euroraums per saldo umfangreiche Käufe an Wertpapieren, die von Ansässigen in weiteren Industrieländern, insbesondere in Kanada und Japan, begeben wurden. Ausschlaggebend hierfür war möglicherweise eine stärkere Präferenz für sichere Anlagen.

Abbildung C

Kapitalbilanz des Euroraums: ausgewählte Positionen nach Land des Geschäftspartners

(Vierteljahrsummen; in Mrd. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei den Forderungen steht ein positiver Wert für Nettokäufe von Instrumenten gebietsfremder Emittenten durch Anleger des Euroraums und ein negativer Wert für Nettoverkäufe. Bei den Verbindlichkeiten zeigt ein positiver Wert Nettokäufe von im Euroraum begebenen Instrumenten durch gebietsfremde Anleger an und ein negativer Wert Nettoverkäufe. „EU ohne Euroraum“ umfasst die EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sowie jene Institutionen und Einrichtungen der EU, die für statistische Zwecke den Ländern außerhalb des Euroraums zugerechnet werden (z. B. die Europäische Kommission oder die Europäische Investitionsbank). Zu den „weiteren Industrieländern“ zählen Australien, Japan, Kanada, Norwegen, Schweiz und Südkorea. Die Schwellenländer beinhalten Argentinien, Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika und die Türkei. „Andere Länder“ schließt alle Länder und Ländergruppen ein, die in der Abbildung nicht gesondert aufgeführt sind, sowie nicht zugeordnete Transaktionen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Was die 2022 von Gebietsfremden getätigten Wertpapieranlagen betrifft, versiegten die Nettokäufe von Investmentfondsanteilen des Euroraums, während die ausländischen Investoren im Zuge der geldpolitischen Straffung durch die EZB vermehrt an Schuldverschreibungen aus dem Eurogebiet interessiert waren (siehe Abbildung B). Spiegelbildlich zur Umkehr auf der Aktivseite der Investmentfonds des Eurogebiets wurden ausländische Anleger zu Nettoverkäufern von Investmentfondsanteilen des Euroraums. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der gesunkenen Risikobereitschaft an den internationalen

¹² Aktuelle Untersuchungen haben gezeigt, dass die Anlagen des Euroraums in Unternehmensanleihen aus Schwellenländern deutlich höher ausfallen, wenn auch Emissionen der Offshore-Tochtergesellschaften von Unternehmen mit Sitz in den Schwellenländern berücksichtigt werden. Siehe R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz und J. Schreger, [The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#), Working Paper, bei SSRN verfügbar; K. Bergant, G. M. Milesi-Ferretti und M. Schmitz, [Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe](#), Discussion Paper des CEPR, Nr. 17946, 2023.

Finanzmärkten nach dem Kriegsbeginn in der Ukraine zu sehen. Die Größe der Investmentfondsbranche im Euroraum in Kombination mit der starken Anlegerbasis außerhalb des Eurogebiets – insbesondere mit Blick auf die in Irland und Luxemburg ansässigen Fonds – hatten 2022 erheblichen Einfluss auf die Finanzströme im Euroraum.¹³ Gleichzeitig nahm im Jahr 2022 das Interesse ausländischer Investoren an Schuldverschreibungen des Euroraums zu. Im Zeitraum seit 2015 waren zunächst umfangreiche Nettoverkäufe von Schuldverschreibungen des Eurogebiets verzeichnet worden (insbesondere von Staatsanleihen, was unter anderem auf die hohe Bedeutung ausländischer Investoren als Geschäftspartner bei den Wertpapierankaufprogrammen des Eurosystems hinweist). Im Jahr 2022 gingen die Nettoverkäufe dann zurück, als die EZB mit der Anhebung der Leitzinsen begann und das Eurosystem den Nettoerwerb von Vermögenswerten einstellte. In einem Umfeld steigender Zinsen wurden gebietsfremde Anleger zu Nettokäufern von Schuldverschreibungen, die von sonstigen Finanzinstituten des Euroraums (z. B. finanziellen Mantelkapitalgesellschaften/Verbriefungszweckgesellschaften) emittiert wurden. In den Jahren zuvor war es dagegen noch zu Nettoveräußerungen gekommen.

Hinter dem Rückgang der Direktinvestitionen verbargen sich vor allem Transaktionen multinationaler Unternehmen mit Sitz in den Finanzzentren des Eurogebiets, häufig auch in Verbindung mit Zweckgesellschaften; dagegen blieben die Direktinvestitionen des Sektors der nichtfinanziellen Unternehmen, die stärker mit der Realwirtschaft verknüpft sind, stabiler (siehe Abbildung B).¹⁴

Auf der Passivseite des Eurogebiets war im Jahr 2022 ein Abbau der Direktinvestitionen um 317 Mrd. € zu verzeichnen (2,4 % des BIP im Euroraum). Dieser Rückgang war hauptsächlich durch Anleger mit Sitz in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich sowie in Offshore-Finanzzentren bedingt (siehe Abbildung C). Er fand ausschließlich im Sektor der sonstigen Finanzinstitute statt (403 Mrd. €), der Zweckgesellschaften wie Beteiligungsgesellschaften mit einschließt.¹⁵ Im Gegensatz zu diesen volatileren „finanzialisierten“ Direktinvestitionsströmen entwickelten sich die Direktinvestitionen in nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Eurogebiets mit einem Nettoaufkommen von 74 Mrd. € weiterhin stabil (siehe Abbildung B). Auch beim Nettoerwerb von Forderungen aus Direktinvestitionen durch Ansässige im Eurogebiet wurde der beobachtete Abbau maßgeblich vom Sektor der sonstigen Finanzinstitute bestimmt. Die starke positive Korrelation zwischen den Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen in Verbindung mit sonstigen Finanzinstituten deutet darauf hin, dass diese Ströme oft „durchlaufen“, ohne in der heimischen Wirtschaft absorbiert zu werden. Für den Rückgang der Forderungen aus Direktinvestitionen waren

¹³ Siehe R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz und J. Schreger, [The Geography of Capital Allocation in the Euro Area](#), a. a. O.

¹⁴ Bei den Direktinvestitionen wurden weitere, über den Umfang dieses Kastens hinausgehende Angaben zu Schuldtiteln, aufgeschlüsselt nach Schuldverschreibungen, Krediten sowie Handelskrediten und Anzahlungen, veröffentlicht.

¹⁵ In der Zeit nach der globalen Finanzkrise wurden Investitionen (überwiegend von Anlegern aus den USA) in Beteiligungsgesellschaften (häufig Zweckgesellschaften), die in Finanzzentren des Euroraums ansässig sind, zu einem zusehends wachsenden Bestandteil der Verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen im Euroraum. Siehe P. R. Lane, [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#), Keynote-Rede auf der gemeinsamen Konferenz der EZB, des Irving Fisher Committee und der Banco de Portugal zur Lösung von Messproblemen und zu Analyseanforderungen in der Außenwirtschaftsstatistik, 17. Februar 2020.

überwiegend Transaktionen gegenüber dem Vereinigten Königreich ausschlaggebend, die mit der Umstrukturierung eines einzelnen multinationalen Unternehmens zusammenhängen.¹⁶ Die zusätzlichen Aufgliederungen in der Statistik zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euroraums zeigen, dass sich Wirtschaftsanalysen zu den Direktinvestitionen durch eine genauere Trennung der „finanzialisierten“ Ströme verbessern lassen.¹⁷

¹⁶ Solche großen Transaktionen resultieren häufig aus Unternehmensumstrukturierungen einiger weniger multinationaler Unternehmen, die in den Finanzzentren des Eurogebiets vertreten sind. Sie können allerdings erhebliche Auswirkungen auf die weltweiten Direktinvestitionsströme haben. Beispielsweise verringerten sich die globalen Direktinvestitionen 2022 im Vergleich zum Vorjahr um 24 %. Werden dabei die Transaktionen mit Luxemburg ausgeklammert, beläuft sich dieser Rückgang hingegen nur auf 5 %. Gemäß den Daten der OECD vom April 2023 zu den Direktinvestitionen ([FDI in Figures](#)) war die starke Abnahme der Direktinvestitionen in Luxemburg vor allem durch ein Geschäft eines einzelnen multinationalen Telekommunikationsunternehmens bedingt.

¹⁷ Die Analyse wird sich noch verbessern, sobald die Statistik zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus mit einer gesonderten Aufschlüsselung der Zweckgesellschaften veröffentlicht wird. Diese Neuerung ist aktuell für das erste Halbjahr 2024 vorgesehen.

Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 8. Februar bis zum 9. Mai 2023

Jens Budde und Vladimir Tsonchev

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

Erfüllungsperioden erstreckten sich insgesamt über den Zeitraum vom 8. Februar bis zum 9. Mai 2023 („Berichtszeitraum“).

Die geldpolitische Straffung setzte sich im Berichtszeitraum fort. Auf den beiden Sitzungen am 2. Februar und am 16. März 2023 hob der EZB-Rat alle drei Leitzinssätze um jeweils 50 Basispunkte an. Die Anhebungen traten in der ersten bzw. zweiten Erfüllungsperiode 2023 in Kraft.

Die Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm im Berichtszeitraum ab. Ausschlaggebend für diesen Rückgang war, dass Mittel aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) vorzeitig zurückgezahlt oder fällig wurden. Zudem verringerten sich die Bestände aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) allmählich. Zugleich wurde dem Bankensystem aber auch Liquidität zugeführt, da die autonomen Faktoren (netto) ihren seit dem Ende des Negativzinsumfelds im Juli 2022 verzeichneten Abwärtstrend fortsetzten.

Liquiditätsbedarf

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 220,4 Mrd. € auf 2 026,6 Mrd. €. Im Vergleich zur

siebten und achten Erfüllungsperiode des vergangenen Jahres war diese Entwicklung fast ausschließlich darauf zurückzuführen, dass die autonomen Faktoren (netto) um 218,4 Mrd. € auf 1 861,3 Mrd. € zurückgingen. Grund hierfür war eine Abnahme der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren und eine gleichzeitige Zunahme der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Das Mindestreserve-Soll verringerte sich marginal um 2 Mrd. € auf 165,3 Mrd. €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren verringerten sich im Berichtszeitraum um 136,5 Mrd. € auf 2 932 Mrd. €, was vor allem einem Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte und der sonstigen autonomen Faktoren zuzuschreiben war. Die Einlagen öffentlicher Haushalte (siehe Tabelle A unter „Passiva“) sanken im Schnitt um 62,9 Mrd. € auf 369,7 Mrd. €. Der Rückgang erfolgte hauptsächlich in der zweiten Erfüllungsperiode und ist auf die Normalisierung der von den Staaten als Puffer gehaltenen Einlagen zurückzuführen. Überdies dürften die nationalen Schatzämter im Vorgriff auf die am 1. Mai 2023 in

Kraft getretene Herabsetzung der Obergrenze für die Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte ihre Strategie für das Bargeldmanagement angepasst haben. Nach dem 1. Mai verringerten sich die Einlagen der öffentlichen Haushalte weiter auf unter 300 Mrd. € und näherten sich damit wieder dem vor Ausbruch der Pandemie verzeichneten Niveau von Anfang 2020 an. Der durchschnittliche Banknotenumlauf sank im Berichtszeitraum um 6,1 Mrd. € auf 1 557,1 Mrd. €. Die Banknoten- und die Kassenbestände nahmen im Berichtszeitraum weiter ab, wenn auch deutlich langsamer. Sie setzten damit ihre Entwicklung seit dem Ende der Negativzinsphase fort.

Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 81,8 Mrd. € auf 1 071 Mrd. €. Im Berichtszeitraum sanken die Nettoforderungen in Fremdwährung um 18,5 Mrd. €. Zugleich erhöhten sich die Nettoforderungen in Euro um 100,3 Mrd. €, vor allem weil die Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums abnahmen. Grund hierfür war wiederum, dass die Verzinsung der Einlagen im Rahmen der Währungsreservenverwaltung des Eurosystems (ERMS) parallel zur Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte angepasst wurde und die Kontoinhaber dies in ihren Bargeldmanagementstrategien berücksichtigten.

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

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

Tabelle A

Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. November 2022 bis 7. Februar 2023	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 8. Februar bis 21. März		Zweite Erfüllungsperiode: 22. März bis 9. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren	2 932,0	(-136,5)	2 936,8	(-44,8)	2 927,8	(-8,9)	3 068,5	(-211,5)
Banknotenumlauf	1 557,1	(-6,1)	1 553,9	(-11,6)	1 559,8	(+5,9)	1 563,2	(-11,3)
Einlagen öffentlicher Haushalte	369,7	(-62,9)	380,2	(+7,4)	360,6	(-19,6)	432,6	(-112,7)
Sonstige autonome Faktoren (netto) ¹⁾	1 005,2	(-67,5)	1 002,6	(-40,6)	1 007,4	(+4,7)	1 072,7	(-87,5)
Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giroguthaben	21,3	(-16,1)	26,4	(-1,2)	17,0	(-9,5)	37,4	(-1 933,8)
Mindestreserve-Soll²⁾	165,3	(-2,0)	164,6	(-3,3)	165,8	(+1,2)	167,3	(+4,4)
Einlagefazilität	4 045,4	(-241,1)	4 103,0	(+51,4)	3 996,0	(-107,0)	4 286,5	(+1 688,0)
Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

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

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

Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. November 2022 bis 7. Februar 2023	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 8. Februar bis 21. März		Zweite Erfüllungsperiode: 22. März bis 9. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Liquiditätszuführende autonome Faktoren	1 071,0	(+81,8)	1 057,8	(+75,4)	1 082,3	(+24,5)	989,2	(+52,6)
Nettoforderungen in Fremdwährung	932,0	(-18,5)	916,8	(-23,6)	945,0	(+28,2)	950,4	(-2,5)
Nettoforderungen in Euro	139,0	(+100,3)	141,0	(+99,0)	137,4	(-3,6)	38,8	(+55,1)
Geldpolitische Instrumente	6 093,4	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,9	(-148,3)	6 570,9	(-505,4)
Offenmarktgeschäfte	6 093,3	(-477,6)	6 173,2	(-73,4)	6 024,8	(-148,4)	6 570,9	(-505,4)
Kreditgeschäfte	1 172,3	(-454,5)	1 234,2	(-70,3)	1 119,2	(-115,1)	1 626,8	(-497,9)

	Aktueller Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. November 2022 bis 7. Februar 2023	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 8. Februar bis 21. März		Zweite Erfüllungsperiode: 22. März bis 9. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungs- geschäfte (HRGs)	1,2	(-0,4)	0,9	(-0,3)	1,4	(+0,5)	1,6	(-1,2)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	2,5	(+0,1)	2,8	(+0,0)	2,2	(-0,6)	2,4	(+1,2)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	1 168,6	(-453,3)	1 230,5	(-69,2)	1 115,5	(-115,0)	1 621,9	(-496,8)
Längerfristige Pandemie- Notfallrefinanzierungs- geschäfte (PELTROs)	0,0	(-0,9)	0,0	(-0,8)	0,0	(+0,0)	0,9	(-1,0)
Outright-Geschäfte ¹⁾	4 921,0	(-23,1)	4 939,0	(-3,1)	4 905,6	(-33,4)	4 944,1	(-7,5)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

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

Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. November 2022 bis 7. Februar 2023	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 8. Februar bis 21. März		Zweite Erfüllungsperiode: 22. März bis 9. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf ¹⁾	2 026,6	(-220,4)	2 043,8	(-123,7)	2 011,8	(-32,0)	2 247,0	(-259,6)
Autonome Faktoren (netto) ²⁾	1 861,3	(-218,4)	1 879,2	(-120,4)	1 846,0	(-33,2)	2 079,7	(-264,0)
Überschussliquidität ³⁾	4 066,7	(-257,2)	4 129,4	(+50,3)	4 012,9	(-116,5)	4 323,9	(-245,8)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 8. Februar bis 9. Mai 2023						Vorheriger Berichtszeitraum: 2. November 2022 bis 7. Februar 2023	
	Erste und zweite Erfüllungsperiode		Erste Erfüllungsperiode: 8. Februar bis 21. März		Zweite Erfüllungsperiode: 22. März bis 9. Mai		Siebte und achte Erfüllungsperiode	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	3,27	(+1,02)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)	2,25	(+1,38)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	3,52	(+1,02)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)	2,50	(+1,38)
Einlagefazilität	2,77	(+1,02)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)	1,75	(+1,38)
€STR (Euro Short-Term Rate)	2,668	(+1,016)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)	1,652	(+1,366)
RepoFunds Rate Euro	2,660	(+1,175)	2,402	(+0,744)	2,881	(+0,480)	1,485	(+1,337)

Quelle: EZB.

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

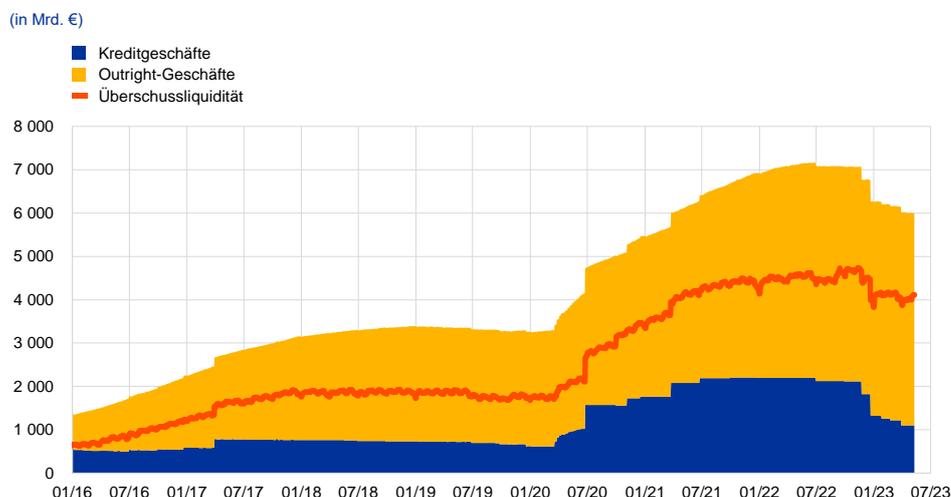
Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität verringerte sich im Berichtszeitraum um 477,6 Mrd. € auf 6 093,4 Mrd. € (siehe Abbildung A). Bedingt war der Liquiditätsabbau in erster Linie durch den Rückgang der Kreditgeschäfte. Die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms der EZB wurden Ende März 2022 eingestellt; seitdem beschränkt sich das Eurosystem darauf, die fällig werdenden Beträge vollumfänglich wieder anzulegen. Die Bestände des APP-Portfolios gehen nun allmählich zurück, und zwar monatlich um durchschnittlich 15 Mrd. €, denn im Einklang mit dem Beschluss des EZB-Rats wird seit dem 1. März 2023 nur noch ein Teil der Tilgungsbeträge wieder angelegt.²

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

Abbildung A

Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 9. Mai 2023.

Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte verringerte sich im Berichtszeitraum um 454,5 Mrd. €.

Hierin zeigt sich insbesondere ein Rückgang der ausstehenden GLRG-III-Beträge aufgrund von vorzeitigen Rückzahlungen und fällig werdenden Mitteln. Die freiwilligen vorzeitigen Rückzahlungen beliefen sich im Februar 2023 auf 36,6 Mrd. € und im März 2023 auf 87,7 Mrd. €. Die im März fällig gewordenen GLRG III reduzierten die ausstehenden GLRG-III-Beträge um weitere 32,2 Mrd. €. Auch die Rückzahlungen im Dezember 2022 und im Januar 2023 von 499,4 Mrd. € bzw. 62,7 Mrd. € verminderten die ausstehenden GLRG-III-Beträge im aktuellen Berichtszeitraum, da sich ihr Effekt auf die Durchschnittswerte des Berichtszeitraums erst jetzt vollständig entfaltet. Bei den übrigen Kreditgeschäften gab es kaum Veränderungen.

Überschussliquidität

Die durchschnittliche Überschussliquidität sank um 257,2 Mrd. € auf 4 066,7 Mrd. € (siehe Abbildung A).

Die Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giroguthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität. Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und dem Liquiditätsbedarf der Banken wider. Nachdem die Überschussliquidität im September 2022 mit 4,8 Billionen € ihren Höchststand erreicht hatte, nahm sie hauptsächlich wegen der erwähnten vorzeitigen Rückzahlungen und der fällig werdenden GLRG-III-Beträge schrittweise ab (die Auswirkungen der autonomen Faktoren wurden hier nicht berücksichtigt).

Zinsentwicklung

Der €STR (Euro Short-Term Rate) erhöhte sich von 1,90 % am 7. Februar (letzter Tag des vorherigen Berichtszeitraums) auf 2,89 % am 9. Mai (letzter Tag des aktuellen Betrachtungszeitraums). In diesem Anstieg um 99,2 Basispunkte spiegelt sich die geldpolitische Straffung der EZB wider. Die EZB-Leitzinserhöhungen vom Februar und März 2023 wurden vollständig und unmittelbar an den unbesicherten Geldmarkt weitergegeben. Ähnlich wie in der siebten und achten Erfüllungsperiode 2022 notierte der €STR im aktuellen Berichtszeitraum im Schnitt 10 Basispunkte unter dem Einlagesatz.

Der Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, stieg von 1,90 % am 7. Februar auf 2,88 % am 16. März und damit um 98 Basispunkte. Die Leitzinserhöhungen der EZB wurden unmittelbar und vollständig an den besicherten Geldmarkt weitergegeben. Der Repomarkt funktionierte weiterhin ordnungsgemäß, was mehreren Faktoren zuzuschreiben war. Hierzu gehörten die Maßnahmen, die einige nationale Schuldenverwaltungen Ende 2022 ergriffen hatten, eine Anhebung der Obergrenze für Wertpapierleihen, eine höhere Nettoemission seit Anfang 2023, die Freigabe von Sicherheiten aus fällig werdenden GLRGs sowie der Rückgang von ausstehenden Beständen im APP-Portfolio. Darüber hinaus kündigte die EZB am 7. Februar 2023 an, dass die Obergrenze für die Verzinsung von beim Eurosystem gehaltenen Einlagen öffentlicher Haushalte des Euroraums ab dem 1. Mai dieses Jahres auf 20 Basispunkte unter dem €STR festgesetzt werde; zudem werde die Verzinsung von Einlagen, die im Rahmen der ERMS gehalten werden, ebenfalls entsprechend angepasst. Mit dieser Ankündigung wurden Bedenken zerstreut, dass die Verzinsungsobergrenze wieder auf 0 % sinken könnte, sobald die bis zum 30. April 2023 geltende vorübergehende Obergrenze entfällt. Somit wurde das Risiko minimiert, dass abrupte Umschichtungen von Geldanlagen staatlicher Stellen und ausländischer Zentralbanken die Funktionsfähigkeit der Märkte beeinträchtigen.

Inflation und Wettbewerbsfähigkeit – Unterschiede zwischen den Euro-Ländern

Daniela Filip, Daphne Momferatou und Ralph Setzer

Hohe Energie- und Rohstoffpreise sowie Lieferengpässe haben zu einer hohen Inflation im Euroraum geführt und die zwischen den Euro-Ländern bestehenden Inflationsunterschiede ausgeweitet.¹ Die am Interquartilsabstand gemessenen länderübergreifenden Inflationsdifferenzen hatten vor der Pandemie auf historischen Tiefständen gelegen und stiegen bis Ende 2022 auf historische Höchststände. Seitdem verringern sie sich zwar, liegen aber nach wie vor auf erhöhtem Niveau. Im Mai 2023 reichte die Spanne der Teuerungsraten in den Euro-Ländern von 2,0 % in Luxemburg bis 12,3 % in Lettland und der Slowakei (siehe Abbildung A). Die aktuell hohen Inflationsraten sind zumeist auf adverse Angebotsschocks zurückzuführen. Diese wiederum hängen mit den steigenden Energie- und Rohstoffpreisen, Lieferengpässen und Effekten des Wiederhochfahrens der Wirtschaft nach der Pandemie zusammen.

Abbildung A

Am HVPI gemessene Inflationsdifferenzen in den Euro-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Interquartilsabstand ergibt sich aus der Differenz zwischen dem 75. Perzentil und dem 25. Perzentil der Länderverteilung bezogen auf den Euroraum (in wechselnder Zusammensetzung). Das Min-Max-Intervall entspricht der Bandbreite zwischen den niedrigsten und höchsten monatlichen Inflationsraten, die in den verschiedenen Euro-Ländern gemessen wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023 (Schnellschätzung).

Persistente Inflationsunterschiede können außenwirtschaftliche

Ungleichgewichte herbeiführen. Inflationsdifferenzen sind in einer Währungsunion normal, sofern sie temporäre Anpassungen an Schocks widerspiegeln oder mit Aufholprozessen in Zusammenhang stehen. Überdies hat auch die Fiskalpolitik im Euroraum Einfluss auf die Inflationsunterschiede, etwa wenn die Steuersätze und die

¹ Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, [Energiepreisschock, preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung des Euroraums](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

Entgelte im öffentlichen Sektor verändert werden.² Erweisen sich derartige Unterschiede jedoch nicht als kurzlebig, oder sind sie nicht auf eine Konvergenz der Preisniveaus zurückzuführen, können sie auf divergierende Kostenentwicklungen oder strukturelle Ineffizienzen hindeuten. Hierzu zählen auch nominale und reale Rigiditäten an den Güter- und Arbeitsmärkten. Dauern die Inflationsdifferenzen an, droht eine länger anhaltende Beeinträchtigung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und eine Verschlechterung der Leistungsbilanz.³ Diese Wettbewerbsverluste können zu sehr problematischen negativen Externalitäten führen, denen letztlich möglicherweise mit strukturellen Maßnahmen entgegengewirkt werden muss.

Infolge der hohen Inflation steigen in vielen Euro-Ländern die

Lohnstückkosten und die Gewinne je BIP-Einheit.

Eine Zunahme der nominalen Lohnstückkosten (definiert als Arbeitnehmerentgelt je Einheit des realen BIP) gilt allgemein als wichtiger Bestimmungsfaktor eines anhaltenden Anstiegs der zugrunde liegenden Inflation. Die Entwicklung der Lohnstückkosten ließ sich in den letzten Jahren nur schwer interpretieren. Grund hierfür war, dass ihre Dynamik von der unterschiedlichen Erfassung von Arbeitsplatzsicherungsmaßnahmen und der sektorübergreifenden Reallokation von Arbeitskräften beeinflusst wurde. Dennoch liefert dieser Indikator nach wie vor nützliche Hinweise, um die erwähnten Risiken einer stark divergierenden preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den einzelnen Euro-Ländern zu beurteilen und den vom Arbeitsmarkt ausgehenden Kostendruck einzuschätzen.⁴ Der Angebotsschock bei Energie wirkt sich seit Mitte 2021 inflationssteigernd aus und geht mit kräftigen Erhöhungen der Lohnstückkosten und des Gewinns je BIP-Einheit einher. Einerseits stiegen die Lohnstückkosten im Eurogebiet von Ende 2019 bis Ende 2022 um 8 %, da sich das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer kräftig erhöhte, während die Produktion stagnierte. Dabei ergaben sich deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern: Am stärksten stiegen die Lohnstückkosten in den baltischen Staaten (um bis zu 28 % in Litauen), in Luxemburg und in der Slowakei. Andererseits lag das Wachstum des Gewinns je BIP-Einheit (definiert als Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen geteilt durch reales BIP) über dem der Lohnstückkosten. Rein rechnerisch und laut BIP-Deflator trug der Anstieg des Gewinns je BIP-Einheit damit stärker zur inländischen Inflation bei als das Wachstum der Lohnstückkosten.⁵ Besonders groß war dieser Unterschied in Griechenland, Lettland, Zypern, Slowenien, Malta, Deutschland und Estland (siehe Abbildung B). Dies lässt darauf schließen, dass die höheren Vorleistungskosten, die sich unter anderem aus Importen von Energie und

² Siehe C. Checherita-Westphal, N. Leiner-Killinger und T. Schildmann, [Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2774, 2023.

³ Siehe M. Obstfeld und K. Rogoff, [The unsustainable US current account position revisited](#), Working Paper des NBER, Nr. 10869, 2004; Working Group on Econometric Modelling of the European System of Central Banks, [Competitiveness and external imbalances within the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 139, 2012.

⁴ Siehe C. Giordano und F. Zollino, [Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1789, 2015.

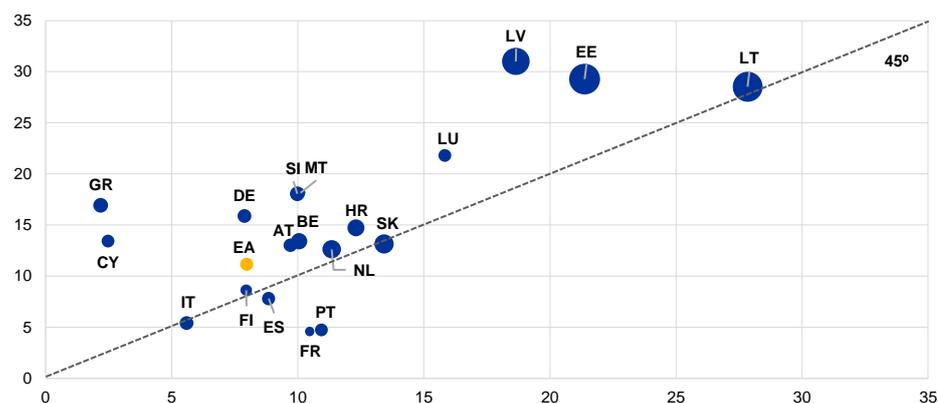
⁵ Siehe O. Arce, E. Hahn und G. Koester, [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), Der EZB-Blog, EZB, 30. März 2023.

anderen Vorleistungsgütern ergaben, nicht über die Gewinne aufgefangen wurden und somit die Gewinne je BIP-Einheit nicht beeinträchtigten.⁶

Abbildung B

Wachstum des Gewinns je BIP-Einheit und der Lohnstückkosten

(x-Achse: kumulierte Veränderung der Lohnstückkosten in % von 2019 bis 2022; y-Achse: kumulierte Veränderung des Gewinns je BIP-Einheit in % von 2019 bis 2022; Größe der Blasen: durchschnittliche HVPI-Jahresänderungsrate 2022)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Lohnstückkosten sind definiert als Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer geteilt durch die Arbeitsproduktivität. Die Gewinne je BIP-Einheit werden definiert als Bruttobetriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen geteilt durch das reale BIP. Für Irland liegen keine Angaben vor.

Die Entwicklung der Leistungsbilanz deutet darauf hin, dass sich die Ungleichgewichte kaum abbauen.

In den Jahren vor der Pandemie war innerhalb des Euroraums eine gewisse Angleichung zu beobachten. Sie zeigte sich in einer deutlichen Korrektur der Lohnstückkosten sowie in einer Verbesserung der Leistungsbilanzsalden jener Länder, die anfänglich eine geringe Wettbewerbsfähigkeit und hohe Netto-Auslandsverbindlichkeiten aufwiesen. Der Angleichungsprozess war teilweise auf die hohen Rigiditäten an den Arbeits- und Gütermärkten zurückzuführen. Unterbrochen wurde er schließlich 2020 und 2021 durch die Pandemie und durch den darauffolgenden weltweiten Energiepreisanstieg. Aufgrund dieser Entwicklungen hat sich der Leistungsbilanzsaldo des Euroraums verschlechtert – von 2,2 % des BIP im Jahr 2019 auf -1,0 % des BIP im Jahr 2022. Es waren sowohl Länder mit einem Leistungsbilanzdefizit als auch solche mit einem Überschuss betroffen. Ende 2022 unterschritten mehrere Länder die Schwellenwerte für die Auslandsposition. Die Definition dieser Werte findet sich in den Scoreboard-Indikatoren des Verfahrens der Europäischen Kommission zur Vermeidung und Korrektur von makroökonomischen Ungleichgewichten. So weisen Zypern und Griechenland weiterhin ein Netto-Auslandsvermögen unterhalb des Schwellenwerts von -35 % des BIP und einen Leistungsbilanzsaldo unterhalb des Schwellenwerts von -4 % des BIP auf. Von den übrigen Ländern mit hohen Auslandsverbindlichkeiten hat die Slowakei eine deutlich negative, Portugal eine etwas negative und Spanien eine leicht positive Leistungsbilanz. In den wichtigsten Nettogläubigerländern blieb die Leistungsbilanz unterdessen deutlich positiv, wenngleich sie in Deutschland merklich gesunken ist (siehe Abbildung C).

⁶ Eine Analyse des Inflationsbeitrags der Gewinne im Euroraum findet sich in Kasten 3 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

Abbildung C

Leistungsbilanzsaldo und Netto-Auslandsvermögen

(x-Achse: Netto-Auslandsvermögen in % des BIP für das vierte Quartal 2019; y-Achse: Leistungsbilanzsaldo in % des BIP als Dreijahresdurchschnitt für 2020-2022)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Auch bei der Messung mit den auf BIP-Deflatoren basierenden Harmonisierten Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit (HCIs) werden im Großen und Ganzen die oben genannten Länder als diejenigen mit den stärksten Wettbewerbsverlusten seit Beginn der Pandemie identifiziert. Die HCIs messen die preisliche Wettbewerbsfähigkeit umfassender, denn sie berücksichtigen a) die Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber den wichtigsten Handelspartnern der Euro-Länder, b) die relative Entwicklung der Kostenindikatoren in den Partnerländern und c) die Veränderung der Handelsanteile.⁷ Die Entwicklung des auf dem BIP-Deflator basierenden HCI von 2019 bis 2022 zeigt, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der baltischen Staaten und Luxemburgs gegenüber den anderen Ländern deutlich verschlechtert hat. Für das Baltikum lässt sich die reale Aufwertung zum Teil durch den Aufholprozess beim Einkommensniveau erklären; dieser ist allgemein als Balassa-Samuelsen-Effekt bekannt und wäre nicht mit einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit gleichzusetzen.⁸

Die Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit seit der Pandemie scheinen die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte insgesamt weder vergrößert noch verringert zu haben. Anhand der jüngsten HCI-Daten (siehe Abbildung D) ist nicht eindeutig erkennbar, ob sich der Angleichungsprozess, der vor der Pandemie zu beobachten war, nun fortsetzen wird. Seit 2019 sind die hohen Netto-Auslandsverbindlichkeiten einiger Euro-Länder gesunken, da deren nominales BIP-Wachstum gestiegen ist. Allerdings wurde in sechs Ländern im vierten Quartal 2022 der Schwellenwert für die Netto-Auslandsverbindlichkeiten (35 % des

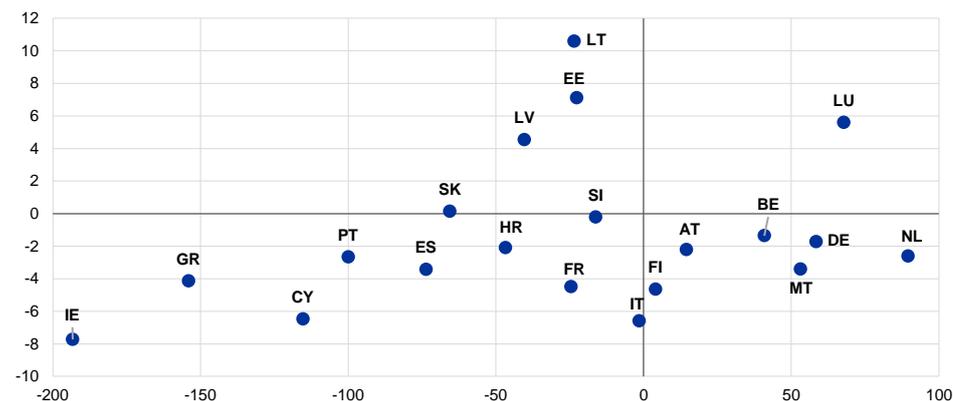
⁷ Die HCIs der Länder des Euroraums sind konzeptionell gleichbedeutend mit realen effektiven Wechselkursen einer Währung. Nähere Einzelheiten hierzu finden sich auf der [Website der EZB](#). Für die Zwecke des vorliegenden Kastens wird das auf dem BIP-Deflator basierende Maß des HCI verwendet, denn es berücksichtigt die Preise aller im Inland produzierten Waren und Dienstleistungen, einschließlich der Wirkung der zu den Lohnkosten hinzukommenden Vorleistungskosten.

⁸ Nähere Einzelheiten zum Einfluss des Balassa-Samuelsen-Effekts auf die einzelnen Volkswirtschaften des Euroraums finden sich in: J. L. Diaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. F. Heinz und S. Muzikarova, [Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 203, 2017.

BIP) überschritten.⁹ Um eine nachhaltige Angleichung im Euroraum zu gewährleisten, sind weitere relative Preisadjustierungen erforderlich. Hierzu muss sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Länder mit hohen Netto-Auslandsverbindlichkeiten erhöhen, indem die Lohnstückkosten und/oder die Gewinne je BIP-Einheit langsamer zunehmen.

Abbildung D
Netto-Auslandsvermögen und HCI

(x-Achse: Netto-Auslandsvermögen in % des BIP für das vierte Quartal 2019; y-Achse: kumulierte Veränderung des HCI (basierend auf BIP-Deflator) in % von 2019 bis 2022)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der auf dem BIP-Deflator basierende HCI gibt einen Überblick über die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Euro-Landes im Vergleich zu seinen jeweiligen Hauptwettbewerbern an den internationalen Märkten (20 Länder des Euroraums und EWK-41-Handelspartner). Er wird auf Basis des gewichteten Durchschnitts der bilateralen Wechselkurse zu den Währungen der Handelspartner des betreffenden Landes berechnet und mit dem BIP-Deflator deflationiert. In einigen Ländern wird der BIP-Deflator durch die Tätigkeiten von multinationalen Unternehmen (Irland) oder Zweckgesellschaften (Zypern) beeinflusst. Ein positiver HCI zeigt an, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gesunken ist. Ein negativer HCI entspricht einem Anstieg. Weitere Informationen zu den HCIs finden sich auf der [Website der EZB](#).

⁹ In Irland und Zypern wirken sich die spezifischen Tätigkeiten von multinationalen Unternehmen und Zweckgesellschaften ohne direkte Verbindungen zur Binnenwirtschaft entscheidend auf den Netto-Auslandsvermögensstatus aus. Ohne diese Tätigkeiten wären die Netto-Auslandsverbindlichkeiten niedriger.

Aufsatz

1 Die Rolle von Angebots- und Nachfragefaktoren bei der Erholung im Euroraum nach der Pandemie

Roberto A. De Santis und Grigor Stoevsky

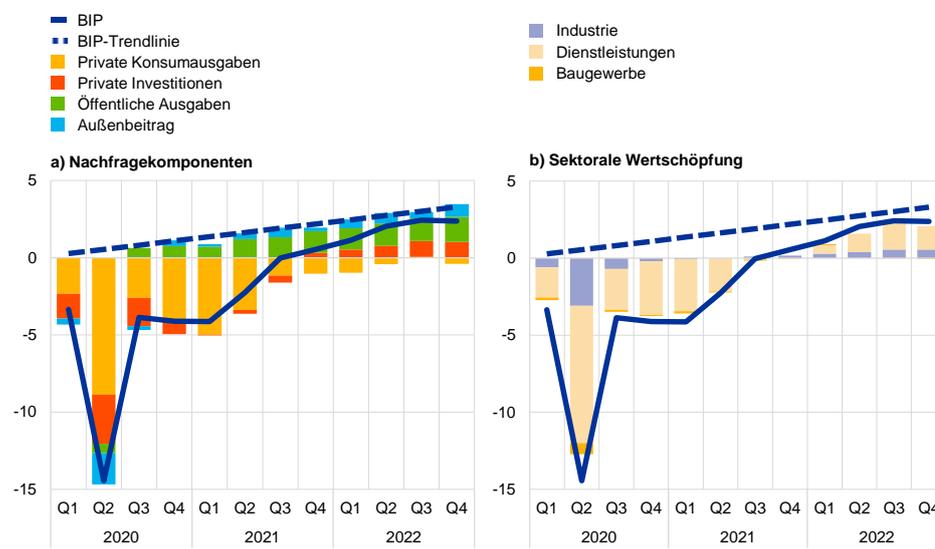
1 Einleitung

Im vorliegenden Aufsatz werden die Faktoren beleuchtet, die den starken Konjunkturreinbruch im Euroraum im Jahr 2020 verursacht und die anschließende Erholung geprägt haben. Die großflächigen Lockdowns, die ab März 2020 zur Eindämmung der Corona-Pandemie verhängt wurden, führten zu globalen Angebotsstörungen und dämpften die Nachfrage. Infolgedessen ging die Wirtschaftsleistung im Eurogebiet zurück, und der internationale Handel brach ein. Nachdem die ersten der strengen Lockdown-Maßnahmen 2020 aufgehoben worden waren, verzeichnete die Wirtschaft des Euroraums eine solide Erholung. Diese vollzog sich ungeachtet der 2021 und 2022 eintretenden negativen Schocks im Zusammenhang mit den weltweiten Lieferengpässen, der Energiekrise und der Unsicherheit infolge des russischen Einmarschs in die Ukraine. So verringerte sich das BIP des Eurogebiets 2020 um 6,1 % und stieg 2021 und 2022 wieder an (um 5,3 % bzw. 3,5 %). Ende 2022 lag die Wirtschaftsleistung des Euroraums 2,4 % über ihrem Vorpandemieniveau – aber 0,9 Prozentpunkte unter ihrem fortgeschriebenen linearen Trend der Vor-Corona-Zeit –, was im Großen und Ganzen den kräftigen Stützungsmaßnahmen der Politik zu verdanken war (siehe Abbildung 1, Grafik a). Die einzelnen Sektoren entwickelten sich dabei unterschiedlich. Am stärksten waren die Dienstleistungen von den verschiedenen Eindämmungsmaßnahmen betroffen, sodass sich der Sektor 2021 zeitlich verzögert erholte (siehe Abbildung 1, Grafik b). Die Industrie- und die Bauproduktion wurden überdies durch Lieferkettenstörungen, Energiepreisschocks und Arbeitskräftemangel gebremst, wenngleich die beiden zuerst genannten Faktoren zuletzt deutlich nachgelassen haben.

Abbildung 1

Reales BIP aufgeschlüsselt nach Nachfragekomponenten und sektoraler Wertschöpfung

(Index: Q4 2019 = 0; in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzung des deterministischen Vorpandemietrends erfolgt mittels Regression des Logarithmus des realen BIP auf eine Konstante und einen linearen Trend im Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2019. Die sehr volatilen Transaktionen mit immateriellen Anlagegütern in Irland hatten einen unverhältnismäßig starken Einfluss auf die Investitionen und Importe im Euroraum (siehe Fußnote 2). Deshalb werden die privaten Investitionen im Eurogebiet ohne Investitionen in geistiges Eigentum in Irland dargestellt, und bei den Importen des Euroraums wurden die Dienstleistungseinfuhren in Irland herausgerechnet. Die öffentlichen Ausgaben umfassen Konsum- und Investitionsausgaben des Staates. In Grafik b ist die Industrie ohne Wertschöpfung des Baugewerbes angegeben. Aufgrund statistischer Unterschiede zwischen dem BIP und der gesamten Bruttowertschöpfung entsprechen die Beiträge der Industrie, der Dienstleistungen und des Baugewerbes in Grafik b in der Summe nicht dem BIP insgesamt.

Seit 2020 ist die Konjunktur im Euroraum von drei exogenen Schlüsselfaktoren geprägt: dem (finanzpolitisch gestützten) Wiederhochfahren der Wirtschaft nach den Lockdowns, den weltweiten Angebotsstörungen und dem Krieg Russlands gegen die Ukraine. Mit der Lockerung der ersten strengen Lockdown-Maßnahmen im Mai 2020 zog die Produktion unmittelbar an, und die Wirtschaftstätigkeit wurde weitgehend wieder aufgenommen. Es kam auch zu einer teilweisen Erholung der Nachfrage, die von der Geld- und Finanzpolitik gestützt wurde. Allerdings waren die Konsummöglichkeiten durch die verbleibenden Eindämmungsmaßnahmen und Gesundheitsbedenken nach wie vor eingeschränkt. Angesichts der sich verändernden epidemiologischen Lage variierten die Corona-Maßnahmen weltweit und wurden in den einzelnen Ländern zu unterschiedlichen Zeiten verschärft bzw. gelockert. Dies führte zusammen mit den Verknappungen, die daraus resultierten, dass sich Frachtcontainer weltweit zur falschen Zeit am falschen Ort befanden, zu unerwartet und abrupt auftretenden zusätzlichen Engpässen in den globalen Lieferketten. Die zunehmenden geopolitischen Spannungen im Herbst 2021 und der russische Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 verursachten einen sprunghaften Anstieg der Energiepreise und verstärkten die anhaltenden Angebotsstörungen. Gleichzeitig sorgten sie für eine stark erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit, was sich wiederum negativ auf die Binnenkonjunktur auswirkte.

In diesem Aufsatz wird untersucht, inwieweit und über welche Kanäle sich die drei genannten Faktoren auf Nachfrage und Produktion ausgewirkt haben.

Hierfür wird in Abschnitt 2 die Nachfragestruktur des BIP beleuchtet. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den wesentlichen Bestimmungsfaktoren der Entwicklung des Einkommens, der Ersparnisse, der Konsumausgaben und der Investitionen der privaten Haushalte. Abschnitt 3 befasst sich mit der Produktionsseite. Im Blickpunkt stehen jene Sektoren, die am stärksten von den Lieferengpässen und Energiepreisschocks betroffen waren. Zudem wird in diesem Aufsatz die wirtschaftliche Erholung im Euroraum nach der Pandemie mit der in den Vereinigten Staaten verglichen (siehe Kasten 1). Außerdem wird erörtert, inwiefern die Finanzpolitik den Konjunkturzyklus 2021 und 2022 beeinflusst hat (siehe Kasten 2). Darüber hinaus wird anhand eines strukturellen empirischen Modells die relative Bedeutung der verschiedenen Schocks beurteilt, die die Erholung in der Zeit nach der Coronakrise geprägt haben (siehe Kasten 3). Auch die Geldpolitik hat die wirtschaftliche Erholung 2021 und 2022 unterstützt, doch eine eingehende Analyse ihrer Auswirkungen ist nicht Gegenstand dieses Aufsatzes.¹ Abschnitt 4 enthält eine abschließende Zusammenfassung.

2 Der Faktor Nachfrage

Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage hat sich mit Blick auf ihre

Teilkomponenten nicht einheitlich erholt.

Die privaten Konsumausgaben waren durch die Restriktionen beeinträchtigt, die zur Eindämmung der Pandemie verhängt wurden. Dies führte im Jahr 2020 zu äußerst negativen Nachfrageschocks (siehe Kasten 3). Die Wiederbelebung des privaten Konsums verlief relativ schleppend. Sein Vorpandemieniveau erreichte er erst wieder im dritten Quartal 2022, also vier Quartale später als das reale BIP. Zum Teil lag dies daran, dass die Pandemie in verschiedenen Wellen immer wieder aufflammte, sodass durch die jeweiligen Eindämmungsmaßnahmen und Gesundheitsbedenken nur eingeschränkte Konsummöglichkeiten gegeben waren. Die staatlichen Konsumausgaben und öffentlichen Investitionen trugen hingegen sofort zur Erholung des BIP bei. Bereits im dritten Quartal 2020 übertrafen sie ihr Vorpandemieniveau und stiegen danach weiter an. Darin spiegeln sich die Stützungsmaßnahmen wider, die im Zuge der Corona- und der Energiekrise im Zeitraum von 2020 bis 2022 ergriffen wurden (siehe Kasten 2). Auch die Wohnungsbauinvestitionen belebten sich relativ schnell und waren bereits Ende 2020 höher als vor der Pandemie. Die privaten Investitionen ohne Bauten hingegen, die sich während der ersten Pandemiewelle drastisch verringert hatten, erreichten trotz der anschließenden Erholung erst im vierten Quartal 2021 wieder ihr vor der Pandemie verzeichnetes Niveau. Die Nettoexporte (ohne Berücksichtigung der aus den Transaktionen mit immateriellen Anlagegütern in Irland resultierenden Volatilität) gingen während der ersten Lockdowns im Jahr 2020 ebenfalls zurück. Danach stieg der Außenbeitrag als Komponente des

¹ Eine umfassende Beurteilung der Rolle der Geldpolitik findet sich in: C. Lagarde, [Geldpolitik im Euroraum](#), Karl Otto Pöhl Lecture, Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, Frankfurt, 20. September 2022; P. R. Lane, [The euro area hiking cycle: an interim assessment](#), Dow Lecture am National Institute of Economic and Social Research, London, 16. Februar 2023. Siehe auch EZB, [Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB seit Dezember 2021: eine modellbasierte Auswertung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

euroraumweiten BIP allerdings wieder zügig an. Bereits im vierten Quartal 2020 übertraf er seinen Vorpandemiestand, da sich die Exporte stärker erholten als die Importe (siehe Abbildung 1, Grafik a).²

Die privaten Konsumausgaben entwickelten sich schwächer als das aggregierte verfügbare Einkommen, das sich robust zeigte. Seit 2020 war das real verfügbare Einkommen durch Programme zur Arbeitsplatzsicherung beträchtlich gestützt worden. Die erhebliche finanzpolitische Unterstützung, die die Regierungen der Euro-Länder während der Pandemie leisteten, minderte die Risiken sowohl für Unternehmer als auch für Beschäftigte. Verhindert wurde damit auch, dass es auf breiter Front zu Insolvenzen kam. Obwohl das Arbeitnehmerentgelt 2020 einbrach (siehe Abbildung 2), wurden diese Einkommensverluste durch die finanzpolitische Unterstützung insgesamt mehr als aufgefangen. So führten die umgesetzten Maßnahmen wie etwa die Arbeitsplatzsicherungsprogramme dazu, dass die direkten Steuern, Sozialbeiträge und Transferleistungen einen äußerst positiven Beitrag zum verfügbaren Einkommen leisteten (siehe Kasten 2). Darüber hinaus sorgten die geldpolitischen Maßnahmen der EZB für günstige Finanzierungsbedingungen. Das Arbeitseinkommen erholte sich 2021 und 2022 kräftig und trug in diesen beiden Jahren maßgeblich zum Wachstum des real verfügbaren Einkommens bei.³ Der daraus resultierende Konsumimpuls wurde ab Mitte 2021 durch den sprunghaften Energiepreisanstieg zum Teil aufgehoben. Letzterer schlug sich in einer Verschlechterung der Terms of Trade nieder und wirkte sich hierüber im Jahr 2022 sehr negativ auf das Wachstum des real verfügbaren Einkommens aus.⁴ Abgefedert wurden die negativen Folgen für die Konsumausgaben jedoch durch einen allmählichen (wenn auch unvollständigen) Abbau der zuvor außerordentlich hohen Ersparnisbildung sowie durch die positive Entwicklung des Arbeits- und Nichtarbeitseinkommens. Die pandemiebedingten Einschränkungen und die Maßnahmen der Politik zur Stützung der Einkommen führten zu einem beispiellosen Anstieg der Ersparnisse der privaten Haushalte auf 25 % des verfügbaren Einkommens im zweiten Quartal 2020.⁵ Wenngleich sich die Sparquote anschließend gegenüber ihrem Höchststand zurückbildete, blieb sie weiter über ihrem Vorpandemieniveau. Infolgedessen hatten sich im vierten Quartal 2022 Ersparnisüberschüsse von rund 930 Mrd. € angehäuft, was etwa 11,4 % des verfügbaren Jahreseinkommens entsprach. Diese während der Pandemie gebildeten

² Die privaten Investitionen und der Außenbeitrag im Euroraum waren von der äußerst volatilen Entwicklung des geistigen Eigentums in Irland überproportional betroffen. Die daraus resultierende hohe Volatilität wird bei den entsprechenden Berechnungen ausgeklammert. Siehe EZB, [Immaterielle Anlagegüter multinationaler Unternehmen in Irland: Auswirkungen auf das BIP des Euroraums](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023. Eine umfassendere Erörterung der Unternehmensinvestitionen nach der Pandemie findet sich in: EZB, [Erholung der Unternehmensinvestitionen – Bestimmungsfaktoren, Chancen, Herausforderungen und Risiken](#), Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

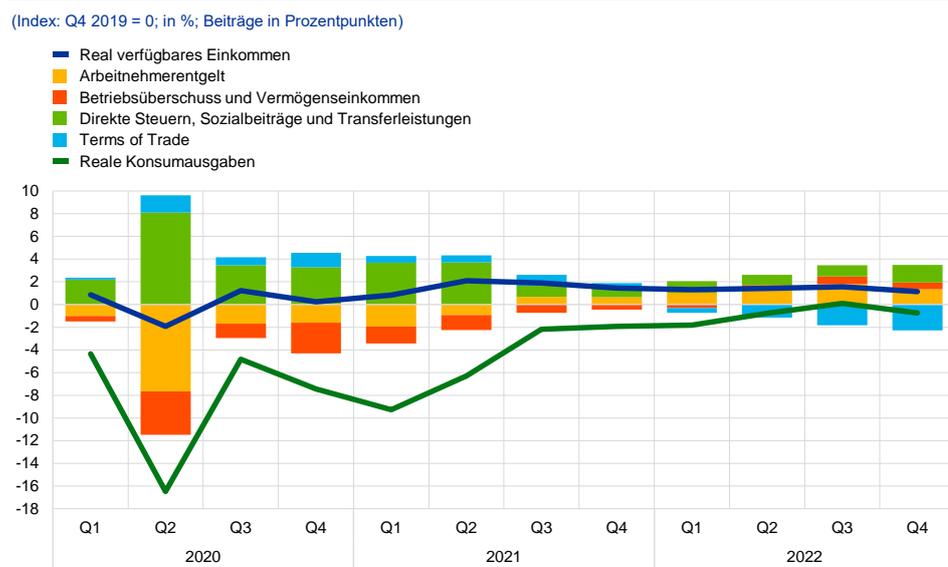
³ In der Regel gibt ein steigendes Arbeitseinkommen den Konsumausgaben mehr Auftrieb als andere Einkommensquellen, da es mit einer höheren marginalen Konsumneigung einhergeht. Siehe EZB, [Geldpolitik und Ungleichheit](#), Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021; J. Slačálek, O. Tristani und G. L. Violante, Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Bd. 115, Artikel 103879, 2020.

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

⁵ Siehe EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid-19: eine aktualisierte Analyse](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 5/2021, August 2021. Siehe auch EZB, [Ersparnisse der privaten Haushalte während der Covid-19-Pandemie: Wie wirken sie sich auf die Erholung des Konsums aus?](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

Ersparnisse wurden jedoch überwiegend in illiquiden Vermögenswerten angelegt, befinden sich vornehmlich im Besitz wohlhabenderer Haushalte und sind in realer Rechnung zum Teil von der zuletzt hohen Inflation aufgezehrt worden. All diese Faktoren dürften dazu beitragen, dass von den angehäuften Ersparnissen nur ein begrenzter Impuls für das Konsumwachstum ausgeht.⁶

Abbildung 2
Komponenten des real verfügbaren Einkommens und reale Konsumausgaben



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Das verfügbare Einkommen wurde mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben deflationiert, während seine Komponenten mit dem BIP-Deflator deflationiert wurden. Die Terms of Trade wurden anhand des Verhältnisses des BIP-Deflators zum Deflator der privaten Konsumausgaben ermittelt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Mit Blick auf die einzelnen Komponenten spielte der Konsum von Dienstleistungen – insbesondere in kontaktintensiven Bereichen wie Reiseverkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie – während und auch nach der Pandemie eine wesentliche Rolle. Die Nachfrage nach

kontaktintensiven Dienstleistungen trug merklich zum Rückgang der Konsumausgaben in den akuten Phasen der Coronakrise sowie zur anschließenden Erholung bei.⁷ Erst im dritten Quartal 2022 kehrte der Dienstleistungskonsum wieder auf sein Vorpandemieniveau zurück (siehe Abbildung 3). Was den Konsum von Gebrauchsgütern betrifft, der in der Regel prozyklisch und extrem volatil ist, so erholte er sich zwar nach den Lockdowns zügig, wurde aber 2021 und 2022 von den erheblichen globalen Lieferengpässen beeinträchtigt. Unterdessen standen die Ausgaben für Verbrauchsgüter und Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer während der Pandemie weniger stark unter Druck als jene für Dienstleistungen. Sie erreichten bereits Mitte 2021 wieder ihr vor der Coronakrise verzeichnetes Niveau. Negativ auf diese Ausgabenkomponente wirkte sich jedoch der russische Einmarsch in die Ukraine aus. Unter anderem durch den kriegsbedingt hohen Preisauftrieb bei

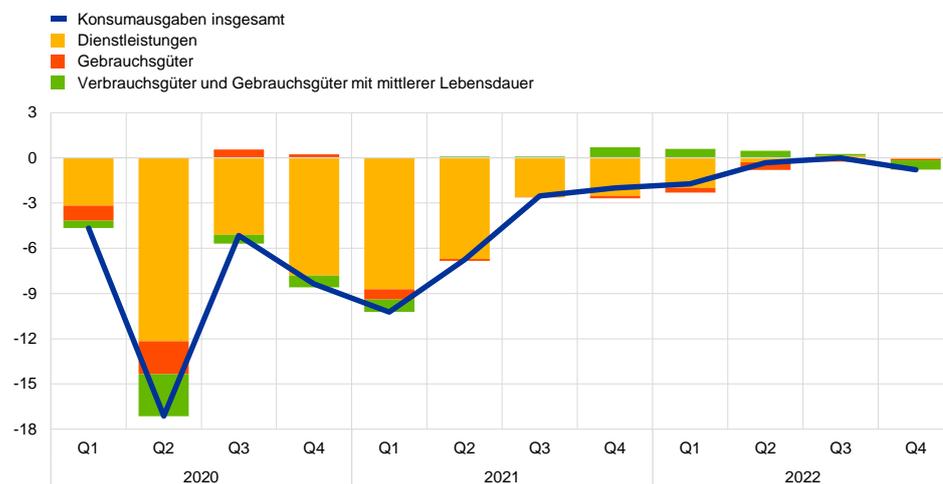
⁶ Eine tieferegehende Analyse findet sich in Kasten 1 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

⁷ Siehe EZB, [Wirtschaftliche Entwicklungen und Aussichten für kontaktintensive Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 7/2021, November 2021.

Energie und Nahrungsmitteln kam es im Verlauf des Jahres 2022 zu einem Rückgang in dem genannten Konsumbereich.

Abbildung 3
Komponenten der privaten Konsumausgaben

(Index: Q4 2019 = 0; in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Beim Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie wurde das Wachstum des privaten Konsums durch steigende Energiepreise, zunehmende Unsicherheit und restriktivere Finanzierungsbedingungen einschließlich höherer Zinsen gebremst.⁸ Die Verteuerung von Energie infolge des russischen Angriffs auf die Ukraine schlug sich in einem sprunghaften Anstieg der Unsicherheit und der Preiserwartungen der Verbraucher nieder. Außerdem führte sie zu einem drastischen Rückgang des Verbrauchervertrauens, das im September 2022 ein extrem niedriges Niveau erreichte (siehe Abbildung 4). Zwar hat die Unsicherheit seit Oktober 2022 nachgelassen, doch im historischen Vergleich ist sie nach wie vor erhöht und wirkte sich im Jahr 2022 deutlich negativ auf die Wirtschaft aus.⁹ Als die Bedenken bezüglich der Gasversorgung abklungen und die Energiepreise sanken, begann sich das Verbrauchervertrauen zu verbessern. Gleichwohl liegt es nach wie vor auf einem niedrigen Niveau. Darüber hinaus sind die Erwartungen hinsichtlich des Trends der Verbraucherpreisentwicklung Anfang 2023 unter ihren historischen Durchschnittswert gesunken. Dennoch wird das Wachstum der privaten Konsumausgaben zunehmend von der anhaltenden geldpolitischen Straffung und den damit verbundenen restriktiveren Finanzierungsbedingungen beeinträchtigt.

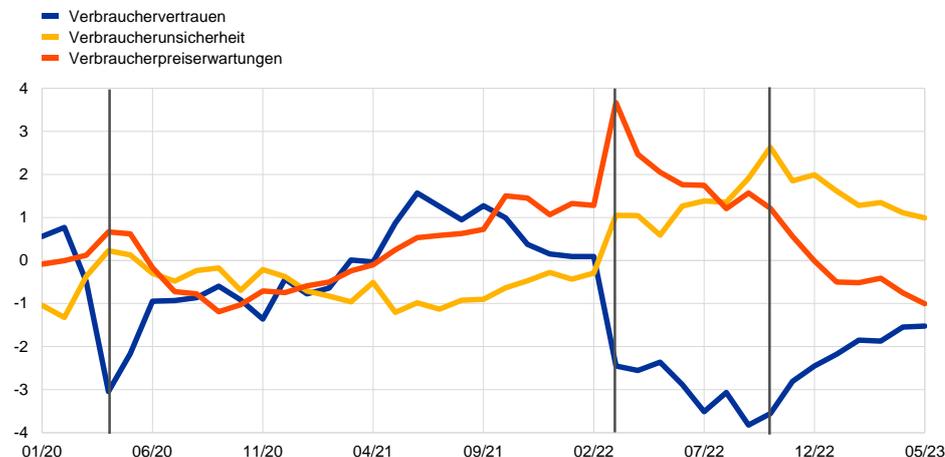
⁸ Siehe EZB, [Energiepreise und privater Konsum – welche Transmissionskanäle gibt es?](#), Wirtschaftsbericht 3/2022, April 2022.

⁹ Siehe 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.

Abbildung 4

Vertrauen, Unsicherheit und Preiserwartungen der Verbraucher

(standardisierte Salden in %)



Quellen: Europäische Kommission (GD Wirtschaft und Finanzen) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zum Verbrauchervertrauen und den Verbraucherpreiserwartungen sind für den Zeitraum von 1985 bis 2019 standardisiert und jene zur Verbraucherunsicherheit für den Zeitraum von April 2019 bis Mai 2023. Die senkrechten Linien markieren die Wendepunkte im April 2020, März 2022 und Oktober 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Mai 2023.

Was die Investitionen betrifft, so kam es zunächst zu einer kräftigen Erholung der Wohnungsbauinvestitionen, die auf den pandemiebedingten Bedarf und das günstige Finanzierungsumfeld zurückzuführen war. Die privaten Haushalte verwendeten ab Anfang 2021 auch einen kleinen Teil ihrer über dem Trend liegenden Ersparnisse für Investitionen.¹⁰ Allerdings führten die deutlich steigende Unsicherheit und die allmähliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im Jahr 2022 dazu, dass sich die Investitionstätigkeit im Wohnimmobilienbereich immer mehr abschwächte (siehe Abbildung 5, Grafik a).¹¹ Bei den Investitionen ohne Bauten, die während der Pandemie im Euroraum eingebrochen waren, dauerte es hingegen länger, bis sie sich wieder erholt hatten. Sie stiegen zwar deutlich an, aber je nach Land, Unternehmen und Investitionsart mit einer sehr unterschiedlichen Dynamik; dabei fiel die Erholung im Eurogebiet weniger stark aus als in den Vereinigten Staaten (siehe Kasten 1).¹² Zwar wurde der Wiederanstieg der Investitionen ohne Bauten auch durch die umfangreiche politische Unterstützung begünstigt, doch Negativfaktoren wie eine erhöhte Unsicherheit, steigende Energiekosten und Lieferengpässe veranlassten die Unternehmen dazu, relativ hohe Ersparnisse zu bilden und ihre Investitionsvorhaben aufzuschieben (siehe Abbildung 5, Grafik b). Gleichwohl haben sich strukturelle Trends wie eine fortschreitende Digitalisierung und Ökologisierung der Wirtschaft im Euroraum seit der Coronakrise verstärkt. Als Katalysator wirkten dabei auch die Mittel aus dem

¹⁰ Siehe Kasten 1 des vorliegenden Wirtschaftsberichts.

¹¹ Siehe N. Battistini, M. Falagiarda, A. Hackmann und M. Roma, [Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2752, 2022. Siehe auch EZB, [Geldpolitik und Wohnungsbauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

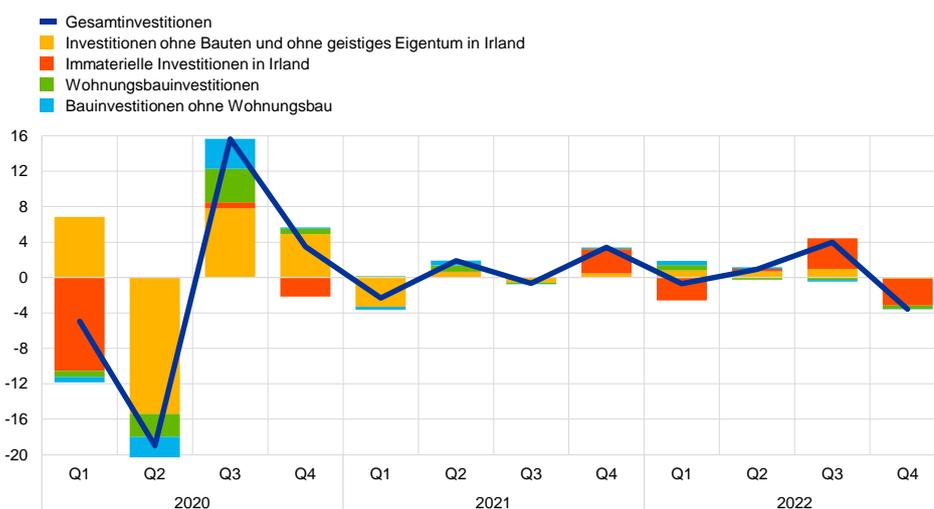
¹² Siehe EZB, [Erholung der Unternehmensinvestitionen – Bestimmungsfaktoren, Chancen, Herausforderungen und Risiken](#), Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022.

Programm „Next Generation EU“ (NGEU). Diese Entwicklung hat dem Wachstum der Investitionsnachfrage außerhalb des Baugewerbes zuletzt Auftrieb verliehen.

Abbildung 5
Aufschlüsselung und Bestimmungsfaktoren des Investitionswachstums

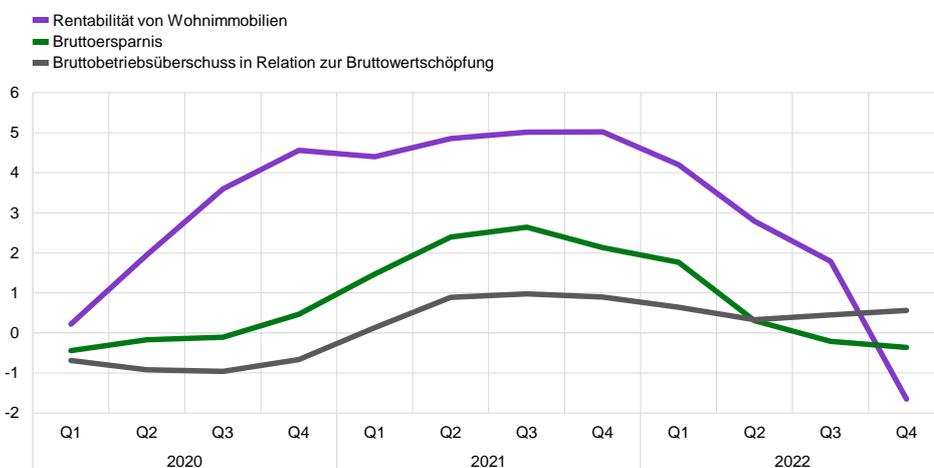
a) Aufschlüsselung

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



b) Bestimmungsfaktoren

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik b entspricht die Rentabilität von Wohnimmobilien dem Verhältnis des Preisindex für Wohnimmobilien zum Deflator für Wohnungsbauminvestitionen, das im vierten Quartal 2019 auf null skaliert wurde. Die Bruttoersparnis entspricht dem Quotienten aus einbehaltenen Gewinnen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und der sektorspezifischen Bruttowertschöpfung. Die Bruttoersparnis sowie der Bruttobetriebsüberschuss (und das Selbstständigeneinkommen) nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Relation zur sektorspezifischen Bruttowertschöpfung werden als Differenzen (in Prozentpunkten) gegenüber den historischen Durchschnittswerten der Jahre 2015 bis 2019 (von 24,2 % bzw. 40,2 %) dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das vierte Quartal 2022.

Der Außenbeitrag als Komponente des BIP erholte sich rasch. Dies war darauf zurückzuführen, dass die Exporte des verarbeitenden Gewerbes kräftiger anstiegen als die Importe. Die Ausfuhr von Dienstleistungen, insbesondere von Reisedienstleistungen, profitierte von den Lockerungen und der anschließenden Aufhebung der pandemiebedingten Einschränkungen. Bei den Warenausfuhren schwächte sich die Dynamik 2021 hingegen ab, weil die wichtigsten Exportsektoren

von Lieferengpässen betroffen waren. Im ersten Halbjahr 2022 verschärfen sich diese Engpässe, sodass die Dynamik noch weiter gebremst wurde. In der zweiten Jahreshälfte 2022 ließen die Störungen in den Lieferketten dann nach. Dennoch entwickelte sich das Exportwachstum im Euroraum nach wie vor verhalten, was einer rückläufigen globalen Nachfrage geschuldet war. Das Importwachstum wurde begünstigt durch die Aufstockung der Lagerbestände in den Jahren 2021 und 2022 sowie durch die Bevorratung mit Energie im Jahr 2022. Letztere erfolgte im Zuge einer erhöhten Unsicherheit über die künftige Preisentwicklung und Verfügbarkeit von Energie. Abgesehen von einer gewissen Volatilität auf Quartalsebene trug der Außenhandel 2021 und 2022 zunehmend positiv zum BIP bei.

Kasten 1

Vergleich der wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten seit der Pandemie

Malin Andersson, Ryan Minasian und Michel Soudan

Im vorliegenden Kasten wird die postpandemische Wirtschaftserholung im Euroraum mit der in den Vereinigten Staaten verglichen. Während der Coronakrise schrumpfte die Wirtschaftsleistung im Eurogebiet mehr als in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung A). Ausschlaggebend für den stärkeren Rückgang des Euroraum-BIP im Jahr 2020 waren die Tatsache, dass die Pandemie hier ein paar Wochen früher zum Ausbruch kam, sowie die strengeren Lockdowns und die spätere Verfügbarkeit von Impfstoffen. Aber auch Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur, im Wachstumspotenzial¹³ und in den Reaktionen der Politik spielten dabei eine Rolle.¹⁴ In beiden Wirtschaftsregionen wurden vom Beginn der Pandemie an umfangreiche geldpolitische Impulse gesetzt. In den Vereinigten Staaten bewirkte die sehr ausgeprägte finanzpolitische Unterstützung, die sich vor allem an private Haushalte richtete, eine hohe Nachfrage nach Konsumgütern und eine deutlich positive Produktionslücke.¹⁵ Zwar wurden 2020 auch im Eurogebiet auf finanzpolitischer Ebene weitreichende diskretionäre Stützungsmaßnahmen ergriffen (siehe Kasten 2), doch war deren Umfang geringer als in den Vereinigten Staaten. Die Maßnahmen waren zudem zielgerichteter und dienten eher dazu, die Beschäftigung mittels Arbeitsplatzsicherungsprogrammen

¹³ Das Potenzialwachstum im Euroraum war in den vergangenen zwei Jahrzehnten geringer als in den Vereinigten Staaten. Ursächlich hierfür war ein schwächeres Wachstum der gesamten Faktorproduktivität infolge einer langsameren Einführung neuer Informations- und Kommunikationstechnologien, niedrigerer Investitionen in immaterielle Vermögenswerte und eines geringeren Arbeitskräfteangebots. Siehe M. Licchetta, G. Mattozzi, R. Raciborski und R. Willis, [Economic adjustment in the euro area and the United States during the COVID-19 crisis](#), SUERF Policy Brief, Nr. 341, SUERF, 2022.

¹⁴ Eine aktuelle Analyse hat ergeben, dass sich nahezu 60 % des Wachstumsgefälles zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten im Jahr 2020 durch strukturelle Unterschiede (d. h. den Anteil des Tourismus und der Konsumausgaben am BIP) und den technologischen Vorsprung (d. h. den Anteil des Dienstleistungssektors, in dem Telearbeit möglich war und entsprechende Technologie eingesetzt wurde) erklären lassen. Der Rest hängt mit unfreiwilligen und freiwilligen Mobilitätseinschränkungen sowie staatlichen Unterstützungsmaßnahmen zusammen. Siehe N. Chatelais, [Covid-19 and divergence in GDP declines between Europe and the United States](#), Eco Notepad, Nr. 229, Banque de France, 2021.

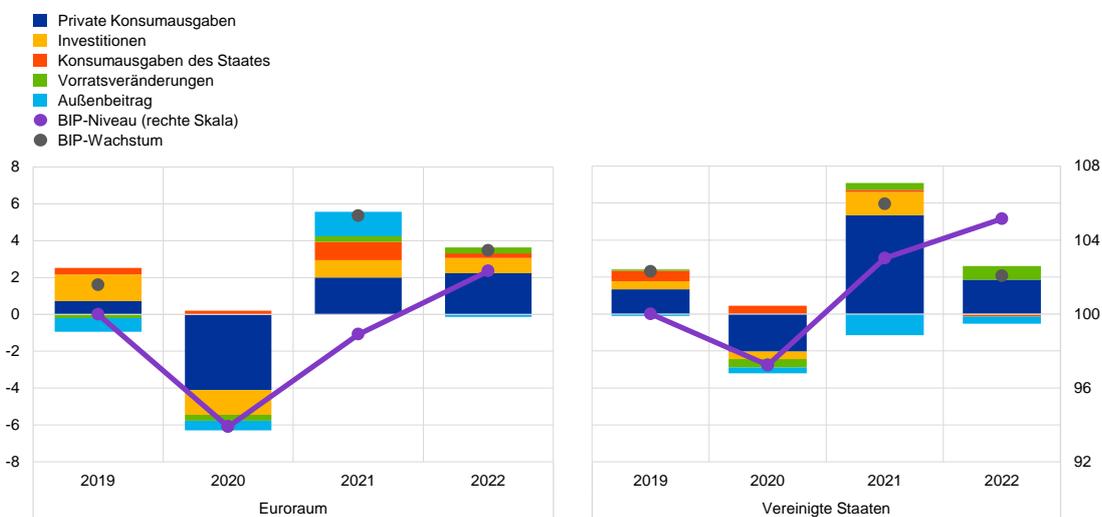
¹⁵ Siehe G. M. Milesi-Ferretti, [A most unusual recovery: How the US rebound from COVID differs from rest of G7](#), Up Front, Brookings, 8. Dezember 2021.

zu stützen.¹⁶ Die Folge war, dass der private Konsum im Jahr 2020 viel stärker zurückging und 2021 einen geringeren Schub erhielt, als dies in den Vereinigten Staaten der Fall war. Auch die Investitionen brachen im Euroraum 2020 im Zuge der weitreichenderen Lockdowns, der eingeschränkten Mobilität und des deutlicheren Produktionsrückgangs stärker ein. Unterdessen verzeichneten die Vereinigten Staaten im Jahr 2021 einen negativen Außenbeitrag. Grund hierfür waren die Einfuhren, die von der hohen Binnennachfrage (dank des Abbaus überschüssiger Ersparnisse) getragen wurden, und die schwache Dienstleistungsausfuhr insbesondere im Tourismusbereich. Im Eurogebiet ergab sich 2021 aufgrund geringerer Importe und einer Erholung der Warenexporte hingegen ein positiver Außenbeitrag.

Abbildung A

Wachstum des realen BIP im Euroraum und in den Vereinigten Staaten von 2019 bis 2022

(linke Skala: Veränderung gegen Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten; rechte Skala: Index: 2019 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Im Eurogebiet dauerte es länger als in den Vereinigten Staaten, bis sich die Wirtschaftsleistung wieder von der Pandemie erholt hatte. Hier kehrte das reale BIP erst im dritten Quartal 2021 auf sein Vorpandemieniveau zurück, in den USA hingegen bereits im ersten Quartal 2021 (siehe Abbildung A). Nach vergleichbaren Wachstumsraten im Jahr 2021 fiel der Anstieg des realen BIP im Euroraum 2022 dann höher aus als in den Vereinigten Staaten. Angetrieben wurde das Wachstum im Eurogebiet im letzten Jahr durch die Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor, nachlassende angebotsseitige Beschränkungen im verarbeitenden Gewerbe und finanzpolitische Stützungsmaßnahmen. Allerdings wurde die Konjunktur im Euroraum nach und

¹⁶ Ein schlüssiger Vergleich der Daten gestaltet sich zwar schwierig, aber den Schätzungen zufolge belief sich die diskretionäre Komponente der pandemiebedingten finanzpolitischen Maßnahmen im Euroraum im Jahr 2020 (nach Ex-post-Abwärtsrevision – siehe Kasten 2) auf rund 4,25 % des BIP und in den USA auf etwa 7,75 % des BIP. Unter Berücksichtigung der Wirkung automatischer Stabilisatoren – die im Euroraum als vergleichsweise größer eingeschätzt wird – ist die für 2020 berechnete Differenz zwischen dem fiskalischen Gesamtimpuls im Eurogebiet und dem in den Vereinigten Staaten nicht mehr ganz so groß (rund 7 % des BIP gegenüber knapp 10 % in den USA). Zudem unterschieden sich die finanzpolitischen Maßnahmen auch in der Ausgestaltung. In den Vereinigten Staaten wurden direkte Transferzahlungen an private Haushalte mittels Steuergutschriften geleistet und die Arbeitslosenunterstützung ausgeweitet. Im Euroraum lag der Schwerpunkt indes auf Programmen zur Arbeitsplatzsicherung, und die pandemiebedingte Arbeitslosigkeit fiel deutlich geringer ins Gewicht. Siehe hierzu auch EZB, *Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020*, Kasten 1, Wirtschaftsbericht 2/2021, März 2021. Ähnliche Schlussfolgerungen finden sich in: L. Boone, *The EA and the US in the COVID-19 crisis: Implications for the 2022-2023 policy stance*, Ecoscope, OECD, 18. Januar 2022.

nach durch die negativen Folgen gedämpft, die sich aus der Nähe Europas zum Krieg in der Ukraine, seiner großen Abhängigkeit von Energieimporten aus Russland, der daraus resultierenden (inflationsteigernd wirkenden) Energiekrise, Terms-of-Trade-Verlusten und einer sinkenden Nachfrage ergaben. Beim US-Wachstum forderten indessen die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen und die auslaufende finanzpolitische Unterstützung ihren Tribut. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sind in beiden Wirtschaftsräumen seit Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus merklich gestiegen. In den Vereinigten Staaten hat dies jedoch zu einem stärkeren Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen geführt, denn Letztere reagieren aufgrund der anhaltend hohen Wohnimmobilienpreise dort empfindlicher auf Zinsänderungen als im Eurogebiet.¹⁷

Kasten 2

Auswirkungen diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP von 2020 bis 2022

Cristina Checherita-Westphal

Im vorliegenden Kasten werden die diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen, die nach Beginn der Pandemie Anfang 2020 bis zum Jahr 2022 im Euroraum ergriffen wurden, sowie deren Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP anhand von Modellsimulationen zusammenfassend dargestellt.¹⁸ Im Blickpunkt stehen dabei die typischen Instrumente der Finanzpolitik, die einen direkten Einfluss auf den öffentlichen Finanzierungssaldo haben. Darüber hinaus stellten die Regierungen des Eurogebiets Liquiditätshilfen für Unternehmen in unterschiedlicher Form bereit, darunter umfangreiche Garantieprogramme. Schließlich spielten 2020 auch automatische Stabilisatoren eine wichtige Rolle bei der Einkommens- und Produktionsdynamik.¹⁹

Die diskretionäre Reaktion der Finanzpolitik im Eurogebiet im Zeitraum von 2020 bis 2022 fiel umfangreich und stetig aus (siehe Abbildung A). Verglichen mit der Zeit vor der Pandemie (2019) beliefen sich die kumulierten diskretionären finanzpolitischen Stimulierungsmaßnahmen mit Wirkung auf den öffentlichen Finanzierungssaldo Ende 2022 auf schätzungsweise rund 5,3 % des BIP. Im Jahr 2020 reagierten die Regierungen im Euroraum auf die Covid-19-Krise mit verschiedenen Konjunkturmaßnahmen, die auf knapp 4 % des BIP geschätzt wurden. Ziel dieser Maßnahmen war es insbesondere, die Beschäftigung mittels Arbeitsplatzsicherungsprogrammen zu

¹⁷ Siehe EZB, [Geldpolitik und Wohnungsbauinvestitionen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

¹⁸ Nähere Einzelheiten zu den verschiedenen finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen auf Länderebene finden sich in: EZB, [Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 1/2021, Februar 2021; EZB, [Staatsausgaben im Euro-Währungsgebiet während der Coronakrise – Erkenntnisse aus den Daten der Klassifikation der Aufgabenbereiche des Staates](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023. Weitere, über die Coronakrise hinausgehende Einzelheiten zu finanzpolitischen Maßnahmen im Jahr 2022, einschließlich ihrer Auswirkungen auf das Wachstum des realen BIP und die Inflation, finden sich in: EZB, [Die finanzpolitische Reaktion im Euro-Währungsgebiet auf den Krieg in der Ukraine und ihre gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 5/2022, August 2022; EZB, [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), Wirtschaftsbericht 2/2023, März 2023.

¹⁹ Die Regierungen im Eurogebiet gewährten den Unternehmen Liquiditätshilfen in Form von Programmen zur Steuerstundung und von Kapitalzuführungen, was sich auf die Staatsverschuldung auswirkte. Außerdem gaben sie umfangreiche Kreditgarantien mit einem anfänglichen Gesamtvolumen von mehr als 16 % des euroraumweiten BIP. Siehe hierzu EZB, [Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise](#), a. a. O. Schließlich leisteten 2020 auch automatische Stabilisatoren einen wesentlichen Beitrag dazu, die Auswirkungen auf Einkommen und Produktion abzufedern. Zur Bedeutung der automatischen Stabilisatoren im Euroraum und für einen Ländervergleich siehe EZB, [Die automatischen Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet und die Covid-19-Krise](#), Wirtschaftsbericht 6/2020, September 2020.

schützen, aber auch, die steigenden Gesundheitsausgaben zu finanzieren. Die direkte finanzielle Unterstützung der privaten Haushalte und ähnliche Transferleistungen oder öffentliche Investitionen hielten sich dagegen vergleichsweise in Grenzen. Zusätzliche Maßnahmen im Umfang von etwa 1,3 % des BIP zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung nach der Pandemie wurden 2021 verabschiedet. Hierzu zählen auch die auf EU-Ebene über das NGEU-Programm finanzierten Maßnahmen.²⁰ Im vergangenen Jahr blieb der Umfang der Hilfen im Vergleich zu 2021 weitgehend unverändert. Einige pandemiebedingte Maßnahmen wurden allmählich zurückgefahren, dafür als Reaktion auf die Energiekrise und kriegsbedingten Ausgaben aber neue finanzpolitische Stützungsmaßnahmen eingeführt.

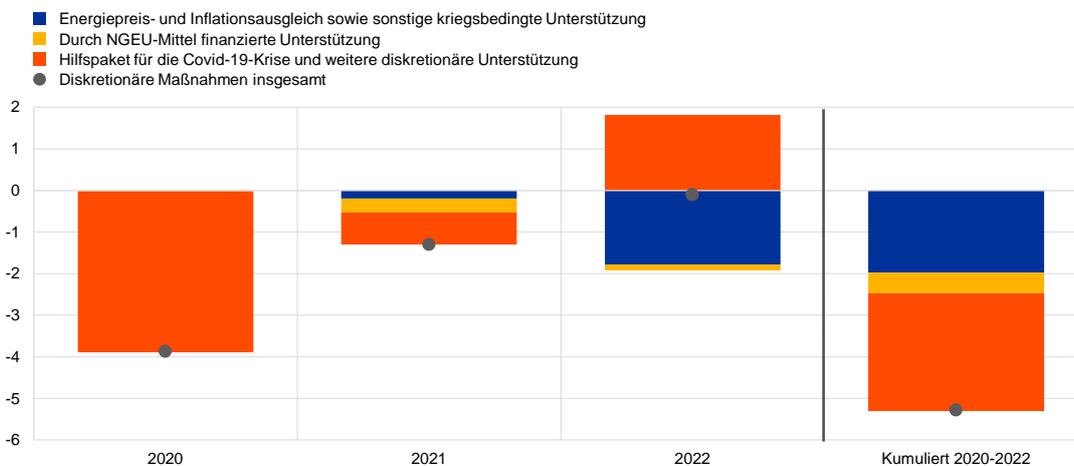
Was die finanzpolitischen Instrumente betrifft, so konzentrierten sich die Impulse 2020 vor allem auf Transferleistungen an Unternehmen und private Haushalte, einschließlich Subventionszahlungen, sowie auf eine weitere Unterstützung der Arbeitsplatzsicherungsprogramme, wie etwa Entlastungen bei Sozialbeiträgen und direkten Steuern. Auch die Konsumausgaben des Staates, insbesondere die Ausgaben im Gesundheitswesen, spielten 2020 eine wichtige Rolle. Im Zeitraum von 2021 bis 2022 wurde die zuvor gewährte finanzpolitische Unterstützung durch Stimulierungsmaßnahmen ergänzt, die aus NGEU-Mitteln finanziert wurden. Dabei handelte es sich überwiegend um staatliche Investitionen und sonstige Kapitalhilfen für Unternehmen. Im Jahr 2022 schließlich gewannen als Reaktion auf die Energiekrise Senkungen indirekter Steuern, insbesondere der Energiesteuern, zunehmend an Bedeutung. Die Subventionszahlungen wurden gegenüber 2021 per saldo verringert, was vor allem auf das Ende der Coronakrise und die Einstellung eines Teils der entsprechenden Maßnahmen zur Konjunkturförderung zurückzuführen war. Allerdings erhöhte sich infolge des sprunghaften Anstiegs der Großhandelspreise für Gas und Strom der Anteil der Gesamtsubventionen, der unmittelbar mit den energiepreisbedingten Entlastungen in Verbindung stand.

Abbildung A

Näherungswert für diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen im Zeitraum von 2020 bis 2022 und deren Zusammensetzung nach Programmen und Instrumenten

a) Diskretionäre Maßnahmen nach Programmen

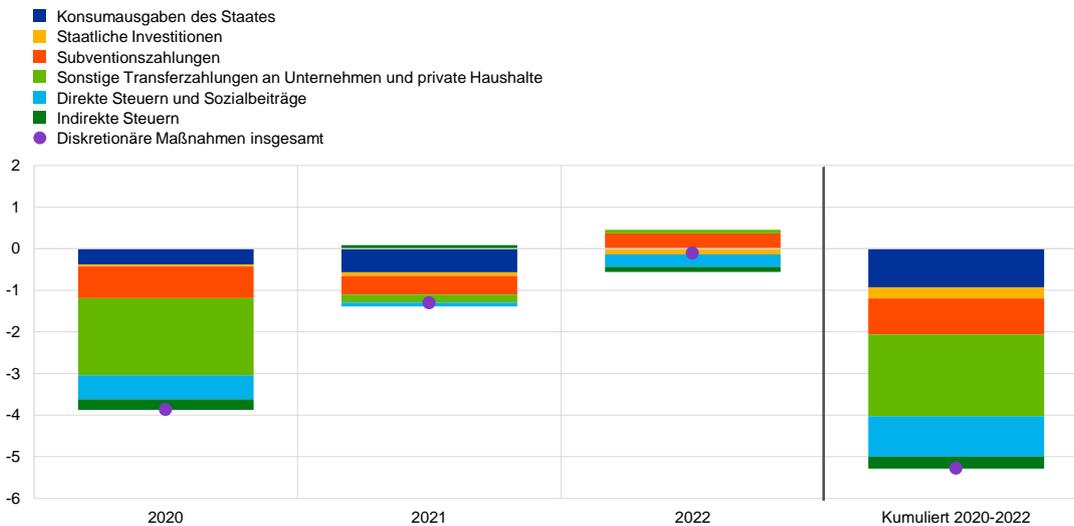
(in % des Produktionspotenzials; finanzpolitische Unterstützung – soweit nicht anders angegeben – als Veränderung gegen Vorjahr)



²⁰ Eine eingehende Analyse der Pläne im Zusammenhang mit dem NGEU-Programm findet sich in: K. Bańkowski et al., *The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 291, 2022.

b) Diskretionäre Maßnahmen nach Instrumenten

(in % des Produktionspotenzials; finanzpolitische Unterstützung – soweit nicht anders angegeben – als Veränderung gegen Vorjahr)



Quellen: Eurosystem und EZB-Berechnungen.

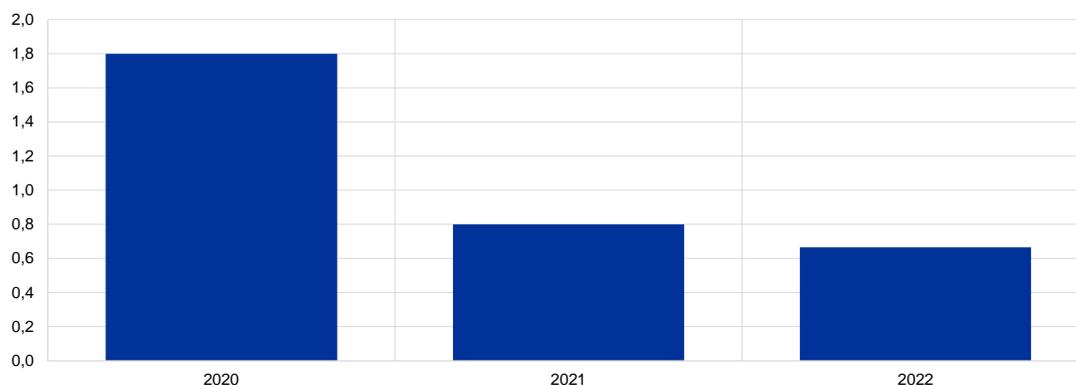
Anmerkung: EZB-Berechnungen auf Basis der Bewertung von Maßnahmen gemäß Datenbank der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022. Negative Zahlen bezeichnen finanzpolitische Impulse (Lockerung), positive Zahlen eine finanzpolitische Straffung oder Rücknahme vorangegangener Impulse. Die Balken stellen die marginale finanzpolitische Unterstützung dar (d. h. die Veränderung der finanzpolitischen Unterstützung gegenüber dem Vorjahr, dividiert durch das nominale Produktionspotenzial des Vorjahres). Davon ausgenommen sind die als „kumuliert“ gekennzeichneten Balken, die die gesamte diskretionäre finanzpolitische Unterstützung (Summe der Quotienten) im Zeitraum von 2020 bis 2022 abbilden. Bei einer Berechnung der marginalen finanzpolitischen Unterstützung als prozentualer Anteil am nominalen BIP würde der finanzpolitische Impuls im Jahr 2020 geringfügig höher ausfallen. Der hier ausgewiesene Näherungswert umfasst nur finanzpolitische Maßnahmen, die sich auf den öffentlichen Finanzierungssaldo auswirken.

Die oben geschätzten diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen dämpften den Rückgang des BIP im Jahr 2020 deutlich und stützten die Erholung 2021 und 2022 (siehe Abbildung B). Kumuliert betrachtet erhöhten sie das reale BIP des Eurogebiets im Zeitraum von 2020 bis 2022 verglichen mit einem kontrafaktischen Szenario ohne finanzpolitische Unterstützung um schätzungsweise rund 3,3 %. Der implizite Fiskalmultiplikator des gesamten Konjunkturpakets für die Jahre 2020 bis 2022 beläuft sich auf etwa 0,6 und spiegelt vor allem die Zusammensetzung der Maßnahmen wider. Ein Großteil der Unterstützung wurde dabei in Form breit gestreuter Transfer- und Subventionszahlungen geleistet, die in den Modellen einen relativ niedrigen Multiplikator aufweisen. Wie bereits erwähnt, schlagen sich hier jedoch nur die diskretionären Stimulierungsmaßnahmen mit direkter Haushaltswirkung nieder. Die indirekten Effekte von Liquiditätshilfen und automatischen Stabilisatoren bleiben somit unberücksichtigt.

Abbildung B

Auswirkungen diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen auf das Wachstum des realen BIP im Zeitraum von 2020 bis 2022

(in Prozentpunkten; Abweichung von einem kontrafaktischen Szenario ohne finanzpolitische Unterstützung)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnungen der EZB basieren auf den durchschnittlichen Simulationsergebnissen einer Reihe von makroökonomischen Modellen der EZB und des Eurosystems, die im Rahmen der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2022 und bei früheren Projektionen verwendet wurden.

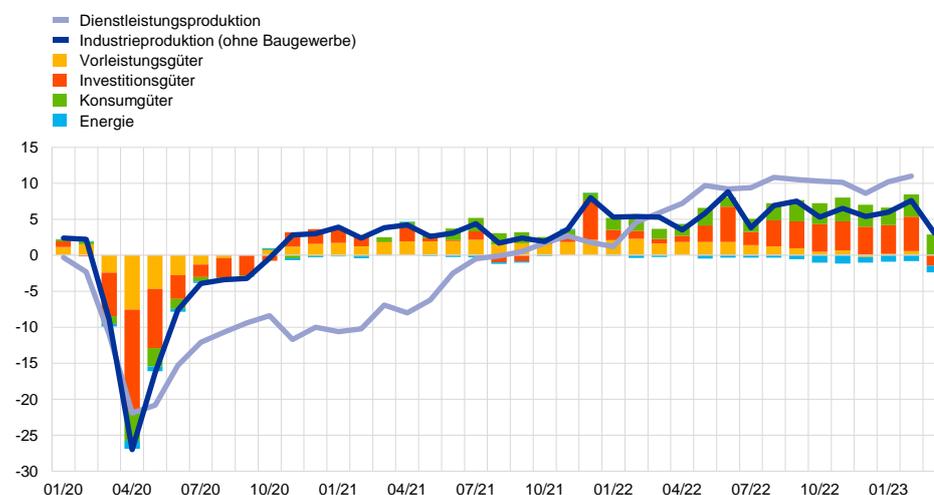
3 Der Faktor Angebot

In ihrem Verlauf hatten die pandemiebedingten Einschränkungen und die damit verbundenen politischen Reaktionen 2020 und 2021 einen prägenden Einfluss auf die Dynamik der Dienstleistungs- und Industrieproduktion. Die Wirtschaftstätigkeit war im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe während der Lockdowns stark eingeschränkt. Politische Maßnahmen verhinderten unterdessen, dass es verbreitet zu Insolvenzen und Arbeitsplatzverlusten kam. Zugleich verringerten sie die finanziellen Risiken für Unternehmen. Vor allem kontaktintensive Dienstleistungsbereiche wie Handel, Verkehr, Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie trugen 2020 und 2021 erheblich zum Auf und Ab der Dienstleistungsproduktion bei. Insgesamt fiel die Erholung der Produktion im Dienstleistungssektor aufgrund wiederholter Restriktionen zur Eindämmung neuer Pandemiewellen zunächst deutlich verhaltener aus als im verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung 6).

Abbildung 6

Produktion in der Industrie und im Dienstleistungssektor

(Index: Dezember 2019 = 0)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023 (Dienstleistungsproduktion) bzw. März 2023 (Industrieproduktion und ihre Komponenten).

Die Industrieproduktion im Euroraum wurde während der postpandemischen Erholung durch die weltweiten Lieferkettenstörungen und die steigenden Energiepreise beeinträchtigt. Nach der raschen Erholung im Sommer 2020 stagnierte die Industrieproduktion im Folgejahr wegen des Einbruchs im Investitionsgütersektor. Nach einer positiven Entwicklung um den Jahresbeginn 2022 geriet sie im übrigen Verlauf aufgrund der rückläufigen Aktivität im Vorleistungsgüter- und Energiesektor erneut ins Stocken. Ausschlaggebend hierfür war die Bremswirkung, die von den Lieferengpässen und dem daraus resultierenden Materialmangel und anschließend auch von den Energiepreisen ausging. In der Konsumgüter- und Dienstleistungsproduktion stellte sich mit der Verbesserung der epidemiologischen Lage und der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen hingegen eine stete Erholung ein.

Insbesondere in den Dienstleistungssektoren kam es während der Erholungsphase auch zu Beeinträchtigungen durch den Mangel an Arbeitskräften. Ab dem Sommer 2021 ist das Arbeitsangebot zunehmend als begrenzender Faktor wahrgenommen worden, vor allem, was die Geschäftstätigkeit in den kontaktintensiveren Dienstleistungsbereichen wie Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie betrifft. Im Gegensatz zum verarbeitenden Gewerbe litt der Dienstleistungssektor 2021 und 2022 nicht unter Materialverknappung, reagierte dafür aber empfindlicher auf pandemiebedingte Einschränkungen. Erst seit jüngerer Zeit werden zunehmend jedoch auch Materialknappheiten als begrenzender Faktor für Dienstleistungen gemeldet.

Nach Ausbruch der Pandemie und ab Ende 2020 mit Aufhebung der ersten Lockdowns begann die Wirtschaft des Euroraums, die Störungen der Warenlieferketten zu spüren (siehe Kasten 3). Auf der Angebotsseite können die Lockdowns vom März und April 2020 als Störungen der Lieferketten der

Unternehmen gewertet werden. Nach diesem Zeitpunkt resultierten die Lieferkettenengpässe hauptsächlich aus dem Zusammenspiel dreier Faktoren: Erstens belastete ein Mangel an Mikrochips und sonstigen Komponenten zur Herstellung von Waren wichtige Teilsektoren des verarbeitenden Gewerbes wie die Automobilherstellung. Zweitens führten in verschiedenen Ländern des asiatisch-pazifischen Raums beschlossene Beschränkungen zur Eindämmung der Pandemie zu einem Rückgang der Ausfuhren wichtiger Güter. Drittens verlängerten sich wegen Störungen der Containerschifffahrt die Lieferzeiten elementarer Vorleistungen, was die Lieferengpässe zusätzlich verschärfte.²¹ So wurde der Investitionsgütersektor durch Lieferengpässe beeinträchtigt, die im Jahresverlauf 2021 einen Rückgang der Wirtschaftsleistung in dieser Branche zur Folge hatten (siehe Abbildung 7). Unterdessen verzeichneten andere Bereiche des verarbeitenden Gewerbes ein positives Wachstum. Stark betroffen von den Engpässen im Investitionsgütersektor war die Fahrzeugproduktion, die eine der längsten Lieferketten im gesamten verarbeitenden Gewerbe aufweist.²² Der Automobilbau kam im März und April 2020 fast zum Stillstand und brach auch im ersten Halbjahr 2021 ein (Produktionsrückgang von rund 50 %), um in der Folge kräftig zu schwanken und im März 2022, als die Lieferstörungen allmählich abklungen, wieder auf einen Wachstumspfad zurückzukehren. Die Wirkung der Lieferkettenschocks auf den Automobilssektor war außerordentlich stark. Der Mangel an Mikrochips und anderen Komponenten, die für den Fahrzeugbau benötigt werden, führte im Zeitraum von 2020 bis 2022 zu einer beispiellosen Verringerung des Angebots. Auch der energieintensive Sektor wurde durch Lieferkettenengpässe belastet, wenngleich in deutlich geringerem Maße.

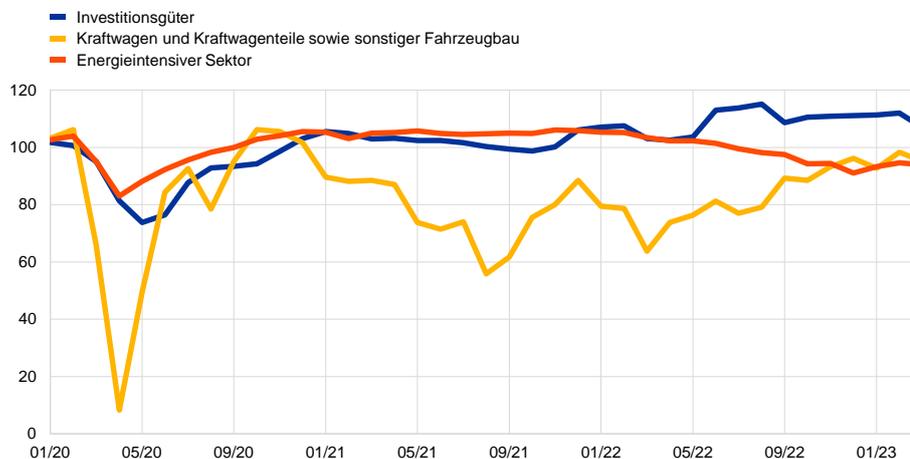
²¹ Eine eingehende Analyse dieser Faktoren und ihrer wirtschaftlichen Auswirkungen findet sich in: P. R. Lane, [Bottlenecks and monetary policy](#), Der EZB-Blog, 10. Februar 2022; EZB, [Bestimmungsfaktoren für den jüngsten Anstieg der Seefrachtkosten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2021, Mai 2021; EZB, [Folgen des Engpasses bei Halbleitern für Handel, Produktion und Preise im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2021, Juni 2021; EZB, [Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021, September 2021; EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022.

²² Eine ausführliche Erörterung der Bestimmungsfaktoren für die verringerte Aktivität im Automobilssektor findet sich in: EZB, [Gründe für den Produktionsrückgang und den Preisanstieg im Kraftfahrzeugsektor](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 7/2022, November 2022.

Abbildung 7

Produktion im Investitionsgüter-, Kraftfahrzeug- und energieintensiven Sektor des Euroraums

(Index: Dezember 2019 = 100)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der energieintensive Sektor ergibt sich definitionsgemäß aus der Aggregation der Produktion chemischer Erzeugnisse und der Metallherstellung und -bearbeitung, auf die im Durchschnitt rund 10 % der Industrieproduktion im Euroraum entfallen. Für die Indexerstellung werden zeitvariable Gewichte verwendet. Die Daten zu den Investitionsgütern sind als gleitende Dreimonatsdurchschnitte dargestellt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2023.

Angebotsfaktoren sind für einen Großteil des zusätzlichen Zeitaufwands bei der Lieferung von Fertigerzeugnissen und Vorleistungsgütern in das Eurogebiet verantwortlich.

Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Lieferzeiten der Zulieferer weist den Prozentsatz der Unternehmen aus, die hinsichtlich der Lieferzeiten von Vorleistungsgütern und Fertigwaren jeweils eine Verbesserung, eine Verschlechterung bzw. keine Veränderung meldeten. Er erfasst damit das Ausmaß der Verzögerungen entlang der Lieferketten in einer Volkswirtschaft. Werte von 50 bedeuten keine Veränderung der Lieferzeiten gegenüber dem Vormonat, Werte über 50 zeigen eine Verbesserung der Lieferzeiten (Verkürzung oder Beschleunigung) an, und Werte unter 50 weisen darauf hin, dass sich die Lieferzeiten verschlechtert haben (Verlängerung oder Verlangsamung). Der EMI-Teilindex für die Lieferzeiten gab im März und April 2020 drastisch nach, kehrte aber bis zum Sommer 2020 zügig zu seinem trendmäßigen Verlauf zurück. Bis Mitte 2021 war er abermals rückläufig, erholte sich dann allmählich bis Mitte 2022, um sich anschließend rasch zu verbessern. Eine modellbasierte Analyse zeigt, dass für den Rückgang des Indikators – vor allem aus Lieferkettenstörungen resultierende – Angebotsschocks maßgeblich verantwortlich waren (siehe Abbildung 8).²³ Darüber hinaus trug auch die pandemiebedingte Verlagerung der Nachfrage weg von Dienstleistungen und hin zu Waren bis Mitte 2021 zur Verlängerung der Lieferzeiten bei. Zu Jahresbeginn 2023 kehrte sich der EMI-Teilindex (abweichend von seinem Trend) ins Positive, was vor allem auf Verbesserungen auf der Angebotsseite zurückzuführen war. Untermauert wird dies durch die regelmäßig von der EZB

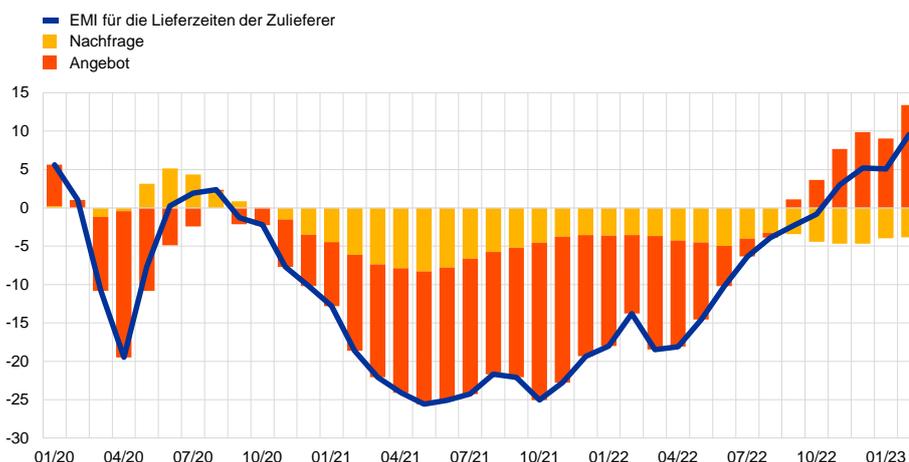
²³ Eine Erörterung des Modells findet sich in: EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022.

durchgeführte Befragung des Unternehmenssektors, der zufolge sich die Angebotsprobleme bis Anfang 2023 deutlich entschärft hatten.²⁴

Abbildung 8

Spannungen in den Lieferketten im Euroraum – Beitrag der einzelnen Faktoren zum EMI für die Lieferzeiten der Zulieferer im verarbeitenden Gewerbe

(Diffusionsindex; Abweichung vom stochastischen Trend)



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

Anmerkung: Nähere Angaben zum zugrunde liegenden Modell finden sich in: EZB, [Lieferkettenstörungen – Ursachen und Auswirkungen auf das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 8/2021, Januar 2022. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2023.

Der seit Herbst 2021 zu beobachtende kräftige Anstieg der Energiepreise ist ein weiterer angebotsseitiger Negativfaktor, der die Produktion beeinträchtigt hat. Dies galt insbesondere für die Industrieproduktion. Grund hierfür ist der gegenüber dem Dienstleistungssektor höhere Energieverbrauch im verarbeitenden Gewerbe.²⁵ Zu Herbstbeginn 2021 wurden die Gaslieferungen aus Russland in die Europäische Union deutlich reduziert. Dies trug dazu bei, dass die Gasspeicher in Europa vor Beginn der Wintersaison 2021/2022 nur langsam aufgefüllt werden konnten. Ende Februar 2022 marschierte Russland in die Ukraine ein, was einen weiteren und plötzlichen Preisschub bei Energie verursachte. Die Energiekrise führte zu einem deutlichen Produktionsrückgang in der chemischen Industrie sowie in der Metallherzeugung und -bearbeitung, die relativ energieintensive Sektoren sind (siehe Abbildung 7). In der akuten Phase der Energiekrise von Oktober 2021 bis Oktober 2022 stiegen die Verbraucherpreise für Energie im Eurogebiet um 49,5 %. Die Industrieproduktion im Euroraum (ohne Baugewerbe) weitete sich unterdessen um 3 % aus, während die Produktion in den energieintensiven Sektoren wie im Bereich der chemischen Erzeugnisse sowie der Metallherzeugung und -bearbeitung um 10,2 % sank (siehe Abbildung 8). Nachdem sich der Energiepreistrend umgekehrt hatte, gingen die Verbraucherpreise für Energie im Euroraum von Oktober 2022 bis Februar 2023 um 8,8 % zurück. Im gleichen Zeitraum nahm die Industrieproduktion im Euroraum (ohne Baugewerbe)

²⁴ Siehe EZB, [Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 3/2023, Mai 2023.

²⁵ Siehe hierzu EZB, [Erdgasabhängigkeit und Risiken für die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 1/2022, Februar 2022.

um 2,4 % zu. In den energieintensiven Sektoren stabilisierte sie sich zunächst und erhöhte sich dann um insgesamt 0,6 %. Der von Herbst 2021 bis Oktober 2022 verzeichnete sprunghafte Anstieg der Energiepreise ist vor allem auf ungünstige angebotsbedingte Einflussfaktoren zurückzuführen, die die Konjunktur beeinträchtigten (siehe Kasten 3).

Kasten 3

Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren der Konjunkturentwicklung

Roberto A. De Santis

Anhand einer modellgestützten Analyse wird die Bedeutung der verschiedenen Bestimmungsfaktoren des BIP-Wachstums seit Anfang 2020 beleuchtet. Dazu wird ein bayesianisches strukturelles Vektorautoregressionsmodell (SVAR-Modell) verwendet, das Nachfrageschocks, Schocks durch Lieferkettenstörungen und Energieangebotschocks voneinander abgrenzt. Die Analyse basiert auf dem realen BIP, der Kfz-Produktion, der Produktion in energieintensiven Sektoren, dem EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Automobilzulieferer, dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und Nahrungsmittel, den Pkw-Preisen, den Endkundenpreisen für Energie und den Erwartungen für die Inflation in zwei Jahren gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF). Die Kfz-Produktion, der EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Automobilzulieferer und die Pkw-Preise werden zur Identifizierung von Schocks durch Lieferkettenstörungen herangezogen. Die Produktion in energieintensiven Sektoren und die Endkundenpreise für Energie dienen zur Bestimmung von Energieangebotsschocks auf Ebene der Verbraucher. Gesamtwirtschaftliche Nachfrageschocks werden anhand des realen BIP und des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel identifiziert. Die acht Variablen des SVAR sind endogen gegenüber dem Gleichungssystem. Die ermittelten Schocks wirken sich somit gemeinsam auf alle Variablen aus.

Nachdem die Nachfrage während des ersten Lockdowns eingebrochen war, sorgten das Abklingen der bis dato negativen Nachfragekräfte im Jahr 2021 und die positiven Nachfrageschocks im Jahr 2022 dafür, dass die Konjunktur kräftigen Auftrieb erhielt. Für den Zeitraum ab dem Schlussquartal 2020, als sich die Wirtschaft wieder zu erholen begann, deuten empirische Ergebnisse darauf hin, dass nachfrageseitige Faktoren ab Jahresbeginn 2021 positiv zum Wirtschaftswachstum beigetragen haben. Ausschlaggebend hierfür war der Wunsch der privaten Haushalte, ihren Konsum mit der Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen zu normalisieren. Auch die Finanzpolitik hat diese Entwicklung begünstigt. Wie in Abschnitt 2 dokumentiert, spielten die finanzpolitisch unterstützte Erholung des Arbeitseinkommens und die Normalisierung der Ersparnisbildung in den Jahren 2021 und 2022 eine maßgebliche Rolle für die Nachfragestärke. Unseren Schätzungen zufolge ist das reale BIP vom vierten Quartal 2020 bis zum vierten Quartal 2022 durch positive Nachfrageschocks um 3,6 % höher ausgefallen (siehe Abbildung A).

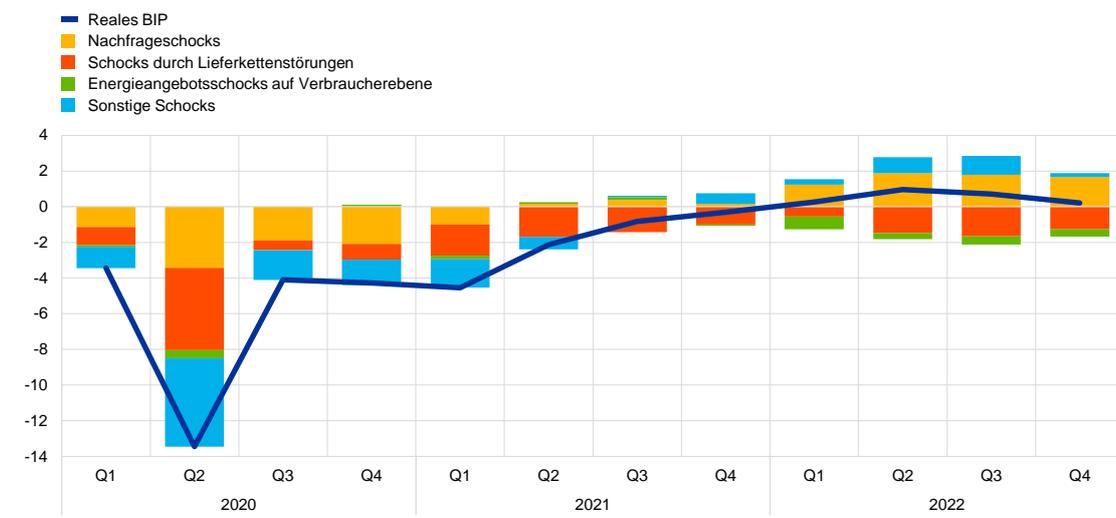
Die Schockerlegung verdeutlicht auch den stark negativen Effekt, der seit dem ersten Lockdown im Jahr 2020 von Lieferkettenschocks ausging. Für die Anfangsphase, als die ersten Lockdown-Maßnahmen eingeführt wurden, werden die vorübergehenden Geschäftsschließungen für die Zwecke des Modells als eine Konstellation aus negativen Nachfrageschocks und Schocks durch Lieferkettenstörungen interpretiert. Letztere erfassen die wegen der strengen Lockdowns gestörten Angebotsbedingungen, die zu dem beispiellosen Einbruch des realen BIP im zweiten Quartal 2020 beigetragen haben. Im Zuge der Lockerung der Eindämmungsmaßnahmen im Sommer 2020

konnte sich die Produktion wieder rasch erholen. Daraus erklärt sich zum Großteil die Widerstandsfähigkeit der Konjunktur. Durch den Mangel an Mikrochips, Corona-Einschränkungen in Asien, Störungen der Containerschifffahrt und den Arbeitskräftemangel wurde das reale BIP in der Folge jedoch erneut beeinträchtigt. Es sank vom Ende des dritten Quartals 2020 bis zum dritten Quartal 2022 aufgrund der Lieferkettenschocks um insgesamt 1,1 %. Dieser kumulierte Verlust verringerte sich bis zum Jahresende 2022 auf 0,7 %, als die Schocks allmählich nachließen.

Abbildung A

Beiträge der Bestimmungsfaktoren zum realen BIP

(Abweichung vom stochastischen Trend in %; Index: Dezember 2019 = 0)



Quellen: EZB, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das SVAR-Modell basiert auf aggregierten Daten für den Euroraum für den Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2022. Die Identifikation der Schocks erfolgt anhand der Methode in: J. Antolin-Díaz und J. F. Rubio-Ramírez, Narrative Sign Restrictions for SVARs, American Economic Review, Bd. 108, Nr. 10, 2018, S. 2802-2829. Allerdings gelten hier Vorzeichenrestriktionen wie in: R. A. De Santis und W. Van der Veken, Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR investigation, Working Paper Series der EZB, Nr. 2727, 2022. Folgende Vorzeichenrestriktionen werden bei der Wirkung der einzelnen Schocks angenommen: Nachfrageschocks: HVPI-Kernrate (+), HVPI-Komponente Energie (+), reales BIP (+) und EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Automobilzulieferer (-); Energieangebotschocks: HVPI-Komponente Energie (+) und Produktion in energieintensiven Sektoren (-); Schocks durch Lieferkettenstörungen: Pkw-Preise (+), Kfz-Produktion (-) und EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Automobilzulieferer (-). Außerdem werden folgende narrative Restriktionen unterstellt: Schocks durch Lieferkettenstörungen leisteten den größten Beitrag zu den Prognosefehlern in Bezug auf den EMI-Teilindex für die Lieferzeiten der Zulieferer (März bis Mai 2020), und Energieangebotschocks leisteten den größten Beitrag zu den Prognosefehlern in Bezug auf die Energiekomponente des HVPI (Oktober 2021, November 2021 und März 2022). Zudem wird für Nachfrageschocks im März und April 2020 ein negatives Vorzeichen und im Mai 2020, März 2021, Juni 2021 sowie Mai 2022 ein positives Vorzeichen angenommen. Der stochastische Trend zeigt die Entwicklung des realen BIP bei Ausbleiben von Schocks.

Negative Energieangebotschocks wirkten sich ebenfalls nachteilig auf das reale BIP aus, wenn auch nicht so stark wie andere Angebotsstörungen. Die verminderte Verfügbarkeit von Gasimporten aus Russland im Herbst 2021 und der russische Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 führten aufgrund reduzierter russischer Gaslieferungen in das Eurogebiet zu einem drastischen Anstieg der Energiepreise. Der größte negative Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität ist im März 2022 zu verzeichnen. Unseren Schätzungen zufolge wurde der anfängliche Negativeffekt auf das reale BIP bis Ende 2022 teilweise wieder ausgeglichen, da die Energiepreise im vierten Quartal recht stark zurückgingen. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Energiekrise dürften dadurch abgemildert worden sein, dass die Regierungen nach dem Preisschub im Gas- und Stromgroßhandel Energiesubventionen und/oder Preisobergrenzen einführten, um den Anstieg der Endkundenpreise für Energie einzudämmen. Schließlich trugen noch weitere Schocks, in denen sich vermutlich der Ausnahmecharakter der pandemiebedingten Restriktionen widerspiegelt, zum Einbruch der Konjunktur im Jahr 2020 bei. Durch die anschließend verhängten, stärker zielgerichteten Restriktionen sowie die Lerneffekte und Verhaltensanpassungen von Unternehmen

und privaten Haushalten ließen diese Schocks allmählich nach, was die wirtschaftliche Erholung unterstützte.

4 Schlussbemerkungen

Nach der Pandemie kam es im Euroraum zu einer soliden wirtschaftlichen Erholung, die durch entschlossene Maßnahmen der Politik untermauert wurde.

Durch eine umfassende finanz- und geldpolitische Unterstützung wurde das unternehmerische Risiko gemindert und dafür gesorgt, dass es nach Ausbruch der Pandemie nicht auf breiter Front zu Insolvenzen und Arbeitsplatzverlusten kam. Der widerstandsfähige Arbeitsmarkt stützte die Kaufkraft der privaten Haushalte und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Er trug so dazu bei, dass die Wirtschaft des Eurogebiets die außerordentlichen negativen Angebotsschocks der vergangenen drei Jahren gut überstanden hat.

Der wirtschaftlichen Erholung standen Lieferengpässe, die Energiekrise und die durch den Krieg Russlands in der Ukraine erhöhte Unsicherheit entgegen.

Wie der vorliegende Beitrag gezeigt hat, wurde die Wirtschaft des Euroraums durch Lieferkettenstörungen belastet, wenngleich diese seit Mitte 2022 nachgelassen haben. Von diesen Engpässen stark betroffen war die Fahrzeugproduktion, die eine der längsten Lieferketten im verarbeitenden Gewerbe aufweist. Darüber hinaus stellte der seit Herbst 2021 verzeichnete Anstieg der Energiepreise ein Produktionshemmnis dar. Dies galt insbesondere für die Industrieproduktion im Jahr 2022. Grund hierfür ist die höhere Energieintensität des verarbeitenden Gewerbes im Vergleich zum Dienstleistungssektor. Schließlich wirkte sich 2022 auch die erhöhte Unsicherheit im Eurogebiet, die durch den Einmarsch Russlands in die Ukraine hervorgerufen wurde, negativ auf die Wirtschaftstätigkeit aus. Indessen haben das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte, das sich dank politischer Impulse und eines widerstandsfähigen Arbeitsmarkts robust entwickelt hat, der vom Wiederhochfahren der Wirtschaft ausgehende Schub und die anhaltende Normalisierung der Ersparnisbildung die Erholung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gestützt. Hinzu kommt, dass sich die negativen Angebotsschocks zuletzt weitgehend aufgelöst haben. Die nachlassenden Bedenken hinsichtlich der Energieversorgung und die rückläufigen Energiepreise haben die wirtschaftliche Unsicherheit verringert und das Vertrauen der privaten Haushalte – wenn auch ausgehend von einem niedrigen Niveau – gestärkt. Dies hat der Konjunktur Auftrieb verliehen. Allerdings dürften sich die geldpolitische Straffung durch die EZB und die damit verbundenen restriktiveren Finanzierungsbedingungen dämpfend auf die Konsumausgaben für Gebrauchsgüter und die privaten Investitionen auswirken.

Statistik

Statistik

Inhaltsverzeichnis

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

Zusätzliche Informationen

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

Abkürzungen und Zeichen

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

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

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

1 Außenwirtschaftliches Umfeld

1.1 Wichtigste Handelspartner, BIP und VPI

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

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

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

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

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

2) Ohne Euroraum.

2 Konjunktorentwicklung

2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins- gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag ¹⁾		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen			Vorrats- verände- rungen ²⁾	Zusam- men	Exporte ¹⁾	Importe ¹⁾	
					Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2020	11 514,8	11 108,5	5 954,6	2 577,8	2 527,5	1 228,4	687,8	604,5	48,7	406,3	5 208,4	4 802,1
2021	12 379,2	11 902,1	6 317,7	2 730,9	2 723,3	1 383,3	766,0	566,8	130,2	477,1	6 102,7	5 625,6
2022	13 399,0	13 190,9	7 046,9	2 883,4	3 041,5	1 560,4	845,9	627,4	219,2	208,1	7 350,8	7 142,7
2022 Q2	3 323,4	3 257,2	1 740,3	713,6	747,9	389,3	207,4	149,2	55,4	66,2	1 844,8	1 778,6
Q3	3 370,0	3 366,8	1 795,7	722,5	788,1	393,7	217,4	175,0	60,5	3,2	1 899,2	1 896,0
Q4	3 438,3	3 368,1	1 819,0	741,1	772,0	396,5	217,5	156,1	35,9	70,2	1 889,5	1 819,3
2023 Q1	3 492,2	3 371,8	1 841,9	729,0	785,1	406,8	222,9	153,3	15,9	120,3	1 872,4	1 752,1
In % des BIP												
2022	100,0	98,4	52,6	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,6	1,6	-	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2022 Q2	0,8	0,8	0,9	-0,1	1,0	0,0	1,5	2,5	-	-	1,8	1,8
Q3	0,4	1,8	1,3	0,0	4,0	-0,9	3,2	17,1	-	-	1,2	4,1
Q4	-0,1	-1,2	-1,0	0,8	-3,5	-0,9	-1,4	-11,5	-	-	-0,2	-2,5
2023 Q1	-0,1	-0,8	-0,3	-1,6	0,6	1,3	1,8	-2,5	-	-	-0,1	-1,3
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-9,0	-8,5
2021	5,3	4,1	3,7	4,3	3,9	6,4	9,2	-7,4	-	-	10,7	8,4
2022	3,5	3,8	4,5	1,4	3,7	2,0	4,2	7,2	-	-	7,2	8,3
2022 Q2	4,4	4,4	5,8	1,0	3,0	2,1	2,2	6,0	-	-	8,3	8,9
Q3	2,5	4,1	2,7	0,6	7,8	1,6	8,1	23,2	-	-	7,7	11,7
Q4	1,8	1,2	1,4	0,9	0,6	0,2	5,2	-3,8	-	-	4,6	3,4
2023 Q1	1,0	0,5	0,8	-0,9	1,9	-0,5	5,2	3,6	-	-	2,7	2,0
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2022 Q2	0,8	0,7	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-
Q3	0,4	1,7	0,6	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,3	-	-
Q4	-0,1	-1,2	-0,5	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,0	1,1	-	-
2023 Q1	-0,1	-0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,6	-	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2020	-6,1	-5,5	-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	0,2	1,4	-	-
2022	3,5	3,7	2,3	0,3	0,8	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,2	-	-
2022 Q2	4,4	4,3	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,5	0,1	-	-
Q3	2,5	4,0	1,4	0,1	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,5	-	-
Q4	1,8	1,1	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,7	-	-
2023 Q1	1,0	0,6	0,4	-0,2	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,4	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

2 Konjunktorentwicklung

2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellpreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2020	10 376,4	177,2	2 007,3	549,6	1 802,1	547,1	485,5	1 214,7	1 201,3	2 067,8	324,0	1 138,4
2021	11 094,9	189,5	2 174,9	595,3	2 004,2	589,0	501,7	1 251,0	1 289,7	2 162,3	337,3	1 284,3
2022	12 059,0	222,9	2 407,5	659,1	2 315,1	622,5	515,7	1 302,5	1 390,5	2 251,0	372,2	1 340,0
2022 Q2	2 982,0	54,8	597,9	163,3	574,5	155,2	126,3	320,3	345,6	552,3	91,9	341,4
Q3	3 035,5	57,7	599,3	165,6	592,6	155,7	129,2	325,7	350,1	564,6	95,1	334,5
Q4	3 114,5	58,7	634,5	170,4	596,5	158,4	134,8	333,9	356,7	576,1	94,6	323,8
2023 Q1	3 170,8	59,7	654,4	179,6	602,1	161,0	137,5	342,0	361,3	577,4	95,8	321,3
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2022	100,0	1,8	20,0	5,5	19,2	5,2	4,3	10,8	11,5	18,7	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2022 Q2	0,8	0,0	0,6	-0,2	1,9	1,9	0,1	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,1
Q3	0,6	0,8	0,7	-0,9	1,0	0,1	-0,1	-0,1	0,4	1,1	3,2	-2,1
Q4	-0,2	-0,3	0,0	-0,5	-1,2	1,5	-0,3	0,2	0,1	0,3	-2,8	0,9
2023 Q1	0,2	0,9	-0,8	2,6	0,4	0,7	-1,3	0,7	0,5	0,1	1,7	-3,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2020	-5,9	0,1	-6,1	-5,1	-14,1	2,0	0,4	-0,7	-5,8	-2,8	-17,7	-7,2
2021	5,2	-0,6	7,2	3,6	7,7	7,1	3,6	1,7	6,1	3,5	3,8	6,6
2022	3,6	0,0	2,0	1,6	7,8	5,9	-0,5	1,8	4,8	1,6	12,2	2,0
2022 Q2	4,5	-0,3	2,3	2,0	11,1	7,0	-0,1	2,1	5,7	1,2	17,1	3,0
Q3	2,7	0,5	2,4	1,1	4,6	5,4	-0,8	1,3	3,9	1,3	7,6	0,3
Q4	2,2	-0,3	2,0	-0,1	2,6	4,6	-0,9	1,1	3,1	1,9	7,2	-1,1
2023 Q1	1,5	1,4	0,5	0,9	2,0	4,3	-1,6	1,0	2,1	1,3	6,2	-3,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2022 Q2	0,8	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
Q3	0,6	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-
Q4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-
2023 Q1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,2	1,4	0,4	0,2	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,3	0,4	-
2022 Q2	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,0	0,2	0,7	0,2	0,5	-
Q3	2,7	0,0	0,5	0,1	0,9	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
Q4	2,2	0,0	0,4	0,0	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	-
2023 Q1	1,5	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

2 Konjunktorentwicklung

2.3 Beschäftigung¹⁾

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

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

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

2 Konjunktorentwicklung

2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio,	Unter- beschäfti- gung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit ¹⁾											Vakanz- quote ³⁾
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen ²⁾	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio,	In % der Erwerbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio,	In % der Erwerbs- personen	In Mio,	In % der Erwerbs- personen	In Mio,	In % der Erwerbs- personen	In Mio,	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,755	3,5	12,964	8,0	3,0	10,380	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,047	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,484	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,811	3,1	11,340	6,8	2,7	9,082	6,0	2,258	14,6	5,687	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 Q2	167,811	3,1	11,299	6,7	2,7	9,040	5,9	2,259	14,6	5,706	6,4	5,593	7,1	3,2
Q3	167,941	3,0	11,427	6,8	2,5	9,054	5,9	2,373	15,2	5,743	6,4	5,684	7,2	3,1
Q4	168,560	3,0	11,222	6,7	2,5	8,967	5,9	2,255	14,3	5,592	6,2	5,630	7,1	3,1
2023 Q1	,	,	11,106	6,6	,	8,833	5,8	2,273	14,1	5,522	6,3	5,584	7,0	3,1
2022 Nov.	-	-	11,282	6,7	-	9,002	5,9	2,280	14,5	5,656	6,3	5,627	7,1	-
Dez.	-	-	11,278	6,7	-	9,036	5,9	2,242	14,2	5,662	6,3	5,616	7,1	-
2022 Jan.	-	-	11,249	6,6	-	9,007	5,9	2,242	14,2	5,663	6,3	5,586	7,0	-
Febr.	-	-	11,189	6,6	-	8,961	5,8	2,228	14,1	5,630	6,3	5,559	7,0	-
März	-	-	11,121	6,6	-	8,907	5,8	2,214	14,0	5,613	6,2	5,508	6,9	-
April	-	-	11,088	6,5	-	8,882	5,8	2,206	13,9	5,605	6,2	5,483	6,9	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Nicht saisonbereinigt.

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

2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor ¹⁾	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt	Hauptgruppen						Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
		Verarbei- tendes Gewerbe	Vorlei- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0

Veränderung gegen Vorjahr in %

2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,6	8,1	1,4	5,9	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,4	2,4	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 Q1	1,6	2,1	1,1	0,3	6,3	-1,4	6,0	5,7	-1,7	11,1	12,5	12,4	-12,3
Q2	2,0	2,6	-0,3	4,6	3,2	-1,4	2,7	1,0	-2,8	2,9	7,7	13,3	-16,2
Q3	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,0	-1,3	0,9	-0,5	-1,6	-0,6	3,3	9,1	1,5
Q4	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,0	0,4	-2,6	-5,0	-1,6	3,1	6,2	15,3
2022 Nov.	3,9	5,6	-3,4	11,1	9,9	-11,3	1,3	-2,4	-4,5	-1,9	3,6	6,1	18,2
Dez.	-2,0	-1,2	-7,0	-1,5	7,0	-7,3	-0,6	-2,8	-6,5	-0,8	3,8	5,3	14,4
2023 Jan.	1,0	2,3	-5,6	8,6	3,4	-7,7	0,7	-1,8	-4,7	0,0	4,9	6,8	12,1
Febr.	2,0	2,9	-5,0	9,9	3,6	-4,1	2,1	-2,4	-4,6	-0,8	0,4	4,8	11,6
März	-1,4	-0,8	-4,5	-1,6	5,3	-6,7	-1,5	-3,3	-6,4	-1,7	2,6	5,6	30,8
April	0,2	0,9	-6,2	8,3	0,0	-7,4	.	-2,6	-4,4	-1,1	-1,8	.	19,4

Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)

2022 Nov.	1,3	1,7	0,4	0,9	1,3	-1,1	0,1	0,7	-0,6	1,1	0,8	-	-3,6
Dez.	-1,3	-1,9	-2,9	-0,4	-1,4	3,4	-2,2	-1,6	-1,7	-1,6	0,8	-	-3,6
2023 Jan.	0,6	0,0	1,2	0,3	-1,7	-1,1	3,7	0,9	1,8	1,0	-1,6	-	-8,6
Febr.	1,4	1,2	0,8	1,8	1,2	0,8	1,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,3	-	-3,3
März	-3,8	-5,8	-1,0	-15,2	-0,7	-1,4	-2,4	-0,4	-0,8	-0,9	1,1	-	-1,6
April	1,0	3,7	-1,0	14,7	-2,0	1,0	.	0,0	-0,5	0,5	-2,3	-	-1,1

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

2 Konjunkturentwicklung

2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)								Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,8	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 Q2	103,9	6,7	82,4	-22,7	5,4	-5,0	12,6	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
Q3	97,1	1,8	81,9	-27,0	2,8	-6,8	7,4	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
Q4	95,3	-0,9	81,2	-24,4	3,1	-4,8	4,9	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 Q1	99,3	0,1	81,1	-19,6	1,3	-1,0	9,5	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2022 Dez.	96,9	-0,8	-	-22,0	3,6	-2,8	7,4	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 Jan.	99,6	0,9	81,0	-20,6	1,3	-0,9	10,2	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
Febr.	99,4	0,1	-	-19,0	1,6	-0,4	9,2	-	48,5	50,1	52,7	52,0
März	98,9	-0,7	-	-19,1	0,9	-1,8	9,0	-	47,3	50,4	55,0	53,7
April	99,0	-2,8	81,2	-17,5	0,9	-0,9	9,9	90,0	45,8	48,5	56,2	54,1
Mai	96,5	-5,2	-	-17,4	0,2	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8

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

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

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

Quellen: EZB und Eurostat.

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

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

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

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

2 Konjunktorentwicklung

2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz ¹⁾	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 Q2	1 276,5	1 317,5	-41,0	717,0	747,3	306,5	270,6	212,5	215,4	40,5	84,2	116,2	11,7
Q3	1 327,7	1 420,6	-92,9	752,5	804,2	312,0	310,4	223,4	220,8	39,8	85,1	20,2	16,6
Q4	1 354,1	1 370,0	-15,8	745,8	750,6	310,4	268,0	255,7	268,9	42,3	82,5	55,8	35,5
2023 Q1	1 371,5	1 297,7	73,8	772,9	690,5	325,3	293,9	234,1	239,2	39,1	74,0	31,6	30,3
2022 Okt.	454,1	468,3	-14,2	249,8	259,4	105,0	91,0	85,2	91,1	14,2	26,8	10,0	4,8
Nov.	456,7	459,3	-2,6	254,2	251,5	104,6	89,4	83,6	90,1	14,2	28,3	7,6	4,9
Dez.	443,3	442,4	0,9	241,8	239,7	100,8	87,6	86,9	87,7	13,9	27,4	38,2	25,8
2023 Jan.	459,9	441,7	18,2	256,5	243,1	108,6	95,2	80,5	80,0	14,2	23,5	11,8	13,3
Febr.	453,1	428,6	24,5	255,8	228,0	108,3	95,4	75,7	80,5	13,2	24,7	6,6	4,2
März	458,5	427,3	31,2	260,6	219,5	108,3	103,3	77,9	78,8	11,7	25,8	13,3	12,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2023 März	5 329,7	5 405,7	-76,0	2 988,2	2 992,5	1 254,2	1 142,9	925,7	944,3	161,6	325,9	223,8	94,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2023 März	39,1	39,7	-0,6	21,9	22,0	9,2	8,4	6,8	6,9	1,2	2,4	1,6	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Zusammen			Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q2	20,3	45,4	715,1	359,5	126,8	217,6	575,9	812,1	511,9	112,0	164,2	520,2	108,2
Q3	20,2	47,6	730,2	366,6	134,1	218,2	588,9	854,8	529,5	116,9	168,9	532,9	108,0
Q4	14,9	20,1	738,5	363,5	140,7	222,9	604,7	795,5	479,9	113,7	169,3	515,7	97,1
2023 Q1	8,5	0,0	728,9	.	.	.	595,9	722,3	.	.	.	495,4	.
2022 Okt.	18,2	31,5	247,8	123,0	45,5	73,2	204,2	275,0	165,8	39,6	57,6	177,0	34,2
Nov.	17,3	21,0	250,3	123,1	48,4	74,6	203,8	265,1	160,2	38,7	56,4	173,5	32,4
Dez.	9,2	8,6	240,5	117,4	46,8	75,1	196,7	255,5	153,8	35,4	55,3	165,2	30,5
2023 Jan.	11,0	10,2	242,2	115,6	45,1	75,1	196,8	252,4	148,7	39,0	53,5	168,4	29,9
Febr.	7,5	1,4	243,5	116,0	45,7	75,6	199,4	243,6	142,3	37,0	54,2	167,6	24,2
März	7,5	-9,9	243,3	.	.	.	199,7	226,2	.	.	.	159,4	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2022 Q2	2,2	11,5	106,7	105,9	101,9	117,3	106,1	121,7	121,8	124,6	120,7	123,2	143,6
Q3	2,7	14,8	106,4	104,7	105,7	114,5	106,2	124,0	121,6	123,5	121,2	123,0	140,3
Q4	1,5	3,5	107,2	104,0	109,3	114,7	106,9	119,7	115,8	119,7	121,4	120,5	144,7
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Sept.	6,4	14,8	108,7	106,3	107,7	117,0	109,0	123,7	120,7	125,4	121,7	123,0	140,0
Okt.	2,9	9,9	107,7	106,1	107,8	114,1	107,2	122,3	118,0	124,8	123,1	123,5	147,4
Nov.	2,6	4,2	108,3	105,0	112,6	114,0	108,1	119,6	115,7	121,5	121,0	121,3	139,9
Dez.	-1,1	-3,4	105,7	100,9	107,6	115,9	105,3	117,1	113,8	112,8	119,9	116,7	146,9
2023 Jan.	2,8	4,1	106,1	101,8	103,4	117,1	104,9	117,7	114,5	121,6	116,7	118,3	150,4
Febr.	-0,6	-0,8	106,8	101,4	104,9	119,0	106,7	116,8	113,7	116,9	117,2	118,1	141,8

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Gemäß der Klassifikation nach Broad Economic Categories.

3 Preise und Kosten

3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex¹⁾

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) ²⁾							Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt			Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Waren	Insgesamt ohne Energie und Nahrungsmittel											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2022 Q2	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,5	4,5	1,4	7,1	0,9	8,2	7,1	
Q3	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	2,7	1,9	4,4	1,1	9,5	7,8	
Q4	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,9	1,4	4,6	1,5	10,0	9,5	
2023 Q1	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,4	2,7	1,8	-6,0	1,2	8,1	7,3	
2022 Dez.	120,5	9,2	5,2	12,6	4,4	-0,4	1,2	-0,6	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4	
2023 Jan.	120,3	8,6	5,3	11,7	4,4	0,6	1,1	0,3	0,7	0,6	0,3	8,7	8,2	
Febr.	121,2	8,5	5,6	11,1	4,8	0,6	1,0	3,1	0,6	-1,1	0,6	8,6	7,8	
März	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,3	0,2	-2,2	0,4	7,0	5,9	
April	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,2	-0,8	0,6	7,0	6,4	
Mai ³⁾	123,2	6,1	5,3	.	5,0	-0,1	0,4	-0,3	0,2	-2,2	0,1	.	.	

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2021)	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0	
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4	
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2022 Q2	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7	
Q3	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1	
Q4	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8	
2023 Q1	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8	
2022 Dez.	13,8	14,3	12,0	12,0	6,4	25,5	3,1	2,3	5,4	-0,6	7,2	3,0	
2023 Jan.	14,1	15,0	11,3	10,4	6,7	18,9	3,4	2,3	5,4	0,2	6,5	3,7	
Febr.	15,0	15,4	13,9	8,9	6,8	13,7	3,6	2,6	6,0	0,2	7,3	3,8	
März	15,5	15,7	14,7	4,3	6,6	-0,9	3,7	2,7	5,9	0,3	7,8	3,9	
April	13,5	14,6	10,0	5,2	6,2	2,4	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0	
Mai ³⁾	12,5	13,4	9,6	.	5,8	-1,7	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Schnellschätzung.

3 Preise und Kosten

3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien

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

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe ¹⁾										Bauge- werbe ²⁾	Preise für Wohn- immobilien ³⁾	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien ³⁾
	Insge- samt (Index: 2015 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie							Energie			
			Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2015)	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,8
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	-0,1
2022 Q2	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	16,3	7,5	95,4	12,5	9,2	0,6
Q3	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	-1,2
Q4	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,9
2023 Q1	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,3	8,6	11,6	9,6	.	.
2022 Nov.	160,8	26,9	14,4	13,1	15,2	7,6	15,4	20,1	9,3	55,5	-	-	-
Dez.	162,6	24,5	13,0	12,3	13,6	7,5	15,0	19,3	9,4	48,6	-	-	-
2023 Jan.	157,7	14,8	11,7	11,1	11,2	7,3	14,8	18,8	8,8	20,1	-	-	-
Febr.	156,5	12,7	9,8	10,3	9,4	7,4	14,6	18,2	8,7	15,9	-	-	-
März	154,4	5,5	5,7	8,0	5,8	6,7	12,9	15,1	8,2	0,0	-	-	-
April	149,5	1,0	3,1	5,1	1,3	6,1	10,5	11,2	7,2	-8,9	-	-	-

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

1) Nur Inlandsabsatz.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

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

3.3 Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

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

	BIP-Deflatoren							Ölpreise (€/Barrel)	Rohstoffpreise ohne Energie (in €)						
	Insge- samt (saison- berei- nigt; Index: 2015 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung				Exporte ¹⁾		Importe ¹⁾	Importgewichtet ²⁾			Nach Verwendung gewichtet ²⁾		
			Zu- sammen	Private Konsum- ausga- ben	Konsum- ausga- ben des Staates	Brutto- anlage- investitionen				Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel	Ins- gesamt	Nah- rungs- mittel	Ohne Nah- rungs- mittel
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Gewichte in %									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,2	1,5	3,7	5,8	7,9	59,8	.	.	37,2	.	.	37,1
2022	114,5	4,6	6,8	6,8	4,2	7,7	12,4	17,4	95,0	.	.	9,0	.	.	9,9
2022 Q2	113,7	4,5	6,9	6,3	3,6	8,3	14,7	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
Q3	114,9	4,5	7,4	7,5	4,6	7,5	13,4	19,4	98,3	.	.	1,5	.	.	2,3
Q4	117,4	5,8	6,9	8,5	5,6	7,6	9,7	12,4	86,6	.	.	-2,3	.	.	-3,1
2023 Q1	119,3	6,2	5,4	8,1	4,1	6,4	5,4	3,7	75,8	-9,8	-3,8	-15,1	-10,2	-4,5	-16,4
2022 Dez.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	0,0	6,4	-5,6	-1,3	4,0	-7,0
2023 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,1	1,4	-8,9	-5,2	-0,2	-10,4
Febr.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,4	-0,5	-13,4	-7,8	-1,4	-14,7
März	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-16,9	-11,1	-22,1	-16,8	-10,9	-23,2
April	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-18,2	-12,8	-23,1	-17,8	-12,1	-24,2
Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-18,0	-15,3	-20,7	-17,6	-14,4	-21,7

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 %)					Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)			
	Verkaufspreiserwartungen (für die kommenden 3 Monate)				Verbraucher- preistrends der vergangenen 12 Monate	Inputpreise		Outputpreise	
	Verarbeiten- des Gewerbe	Einzelhandel	Dienstleis- tungssektor	Baugewerbe		Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor	Verarbeiten- des Gewerbe	Dienstleis- tungssektor
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 Q2	56,4	57,2	29,1	48,9	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
Q3	46,1	54,2	27,5	40,8	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
Q4	40,2	51,6	28,9	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 Q1	23,8	43,8	26,2	27,2	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2022 Dez.	36,8	48,5	27,8	37,3	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 Jan.	30,6	46,0	28,6	34,2	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
Febr.	22,9	43,7	26,1	25,9	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8
März	17,8	41,8	23,8	21,6	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
April	11,6	35,4	19,9	15,5	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
Mai	6,6	30,9	18,9	12,7	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1

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

3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2016 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste ¹⁾
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2018)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,4	0,9	1,1	1,5	1,3
2022	117,1	4,5	3,7	6,8	4,8	3,7	2,9
2022 Q2	120,2	4,7	4,1	6,4	5,3	3,2	2,6
Q3	113,4	3,8	3,0	5,9	3,8	3,4	3,0
Q4	126,3	5,7	5,1	7,6	5,7	5,6	3,1
2023 Q1	.	.	.	.	.	.	4,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

3 Preise und Kosten

3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Lohnstückkosten												
2020	110,2	4,5	-0,9	2,0	5,0	7,7	-0,1	-0,1	1,2	3,9	6,2	16,6
2021	110,4	0,1	3,1	-2,8	4,4	-1,6	2,9	0,6	4,2	1,0	0,7	0,2
2022	113,8	3,1	3,9	2,8	5,2	1,7	3,0	4,2	4,7	3,3	3,5	-3,8
2022 Q2	112,6	2,6	4,7	3,1	4,8	1,0	1,7	4,4	4,5	2,6	3,0	-6,7
Q3	114,0	3,1	3,2	1,4	5,3	2,0	3,8	3,9	6,3	3,4	3,7	-1,8
Q4	116,3	4,5	4,7	2,3	6,8	4,3	3,6	4,9	4,1	5,1	4,7	-1,5
2023 Q1	118,9	5,8	3,9	6,3	4,7	6,6	4,7	7,4	4,9	6,4	3,9	-0,1
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer												
2020	107,0	-0,4	1,7	-2,4	-1,2	-3,9	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,4	4,5	4,7	5,5	5,3	3,1	4,9	4,2	2,1	3,1
2022	116,0	4,3	4,6	3,5	3,7	6,0	3,2	3,6	3,5	5,0	3,6	6,3
2022 Q2	115,0	4,3	4,6	4,1	3,4	7,1	2,7	3,9	3,8	4,8	2,7	7,3
Q3	116,4	3,8	4,8	2,6	3,3	4,5	3,0	3,3	3,5	4,8	3,6	4,8
Q4	118,3	4,8	5,5	3,4	4,6	5,2	3,6	3,5	1,8	6,0	5,4	4,5
2023 Q1	120,1	5,2	6,7	5,5	4,1	6,3	4,4	4,4	3,3	6,4	4,0	5,2
Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen												
2020	97,1	-4,7	2,7	-4,3	-5,9	-10,8	0,1	0,0	-1,4	-3,8	-3,7	-15,2
2021	100,8	3,8	-0,7	7,4	0,3	7,2	2,3	2,4	0,7	3,1	1,4	2,8
2022	101,9	1,1	0,7	0,7	-1,5	4,2	0,2	-0,6	-1,2	1,7	0,1	10,5
2022 Q2	102,1	1,6	-0,2	0,9	-1,3	6,1	1,0	-0,5	-0,7	2,1	-0,3	15,0
Q3	102,1	0,6	1,5	1,1	-1,9	2,5	-0,8	-0,6	-2,7	1,3	-0,1	6,7
Q4	101,7	0,3	0,8	1,0	-2,1	0,9	0,0	-1,3	-2,2	0,8	0,6	6,2
2023 Q1	101,1	-0,6	2,6	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	-2,8	-1,5	0,0	0,1	5,3
Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde												
2020	113,8	5,8	4,3	2,9	5,0	7,0	3,1	1,8	4,4	5,9	5,3	6,8
2021	114,3	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	2,8	1,6	0,5	0,4	1,3	-0,8
2022	118,0	3,2	5,4	3,8	3,9	1,7	3,4	3,7	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 Q2	116,6	3,4	6,4	4,9	5,3	1,6	3,8	5,0	3,1	4,1	4,5	3,4
Q3	118,2	2,9	4,8	2,0	3,0	2,6	2,3	2,3	3,0	3,1	3,8	3,9
Q4	120,5	4,2	6,5	3,0	3,3	3,7	3,6	3,0	1,3	5,1	5,7	3,3
2023 Q1	122,1	4,8	5,3	5,2	4,0	5,4	4,7	4,3	4,0	5,8	4,0	4,5
Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde												
2020	104,6	2,0	3,5	1,3	1,1	0,4	3,9	2,5	4,6	2,6	-0,6	-6,6
2021	104,5	-0,1	-0,7	2,5	-5,1	0,9	-0,2	0,7	-4,8	-1,2	0,3	-1,9
2022	104,5	0,0	1,5	1,0	-1,6	0,3	0,2	-0,4	-2,9	0,7	0,9	5,9
2022 Q2	104,4	0,7	1,6	1,9	-0,7	1,2	1,7	0,8	-2,8	1,7	1,4	9,7
Q3	104,7	-0,1	1,6	0,5	-2,1	1,2	-1,8	-1,1	-3,4	0,0	0,1	5,0
Q4	104,3	-0,4	0,8	0,7	-3,0	-0,4	-0,3	-2,1	-2,5	-0,2	0,8	4,2
2023 Q1	103,6	-0,9	1,7	-1,2	-0,6	-0,7	0,2	-3,0	-0,5	-0,3	0,1	4,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum ¹⁾					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) ²⁾	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	SOFR	TONAR
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2022 Nov.	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	3,72	-0,07
Dez.	1,57	1,72	2,06	2,56	3,02	4,05	-0,07
2023 Jan.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,30	-0,02
Febr.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,54	-0,02
März	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
April	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
Mai	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05

Quellen: Refinitiv und EZB-Berechnungen.

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

4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum ^{1), 2)}					Euroraum ^{1), 2)}	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum ^{1), 2)}			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2022 Nov.	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01
Dez.	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 Jan.	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41
Febr.	2,66	3,16	3,08	2,80	2,76	-0,40	-1,10	-0,26	3,28	2,77	2,63	2,77
März	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
April	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65
Mai	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65

Quelle: EZB-Berechnungen.

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

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

4.3 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX											Vereinigte Staaten	Japan	
	Benchmark		Hauptbranchen									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbraucher- und Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2019	373,6	3 435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2 915,5	21 697,2
2020	360,0	3 274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3 217,3	22 703,5
2021	448,3	4 023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4 277,6	28 836,5
2022 Nov.	414,2	3 840,0	958,6	253,4	165,1	119,8	165,4	733,5	745,1	346,5	274,1	781,3	3 917,5	27 903,3
Dez.	418,3	3 884,7	944,2	257,4	166,8	121,0	168,9	738,0	757,3	355,1	268,3	786,9	3 912,4	27 214,7
2023 Jan.	439,8	4 092,7	963,0	276,9	167,7	123,3	182,3	780,4	807,6	358,7	277,9	808,6	3 960,7	26 606,3
Febr.	455,8	4 238,1	983,5	291,6	170,5	122,4	192,5	814,0	849,1	357,3	288,7	817,0	4 079,7	27 509,1
März	448,5	4 201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3 968,6	27 693,2
April	460,9	4 358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4 121,5	28 275,8
Mai	456,4	4 319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4 146,2	30 147,5

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- ziehung- 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	
2022 Mai	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,88	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,06	1,78
Juni	0,00	0,45	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,16	2,51	1,69	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
Juli	0,01	0,46	0,30	0,88	4,84	15,86	6,18	5,75	6,36	2,81	1,84	2,27	2,54	1,99	2,36	2,15
Aug.	0,01	0,70	0,40	1,02	4,97	15,89	6,68	5,92	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
Sept.	0,02	0,71	0,60	1,27	5,27	15,83	6,57	5,96	6,58	3,09	2,27	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
Okt.	0,03	0,73	0,90	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67
Nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,43	6,55	7,13	3,96	2,93	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
Dez.	0,07	0,80	1,40	1,91	5,95	15,90	6,66	6,42	7,00	3,99	3,07	3,16	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 Jan.	0,10	0,86	1,58	2,08	6,34	15,98	7,44	6,97	7,60	4,27	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
Febr.	0,12	1,17	1,89	2,20	6,59	16,07	7,39	7,08	7,80	4,57	3,66	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
März	0,15	1,21	2,09	2,26	6,76	16,06	7,84	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
April ^(p)	0,18	1,24	2,26	2,41	7,02	16,25	8,29	7,43	8,13	4,89	4,03	3,81	3,51	3,13	3,76	3,44

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- ziehung- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 Mai	-0,06	-0,27	0,52	1,67	1,81	2,02	2,40	1,52	1,49	1,79	1,15	1,22	1,95	1,55
Juni	-0,05	-0,14	1,05	1,72	1,84	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
Juli	0,00	0,04	1,20	1,78	1,90	2,44	2,78	1,69	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,79
Aug.	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,30	1,55	1,88	2,22	1,87
Sept.	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
Okt.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
Nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,88	3,30	3,29	3,10
Dez.	0,19	1,80	2,61	3,21	3,73	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 Jan.	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
Febr.	0,31	2,30	2,81	3,82	4,39	4,54	4,71	4,05	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,85
März	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,31	3,88	4,22
April ^(p)	0,44	2,79	3,06	4,39	4,86	4,73	4,89	4,60	4,58	3,93	4,32	4,37	3,67	4,38

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														
2020	1 489,2	429,7	127,0	52,6	96,4	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1 412,4	427,9	132,1	50,0	87,7	764,7	674,9	387,3	138,4	79,5	26,4	31,8	137,6	104,8
2022	1 361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	481,7	182,3	117,8	48,0	47,8	133,9	97,2
2022 Dez.	1 361,7	463,0	143,5	49,9	88,3	667,0	621,7	428,3	162,7	137,8	61,3	43,5	84,2	71,1
2023 Jan.	1 378,9	513,0	135,2	48,5	89,5	641,2	594,2	512,1	221,6	108,2	40,3	50,2	132,1	112,5
Febr.	1 367,1	526,3	137,9	51,2	89,6	613,4	569,4	495,0	224,5	98,8	35,3	48,9	122,8	96,2
März	1 414,4	533,6	135,9	50,6	90,2	654,6	603,5	583,3	239,6	122,3	38,7	53,1	168,3	131,1
April	1 443,1	560,6	133,5	47,5	96,6	652,5	603,5	510,8	218,8	100,6	31,9	60,2	131,2	103,2
Mai	1 438,5	577,8	130,1	47,1	92,5	638,2	604,1	504,4	241,6	112,7	35,0	46,8	103,3	90,2
Langfristig														
2020	19 289,9	4 075,4	3 104,9	1 261,8	1 549,3	10 560,4	9 773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19 927,5	4 182,7	3 388,2	1 343,2	1 599,1	10 757,4	9 936,5	316,6	67,6	84,3	34,2	22,9	141,8	128,3
2022	17 902,8	3 974,3	3 277,6	1 331,9	1 385,5	9 265,4	8 553,9	298,9	78,4	73,8	28,9	16,1	130,6	121,1
2022 Dez.	17 902,8	3 974,3	3 277,6	1 331,9	1 385,5	9 265,4	8 553,9	196,8	48,4	77,5	41,4	11,3	59,7	57,3
2023 Jan.	18 273,4	4 085,8	3 298,7	1 319,6	1 417,0	9 471,9	8 746,8	377,5	153,5	46,0	10,1	26,5	151,4	135,6
Febr.	18 188,3	4 082,2	3 300,9	1 323,6	1 407,0	9 398,2	8 675,3	354,3	99,1	54,0	12,8	18,2	182,9	165,8
März	18 407,6	4 106,0	3 289,1	1 319,4	1 405,1	9 607,4	8 872,3	332,4	82,5	69,8	28,9	15,5	164,7	152,2
April	18 405,2	4 116,8	3 287,6	1 315,8	1 408,6	9 592,2	8 872,3	311,4	73,9	74,9	22,1	16,5	146,0	140,1
Mai	18 571,5	4 187,1	3 345,9	1 350,4	1 418,0	9 620,5	8 903,5	363,1	98,8	95,1	52,2	27,7	141,5	133,2

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											
2020	20 779,1	4 505,1	3 231,9	1 314,3	1 645,6	11 396,5	10 495,7	8 518,5	473,6	1 318,5	6 725,5
2021	21 339,9	4 610,6	3 520,3	1 393,3	1 686,9	11 522,1	10 611,3	10 415,2	599,8	1 553,9	8 260,5
2022	19 264,5	4 437,3	3 421,1	1 381,8	1 473,8	9 932,3	9 175,6	8 780,1	524,7	1 353,6	6 901,2
2022 Dez.	19 264,5	4 437,3	3 421,1	1 381,8	1 473,8	9 932,3	9 175,6	8 780,1	524,7	1 353,6	6 901,2
2023 Jan.	19 652,4	4 598,8	3 434,0	1 368,1	1 506,4	10 113,1	9 341,0	9 528,6	595,9	1 460,2	7 471,9
Febr.	19 555,5	4 608,5	3 438,8	1 374,8	1 496,5	10 011,6	9 244,6	9 660,3	630,0	1 486,2	7 543,6
März	19 822,0	4 639,6	3 425,0	1 370,1	1 495,4	10 262,0	9 475,8	9 681,3	558,5	1 439,5	7 682,8
April	19 848,3	4 677,3	3 421,1	1 363,3	1 505,2	10 244,7	9 475,7	9 692,5	566,2	1 432,3	7 693,5
Mai	20 010,0	4 764,9	3 476,0	1 397,5	1 510,4	10 258,7	9 507,6	9 454,9	545,2	1 391,9	7 517,3
Wachstumsraten¹⁾											
2022 Okt.	3,3	4,6	4,5	1,1	0,5	2,8	3,3	0,3	-1,4	2,3	0,1
Nov.	3,8	5,4	5,2	1,3	0,2	3,2	3,7	0,1	-1,5	1,8	-0,1
Dez.	3,6	4,8	4,5	-0,3	0,6	3,2	3,8	0,2	-1,8	1,6	0,0
2023 Jan.	3,9	7,1	3,7	-0,5	0,4	3,1	3,7	0,1	-2,2	1,0	0,1
Febr.	4,0	7,8	2,7	-1,1	1,1	3,3	3,9	0,2	-2,4	1,1	0,2
März	3,6	7,0	2,0	-2,1	-0,4	3,4	4,0	0,1	-2,4	0,9	0,2
April	4,2	8,0	1,2	-2,9	0,4	4,0	4,8	-0,1	-2,2	0,9	-0,1
Mai	4,3	9,1	2,1	0,0	0,2	3,6	4,5	0,0	-2,6	0,9	0,0

Quelle: EZB.

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

4 Finanzmarktentwicklungen

4.8 Effektive Wechselkurse¹⁾

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

	EWK-18						EWK-41	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2020	99,7	93,6	93,4	89,5	75,9	87,7	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,3	86,0	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,1	83,7	66,3	81,4	116,8	90,8
2022 Q2	95,6	90,3	93,2	83,4	66,6	81,1	116,5	90,2
Q3	94,0	89,3	92,2	81,9	64,4	79,8	114,5	88,9
Q4	95,9	91,8	94,6	84,5	65,3	81,8	117,3	91,7
2023 Q1	97,4	92,6	96,4	.	.	.	120,2	93,1
2022 Dez.	97,0	92,3	95,4	-	-	-	119,2	92,6
2023 Jan.	97,3	92,5	96,3	-	-	-	119,9	92,9
Febr.	97,3	92,6	96,4	-	-	-	120,1	93,1
März	97,5	92,8	96,7	-	-	-	120,5	93,3
April	98,6	93,6	97,9	-	-	-	122,3	94,5
Mai	98,1	92,9	97,7	-	-	-	121,7	93,6
				<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>				
2023 Mai	-0,4	-0,8	-0,2	-	-	-	-0,5	-0,9
				<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>				
2023 Mai	2,7	2,8	4,7	-	-	-	4,6	3,9

Quelle: EZB.

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

4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Tschechi- sche Krone 2	Dänische Krone 3	Ungarischer Forint 4	Japanischer Yen 5	Polnischer Zloty 6	Pfund Sterling 7	Rumäni- scher Leu 8	Schwedi- sche Krone 9	Schweizer Franken 10	US-Dollar 11	
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	48,383	10,485	1,071	1,142	
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	49,215	10,146	1,081	1,183	
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	49,313	10,630	1,005	1,053	
2022 Q2	7,043	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	49,449	10,479	1,027	1,065	
Q3	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	49,138	10,619	0,973	1,007	
Q4	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	49,208	10,938	0,983	1,021	
2023 Q1	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	49,202	11,203	0,992	1,073	
2022 Dez.	7,386	24,269	7,438	407,681	142,822	4,683	0,870	49,224	10,986	0,986	1,059	
2023 Jan.	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	49,242	11,205	0,996	1,077	
Febr.	7,324	23,712	7,445	384,914	142,377	4,742	0,886	49,087	11,172	0,990	1,072	
März	7,381	23,683	7,446	385,013	143,010	4,689	0,882	49,263	11,228	0,991	1,071	
April	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	49,365	11,337	0,985	1,097	
Mai	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	49,477	11,370	0,975	1,087	
				<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2023 Mai	0,5	0,7	0,0	-0,8	1,6	-2,1	-1,2	0,2	0,3	-1,0	-0,9	
				<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2023 Mai	7,2	-4,7	0,1	-3,1	9,3	-2,5	2,4	0,0	8,3	-5,8	2,7	

Quelle: EZB.

4 Finanzmarktentwicklungen

4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt ¹⁾			Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Währungs- reserven	Nachrichtlich: Bruttoauslands- verschuldung
	Aktiva	Passiva	Saldo	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bestände (Auslandsvermögensstatus)												
2022 Q1	34 374,4	34 199,6	174,9	11 998,6	9 931,6	12 335,5	13 992,7	-56,4	6 850,8	8 131,4	1 102,0	16 351,9
Q2	34 621,2	34 203,6	417,6	12 364,3	10 175,0	11 510,6	13 097,5	-18,1	7 032,8	8 320,5	1 120,9	16 445,2
Q3	35 380,7	34 905,8	474,9	12 679,9	10 483,3	11 188,1	12 779,6	-6,0	7 144,4	8 402,9	1 134,3	16 561,5
Q4	33 589,3	33 324,0	265,3	12 067,9	9 891,1	11 100,5	12 722,1	20,6	6 580,7	8 003,8	1 112,6	15 755,2
<i>Bestände in % des BIP</i>												
2022 Q4	250,7	248,7	2,0	90,1	73,8	82,8	94,9	0,2	49,1	59,7	8,3	117,6
Transaktionen												
2022 Q2	-32,9	-62,0	29,0	64,0	-47,2	-126,8	-86,5	28,8	-1,2	71,7	2,3	-
Q3	2,4	55,2	-52,8	68,0	86,7	-184,0	-8,3	43,9	67,1	-23,3	7,4	-
Q4	-639,0	-686,4	47,3	-377,9	-398,7	93,6	108,4	-8,3	-355,4	-396,1	9,1	-
2023 Q1	436,4	350,6	85,8	66,8	31,1	36,5	148,0	26,8	324,8	171,6	-18,5	-
2022 Okt.	-30,2	-47,0	16,8	-122,5	-120,9	1,4	21,2	0,8	86,2	52,7	3,9	-
Nov.	-32,8	-3,0	-29,8	7,4	4,5	39,3	93,5	0,0	-80,0	-101,0	0,5	-
Dez.	-576,1	-636,4	60,3	-262,8	-282,3	52,9	-6,3	-9,1	-361,6	-347,8	4,6	-
2023 Jan.	231,5	218,6	12,9	-2,1	16,0	50,6	40,4	9,8	181,8	162,1	-8,6	-
Febr.	75,9	79,0	-3,2	43,5	6,8	7,7	48,0	11,0	25,0	24,3	-11,4	-
März	129,1	53,0	76,1	25,4	8,3	-21,8	59,5	6,0	117,9	-14,8	1,6	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2023 März	-233,1	-342,6	109,5	-179,1	-328,1	-180,7	161,7	91,2	35,2	-176,1	0,3	-
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>												
2023 März	-1,7	-2,5	0,8	-1,3	-2,4	-1,3	1,2	0,7	0,3	-1,3	0,0	-

Quelle: EZB.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.1 Geldmengenaggregate¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungs- frist von bis zu 3 Monaten	Repoge- schäfte			Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren			
1	2	3	4	5	8	9	10					
Bestände												
2020	1 363,7	8 876,3	10 240,0	1 026,7	2 449,4	3 476,1	13 716,1	101,8	627,0	4,4	733,1	14 449,2
2021	1 469,7	9 784,0	11 253,8	916,1	2 506,4	3 422,5	14 676,2	118,0	647,2	21,5	786,7	15 462,9
2022	1 538,5	9 780,9	11 319,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,9
2022 Q2	1 528,0	10 051,8	11 579,7	972,9	2 530,6	3 503,5	15 083,2	115,9	609,1	64,6	789,7	15 872,9
Q3	1 538,2	10 177,5	11 715,7	1 175,8	2 552,7	3 728,4	15 444,1	120,4	598,0	48,8	767,3	16 211,4
Q4	1 538,5	9 780,9	11 319,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,9
2023 Q1	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,1	15 185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16 064,8
2022 Nov.	1 541,3	9 908,0	11 449,2	1 328,0	2 551,5	3 879,4	15 328,7	138,8	638,8	38,3	815,9	16 144,6
Dez.	1 538,5	9 780,9	11 319,4	1 377,8	2 566,6	3 944,4	15 263,7	123,3	649,9	46,9	820,2	16 083,9
2023 Jan.	1 540,7	9 729,3	11 270,0	1 458,2	2 560,6	4 018,8	15 288,8	133,8	634,5	49,8	818,2	16 107,0
Febr.	1 539,6	9 593,3	11 132,9	1 544,7	2 557,5	4 102,2	15 235,2	124,2	651,9	80,8	856,9	16 092,1
März	1 544,1	9 447,6	10 991,6	1 644,4	2 549,7	4 194,1	15 185,8	103,2	681,3	94,6	879,1	16 064,8
April ^(p)	1 536,8	9 375,5	10 912,3	1 704,6	2 537,5	4 242,0	15 154,3	105,8	687,4	84,9	878,2	16 032,4
Transaktionsbedingte Veränderungen												
2020	139,2	1 243,9	1 383,2	-33,8	86,3	52,5	1 435,7	19,6	111,0	1,2	131,7	1 567,4
2021	107,4	898,7	1 006,0	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	20,9	14,4	47,3	998,4
2022	68,8	-1,5	67,3	427,3	56,7	484,1	551,3	3,7	3,0	77,9	84,7	636,0
2022 Q2	7,6	111,4	118,9	30,6	10,5	41,1	160,0	-8,6	18,0	16,9	26,3	186,4
Q3	10,2	117,9	128,1	160,5	21,8	182,3	310,4	2,7	-11,0	38,7	30,3	340,7
Q4	0,3	-360,9	-360,6	212,5	13,9	226,4	-134,2	4,8	52,0	-0,8	55,9	-78,3
2023 Q1	4,3	-377,3	-373,1	261,1	-11,8	249,3	-123,8	-20,6	31,2	49,5	60,1	-63,7
2022 Nov.	-0,1	-99,5	-99,6	79,0	-4,6	74,4	-25,1	14,6	16,2	16,8	47,6	22,5
Dez.	-2,8	-110,7	-113,5	53,1	15,3	68,4	-45,1	-14,8	11,1	10,6	6,9	-38,2
2023 Jan.	0,9	-99,5	-98,6	74,9	-0,9	74,0	-24,6	9,9	-15,5	4,5	-1,1	-25,8
Febr.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	28,7	36,1	-22,6
März	4,4	-139,1	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	16,3	25,1	-15,3
April ^(p)	-7,3	-67,5	-74,8	59,0	-12,2	46,8	-28,0	2,8	6,2	-8,1	0,9	-27,2
Wachstumsraten												
2020	11,4	16,2	15,5	-3,2	3,7	1,5	11,6	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,8	2,7	-1,6	6,9	12,0	3,3	371,3	6,5	6,9
2022	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2022 Q2	7,8	7,2	7,3	2,5	1,8	2,0	6,0	-2,6	-1,2	115,6	2,9	5,8
Q3	6,5	5,5	5,7	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	331,2	7,4	6,3
Q4	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Q1	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
2022 Nov.	5,4	2,0	2,4	38,6	1,9	12,0	4,7	8,2	-1,0	239,8	8,3	4,8
Dez.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,8	3,0	0,5	526,6	11,4	4,1
2023 Jan.	3,8	-1,5	-0,8	49,6	2,1	15,2	2,9	2,6	5,7	245,3	13,4	3,4
Febr.	2,9	-3,5	-2,7	59,1	1,7	17,5	2,0	-6,1	11,6	459,9	21,0	2,9
März	1,5	-5,1	-4,2	68,8	1,4	20,0	1,4	-17,5	15,3	527,9	23,9	2,5
April ^(p)	1,0	-6,1	-5,2	73,5	0,8	21,1	0,9	-10,0	14,9	344,6	21,9	1,9

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.2 In M3 enthaltene Einlagen¹⁾

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ²⁾	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte ⁴⁾
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repogeschäfte			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Bestände													
2020	2 966,0	2 514,2	308,2	140,2	3,3	7 665,2	4 967,3	437,0	2 260,1	0,9	1 090,4	235,3	497,3
2021	3 231,5	2 807,0	288,9	128,7	6,9	8 090,5	5 383,9	372,5	2 333,4	0,7	1 228,4	227,8	546,3
2022	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 298,7	235,0	560,0
2022 Q2	3 312,2	2 866,1	304,4	131,0	10,8	8 255,4	5 540,2	354,0	2 360,5	0,7	1 301,9	231,3	570,3
2022 Q3	3 368,1	2 837,4	388,3	133,7	8,8	8 372,0	5 620,1	370,0	2 380,9	1,0	1 490,5	243,9	551,9
2022 Q4	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 298,7	235,0	560,0
2023 Q1	3 342,8	2 600,9	600,8	132,6	8,4	8 391,0	5 443,3	568,3	2 378,6	0,9	1 202,8	231,7	576,6
2022 Nov.	3 393,4	2 764,9	488,3	132,1	8,1	8 379,1	5 582,2	413,4	2 382,5	1,0	1 345,6	250,5	557,7
2022 Dez.	3 362,6	2 725,6	495,9	135,3	5,9	8 392,2	5 555,2	442,8	2 393,3	0,9	1 298,7	235,0	560,0
2023 Jan.	3 375,9	2 697,2	536,6	134,6	7,4	8 439,1	5 563,9	485,3	2 389,1	0,8	1 271,1	237,0	558,9
2023 Febr.	3 380,1	2 663,2	573,2	134,5	9,2	8 419,4	5 511,0	521,9	2 385,8	0,7	1 223,4	225,0	571,9
2023 März	3 342,8	2 600,9	600,8	132,6	8,4	8 391,0	5 443,3	568,3	2 378,6	0,9	1 202,8	231,7	576,6
2023 April ⁵⁾	3 337,1	2 572,1	623,2	131,6	10,1	8 376,6	5 398,8	608,0	2 368,9	0,9	1 222,2	227,0	560,5
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	138,6	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	142,4	-9,5	46,6
2022	120,2	-90,0	205,6	5,9	-1,4	298,3	169,2	74,1	54,9	0,1	45,5	7,6	14,7
2022 Q2	15,3	1,8	12,5	0,8	0,2	62,8	57,8	-4,8	10,1	-0,3	49,8	-0,6	16,5
2022 Q3	46,4	-34,3	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	150,3	11,4	-18,5
2022 Q4	11,6	-100,4	113,0	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-167,3	-7,4	8,4
2023 Q1	-29,1	-135,3	104,6	-1,0	2,6	-34,7	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-95,5	-2,1	12,7
2022 Nov.	8,3	-35,1	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	-11,7	-3,9	0,7
2022 Dez.	-24,8	-35,2	9,4	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-34,3	-14,9	2,4
2023 Jan.	0,6	-40,9	40,5	-0,6	1,6	13,1	-25,0	37,3	0,9	-0,1	-28,0	1,0	-2,4
2023 Febr.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,1	-10,2	12,6
2023 März	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,4	7,1	2,5
2023 April ⁵⁾	-3,8	-27,7	23,0	-0,9	1,8	-13,9	-44,1	40,0	-9,7	-0,1	22,8	-4,4	-18,6
Wachstumsraten													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,9	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,0	-4,0	9,4
2022	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2022 Q2	6,1	6,8	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	12,0	2,7	16,0
2022 Q3	5,9	3,2	34,0	1,8	-15,2	4,3	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
2022 Q4	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 Q1	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
2022 Nov.	5,4	-0,8	66,9	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,4	2,2	7,9	6,4	8,7	6,9
2022 Dez.	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,9	3,4	2,7
2023 Jan.	3,2	-4,9	82,0	3,9	-28,1	3,3	1,9	31,7	2,2	-3,1	-0,5	-0,1	3,4
2023 Febr.	2,6	-7,0	98,1	4,1	-20,6	2,6	0,4	42,9	1,8	-25,6	-5,1	-2,9	4,7
2023 März	1,3	-9,4	106,0	3,1	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,7	-4,7	0,6	3,5
2023 April ⁵⁾	1,2	-10,1	108,2	2,6	7,8	1,6	-2,4	68,6	0,9	-7,0	-4,1	1,0	-1,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum¹⁾

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

	Kredite an öffentliche Haushalte			Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euroraum									
	Insgesamt	Buchkredite	Schuldverschreibungen	Insgesamt	Buchkredite					Schuldverschreibungen	Anteilsrechte und Investmentfondsanteile (ohne Geldmarktfonds)		
					Insgesamt	An nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften ³⁾	An private Haushalte ⁴⁾	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen ³⁾	An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen				
												Bereinigte Kredite ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Bestände													
2020	5 906,9	998,1	4 896,9	14 323,0	11 911,0	12 289,7	4 706,6	6 132,9	904,7	166,8	1 547,5	864,5	
2021	6 542,7	996,6	5 544,3	14 802,7	12 332,1	12 716,3	4 861,3	6 373,6	937,6	159,7	1 582,4	888,1	
2022	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 155,0	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3	
2022	Q2	6 503,0	1 000,6	5 478,2	15 182,4	12 790,2	12 928,3	5 020,2	6 553,3	1 053,1	163,6	1 561,3	830,9
	Q3	6 359,6	1 002,3	5 333,0	15 421,7	13 051,1	13 186,1	5 165,6	6 613,7	161,2	1 546,0	824,6	
	Q4	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 155,0	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2023	Q1	6 358,3	995,7	5 337,6	15 415,4	13 014,0	13 180,2	5 131,2	6 665,9	1 078,3	138,5	1 552,0	849,5
2022	Nov.	6 423,3	994,6	5 403,7	15 441,4	13 043,0	13 193,2	5 162,9	6 632,2	1 098,1	149,7	1 561,1	837,4
	Dez.	6 374,0	1 007,3	5 341,6	15 387,9	12 981,7	13 155,0	5 127,0	6 633,3	1 074,9	146,5	1 569,9	836,3
2023	Jan.	6 379,3	996,3	5 358,1	15 422,7	13 028,2	13 200,3	5 141,3	6 655,4	1 084,4	147,0	1 557,9	836,6
	Febr.	6 347,5	997,3	5 325,3	15 417,3	13 023,1	13 190,5	5 140,1	6 660,0	1 074,4	148,6	1 548,5	845,7
	März	6 358,3	995,7	5 337,6	15 415,4	13 014,0	13 180,2	5 131,2	6 665,9	1 078,3	138,5	1 552,0	849,5
	April ⁴⁾	6 316,0	981,7	5 309,2	15 433,0	13 007,6	13 182,1	5 124,2	6 666,7	1 072,1	144,6	1 565,0	860,4
Transaktionsbedingte Veränderungen													
2020	1 040,0	13,5	1 026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2	
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2	
2022	177,1	9,9	166,4	634,5	623,2	678,1	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,5	
2022	Q2	68,6	-0,9	69,5	211,5	230,2	238,7	100,7	84,5	34,8	10,3	-13,9	-4,8
	Q3	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,8	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
	Q4	44,4	4,1	39,7	3,4	-31,7	10,0	-17,4	27,4	-27,5	-14,2	22,6	12,5
2023	Q1	-80,3	-19,8	-60,3	-5,8	7,0	3,7	-2,6	14,1	3,4	-7,8	-20,8	7,9
2022	Nov.	7,7	-2,0	9,0	38,4	17,0	32,8	-18,0	13,0	31,5	-9,5	19,5	1,9
	Dez.	25,3	12,1	13,3	-30,1	-45,4	-20,9	-25,1	4,2	-21,4	-3,1	12,8	2,5
2023	Jan.	-57,5	-17,7	-39,7	-3,5	12,9	7,8	1,6	1,5	9,3	0,6	-15,2	-1,2
	Febr.	2,2	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-8,1	-2,3	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
	März	-24,9	-3,2	-21,7	6,7	2,0	4,1	-1,9	8,2	5,7	-10,0	2,7	2,0
	April ⁴⁾	-37,6	-13,9	-23,8	19,7	-3,0	6,9	-4,6	2,0	-6,5	6,2	12,7	10,0
Wachstumsraten													
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4	
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1	
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6	
2022	Q2	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,3	5,9	4,6	13,8	7,8	5,0	-2,7
	Q3	5,0	0,5	5,8	5,8	6,7	7,1	8,0	4,4	14,9	10,0	3,4	-3,0
	Q4	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023	Q1	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
2022	Nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,3	7,2	4,0	12,4	-6,4	2,8	-0,9
	Dez.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023	Jan.	1,4	-0,6	1,8	3,8	4,4	4,9	5,3	3,4	9,7	-12,6	1,0	-0,7
	Febr.	0,7	-0,8	1,0	3,3	3,9	4,3	5,0	3,2	6,2	-11,0	0,3	0,6
	März	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,8	-9,8	-1,4	1,9
	April ⁴⁾	-0,9	-2,9	-0,5	2,5	3,0	3,3	3,8	2,6	3,5	-9,5	-1,2	3,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

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

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾					Private Haushalte ³⁾				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
		Bereinigte Kredite ⁴⁾					Bereinigte Kredite ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2020	4 706,6	4 828,7	893,8	1 009,1	2 803,6	6 132,9	6 402,6	700,7	4 725,1	707,1
2021	4 861,3	4 993,1	885,3	1 005,5	2 970,5	6 373,6	6 638,4	698,5	4 971,1	703,9
2022	5 127,0	5 119,1	963,3	1 079,4	3 084,3	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2022 Q2	5 020,2	4 995,6	949,8	1 028,1	3 042,2	6 553,3	6 742,9	709,0	5 139,2	705,1
Q3	5 165,6	5 136,5	1 008,0	1 068,1	3 089,5	6 613,7	6 802,4	714,0	5 195,4	704,2
Q4	5 127,0	5 119,1	963,3	1 079,4	3 084,3	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2023 Q1	5 131,2	5 127,3	940,2	1 093,0	3 098,1	6 665,9	6 867,2	723,6	5 236,0	706,3
2022 Nov.	5 162,9	5 142,9	993,0	1 071,2	3 098,7	6 632,2	6 826,4	716,9	5 211,3	704,0
Dez.	5 127,0	5 119,1	963,3	1 079,4	3 084,3	6 633,3	6 828,5	717,6	5 214,9	700,7
2023 Jan.	5 141,3	5 135,0	955,0	1 086,3	3 100,0	6 655,4	6 860,0	720,1	5 223,1	712,3
Febr.	5 140,1	5 132,1	945,3	1 092,0	3 102,9	6 660,0	6 864,1	721,7	5 228,3	710,0
März	5 131,2	5 127,3	940,2	1 093,0	3 098,1	6 665,9	6 867,2	723,6	5 236,0	706,3
April ^(p)	5 124,2	5 122,5	929,9	1 094,2	3 100,1	6 666,7	6 866,6	725,2	5 237,4	704,2
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	306,7	78,5	77,6	112,5	242,3	249,4	22,7	218,5	1,1
2022 Q2	100,7	106,5	40,5	22,4	37,7	84,5	74,0	7,4	75,9	1,2
Q3	139,1	139,4	55,4	39,9	43,8	58,7	59,4	4,9	55,6	-1,8
Q4	-17,4	6,2	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 Q1	-2,6	3,5	-20,8	10,8	7,3	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
2022 Nov.	-18,0	-5,8	-12,8	-2,6	-2,6	13,0	18,0	2,2	9,0	1,8
Dez.	-25,1	-12,3	-24,9	10,2	-10,3	4,2	6,2	1,5	4,7	-1,9
2023 Jan.	1,6	-0,5	-7,9	3,0	6,4	1,5	10,3	0,0	2,1	-0,7
Febr.	-2,3	-1,8	-10,4	5,6	2,5	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
März	-1,9	5,8	-2,5	2,2	-1,6	8,2	5,3	2,6	7,5	-2,0
April ^(p)	-4,6	-1,8	-9,2	2,1	2,5	2,0	1,8	2,1	1,7	-1,9
Wachstumsraten										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 Q2	5,9	6,9	14,1	5,9	3,6	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
Q3	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
Q4	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Q1	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
2022 Nov.	7,2	8,3	14,1	9,8	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
Dez.	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 Jan.	5,3	6,1	7,5	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,1
Febr.	5,0	5,7	5,1	9,2	3,5	3,2	3,2	2,8	3,7	-0,3
März	4,5	5,2	4,1	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
April ^(p)	3,8	4,6	1,6	8,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

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

5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

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

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

	Verbindlichkeiten der MFIs						Forderungen der MFIs			
	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Bestände										
2020	723,2	6 955,9	1 913,6	42,2	1 990,8	3 009,2	1 441,4	457,1	136,7	141,1
2021	762,6	6 886,1	1 837,3	37,1	1 997,2	3 014,4	1 372,0	394,3	128,5	136,8
2022	683,4	6 737,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,9	1 334,1	408,3	137,8	147,6
2022 Q2	757,5	6 789,1	1 843,9	30,6	2 008,5	2 906,0	1 313,6	420,6	166,5	157,3
Q3	642,5	6 764,5	1 801,9	30,6	2 096,5	2 835,6	1 318,8	518,2	148,0	146,7
Q4	683,4	6 737,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,9	1 334,1	408,3	137,8	147,6
2023 Q1	580,0	6 895,2	1 792,7	35,0	2 171,1	2 896,5	1 436,0	330,4	152,1	165,8
2022 Nov.	692,2	6 777,9	1 788,3	30,9	2 109,6	2 849,2	1 316,0	434,1	161,2	170,6
Dez.	683,4	6 737,0	1 780,8	31,0	2 119,3	2 805,9	1 334,1	408,3	137,8	147,6
2023 Jan.	564,5	6 842,3	1 784,4	32,5	2 158,3	2 867,1	1 350,7	361,0	155,5	157,0
Febr.	553,6	6 818,9	1 785,7	33,8	2 177,0	2 822,3	1 336,3	363,4	154,6	159,6
März	580,0	6 895,2	1 792,7	35,0	2 171,1	2 896,5	1 436,0	330,4	152,1	165,8
April ³⁾	586,5	6 902,4	1 807,4	35,9	2 163,7	2 895,5	1 436,0	336,3	153,3	161,9
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-59,7	117,3	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-116,4	-110,0	-8,3	-4,3
2022	-76,0	31,9	-89,8	-5,2	14,7	112,2	-65,9	-153,8	10,5	17,9
2022 Q2	17,2	12,5	-8,0	-4,2	-16,0	40,7	-61,1	-3,0	7,2	-7,1
Q3	-115,0	-10,0	-47,1	0,0	-2,2	39,4	-26,3	55,9	-18,6	-10,6
Q4	40,8	64,5	-15,2	0,3	57,9	21,5	52,2	-72,9	-10,2	1,0
2023 Q1	-110,1	85,1	8,3	4,0	63,8	8,9	72,7	-75,3	15,0	18,9
2022 Nov.	15,4	39,0	2,0	0,1	33,2	3,7	18,9	11,9	16,9	14,5
Dez.	-8,5	35,4	-5,4	0,1	12,1	28,6	24,7	-31,1	-23,4	-22,9
2023 Jan.	-125,1	45,6	0,2	1,6	48,4	-4,5	1,8	-46,0	17,7	9,4
Febr.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,1	8,3	-18,5	-0,2	3,0
März	26,2	22,7	8,0	1,1	9,2	4,3	62,6	-10,8	-2,5	6,5
April ³⁾	6,4	18,4	15,4	0,9	-0,9	3,1	16,1	-0,6	1,2	-4,0
Wachstumsraten										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2022 Q2	12,2	-0,3	-3,0	-21,5	-1,5	2,7	-	-	26,0	21,7
Q3	-7,4	-0,4	-4,8	-18,6	-2,0	3,7	-	-	4,4	4,2
Q4	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Q1	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
2022 Nov.	-2,8	-0,1	-4,4	-15,8	-0,7	3,2	-	-	11,3	18,5
Dez.	-10,0	0,5	-4,8	-14,3	0,6	3,9	-	-	7,9	12,7
2023 Jan.	-23,0	1,2	-4,4	-9,0	2,9	3,6	-	-	-7,2	-1,8
Febr.	-25,2	1,8	-3,8	-4,4	3,5	4,0	-	-	-7,6	0,2
März	-22,6	2,3	-3,3	0,6	4,9	3,8	-	-	-4,2	1,3
April ³⁾	-23,9	2,3	-2,3	4,0	4,8	3,2	-	-	-16,0	-5,3

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen			Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben						
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Sozial- ausgaben			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,3	46,5	13,2	13,2	15,2	0,8	52,6	47,5	10,3	6,0	1,5	24,1	5,1
2022	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	22,9	5,1
2022 Q1	47,2	46,5	13,3	13,2	15,1	0,8	51,5	46,5	10,1	5,9	1,5	23,7	5,0
Q2	47,4	46,6	13,5	13,2	15,0	0,8	50,6	45,7	10,0	5,9	1,5	23,3	4,9
Q3	47,4	46,7	13,7	13,2	15,0	0,7	50,6	45,6	9,9	5,9	1,6	23,1	5,0
Q4	47,1	46,4	13,6	13,0	14,9	0,8	50,8	45,7	9,9	5,9	1,7	23,0	5,1

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

6.3 Verschuldung

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

	Insgesamt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige MFIs	Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen	
														1
2019	84,0	3,0	13,2	67,8	45,7	30,9	38,3	7,8	76,3	15,6	27,8	40,7	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,2	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,4	95,5	1,7
2021	95,4	3,0	13,9	78,5	55,6	41,7	39,8	9,9	85,5	17,6	30,3	47,5	94,0	1,4
2022	91,5	2,7	13,3	75,5	53,8	40,8	37,7	8,7	82,8	16,4	29,0	46,0	90,5	0,9
2022 Q1	95,2	2,9	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	94,2	2,9	13,6	77,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92,9	2,9	13,6	76,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91,5	2,7	13,3	75,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren¹⁾

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

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

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

Anmerkung: Angaben für den Euroraum einschließlich Kroatiens.

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

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

6.5 Staatliche Schuldverschreibungen¹⁾

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr ²⁾					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren ³⁾	Nominale Durchschnittsrenditen ⁴⁾							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen		
		Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung	Laufzeit von bis zu 1 Jahr	Emission	Tilgung				
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8	
2021	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2022 Q1	13,5	12,4	4,6	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,4	
Q2	13,6	12,3	4,4	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4	
Q3	13,0	11,8	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4	
Q4	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2022 Nov.	13,4	12,1	3,6	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5	
Dez.	13,2	12,0	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5	
2023 Jan.	13,2	11,9	4,3	1,3	0,3	8,0	1,7	1,2	0,6	1,9	1,9	1,4	0,6	
Febr.	13,3	12,0	4,6	1,2	0,3	8,1	1,7	1,2	0,8	1,9	2,1	1,7	0,7	
März	13,6	12,4	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7	
April	13,4	12,1	3,9	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,3	0,9	

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

3) Restlaufzeit am Ende des Berichtszeitraums.

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

6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

6.6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Euroraums

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

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

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2023

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

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

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

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Daten war am 14. Juni 2023.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)
EU-Katalognummer QB-BP-23-010-DE-N (Online-Version)