



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 8 / 2024



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>4</b>
Überblick	4
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	11
2    Konjunktorentwicklung	17
3    Preise und Kosten	25
4    Finanzmarktentwicklungen	32
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	38
6    Entwicklung der öffentlichen Finanzen	45
<b>Kästen</b>	<b>49</b>
1    Gründe für die Robustheit der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten – Marktstruktur, Gewinnerwartungen oder Risikoprämien?	49
2    Kurzfristige Auswirkungen des Emissionshandelssystems auf die Investitionen in Europa	56
3    Welche Signale gehen von Messgrößen der Unsicherheit für die Wirtschaft aus?	61
4    Wie lässt sich die hohe Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum erklären?	66
5    Durchwirken der Geldpolitik auf die Teuerung bei Waren und Dienstleistungen – eine granulare Perspektive	72
6    Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 24. Juli bis zum 22. Oktober 2024	77
7    Wie wirkt sich das Auslaufen der GLRG III auf die Kreditvergabebedingungen der Banken aus?	84
<b>Aufsätze</b>	<b>90</b>
1    Energieschocks, Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und mögliche Auswirkungen auf die künftige Wettbewerbsfähigkeit der EU	90
2    Wie lässt sich die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts im Euroraum von 2022 bis 2024 erklären?	103
3    Vier Jahre Next Generation EU – Bestandsaufnahme der wirtschaftlichen Auswirkungen	127



# 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

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 12. Dezember 2024, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – der Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission wider.

Der Disinflationsprozess schreitet gut voran. Die Fachleute des Eurosystems erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2024 eine Gesamtinflation von durchschnittlich 2,4 % für 2024, 2,1 % für 2025 und 1,9 % für 2026. Für 2027, wenn das erweiterte EU-Emissionshandelssystem eingeführt wird, rechnen sie mit einem Wert von durchschnittlich 2,1 %. Bei der Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel gehen die Fachleute von durchschnittlich 2,9 % für 2024, 2,3 % für 2025 sowie jeweils 1,9 % für 2026 und 2027 aus.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten darauf hin, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des mittelfristigen Zielwerts des EZB-Rats von 2 % einpendeln wird. Die Binneninflation ist leicht gesunken, bleibt aber hoch. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Löhne und Preise in bestimmten Sektoren derzeit noch mit einer erheblichen Verzögerung an den starken Inflationsanstieg in der Vergangenheit anpassen.

Die Finanzierungsbedingungen entspannen sich, da sich die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte aufgrund der vorangegangenen Zinssenkungen des EZB-Rats allmählich verbilligt. Allerdings sind die Finanzierungsbedingungen nach wie vor restriktiv, weil die Geldpolitik restriktiv bleibt und sich die Zinserhöhungen der Vergangenheit nach wie vor auf den Kreditbestand auswirken.

In den Projektionen vom Dezember 2024 gehen die Fachleute des Eurosystems nun von einer langsameren wirtschaftlichen Erholung aus, als dies in den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2024 erwartet wurde. Zwar hatte das Wachstum im dritten Quartal angezogen, doch lassen Umfrageindikatoren auf eine Verlangsamung im vierten Quartal schließen. Die Fachleute des Eurosystems rechnen mit einem Wirtschaftswachstum von 0,7 % für 2024, 1,1 % für 2025, 1,4 % für 2026 und 1,3 % für 2027. Die projizierte Erholung beruht hauptsächlich auf steigenden Realeinkommen – die den privaten Haushalten höhere Konsumausgaben ermöglichen sollten – sowie höheren Unternehmensinvestitionen. Die allmählich nachlassenden Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik dürften im weiteren Verlauf ein Anziehen der Binnennachfrage fördern.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

## Konjunktorentwicklung

Die Wirtschaft ist im dritten Quartal 2024 um 0,4 % und damit stärker als erwartet gewachsen. Haupttriebfedern des Wachstums waren höhere Konsumausgaben, in denen sich zum Teil einmalige Faktoren widerspiegeln, die dem Tourismus in den Sommermonaten Auftrieb verliehen haben, sowie der Lageraufbau durch die Unternehmen. Die jüngsten Daten deuten indes darauf hin, dass die Wachstumsdynamik nachlässt. Umfrageergebnisse zeigen, dass sich das verarbeitende Gewerbe weiter rückläufig entwickelt und sich das Wachstum im Dienstleistungssektor verlangsamt. Die Unternehmen halten sich angesichts der schwachen Nachfrage und sehr unsicherer Aussichten mit Investitionsausgaben zurück. Auch die Exporte sind schwach, und einige Branchen in Europa sehen Schwierigkeiten darin, wettbewerbsfähig zu bleiben.

Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust. Die Beschäftigung wuchs im dritten Quartal 2024 um 0,2 % und damit erneut stärker als erwartet. Die Arbeitslosenquote lag im Oktober weiterhin auf ihrem historischen Tiefstand von 6,3 %. Unterdessen schwächt sich die Nachfrage nach Arbeitskräften weiter ab. Die Vakanzquote sank im dritten Quartal auf 2,5 % und lag somit 0,8 Prozentpunkte unter ihrem Höchststand. Umfragen zufolge wurden zudem im vierten Quartal weniger neue Arbeitsplätze geschaffen.

Die allmähliche Erholung der Wirtschaft des Euroraums dürfte sich in den kommenden Jahren in einem Umfeld erheblicher geopolitischer und politischer Unsicherheit fortsetzen. So dürften insbesondere die steigenden Reallöhne und die wachsende Beschäftigung vor dem Hintergrund robuster Arbeitsmärkte eine Erholung begünstigen. Der Konsum dürfte hierfür weiterhin eine der Haupttrieb- federn sein. Die Binnennachfrage sollte auch durch eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen gestützt werden, die im Einklang mit den Markterwartungen zur künftigen Zinsentwicklung steht. Trotz der großen Unsicherheit wird davon ausgegangen, dass sich die Finanzpolitik insgesamt auf einem Konsolidierungspfad befindet. Die Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ sollten jedoch für Wachstumsimpulse sorgen, bis das Programm 2027 ausläuft. Ausgehend von der im Basisszenario geltenden Annahme, dass die Handelspolitik wichtiger europäischer Handelspartner unverändert bleibt, dürfte sich die Auslandsnachfrage erhöhen und dadurch die Exporte des Euroraums stützen. Der Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum dürfte daher trotz der bestehenden Herausforderungen im Bereich der Wettbewerbsfähigkeit weitgehend neutral

ausfallen. Die Arbeitslosenquote dürfte weiter auf historische Tiefstände sinken. Einige konjunkturelle Faktoren, die in jüngster Zeit zu Produktivitätseinbußen geführt haben, schwächen sich allmählich ab. Daher dürfte die Produktivität über den Projektionszeitraum hinweg steigen, wenngleich strukturelle Herausforderungen bestehen bleiben. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP wird den Dezember-Projektionen zufolge 2024 bei 0,7 %, 2025 bei 1,1 % und 2026 bei 1,4 % liegen und sich 2027 auf 1,3 % abschwächen. Die Aussichten für das BIP-Wachstum sind im Vergleich zu den Projektionen vom September 2024 nach unten revidiert worden. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem revidierte Daten zu den Investitionen in der ersten Jahreshälfte 2024, die Erwartung eines schwächeren Exportwachstums im Jahr 2025 und eine geringfügige Abwärtsrevision des projizierten Wachstums der Binnennachfrage im Jahr 2026.

Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten die Wirtschaft produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger machen. Es ist von entscheidender Bedeutung, den Vorschlägen von Mario Draghi zur Steigerung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit und denen von Enrico Letta zur Stärkung des Binnenmarkts rasch konkrete und ehrgeizige strukturpolitische Maßnahmen folgen zu lassen. Der EZB-Rat begrüßt die Bewertung der mittelfristigen Planung der Regierungen zur Finanz- und Strukturpolitik durch die Europäische Kommission im Zuge der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU. Die Regierungen sollten sich nun darauf konzentrieren, ihre Verpflichtungen gemäß diesem Rahmen vollständig und unverzüglich zu erfüllen. Dies wird dazu beitragen, die Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken und gleichzeitig wachstumsfördernde Reformen und Investitionen zu priorisieren.

## Inflation

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge stieg die jährliche Inflationsrate von 2,0 % im Oktober auf 2,3 % im November. Der Anstieg war erwartet worden und spiegelte in erster Linie einen energiepreisbedingten aufwärtsgerichteten Basiseffekt wider. Bei Nahrungsmitteln verringerte sich die Teuerung leicht auf 2,8 %, bei Dienstleistungen ging sie geringfügig auf 3,9 % zurück. Der Preisauftrieb bei Waren erhöhte sich auf 0,7 %.

Die Binneninflation, die der Teuerung bei Dienstleistungen eng folgt, gab im Oktober erneut leicht nach. Allerdings ist sie mit 4,2 % nach wie vor hoch, was einem starken Lohndruck und der Tatsache geschuldet ist, dass sich einige Dienstleistungspreise derzeit noch zeitverzögert an den vorangegangenen Inflationsschub anpassen. Gleichwohl entwickelt sich die zugrunde liegende Inflation insgesamt im Einklang mit einer nachhaltigen Rückkehr der Inflation zum Zielwert.

Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %, und die marktbasieren Indikatoren des mittel- bis längerfristigen Inflationsausgleichs sind seit der EZB-Ratssitzung vom 17. Oktober 2024 deutlich gesunken.

Der Zuwachs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer schwächte sich von 4,7 % im zweiten auf 4,4 % im dritten Quartal ab. Vor dem Hintergrund einer stabilen Produktivität trug dies zu einem langsameren Wachstum der Lohnstückkosten bei.

Der nachlassende Arbeitskostendruck und die anhaltende Wirkung der vorherigen geldpolitischen Straffung durch den EZB-Rat auf die Verbraucherpreise dürften dazu beitragen, dass sich die Inflation nachhaltig im Bereich des mittelfristigen Zielwerts von 2 % einpendeln kann. Grund hierfür ist, dass vorangegangene starke Rückgänge der Energiepreise weiterhin aus den Jahresraten herausfallen.

Die am HVPI gemessene Gesamtteuerungsrate wird den Dezember-Projektionen zufolge Ende 2024 ansteigen, bevor sie zurückgeht und sich ab dem zweiten Quartal 2025 um das Inflationsziel der EZB von 2 % bewegen wird. Der vorübergehende Inflationsanstieg zu Beginn des Projektionszeitraums dürfte sich hauptsächlich aus Basiseffekten bei der Energiekomponente ergeben. Basierend auf der Annahme sinkender Öl- und Gaspreise wird der Preisauftrieb bei Energie bis zur zweiten Jahreshälfte 2025 voraussichtlich im negativen Bereich bleiben und danach weiter verhalten sein. Eine Ausnahme davon bildet ein leichter Anstieg im Jahr 2027 aufgrund der Einführung neuer Maßnahmen zur Eindämmung des Klimawandels. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln wird den Projektionen zufolge bis Mitte 2025 zunehmen, was vor allem auf die wieder anziehende Preisdynamik bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln zurückzuführen ist. Danach dürfte sie bis 2027 auf durchschnittlich 2,2 % zurückgehen. Es wird erwartet, dass die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) Anfang 2025 sinkt, da die indirekten Auswirkungen vorangegangener Energiepreisschocks abklingen, der Arbeitskostendruck nachlässt und die verzögerten Auswirkungen der zurückliegenden geldpolitischen Straffung weiterhin auf die Verbraucherpreise durchschlagen. Maßgeblich für diese rückläufige Entwicklung wird den Erwartungen zufolge ein Rückgang des bisher recht hartnäckigen Preisauftriebs bei Dienstleistungen sein. Insgesamt dürfte sich die HVPIX-Inflation von 2,9 % im Jahr 2024 auf 1,9 % im Jahr 2027 abschwächen. Das Lohnwachstum wird zunächst auf erhöhtem Niveau bleiben, aber allmählich zurückgehen, da der vom Inflationsausgleich ausgehende Druck nachlässt. Ein schwächeres Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer dürfte zusammen mit einer Erholung des Produktivitätswachstums dazu führen, dass die Lohnstückkosten deutlich langsamer ansteigen. Der inländische Preisdruck wird laut den Projektionen in der Folge nachlassen, wobei die Gewinnmargen zunächst als Puffer für den nach wie vor hohen Arbeitskostendruck wirken, sich über den Projektionszeitraum hinweg aber erholen. Der außenwirtschaftliche Preisdruck dürfte insgesamt moderat bleiben. Gegenüber den Projektionen vom September 2024 sind die Aussichten für die HVPI-Gesamtinflation für 2024 und 2025 geringfügig nach unten revidiert worden. Grund sind vor allem unerwartete Abwärtsrevisionen von Daten sowie niedrigere Annahmen für Öl- und Strompreise.

## Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Das Risiko größerer Spannungen im Welthandel könnte das Wachstum im Euroraum belasten, da es zu sinkenden Exporten und einer Abschwächung der globalen Konjunktur führen könnte. Ein geringeres Vertrauen könnte zur Folge haben, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholen wie erwartet. Dies könnte durch geopolitische Risiken verstärkt werden, zu denen etwa der ungerechtfertigte Krieg Russlands gegen die Ukraine und der tragische Konflikt im Nahen Osten zählen. Dadurch könnten Energielieferungen und der Welthandel beeinträchtigt werden. Sollten die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung länger anhalten als erwartet, könnte dies ebenfalls ein niedrigeres Wachstum zur Folge haben. Das Wachstum könnte höher ausfallen, wenn günstigere Finanzierungsbedingungen und eine sinkende Inflation eine raschere Erholung der inländischen Konsum- und Investitionsausgaben ermöglichen.

Die Inflation könnte höher ausfallen, wenn die Löhne oder die Gewinne deutlicher steigen als erwartet. Aufwärtsrisiken für die Inflation ergeben sich auch aus den erhöhten geopolitischen Spannungen. Diese könnten die Energiepreise und die Frachtkosten auf kurze Sicht in die Höhe treiben und den Welthandel stören. Zudem könnten Extremwetterereignisse und die fortschreitende Klimakrise allgemein dazu führen, dass die Nahrungsmittelpreise stärker steigen als erwartet. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn ein geringes Vertrauen sowie Bedenken bezüglich geopolitischer Ereignisse dazu führen, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholen wie antizipiert, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder wenn sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübt. Größere Spannungen im Welthandel könnten zu mehr Unsicherheit bei den Inflationsaussichten im Euroraum führen.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen im Euroraum sind seit der EZB-Ratssitzung im Oktober weiter zurückgegangen und spiegeln damit die wahrgenommene Eintrübung der Konjunkturaussichten wider. Trotz der weiterhin restriktiven Finanzierungsbedingungen wird die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte aufgrund der Zinssenkungen des EZB-Rats allmählich günstiger.

Der durchschnittliche Zinssatz für neue Unternehmenskredite betrug im Oktober 4,7 % und lag somit mehr als einen halben Prozentpunkt unter seinem Höchststand im Vorjahr. Die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung sind seit ihrem Rekordhoch um mehr als einen Prozentpunkt gesunken. Der durchschnittliche Zinssatz für neue Hypothekarkredite lag im Oktober mit 3,6 % etwa einen halben Prozentpunkt unter seinem Höchststand im Jahr 2023, auch wenn der durchschnittliche Zinssatz für ausstehende Hypothekarkredite noch steigen dürfte.

Die Bankkreditvergabe an Unternehmen hat ausgehend von einem niedrigen Niveau allmählich zugenommen und erhöhte sich im Oktober um 1,2 % gegenüber dem Vorjahr. Das Volumen der von Unternehmen emittierten Schuldverschreibungen weitete sich im Vorjahresvergleich um 3,1 % aus, was etwa dem Anstieg in den vorangegangenen Monaten entspricht. Die Vergabe von Hypothekarkrediten nahm im Oktober mit einer Jahreswachstumsrate von 0,8 % weiterhin allmählich zu.

Im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie nahm der EZB-Rat eine eingehende Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Finanzstabilität vor. Die Banken im Euroraum sind nach wie vor widerstandsfähig, und es gibt nur wenige Hinweise auf Spannungen an den Finanzmärkten. Die Risiken für die Finanzstabilität sind dennoch nach wie vor erhöht. Die makroprudenzielle Politik stellt weiterhin die erste Verteidigungslinie gegen das Entstehen von Anfälligkeiten im Finanzsektor dar. Sie erhöht die Widerstandsfähigkeit und sichert den makroprudenziellen Spielraum.

## Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden mit Wirkung vom 18. Dezember 2024 auf 3,00 %, 3,15 % bzw. 3,40 % gesenkt.

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

Im zweiten Halbjahr 2024 legte das Eurosystem die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) erworbenen Wertpapiere bei Fälligkeit nicht mehr vollumfänglich wieder an. Dadurch reduziert sich das PEPP-Portfolio im Durchschnitt um monatlich 7,5 Mrd. €. Zum Jahresende 2024 stellte der EZB-Rat die Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem PEPP ein.

Die Banken zahlten die verbleibenden Beträge, die im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aufgenommen wurden, im Dezember 2024 zurück. Damit ging dieser Teil des Bilanznormalisierungsprozesses zu Ende.

## Fazit

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 12. Dezember 2024, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – der Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelt die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission wider. Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine nachhaltige Stabilisierung der Inflation beim mittelfristigen Zielwert von 2 % zu sorgen. Die Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses wird von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. So werden die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats auf seiner Beurteilung der

Inflationsaussichten vor dem Hintergrund aktueller Wirtschafts- und Finanzdaten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation sowie der Stärke der geldpolitischen Transmission basieren. Der EZB-Rat legt sich nicht im Voraus auf einen bestimmten Zinspfad fest.

Der EZB-Rat ist in jedem Fall bereit, alle seine Instrumente im Rahmen seines Mandats anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflation nachhaltig beim mittelfristigen Zielwert von 2 % stabilisiert, und um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Die vom 17. Oktober bis zum 11. Dezember 2024 andauernde Berichtsperiode war trotz zunehmenden konjunkturellen Gegenwinds von einem anhaltend kräftigen Weltwirtschaftswachstum gekennzeichnet. Umfragedaten lassen auf breit angelegte Verbesserungen in allen Sektoren schließen, wobei sich der Dienstleistungssektor weiter dynamisch entwickeln dürfte. Der Welthandel zeigte sich nach wie vor robust, unter anderem weil Warenimporte vorgezogen wurden, was mit der Unsicherheit über die künftige Handelspolitik der Vereinigten Staaten zusammenhing. Die Inflation schwächte sich erneut ab, doch der Aufwärtsdruck auf die Dienstleistungspreise hielt an. Die Aussichten für das globale Wachstum und die Inflation, die sich aus den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2024 ergeben, stimmen weitgehend mit den Projektionen der EZB vom September 2024 überein. Aufgrund des Ausgangs der US-Präsidentenwahl hat sich die Unsicherheit in Bezug auf die internationale Handelspolitik allerdings erheblich erhöht. Die Daten zum Welthandel wurden deutlich nach oben revidiert, was auf bessere Ergebnisse im zweiten und dritten Quartal 2024 zurückzuführen war. Nach einer Erholung im Jahr 2024 dürfte der Handel in engerem Gleichlauf mit der Konjunktur wachsen. Allerdings sind erhöhte Abwärtsrisiken vorhanden, die aus einer Zunahme des Handelsprotektionismus und einer größeren Fragmentierung resultieren. Die Inflation in den wichtigen Industrie- und Schwellenländern dürfte sich im Projektionszeitraum allmählich abschwächen.*

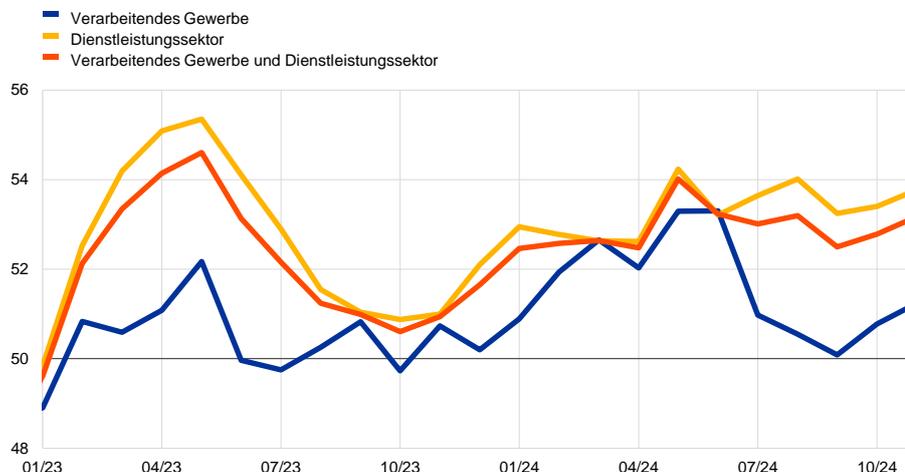
**Die Weltwirtschaft entwickelt sich weiterhin dynamisch, wengleich der zunehmende konjunkturelle Gegenwind verdeutlicht, dass die Aussichten fragil sind.**

Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) war im November 2024 mit 53,2 Punkten nach wie vor deutlich im expansiven Bereich verankert. Im Oktober hatte er sich noch auf 52,8 Punkte belaufen (siehe Abbildung 1). Während die Wirtschaftstätigkeit im Dienstleistungssektor erneut zunahm, kam es im November auch im verarbeitenden Gewerbe zu einer Verbesserung, sodass dieser Teilindex mit einem Wert von 51,2 Zählern etwas weiter in den Wachstumsbereich vorrückte. Der Anstieg des zusammengesetzten EMI für die Produktion wurde vor allem durch die Entwicklung in den Vereinigten Staaten und in China bestimmt. Im Fall Chinas war ein kräftiges Wachstum im verarbeitenden Gewerbe ausschlaggebend, während in den USA vom Dienstleistungssektor deutliche positive Impulse ausgingen. Die aktuellen Daten legen nahe, dass sich die Weltwirtschaft auch im vierten Quartal 2024 kräftig ausgeweitet hat. Dies wird durch positivere Wirtschaftsdaten in den Vereinigten Staaten und in China sowie durch die kürzlich angekündigte finanzpolitische Unterstützung in China und – wengleich in geringerem Umfang – im Vereinigten Königreich untermauert. Gleichzeitig weisen die geopolitischen Spannungen, die anhaltende Schwäche des chinesischen Immobiliensektors und die Unsicherheit über die Politik der nächsten US-Regierung auch darauf hin, dass die Aussichten für das globale Wachstum weiterhin fragil sind.

## Abbildung 1

### Globaler Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion

(Diffusionsindizes)



Quellen: S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024.

#### **Die weltwirtschaftlichen Aussichten dürften zunächst positiv bleiben, sich dann aber über den Projektionszeitraum hinweg leicht eintrüben.**

Den Projektionen zufolge wird sich das globale reale BIP 2024 um 3,4 % und 2025 um 3,5 % erhöhen. Im Jahr 2026 dürfte sich das Wachstum dann auf 3,3 % und 2027 auf 3,2 % belaufen. Der leichte Wachstumsrückgang in den späteren Projektionsjahren ist hauptsächlich dadurch begründet, dass in China angesichts einer ungünstigen demografischen Entwicklung mit einer Wachstumsverlangsamung gerechnet wird und sich die Konjunktur in den USA etwas abschwächen dürfte. Im Vereinigten Königreich dürfte die gelockerte Fiskalpolitik das Wachstum des realen BIP nur vorübergehend beflügeln, da davon auszugehen ist, dass künftige Erhöhungen der Körperschaftsteuer die Wirtschaftstätigkeit im privaten Sektor belasten werden. Der Ausgang der Präsidentschaftswahl in den USA hat zu erheblicher Unsicherheit geführt, da es zum gegenwärtigen Zeitpunkt schwierig ist, die möglichen Maßnahmen der neuen Regierung einzuschätzen. Die Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2024 berücksichtigen strengere Einwanderungsgesetze und eine gelockerte Fiskalpolitik (insbesondere die Verlängerung der Einkommen- und Körperschaftsteuersenkungen, die 2017 eingeführt wurden und 2025 auslaufen sollen).

#### **Nachdem das Wachstum des Welthandels im dritten Quartal stärker als erwartet ausgefallen ist, dürfte es sich auf kurze Sicht verlangsamen.**

Dank einer kräftigen Ausweitung des Handels in den Vereinigten Staaten wurden im dritten Quartal weltweit überraschend hohe Einfuhren verzeichnet. Die anekdotische Evidenz lässt darauf schließen, dass US-Firmen Importe vorgezogen haben. Dies dürfte auf die Unsicherheit über die künftige Handelspolitik zurückzuführen sein und auch mit den für Oktober erwarteten Streikmaßnahmen in den Ostküstenhäfen der USA zusammenhängen. Der internationale Handel zeigt sich zwar inhärent volatil, doch die eingehenden Daten deuten auf eine Abschwächung der globalen Importe im vierten Quartal 2024 hin. Darin spiegeln sich eine anhaltende

Konjunkturschwäche im verarbeitenden Gewerbe und eine Normalisierung der Wareneinfuhren nach dem kräftigen Anstieg der vorangegangenen Quartale wider. Verschärfend kommt eine ungünstigere Zusammensetzung der globalen Nachfrage hinzu, die derzeit vom weniger handelsintensiven Dienstleistungssektor und den Konsumausgaben des Staates bestimmt wird. Im Einklang mit der geringeren Handelsdynamik verharnte der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes (ohne Euroraum) im November mit 49,4 Punkten im kontraktiven Bereich. Angesichts dieser Entwicklung beginnen sich nun auch die Frachtkosten zu normalisieren. Im zweiten Quartal 2024 waren sie wegen einer höheren Nachfrage nach Frachtdienstleistungen, die aus dem Vorziehen von Importen resultierte, noch stark angestiegen.

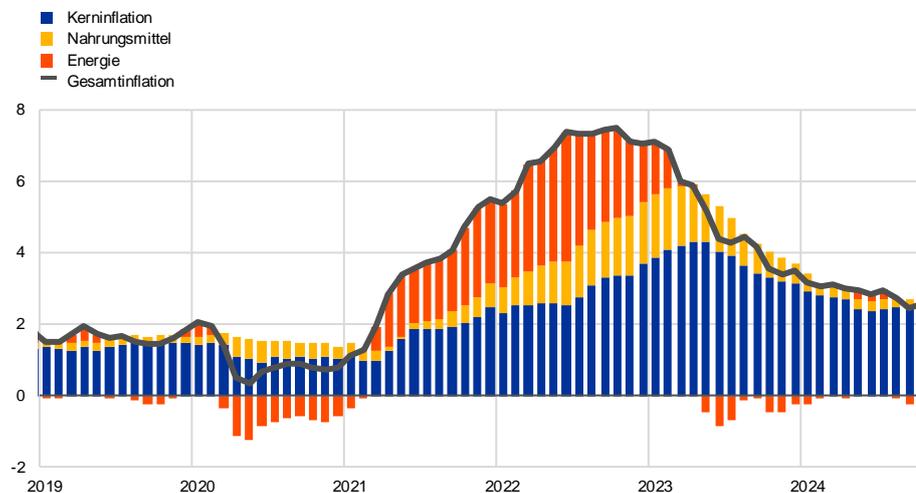
**Der internationale Handel wird sich den Projektionen zufolge im Jahr 2024 erholen. Im restlichen Projektionszeitraum dürfte er in einem engeren Gleichlauf mit der globalen Konjunktur wachsen, obschon ausgeprägte Abwärtsrisiken in Form einer Zunahme des Handelsprotektionismus und einer größeren Fragmentierung vorhanden sind.** Verglichen mit den Projektionen vom September 2024 wurde das Wachstum des Welthandels für 2024 um 0,9 Prozentpunkte nach oben revidiert. Ausschlaggebend hierfür waren bessere Ergebnisse im zweiten und dritten Quartal. Den Projektionen zufolge wird der Welthandel 2025 um 3,6 % steigen. Im Jahr 2026 dürfte sich sein Wachstum dann auf 3,3 % und 2027 auf 3,2 % verlangsamen. Die Aussichten bleiben allerdings mit großer Unsicherheit behaftet. Auf kurze Sicht könnte sich der Handel ausweiten, wenn weitere Importe aufgrund der Erwartung von Handelsbeschränkungen vorgezogen würden. Vor dem Hintergrund der anhaltenden geopolitischen Spannungen sowie einer deutlichen Zunahme von Protektionismus und Fragmentierung könnte sich der Handel auf mittlere Sicht aber weiter abschwächen.

**Die Inflation in den Mitgliedstaaten der OECD schwächt sich zwar insgesamt weiter ab, der zugrunde liegende Preisdruck hält jedoch an.** Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) erhöhte sich im Oktober 2024 geringfügig auf 2,6 %, verglichen mit 2,5 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Verantwortlich für diesen leichten Anstieg war die Tatsache, dass die Teuerungsrate für Energie nicht mehr so tief im negativen Bereich lag. Sie belief sich im Oktober auf -0,8 %, nachdem sie im September noch -2,5 % betragen hatte. Der Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln und die Kerninflation blieben indes stabil. Die Kerninflation machte im Oktober 90 % der Gesamtrate aus, verglichen mit einem Beitrag von im Median 64 % vor der Corona-Pandemie. Maßgeblich beeinflusst wurde die Kernrate vom erhöhten Preisauftrieb bei den Dienstleistungen in den Industrieländern. Da die Dienstleistungsinflation ihrerseits eng mit dem Lohnwachstum verknüpft ist, das 2025 angesichts einer Abkühlung an den Arbeitsmärkten nachgeben dürfte, wird sich die Gesamtinflation in den OECD-Ländern den Erwartungen zufolge weiter normalisieren.

## Abbildung 2

### Anstieg der Verbraucherpreise in den OECD-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: OECD-Aggregate ohne die Türkei. Die Aggregate werden unter Verwendung der jährlichen VPI-Gewichte für den OECD-Raum berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2024.

### Die Preise für Rohöl der Sorte Brent sind seit der Oktober-Sitzung des EZB-Rats um 2,9 % gesunken, die europäischen Gaspreise hingegen um 17,7 % gestiegen.<sup>1</sup>

Die Ölnotierungen waren im Berichtszeitraum beträchtlichen Schwankungen unterworfen. Diese hingen in erster Linie mit den geopolitischen Spannungen im Nahen Osten zusammen. Auf der Nachfrageseite führte der hohe Kraftstoffverbrauch in den Vereinigten Staaten zu zusätzlichem Aufwärtsdruck auf die Preise, weil die Benzinvorräte in den USA auf den niedrigsten Stand seit November 2022 gefallen waren. Ausgeglichen wurde diese Entwicklung indessen durch den negativen Einfluss der schwächeren Ölnachfrage in China, die im September den sechsten Monat in Folge zurückging. Die europäischen Gaspreise sind seit der Sitzung des EZB-Rats im Oktober um 17,7 % gestiegen, wofür sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren verantwortlich waren. Auf der Angebotsseite lässt sich die Verteuerung von Gas größtenteils auf das Ende 2024 bevorstehende Auslaufen des Transitabkommens für russisches Gas zwischen der Ukraine und Russland zurückführen. Zudem drohte Gazprom, seine Gaslieferungen einzustellen, nachdem ein Schiedsgericht gegen den Konzern und zugunsten des österreichischen Unternehmens OMV entschieden hatte. Nachfrageseitig führte die verminderte Stromproduktion aus Windkraftanlagen in Europa im November dazu, dass vermehrt Strom in Gaskraftwerken erzeugt werden musste. Dies ließ im Zusammenwirken mit niedrigen Temperaturen die Füllstände der Gasspeicher in ganz Europa deutlich sinken. Auch dieser Umstand trug zum Gaspreisanstieg bei. Die Metallnotierungen sanken unterdessen um 4,5 %. Der Rückgang hing damit zusammen, dass das Konjunkturpaket in China hinter den Erwartungen zurückblieb. Die Nahrungsmittelpreise zogen aufgrund von angebotsbedingten Faktoren um 15,9 % an.

<sup>1</sup> Der Stichtag für die im vorliegenden Wirtschaftsbericht enthaltenen Daten war der 11. Dezember 2024.

### **In den Vereinigten Staaten entwickelt sich die Konjunktur weiterhin robust.**

Das reale BIP setzte im dritten Quartal 2024 sein stetiges Wachstum fort und erhöhte sich gegenüber dem Vorquartal um 0,7 %. Gestützt wurde es durch eine kräftige private Inlandsnachfrage und die Konsumausgaben des Staates. Der Beitrag der privaten Investitionen verringerte sich hingegen, während die privaten Vorratsveränderungen und der Außenhandel ebenfalls negative Wachstumsimpulse setzten. Der Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten kühlte sich weiter ab. So fiel die Arbeitslosenquote im November mit einem Wert von 4,2 % 0,1 Prozentpunkte höher aus; zu Jahresanfang 2024 hatte die Quote noch bei 3,7 % gelegen. Das jährliche Lohnwachstum erhöhte sich im Oktober auf 4,0 %, nachdem es sich im vorherigen Jahresverlauf abgeschwächt hatte. Damit lag es nach wie vor oberhalb der Bandbreite von 3 % bis 3,5 %, die nach Ansicht der Federal Reserve mit ihrem Inflationsziel vereinbar ist. Die am VPI gemessene Gesamtinflation zog ebenfalls leicht von 2,4 % im September auf 2,6 % im Oktober an, während die Kerninflation unverändert 3,3 % betrug. Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve beschloss auf seiner Sitzung im November, den Leitzins um 25 Basispunkte zurückzunehmen. Dieser Schritt war allgemein erwartet worden.<sup>2</sup>

### **In China hat sich die Wachstumsdynamik verstärkt, doch das neue Konjunkturprogramm wird den Erwartungen nach keine großen Impulse liefern.**

Die monatlichen Indikatoren für Oktober fielen überraschend positiv aus, wobei sich die Einzelhandelsumsätze und das Exportwachstum deutlich erhöhten. Die Erholung der Einzelhandelsumsätze, die sich bis Anfang November fortsetzte, war in erster Linie durch die bestehenden Subventionen für Umtauschprämien bedingt. Kategorien des Einzelhandels, die von der chinesischen Regierung bezuschusst werden, verbuchten daher erhebliche Zuwächse. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass das am 8. November 2024 angekündigte neue Konjunkturpaket trotz seines Umfangs keine wesentlichen Wachstumsimpulse auslösen wird. Mit den vorgesehenen Maßnahmen sollen Risiken für die Finanzstabilität, die aus der Verschuldung der chinesischen Lokalregierungen erwachsen, angegangen werden. Daher sollen vor allem Schulden auf Anleihen mit niedrigeren Schuldendienstkosten verlagert werden. Da dies bedeutet, dass das Verschuldungsniveau insgesamt unverändert bleibt, entstehen keine unmittelbaren Fiskalimpulse. Die zusätzlichen Ausgaben, die aus den gesunkenen Finanzierungskosten resultieren könnten, dürften gering ausfallen und das Wachstum nur minimal stützen. Der Anstieg der chinesischen Verbraucherpreise verlangsamte sich im November weiter und sank im Vorjahresvergleich auf 0,2 % nach 0,3 % im September. Die Änderungsrate der Erzeugerpreise lag im November unterdessen mit -2,5 % weiterhin im negativen Bereich, was zu verstärkten Bedenken hinsichtlich einer möglichen Deflation führte.

### **Im Vereinigten Königreich kühlt sich die Konjunktur weiter ab, und die Gesamtinflation hat sich infolge der gestiegenen Energiepreise beschleunigt.**

Im dritten Quartal 2024 wuchs das BIP im Vereinigten Königreich um lediglich 0,1 % zum Vorquartal. Der neue Haushaltsplan der Regierung vom Herbst 2024 beinhaltet eine Erhöhung der Staatsausgaben im Umfang von 2 % des BIP. Im Zusammenspiel

<sup>2</sup> Auf seiner Sitzung am 18. Dezember 2024, die nach dem vom 17. Oktober bis zum 11. Dezember reichenden Berichtszeitraum stattfand, senkte der Offenmarktausschuss den Zielzinssatz für Tagesgeld um weitere 25 Basispunkte.

mit der aktuellen geldpolitischen Lockerung dürfte dies im Jahr 2025 nach und nach die Wachstumsdynamik stützen. Die Gesamtteuerungsrate stieg merklich von 1,7 % im September auf 2,3 % im Oktober 2024. Auf ihrer Sitzung im November senkte die Bank of England ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,75 %.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Auf ihrer Sitzung am 18. Dezember 2024, die nach dem vom 17. Oktober bis zum 11. Dezember reichenden Berichtszeitraum stattfand, ließ die Bank of England ihren Leitzins unverändert.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Das Wirtschaftswachstum im Euroraum belief sich im dritten Quartal 2024 auf 0,4 % nach 0,2 % im zweiten Quartal. Grund hierfür waren höhere Konsumausgaben und der Lageraufbau, während vom Außenhandel negative Impulse ausgingen. Die Beschäftigung stieg im selben Zeitraum um 0,2 %, was auf eine gewisse Erholung der Produktivität hindeutet. Was die einzelnen Wirtschaftssektoren betrifft, so nahm die Aktivität in der Industrie (ohne Berücksichtigung des geistigen Eigentums in Irland) im dritten Quartal weiter ab. Zurückzuführen war dies auf eine schwache Nachfrage, Verluste an Wettbewerbsfähigkeit und eine zunehmende Unsicherheit. Der Dienstleistungssektor expandierte dagegen weiter, wozu vor allem nicht marktbestimmte sowie unternehmensnahe Dienstleistungen beitrugen. Die Umfrageindikatoren deuten auf eine Konjunkturabschwächung zum Jahreswechsel hin. Die Einkaufsmanagerindizes (EMIs) für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor lagen im vierten Quartal 2024 unter ihrem Niveau vom dritten Quartal, wobei die Teilindizes für den Auftragseingang und für die Geschäftserwartungen sanken. Dies lässt für Anfang 2025 auf eine weitere Schwäche schließen. Was die Binnennachfrage anbelangt, so dürften sich die privaten Konsumausgaben nach einem deutlichen Anstieg im dritten Quartal im Schlussquartal 2024 abschwächen, da das Vertrauen nach wie vor gering ist. Auch die Indikatoren für den Wohnungsbau, für Unternehmensinvestitionen und für Exporte lassen auf kurze Sicht eine anhaltende Schwäche erwarten. Mit Blick auf die Zukunft sollte die projizierte Erholung der Realeinkommen, die von gestiegenen Löhnen und einem robusten Arbeitsmarkt gestützt wird, den privaten Haushalten höhere Konsumausgaben ermöglichen. Außerdem dürfte die Auslandsnachfrage anziehen und den Exporten des Euroraums Auftrieb verleihen.*

*Dieser Ausblick spiegelt sich weitgehend in den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2024 wider. Demnach beläuft sich die Jahreswachstumsrate des realen BIP 2024 auf 0,7 %, 2025 auf 1,1 % und 2026 auf 1,4 % und schwächt sich im Jahr 2027 auf 1,3 % ab.<sup>4</sup>*

**Den jüngsten Schätzungen von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im dritten Quartal 2024 um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem im zweiten Quartal ein Wachstum von 0,2 % verzeichnet worden war** (siehe Abbildung 3). Die Binnennachfrage und die Vorratsveränderungen leisteten im dritten Quartal einen positiven Wachstumsbeitrag, wohingegen vom Außenbeitrag negative Impulse ausgingen. Das Wachstum der Gesamtinvestitionen fiel im dritten Quartal positiv aus. Unter Ausschluss des beispiellos starken Anstiegs der Investitionen ohne Bauten in Irland war das Wachstum Schätzungen zufolge allerdings negativ.

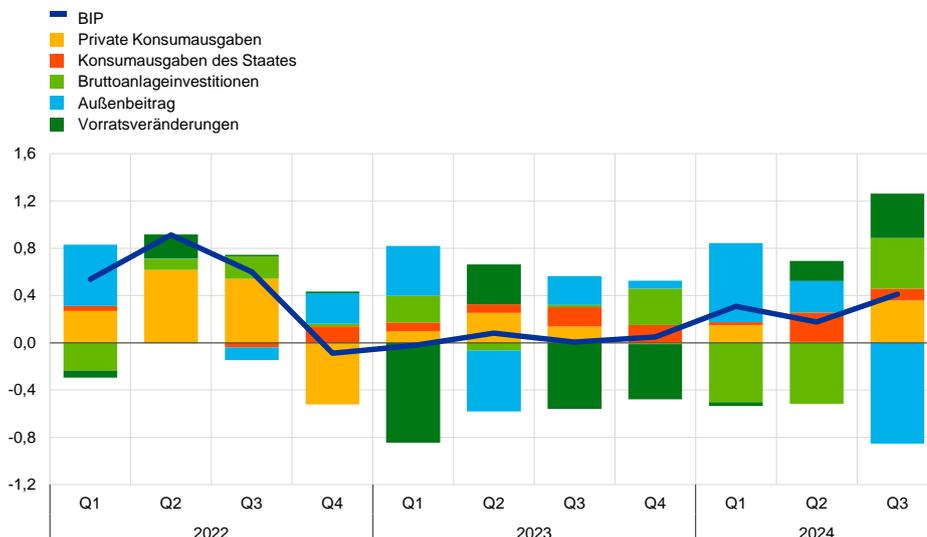
---

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2024.

### Abbildung 3

#### 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 dritte Quartal 2024.

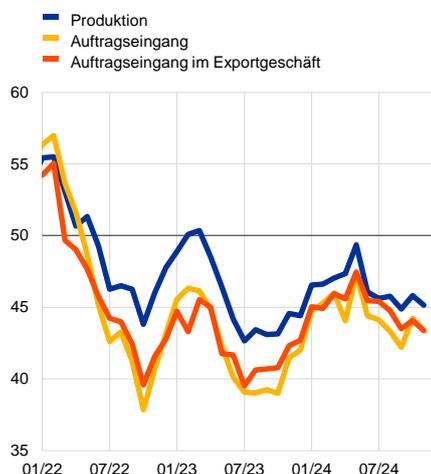
**Umfragedaten deuten auf ein schwächeres viertes Quartal 2024 hin.** So sank der EMI für die Produktion im Oktober und November auf durchschnittlich 49,2 Punkte (nach 50,3 Punkten im dritten Quartal), wobei sowohl der Dienstleistungssektor als auch das verarbeitende Gewerbe einen Rückgang verzeichneten. Im verarbeitenden Gewerbe verringerte sich der EMI im vierten Quartal abermals und liegt nunmehr seit 20 Monaten in Folge im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 4). Der EMI für den Auftragseingang bewegt sich weiterhin unter der Schwelle von 50 Zählern, was einen schwachen kurzfristigen Ausblick für die Industrie signalisiert. Im Dienstleistungssektor sank der EMI im November erstmals seit Januar 2024 unter die 50-Punkte-Marke. Allerdings liegt der Durchschnittswert für die Monate Oktober und November mit 50,5 Punkten nach wie vor leicht oberhalb der Wachstumsschwelle. Die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikatoren des Unternehmensvertrauens zeichnen ein ähnliches Bild. Nach einem Rückgang im Oktober entwickelte sich der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung im November weitgehend seitwärts, was darauf hindeutet, dass die Erholung durch anhaltende Bremsfaktoren behindert wird. Aus der Umfrage der Europäischen Kommission zu den Produktionshemmnissen für das vierte Quartal geht hervor, dass das verarbeitende Gewerbe im Vergleich zum historischen Durchschnitt nach wie vor von einer unzureichenden Nachfrage und einem Arbeitskräftemangel betroffen ist. Im Dienstleistungssektor wird die Nachfrage hingegen nicht als Produktionshemmnis angesehen.

## Abbildung 4

### Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren

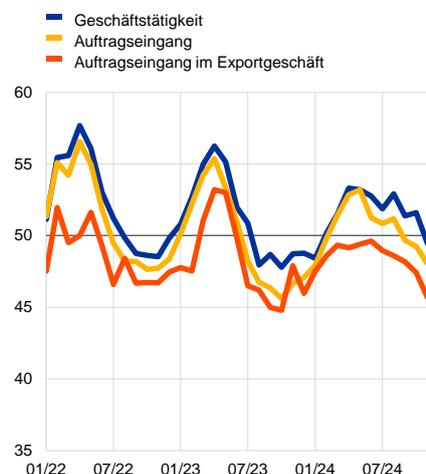
#### a) Verarbeitendes Gewerbe

(Diffusionsindizes)



#### b) Dienstleistungssektor

(Diffusionsindizes)



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024.

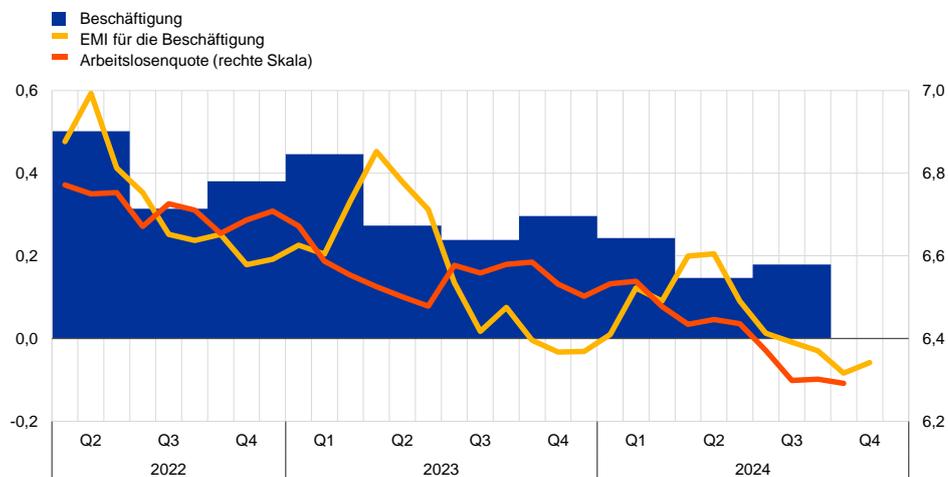
**Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal 2024 um 0,2 % zu.** Dies entsprach weitgehend der in der ersten Jahreshälfte verzeichneten Zuwachsrate (siehe Abbildung 5). Das Beschäftigungswachstum entwickelte sich im dritten Quartal im engeren Gleichlauf mit dem BIP-Wachstum, wodurch sich die Produktivität etwas erholen konnte (+0,2 %).<sup>5</sup> Die Zahl der geleisteten Gesamtarbeitsstunden war im dritten Quartal unverändert, sodass die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden um 0,1 % zurückgingen. Die Arbeitslosenquote lag im Oktober wie bereits im September bei 6,3 % und somit nach wie vor auf dem niedrigsten Stand seit der Euro-Einführung. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich gegenüber dem nach der Pandemie verzeichneten hohen Niveau etwas abgeschwächt. So ging die Vakanzquote im dritten Quartal 2024 auf 2,5 % zurück. Sie ist damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Vorquartal und liegt nun näher an ihrem vor der Pandemie verzeichneten Höchststand.

<sup>5</sup> Ein Überblick über die Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum in den vergangenen zwei Jahren findet sich in Aufsatz 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung 5

### Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum

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



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

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der EMI ist als Abweichung von 50 Indexpunkten dividiert durch 10 ausgedrückt, um das vierteljährliche Beschäftigungswachstum zu messen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Beschäftigung), November 2024 (EMI für die Beschäftigung) bzw. Oktober 2024 (Arbeitslosenquote).

**Die kurzfristigen Arbeitsmarkindikatoren weisen auf eine stabile Beschäftigung im vierten Quartal 2024 hin.** Der monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor stieg leicht von 49,2 Punkten im Oktober auf 49,4 Punkte im November. Dies legt ein weitgehend unverändertes Beschäftigungsniveau im vierten Quartal nahe. Der EMI für den Dienstleistungssektor erhöhte sich von 50,3 Zählern im Oktober auf 51,0 Zähler im November, wohingegen der EMI für das verarbeitende Gewerbe und jener für das Baugewerbe weiterhin im kontraktiven Bereich lagen.

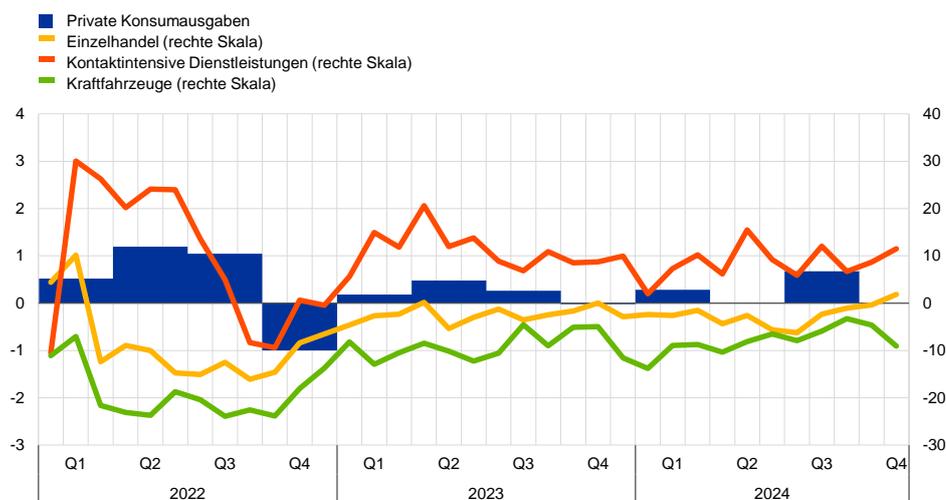
**Die privaten Konsumausgaben stiegen im dritten Quartal 2024 spürbar an, dürften sich aber zum Jahreswechsel verringert haben.** Nach dem schwachen durchschnittlichen Wachstum der vorangegangenen Quartale erhöhten sich die privaten Konsumausgaben im Euroraum im dritten Quartal um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Abbildung 6). Diese Entwicklung dürfte – wenn auch nur in begrenztem Maße – durch temporäre Faktoren wie die Olympischen und Paralympischen Spiele 2024 in Paris gestützt worden sein. Der Warenkonsum erholte sich und nahm im dritten Quartal weitgehend im Einklang mit dem Dienstleistungskonsum zu. So erhöhten sich die Einzelhandelsumsätze im dritten Quartal um 1 % gegenüber dem Vorquartal, während der Anstieg der Dienstleistungsproduktion mit 0,2 % moderater ausfiel. Die aktuellen Daten lassen indes darauf schließen, dass sich die privaten Konsumausgaben im vierten Quartal abgeschwächt haben, da die Einzelhandelsumsätze im Oktober zurückgingen. Zudem sank der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher im November wieder auf sein Niveau vom September. Gleichwohl deuten stärker zukunftsgerichtete Indikatoren auf eine Erholung in den kommenden Quartalen hin, wie aus den jüngsten gesamtwirtschaftlichen

Projektionen von Fachleuten des Eurosystems hervorgeht.<sup>6</sup> Die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren für die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen stiegen im November abermals an. Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen zeigten überdies, dass die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen trotz einer zuletzt leichten Abschwächung nach wie vor hoch ist. Die Erwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher hinsichtlich größerer Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten verbesserten sich im November erneut. Sie übertrafen ihr Vorpandemieniveau und deuteten auf eine zunehmende Nachfrage nach Waren hin. Eine höhere Kaufkraft und der anhaltende Anstieg des realen Arbeitseinkommens dürften den Konsum in den kommenden Quartalen stützen. Gleichzeitig ist die Unsicherheit nach wie vor erhöht, und die privaten Haushalte könnten weiterhin Bedenken hinsichtlich längerfristiger geopolitischer Herausforderungen haben; dies könnte sich negativ auf ihr Ausgabeverhalten auswirken (siehe Kasten 3).

### Abbildung 6

#### Private Konsumausgaben und Geschäftserwartungen für Einzelhandel, kontaktintensive Dienstleistungen und Kraftfahrzeuge

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Geschäftserwartungen für den Einzelhandel (ohne Kraftfahrzeuge), die erwartete Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und der erwartete Absatz von Kraftfahrzeugen in den nächsten drei Monaten sind als prozentuale Salden dargestellt. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (private Konsumausgaben) bzw. November 2024 (Geschäftserwartungen für Einzelhandel, kontaktintensive Dienstleistungen und Kraftfahrzeuge).

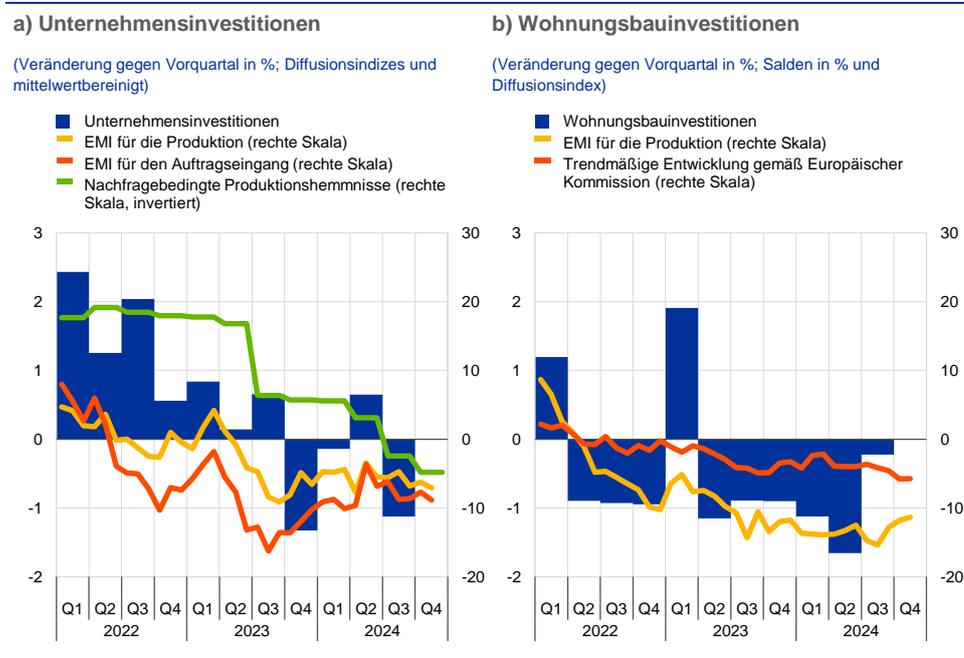
#### Die Unternehmensinvestitionen gingen im dritten Quartal 2024 merklich zurück und dürften auf kurze Sicht verhalten bleiben.

Nachdem die Investitionen ohne Bauten (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) in der ersten Jahreshälfte moderat gestiegen waren, sanken sie im dritten Quartal um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal. Im vierten Quartal dürfte sich das Investitionswachstum weiter verringert haben. Hierauf lassen die EMIs für die Produktion und den Auftragseingang sowie die Umfragen der Europäischen Kommission zum

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2024.

Unternehmervertrauen im Investitionsgütersektor bis November schließen (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die jüngste Umfrage der Europäischen Kommission zu den Produktionshemmnissen im Investitionsgütersektor lässt eine schwache Nachfrage und einen geringen Bedarf an weiteren Ausrüstungsinvestitionen im vierten Quartal 2024 erkennen. Gedämpft wird die Investitionstätigkeit zudem durch die erhöhte Unsicherheit in Bezug auf Geopolitik, Handelszölle und Wirtschaftspolitik (siehe Kasten 3). In diesem Umfeld ist die Zahl der Insolvenzen weiter gestiegen. So wurden im dritten Quartal 2024 etwa 23 % mehr Insolvenzen verzeichnet als 2019. Mit Blick auf die Zukunft dürften die Investitionen allmählich zunehmen, da die Auswirkungen der restriktiven Finanzierungsbedingungen nachlassen, die Nachfrage steigt und Pläne für klimafreundliche und digitale Investitionen umgesetzt werden.

**Abbildung 7**  
Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar (eine Ausnahme bilden die Umfragedaten zu den Produktionshemmnissen, die ebenfalls vierteljährlich ausgewiesen sind). Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bauten gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die Kurzfristindikatoren beziehen sich auf den Investitionsgütersektor. Nachfragebedingte Produktionshemmnisse sind als Durchschnitt für den Zeitraum vom ersten Quartal 1991 bis zum vierten Quartal 2019 ausgedrückt, wobei dieser Wert dann invertiert wird. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Unternehmensinvestitionen) bzw. November 2024 (übrige Angaben). In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung den gewichteten Durchschnitt der Einschätzung des konjunkturellen Trends in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie für den EMI für die Produktion bezieht sich auf den Wohnungsbau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. November 2024 (EMI für die Produktion und von der Europäischen Kommission veröffentlichter Indikator der trendmäßigen Entwicklung).

**Die Wohnungsbauinvestitionen verringerten sich im dritten Quartal 2024 leicht und dürften auf kurze Sicht weiter zurückgehen.** Im dritten Quartal 2024 sanken die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum geringfügig um 0,2 %, während die Produktion im Hochbau und bei den spezialisierten Bautätigkeiten um 0,6 % abnahm. Umfragebasierte Konjunkturindikatoren deuten auf eine weitere Abschwächung im vierten Quartal 2024 hin. So verharrten sowohl der EMI für die Produktion im Wohnungsbau als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung der vergangenen drei Monate in den

Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten bis November im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 7, Grafik b). Im Jahresverlauf 2025 dürften sich die Wohnungsbauinvestitionen jedoch stabilisieren. Aus der Umfrage der Europäischen Kommission lässt sich für das vierte Quartal 2024 ein erneuter Anstieg der kurzfristigen Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich ablesen. Auch die Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen zeigt, dass der Anteil der privaten Haushalte, die Wohnimmobilien als eine gute Wertanlage betrachten, 2024 insgesamt deutlich gestiegen ist, auch wenn im Oktober ein leichter Rückgang verzeichnet wurde. Diese Stimmungsaufhellung wird durch sinkende Zinsen für Immobilienkredite gestützt und spiegelt sich in einer allmählichen Erholung der Wohnungsbaukredite wider. Dies geht auch aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober hervor.

**Das Exportwachstum des Euroraums verlangsamte sich im dritten Quartal 2024 weiter.** Das Wachstum der Gesamtausfuhren des Euroraums schwächte sich im dritten Quartal um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal ab. Diese Abschwächung untermauert die Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit, denen sich die Exporteure des Eurogebiets trotz einer Erholung der weltweiten Nachfrage nach wie vor gegenübersehen. Umfragen deuten darauf hin, dass die Exportleistung auf kurze Sicht verhalten bleiben dürfte. Die jüngsten EMI-Werte für den Auftragseingang im Exportgeschäft zeigen, dass der EMI im verarbeitenden Gewerbe im November nach wie vor deutlich unterhalb der Wachstumsschwelle lag, und weisen auf eine zunehmende Schwäche im Dienstleistungssektor hin. Gleichzeitig erhöhte sich das Importwachstum im dritten Quartal 2024 moderat um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, was auf einen geringfügigen Anstieg des inländischen Konsums zurückzuführen war. Insgesamt leistete der Außenhandel im dritten Quartal einen negativen Beitrag in Höhe von 0,9 Prozentpunkten zum BIP-Wachstum.

**Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich die allmähliche Erholung der Wirtschaft des Euroraums im Projektionszeitraum – wenngleich in einem von erheblicher Unsicherheit geprägten Umfeld – fortsetzen.** Nach einem BIP-Anstieg von schätzungsweise 0,7 % im Jahr 2024 dürfte das Wirtschaftswachstum in den nächsten drei Jahren anziehen. Insbesondere die steigenden Reallöhne und die zunehmende Beschäftigung dürften vor dem Hintergrund robuster Arbeitsmärkte, die allerdings eine Abschwächung verzeichnen, eine nachhaltige Erholung des Konsums begünstigen. Die Binnennachfrage sollte auch durch eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen gestützt werden, die im Einklang mit den Markterwartungen zur künftigen Zinsentwicklung steht.

**Es wird inzwischen mit einer langsameren konjunkturellen Erholung gerechnet als in den Projektionen vom September 2024 angenommen.** Zwar zog das Wachstum im dritten Quartal 2024 an, doch lassen Umfrageindikatoren auf eine Verlangsamung im vierten Quartal 2024 schließen. Gemäß den Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2024 beläuft sich das Wirtschaftswachstum 2024 auf 0,7 %, 2025 auf 1,1 %, 2026 auf 1,4 % und 2027 auf 1,3 %. Die projizierte Erholung beruht hauptsächlich auf steigenden Realeinkommen – die den privaten Haushalten höhere Konsumausgaben ermöglichen sollten – sowie höheren

Unternehmensinvestitionen. Das allmähliche Nachlassen der Effekte der restriktiven Geldpolitik dürfte im weiteren Verlauf zu einer Belebung der Binnennachfrage beitragen.

### 3 Preise und Kosten

Die Gesamtinflation im Euroraum stieg im November 2024 auf 2,3 % nach 2,0 % im Oktober, wofür in erster Linie ein höherer Preisauftrieb bei Energie verantwortlich war.<sup>7</sup> Unterdessen steht die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation insgesamt im Einklang mit einer nachhaltigen Rückkehr der Gesamtinflation zum mittelfristigen Ziel von 2 %. Der Indikator der Binneninflation ist im Oktober leicht gesunken, bleibt aber hoch. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Löhne kräftig gestiegen sind und sich die Preise einiger Positionen derzeit noch mit einer erheblichen Verzögerung an den zurückliegenden Inflationsschub anpassen. Die Steigerungsrate der Arbeitskosten schwächt sich insgesamt ab. Dabei werden die Auswirkungen des immer noch hohen Arbeitskostendrucks weiterhin zum Teil durch das Wachstum der Stückgewinne abgefedert, was den fortdauernden Disinflationprozess stützt. Im Berichtszeitraum blieben die meisten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen mit rund 2 % weitgehend stabil. Die marktbasierenden Messgrößen waren rückläufig und näherten sich diesem Wert an. Die Fachleute des Eurosystems erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2024 eine Gesamtinflation von durchschnittlich 2,4 % für 2024, 2,1 % für 2025 und 1,9 % für 2026. Für 2027, das Jahr der Einführung des erweiterten EU-Emissionshandelssystems, rechnen sie mit einem Wert von durchschnittlich 2,1 %.<sup>8</sup>

**Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum stieg von 2,0 % im Oktober weiter auf 2,3 % im November** (siehe Abbildung 8). Zurückzuführen war dies in erster Linie auf die erwartete Zunahme der Teuerungsrate für Energie, die sich von -4,6 % im Oktober auf -1,9 % im November erhöhte. Hierfür war vor allem ein aufwärtsgerichteter Basiseffekt verantwortlich. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln sank leicht von 2,9 % im Oktober auf 2,8 % im November. Darin spiegelte sich eine niedrigere Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel wider, während jene der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel geringfügig stieg. Die HVPI-Inflationsrate ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) lag im November bei 2,7 % und war damit gegenüber Oktober und September unverändert. Dies war dem Umstand zuzuschreiben, dass der leichte Rückgang der Dienstleistungsinflation (3,9 % im November nach 4,0 % im Oktober) durch eine Zunahme des Preisauftriebs bei Industrieerzeugnissen ohne Energie (0,7 % im November nach 0,5 % im Oktober) ausgeglichen wurde. Die jährliche Teuerungsrate der Industrieerzeugnisse ohne Energie blieb in der Nähe ihres vor der Corona-Pandemie verzeichneten langfristigen Durchschnitts von 0,6 %. Die hartnäckigere Teuerung bei den Dienstleistungen ist indessen auf den noch immer erhöhten Lohndruck bei einigen Dienstleistungspositionen und den Effekt der verzögerten Preisanpassung bei anderen Positionen dieser Hauptkomponente zurückzuführen.

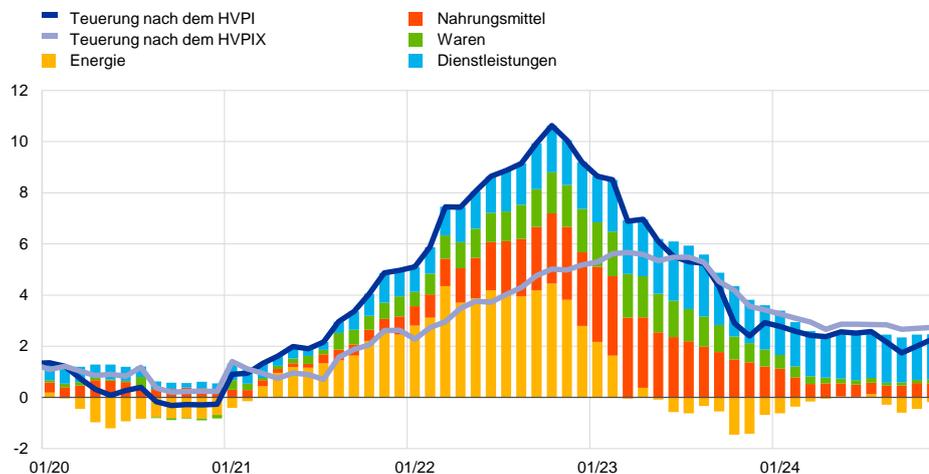
<sup>7</sup> Der Stichtag für die im vorliegenden Wirtschaftsbericht enthaltenen Daten war der 11. Dezember 2024. Diese Schnellschätzung von Eurostat wurde mit den am 18. Dezember 2024 veröffentlichten Daten zur HVPI-Inflation im November um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2 % nach unten revidiert.

<sup>8</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2024.

## Abbildung 8

### Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Unter Waren sind Industrieerzeugnisse ohne Energie zu verstehen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024 (Schnellschätzung).

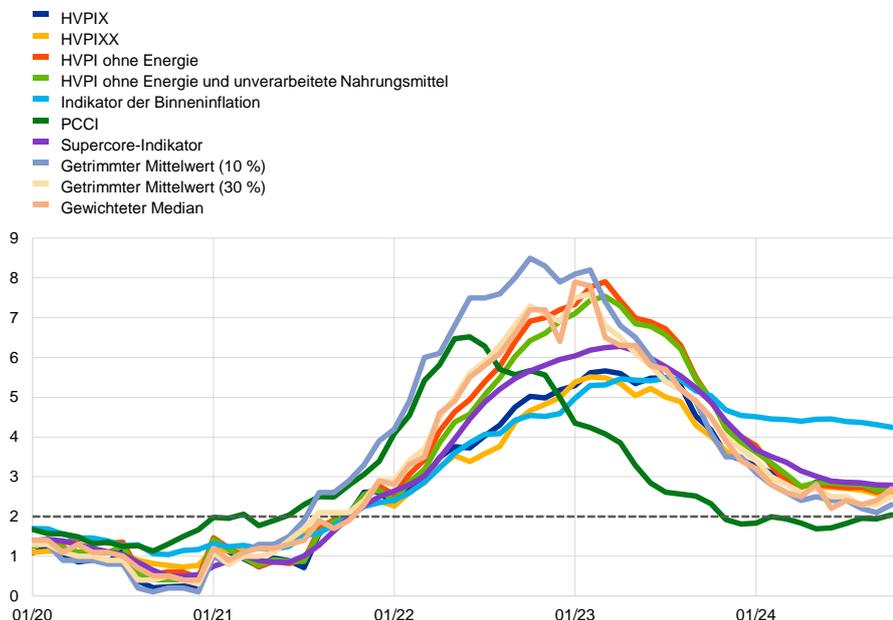
**Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation deuten darauf hin, dass sich die Inflation nachhaltig um den mittelfristigen Zielwert von 2 % einpendeln wird, wobei sich die Bandbreite der Werte verringert hat** (siehe Abbildung 9). Im Oktober 2024 – dem letzten Monat, für den Zahlen vorliegen – lagen die meisten Indikatorwerte in einer Spanne von 2,0 % bis 2,8 %.<sup>9</sup> Die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI), die tendenziell die beste Vorhersagekraft für die künftige Gesamtinflation aufweist, befand sich am unteren Ende dieser Bandbreite. Der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Positionen umfasst, lag hingegen stabil bei 2,8 %. Die HVPIX-Inflation ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe (HVPIXX) war mit 2,6 % ebenfalls unverändert. Die um 10 % und 30 % getrimmten Mittelwerte, bei denen jeweils 5 % bzw. 15 % der Jahresänderungsraten an beiden Rändern der Verteilung der HVPI-Positionen entfernt werden, erhöhten sich leicht. Der Indikator der Binneninflation sank geringfügig weiter auf 4,2 % nach 4,3 % im September und 4,4 % im August, blieb damit aber nach wie vor auf einem hartnäckig hohen Niveau. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Dienstleistungspositionen wie Versicherungen und Vermietungen in diesem Indikator ein hohes Gewicht haben. Sie reagieren langsamer auf den allgemeinen Inflationsdruck und die Lockerung der restriktiven Geldpolitik.

<sup>9</sup> Siehe auch P. R. Lane, [Underlying inflation: an update](#), Rede anlässlich der von der Federal Reserve Bank of Cleveland und der EZB am 24. Oktober 2024 abgehaltenen Konferenz „Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024“.

## Abbildung 9

### Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf November 2024 (Schnellschätzung des HVPIX, des HVPI ohne Energie und des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) bzw. Oktober 2024 (alle anderen Indikatoren).

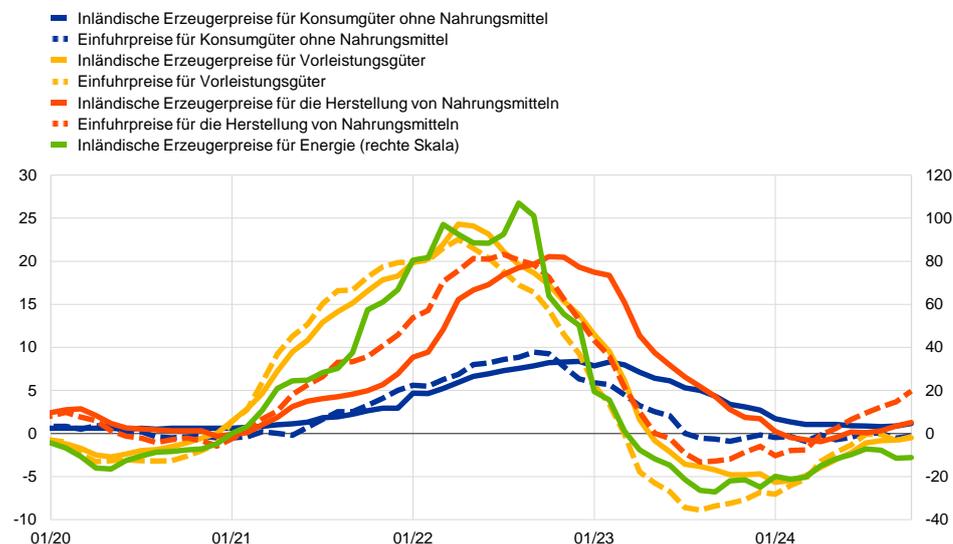
### Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette nahm im Oktober zu, blieb aber in allen Sektoren moderat (siehe Abbildung 10).

Auf den vorgelagerten Stufen stieg die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Energie, die seit April 2023 ein negatives Vorzeichen aufweist, im Oktober 2024 leicht auf -11,2 % nach -11,5 % im September. Die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter blieb ebenfalls negativ, wenn auch etwas weniger stark als im Vormonat (-0,5 % im Oktober, verglichen mit -0,8 % im September). Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Vorleistungsgüter erhöhte sich auf -0,4 % im Oktober, nachdem sie im September noch -0,8 % betragen hatte. Auf den nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette stieg die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel auf 1,1 % im Oktober gegenüber 0,9 % im September. Auch die Wachstumsrate der inländischen Erzeugerpreise für die Herstellung von Nahrungsmitteln erhöhte sich (von 0,9 % im September auf 1,3 % im Oktober), ebenso wie jene der Einfuhrpreise für die Herstellung von Nahrungsmitteln. Sie kletterte im Oktober auf 4,9 %, was wohl auch damit zusammenhängt, dass die Steigerungsraten der weltweiten Preise für Nahrungsmittelrohstoffe in der letzten Zeit im zweistelligen Bereich lagen. Insgesamt erhöhte sich der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen über alle Sektoren hinweg, wenn auch ausgehend von einem noch immer moderaten Niveau. Dies lässt darauf schließen, dass sich dieser aus dem vorangegangenen Kostenschock erwachsene Preisdruck nun nicht mehr weiter abschwächt.

## Abbildung 10

### 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 Oktober 2024.

### Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck verringerte sich im dritten Quartal 2024 weiter, blieb jedoch hoch (siehe

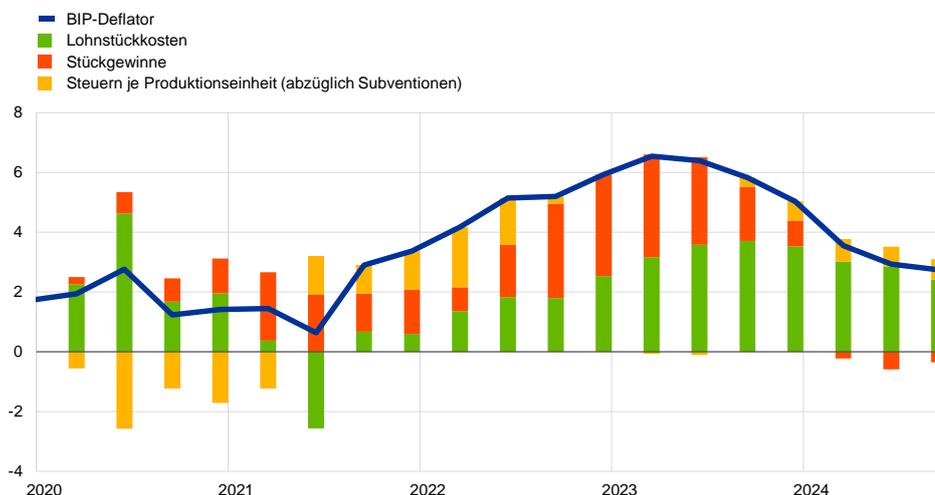
Abbildung 11). Die Jahresänderungsrate des BIP-Deflators sank im dritten Quartal 2024 auf 2,7 % nach 2,9 % im Vorquartal. Dieser Rückgang war auf einen geringeren Beitrag der Lohnstückkosten zurückzuführen, während jener der Steuern je Produktionseinheit (abzüglich Subventionen) unverändert blieb und sich der Beitrag der Stückgewinne leicht erhöhte. Trotz des Anstiegs lag das Wachstum der Stückgewinne nach wie vor im negativen Bereich. Dies deutet darauf hin, dass die Unternehmen damit noch immer den weiterhin erhöhten Arbeitskostendruck abfedern. Verantwortlich für den geringeren Beitrag der Lohnstückkosten war eine Abnahme des am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessenen Lohnwachstums, das von 4,7 % im zweiten Quartal 2024 auf 4,4 % im dritten Quartal sank. Ein ähnlicher Rückgang war beim Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Stunde zu beobachten. Der Anstieg der Tarifverdienste erhöhte sich hingegen von 3,5 % im zweiten Quartal auf 5,4 % im dritten Quartal. Allerdings deutet der auf Basis der Daten zu den jüngsten Tarifabschlüssen erstellte zukunftsgerichtete Indikator der EZB für die Lohnentwicklung darauf hin, dass sich das Wachstum im Schlussquartal 2024 abgeschwächt hat.<sup>10</sup> Insgesamt lässt die aktuelle Lohnentwicklung darauf schließen, dass der Ausgleich für die vergangene hohe Inflation und der entsprechende Aufholprozess bei den Reallöhnen an Relevanz verlieren. Den gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2024 zufolge wird sich das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 2024 im Schnitt auf 4,6 % belaufen und bis 2027 weiter auf 2,8 % sinken. Dennoch wird erwartet, dass es aufgrund der nach wie

<sup>10</sup> Siehe L. Górnicka und G. Koester (Hrsg.), [A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 338, 2024.

vor angespannten Lage am Arbeitsmarkt und des noch ausstehenden Inflationsausgleichs im historischen Vergleich erhöht bleibt.

**Abbildung 11**  
Aufschlüsselung des BIP-Deflators

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer trägt positiv zu den Veränderungen der Lohnstückkosten bei, während die Arbeitsproduktivität einen negativen Beitrag leistet.

**Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %, und die marktbasieren Indikatoren des mittel- bis längerfristigen Inflationsausgleichs sind seit der EZB-Ratssitzung vom 17. Oktober 2024 deutlich gesunken** (siehe Abbildung 12). Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das vierte Quartal 2024 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (Survey of Monetary Analysts – SMA) vom Dezember 2024 lagen der Durchschnitt und der Median der längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin bei 2 %. Auch die kürzerfristigen umfragebasierten Erwartungen für 2025 beliefen sich auf rund 2 %. Allerdings gab es hier kleine Veränderungen aufgrund der Berücksichtigung aktueller Daten und der Entwicklung der Rohstoffpreise für Energie. Die an Inflations-Fixings (auf Basis des HVPI ohne Tabakwaren) gemessenen marktbasieren Messgrößen der kurzfristigen Inflationserwartungen haben sich erhöht. Die Marktteilnehmer scheinen somit damit zu rechnen, dass die Teuerung zum Jahresende bei etwas über 2 % liegen wird, bevor sie 2025 ungefähr 2 % betragen und 2026 auf knapp unter 2 % sinken wird. Der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr blieb im Berichtszeitraum mit rund 1,7 % weitgehend unverändert. Was die mittlere und längere Frist betrifft, so verringerten sich die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs leicht auf rund 2 %. Konkret sank der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren im Berichtszeitraum um 5 Basispunkte, wofür vor allem niedrigere Inflationsrisikoprämien verantwortlich waren. Auch aus den modellbasierten Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen ohne Inflationsrisikoprämien geht hervor, dass die Marktteilnehmer auf längere Sicht weiterhin mit einer Inflationsrate von rund 2 % rechnen. Die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher blieben

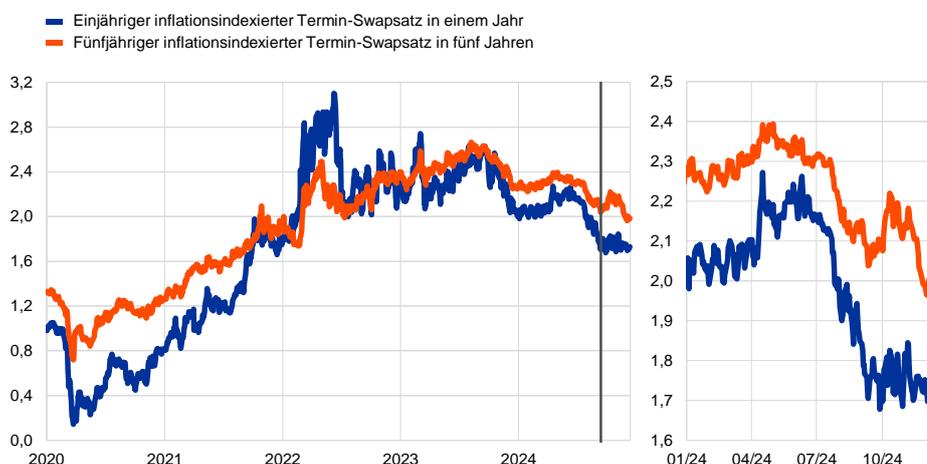
weitgehend stabil. Laut der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen für Oktober 2024 stieg der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten leicht auf 2,5 % nach 2,4 % im September. Die Erwartungen für die Teuerungsrate in drei Jahren waren mit 2,1 % indes unverändert. Die Wahrnehmung bezüglich der Inflation in den vergangenen zwölf Monaten war im Oktober mit 3,2 % weiter rückläufig. Gegenüber dem Höchststand (8,4 %) vom September 2023 entspricht dies einem Rückgang um mehr als 5 Prozentpunkte.

### Abbildung 12

#### Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs und Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher

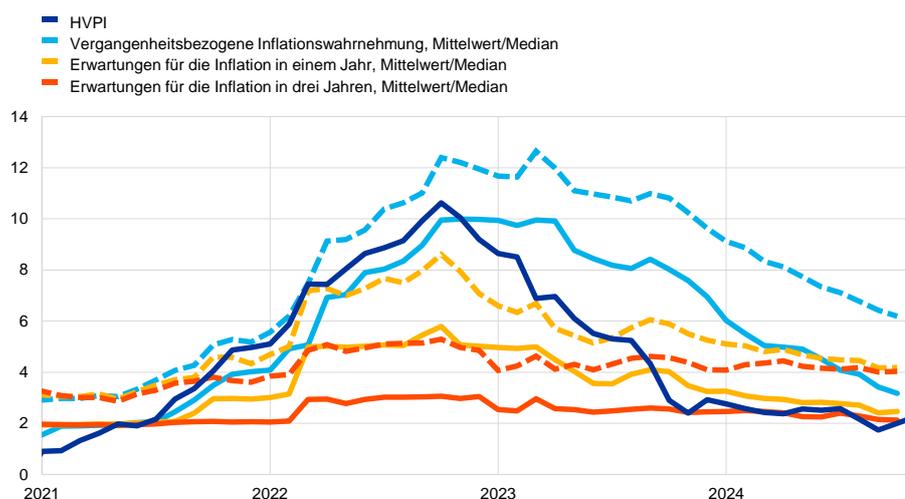
##### a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



##### b) HVPI-Gesamtinflation und Umfrage zu den Verbrauchererwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

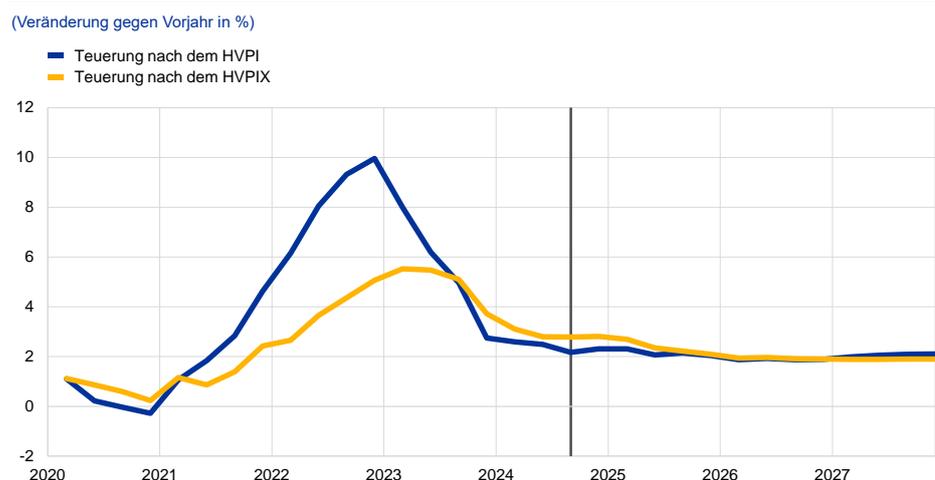


Quellen: LSEG, Eurostat, CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2024. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2024 (Terminsätze), November 2024 (Schnellschätzung des HVPI) bzw. Oktober 2024 (übrige Messgrößen).

Die Fachleute des Eurosystems gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Dezember 2024 davon aus, dass die Gesamtinflation im Jahr 2024 im Schnitt 2,4 % betragen hat, in den Jahren 2025 und 2026 weiter auf 2,1 % bzw. 1,9 % sinken und sich 2027, wenn das erweiterte EU-Emissionshandelssystem eingeführt wird, auf 2,1 % erhöhen wird (siehe Abbildung 13). Den Projektionen zufolge dürfte die Gesamtinflation im vierten Quartal 2024 – vor allem aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen – leicht gestiegen sein und anschließend wieder zurückgehen. In den kommenden Jahren dürfte sie sich sukzessive weiter abschwächen, da der Druck, der vor dem Hintergrund der angespannten Arbeitsmarktlage vom Inflationsausgleich ausgeht, weiter abnehmen und das Lohnwachstum somit sinken dürfte. Der projizierte Anstieg der Gesamtinflation im Jahr 2027 ist hauptsächlich auf einen weitgehend vorübergehenden Aufwärtseffekt in Verbindung mit der Umsetzung des „Fit für 55“-Pakets der EU und hier vor allem des neuen Emissionshandelssystems (EU-ETS 2) für den Gebäude- und Verkehrssektor zurückzuführen. Gegenüber den Projektionen vom September 2024 sind die Aussichten für die Gesamtinflation für 2024 und 2025 geringfügig (um 0,1 Prozentpunkte) nach unten revidiert worden. Grund hierfür sind vor allem unerwartet negative Datenveröffentlichungen sowie niedrigere Annahmen für Öl- und Strompreise. Zugleich gehen die Fachleute des Eurosystems vornehmlich aufgrund der rückläufigen Teuerung bei den Dienstleistungen weiterhin von einem raschen Rückgang der Kerninflation aus, die von 2,9 % im Jahr 2024 auf 2,3 % im Jahr 2025 und 1,9 % in den Jahren 2026 und 2027 sinken dürfte. Im Vergleich zu den Projektionen vom September 2024 wurde die HVPIX-Inflation für 2026 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert.

**Abbildung 13**  
Teuerung nach dem HVPI und HVPIX im Euroraum



Quellen: Eurostat und gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems, Dezember 2024.  
Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert das letzte Quartal vor dem Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2027 (Projektionen). Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2024 wurden am 27. November 2024 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 20. November 2024. Sowohl die historischen als auch die projizierten Daten für die Teuerung nach dem HVPI und nach dem HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

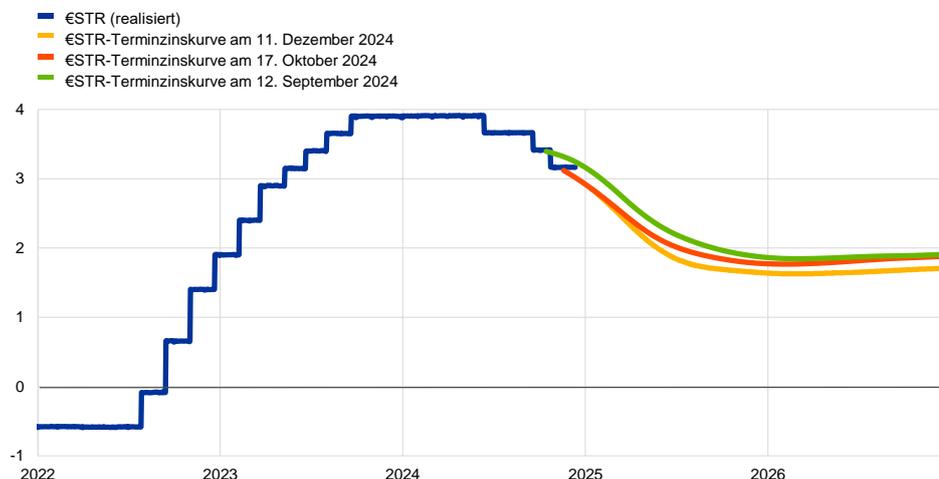
## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Die Einschätzung der Märkte zu den Auswirkungen der Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten und anhaltende geopolitische Spannungen prägten im Berichtszeitraum (12. September bis 11. Dezember 2024) die Entwicklung an den Finanzmärkten. Die kurzfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum waren rückläufig. Dies zeigt, dass die Märkte angesichts schwächerer gesamtwirtschaftlicher Daten für den Euroraum deutlichere und raschere Leitzinssenkungen erwarteten. So wurde eine Zinssenkung um 25 Basispunkte für die Dezember-Sitzung des EZB-Rats vollständig eingepreist. Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum gaben ebenfalls nach – vor allem aufgrund der gesunkenen Realzinskomponente. Die Staatsanleiherenditen gingen weniger stark zurück als die risikofreien Swapsätze, wobei es angesichts unsicherer politischer und finanzpolitischer Aussichten in einigen Staaten Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gab. Die Aktienkurse im Euroraum schwankten im Berichtszeitraum und notierten zuletzt etwas höher. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten sich zu Beginn des Berichtszeitraums, erhöhten sich danach jedoch wieder leicht. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar ab. Auch in handelsgewichteter Rechnung verlor er an Wert, jedoch weniger stark.*

**Nach der September-Sitzung des EZB-Rats verlagerte sich die Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) nach unten, da die Marktteilnehmer mit rascheren und deutlicheren Leitzinssenkungen rechneten** (siehe Abbildung 14). Der Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) lag im Berichtszeitraum im Schnitt bei 3,3 %, nachdem der EZB-Rat den Zinssatz für die Einlagefazilität auf den Sitzungen im September und Oktober um jeweils 25 Basispunkte gesenkt hatte. Die Überschussliquidität ging unterdessen um rund 155 Mrd. € auf 2 912 Mrd. € zurück. Gründe hierfür waren in erster Linie die Rückzahlung von Mitteln aus der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) im September sowie die Verringerung des Bestands an für geldpolitische Zwecke gehaltenen Wertpapieren. Letztere war dadurch bedingt, dass das Eurosystem die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren (APP) gehaltenen fällig werdenden Wertpapiere gar nicht mehr und die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) gehaltenen Papiere nur mehr zum Teil reinvestiert. Die €STR-basierte OIS-Terminzinskurve verlagerte sich im Vergleich zur September-Sitzung des EZB-Rats nach unten, was darauf hindeutet, dass die Leitzinsen angesichts der schwächeren gesamtwirtschaftlichen Daten für den Euroraum und des Wahlausgangs in den USA sinken dürften. Am 11. Dezember preisten die Märkte eine Zinssenkung um 25 Basispunkte auf der Dezember-Sitzung des EZB-Rats vollständig ein. Was die weitere Entwicklung betraf, so verlagerte sich die Terminzinskurve nach unten: Wurden am 12. September noch kumulierte Zinssenkungen von 123 Basispunkten für die Zeit bis Juni 2025 eingepreist, waren es am 11. Dezember kumulierte Zinssenkungen von 133 Basispunkten.

**Abbildung 14**  
**€STR-Terminzinssätze**

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

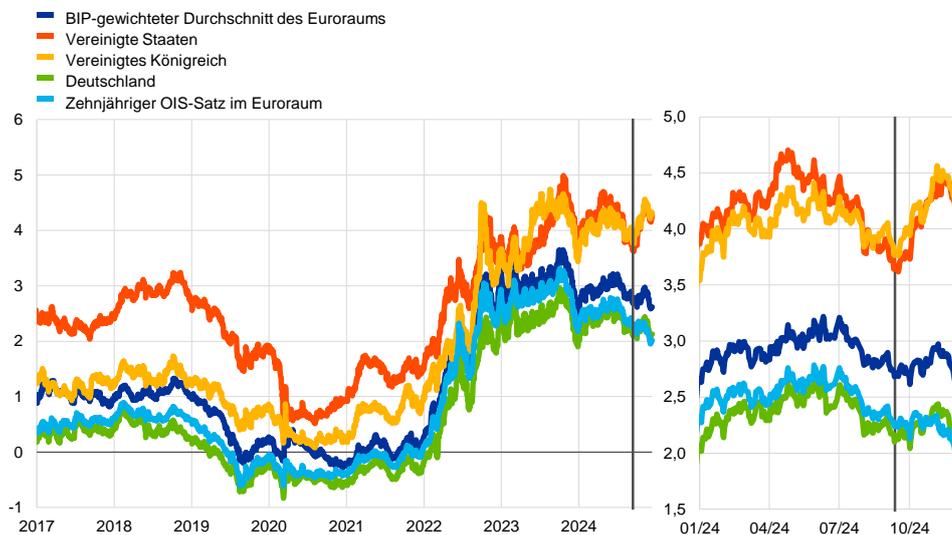
Anmerkung: Die Terminzinsskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

**Die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum sind seit der September-Sitzung des EZB-Rats ebenfalls gesunken – anders als die entsprechenden Zinssätze in den USA** (siehe Abbildung 15). Der zehnjährige OIS-Satz im Euroraum verringerte sich im Berichtszeitraum um 26 Basispunkte und lag zuletzt bei rund 2,0 %. Dieser Rückgang spiegelte vor allem die gesunkene Realzinskomponente wider. Die Erwartungen der Märkte bezüglich der Geldpolitik im Eurogebiet und die Datenveröffentlichungen zur Gesamtwirtschaft belasteten die risikofreien Zinssätze im Euroraum. Bei den längeren Laufzeiten wurden die negativen Effekte durch US-amerikanische und globale Übertragungseffekte ausgeglichen. In den USA stiegen die langfristigen risikofreien Zinssätze im Berichtszeitraum deutlich an. Dazu trugen sowohl höhere Realzinsen als auch ein höherer Inflationsausgleich bei. So zog die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um rund 60 Basispunkte auf 4,3 % an. Infolgedessen weitete sich der Abstand zwischen den zehnjährigen risikofreien Zinssätzen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten um 85 Basispunkte aus. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Vereinigten Königreich stieg ebenfalls (um 54 Basispunkte) und lag am Ende des Berichtszeitraums bei rund 4,3 %.

**Abbildung 15**

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

(in % p. a.)



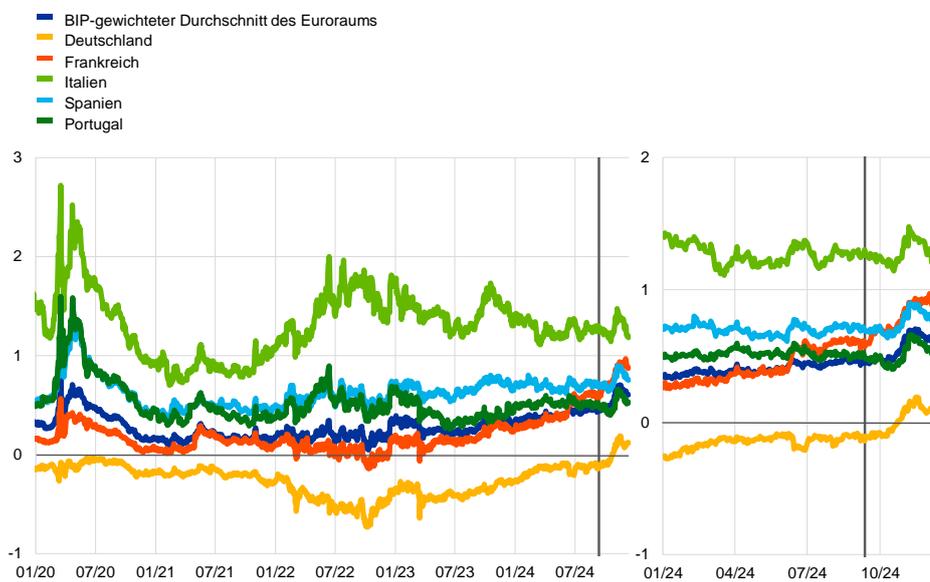
Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2024.

**Die Staatsanleiherenditen im Euroraum sanken weniger stark als die risikofreien Zinssätze, was zu einer leichten Ausdehnung der Spreads führte** (siehe Abbildung 16). Am Ende des Berichtszeitraums war die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum um etwa 10 Basispunkte zurückgegangen und lag bei rund 2,6 %. Damit weitete sich ihr Abstand zum OIS-Satz um 15 Basispunkte aus. Diese Ausweitung erfolgte zum großen Teil bereits vor den Wahlen in den Vereinigten Staaten, wodurch sich der seit 2022 beobachtete Trend fortsetzte. Nach den Wahlen vergrößerte sich der Abstand rascher, da die höheren US-Staatsanleiherenditen die Staatsanleihemärkte des Euroraums beeinflussten. So nahm auch der Renditeabstand zehnjähriger Bundesanleihen im Berichtszeitraum zu, und zwar um 23 Basispunkte. Damit setzte sich ein Trend fort, der unter anderem die gesunkenen Anleihebestände des Eurosystems abbildete. Im Berichtszeitraum kehrte der Renditeabstand bei den deutschen Anleihen erstmals seit 2016 in den positiven Bereich zurück. Die Ankündigung vorgezogener Neuwahlen in Deutschland hatte hingegen keinen nennenswerten Effekt. Deutlicher waren die Veränderungen bei der Rendite zehnjähriger französischer Staatsanleihen. Sie erhöhte sich vor dem Hintergrund der unsicheren Haushaltsaussichten in Frankreich um rund 5 Basispunkte, wodurch sich ihr Abstand zum zehnjährigen OIS-Satz um 30 Basispunkte vergrößerte. Übertragungseffekte auf Griechenland, Spanien, Italien und Portugal waren dagegen angesichts der optimistischeren Haushaltsaussichten in einigen dieser Länder begrenzt. Unter dem Strich verkleinerte sich der Abstand zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und dem OIS-Satz bei italienischen Anleihen um 9 Basispunkte, während er sich bei portugiesischen und spanischen Anleihen um 4 bzw. 6 Basispunkte vergrößerte.

## Abbildung 16

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

(in Prozentpunkten)



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2024.

**Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen aus dem Euroraum verringerten sich zu Beginn des Berichtszeitraums, weiteten sich danach aber wieder etwas aus. Dabei zeichneten sie zum Teil die Entwicklung an den Aktienmärkten nach.** Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating verkleinerten sich bis Mitte Oktober um rund 10 Basispunkte, vergrößerten sich anschließend aber wieder etwas. Die Verringerung war bei finanziellen Kapitalgesellschaften ausgeprägter als bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Bei Letzteren nahmen die Abstände insgesamt leicht zu. Im Hochzinssegment wiesen die Renditeabstände insbesondere ab Mitte Oktober größere Schwankungen auf, gingen aber insgesamt etwas zurück.

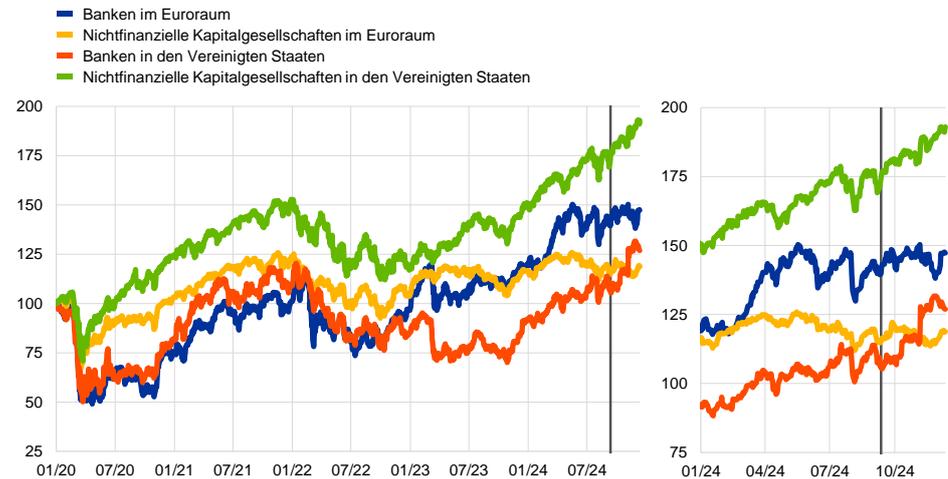
**Die Aktienkurse im Euroraum schwankten im Berichtszeitraum und notierten zuletzt etwas höher als zum Zeitpunkt der September-Sitzung des EZB-Rats** (siehe Abbildung 17). Gestützt wurden sie dabei von einer deutlich zunehmenden Risikobereitschaft zu Beginn des Berichtszeitraums, die die nach unten revidierten Gewinnerwartungen mehr als ausglich. Ab Mitte Oktober sanken die Gewinnerwartungen weiter, da sich die Wirtschaftsaussichten für den Euroraum nochmals eingetrübt hatten, was beispielsweise auch die Werte des Einkaufsmanagerindex für November untermauerten. Die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum kehrten zunächst auf ihr zu Beginn des Berichtszeitraums beobachtetes Niveau zurück. Nicht zuletzt dank der höheren Risikobereitschaft legten sie dann aber Ende November wieder zu. Die Notierungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erhöhten sich insgesamt um 2,5 % und jene von Banken um 3,7 %. In den USA

stiegen die Notierungen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und Banken um 9,8 % bzw. 20,6 %.

### Abbildung 17

#### Aktienindizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Index: 1. Januar 2020 = 100)



Quellen: London Stock Exchange Group (LSEG) und EZB-Berechnungen.

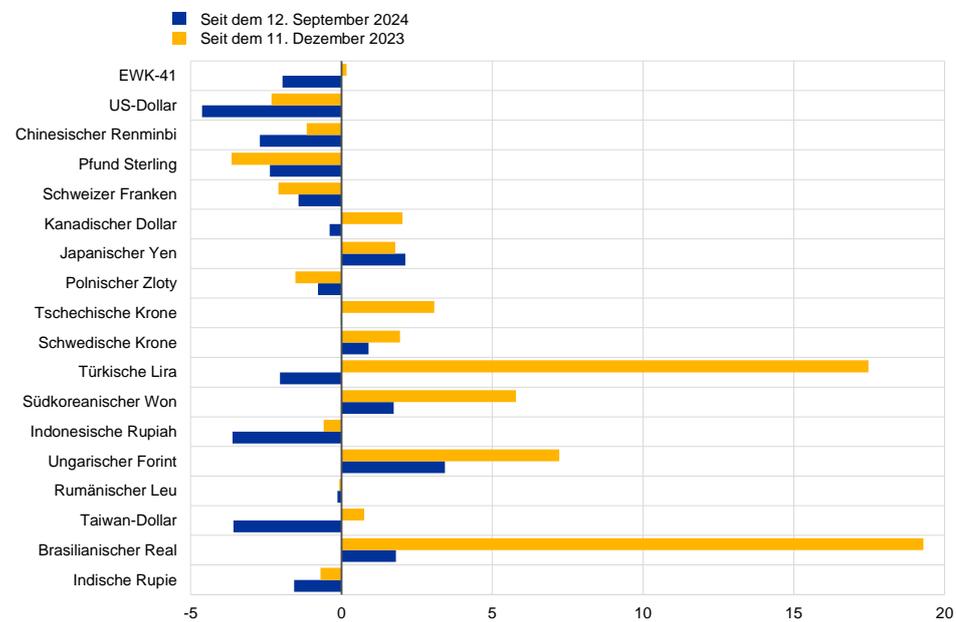
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. Dezember 2024.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar um 4,6 % und in handelsgewichteter Rechnung um 2,0 % ab** (siehe Abbildung 18). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, gab im Berichtszeitraum um 2,0 % nach. Gegenüber dem US-Dollar verlor der Euro um 4,6 % an Wert. Maßgeblich hierfür war, dass die Marktteilnehmer Anfang November im Gefolge der US-Wahlen und aufgrund möglicher Änderungen der Handels-, Regulierungs- und Fiskalpolitik der USA von einem höheren künftigen Leitzinspfad ausgingen. In Relation zum Pfund Sterling wertete die Gemeinschaftswährung 2,4 % und zum Schweizer Franken 1,4 % ab und gab auch gegenüber einigen Schwellenländerwährungen nach, was die veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der relativen wirtschaftlichen Aussichten für die entsprechenden Volkswirtschaften widerspiegelt. Gegenüber dem japanischen Yen legte der Euro um 2,1 % zu, da der Yen – angesichts der niedrigeren Leitzinsen in Japan im Vergleich zu anderen Industrieländern – auf breiter Front weiter an Wert einbüßte.

## Abbildung 18

### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

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 11. Dezember 2024.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

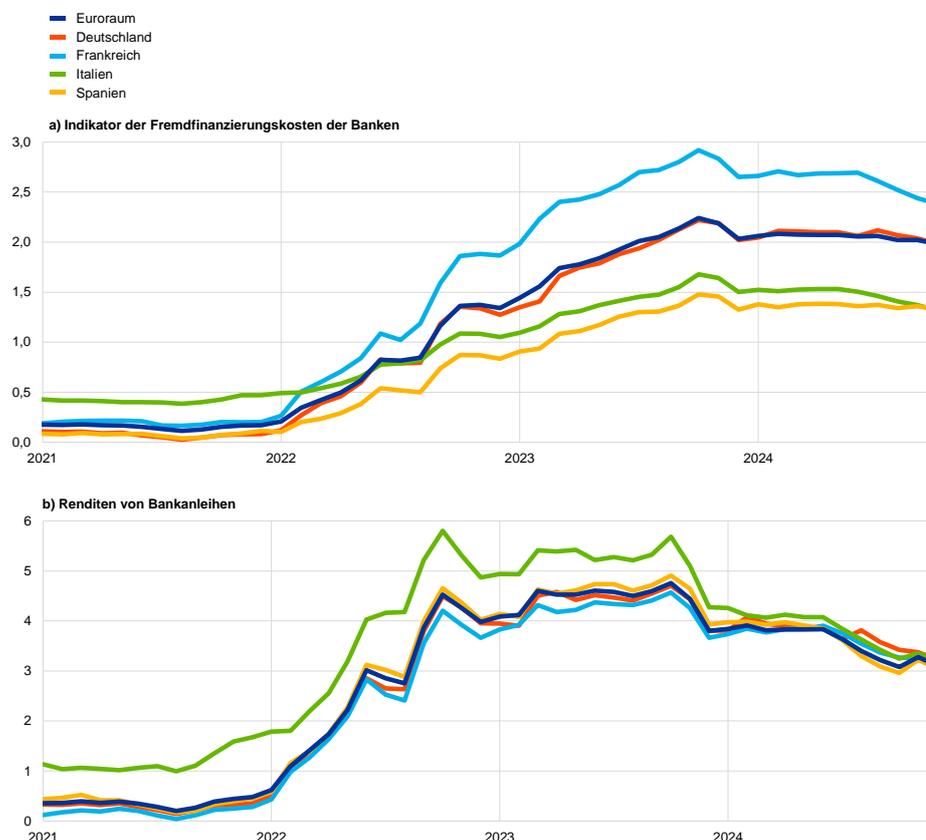
*Aufgrund der jüngsten und der noch erwarteten Leitzinssenkungen der EZB vergünstigt sich die Kreditaufnahme für Unternehmen und private Haushalte allmählich. Im Oktober 2024 sanken die Finanzierungskosten und die Kreditzinsen der Banken erneut gegenüber den zuvor verzeichneten Höchstständen. Gleichwohl waren die Finanzierungsbedingungen nach wie vor angespannt. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Hypothekarkredite verringerten sich im Oktober auf 4,7 % bzw. 3,6 %. Die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte entwickelte sich weiterhin nur verhaltenen, was auf das schwache Wirtschaftswachstum und die immer noch restriktiven Kreditrichtlinien zurückzuführen war. Angesichts eines Rückgangs des langfristigen risikofreien Zinssatzes und der Aktienrisikoprämie verbilligten sich im Zeitraum vom 12. September bis zum 11. Dezember 2024 die marktbasierende Fremdfinanzierung der Unternehmen wie auch ihre Finanzierung über Eigenkapital. In der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) berichteten die Unternehmen, dass die Verfügbarkeit von Bankkrediten im dritten Quartal 2024 per saldo weitgehend unverändert geblieben sei. Nur wenige Unternehmen erwarteten eine bessere Verfügbarkeit im vierten Quartal. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) erholte sich ausgehend von einem niedrigen Niveau weiter, wobei die Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland erneut den größten Wachstumsbeitrag leisteten.*

**Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum sind – ausgehend von einem Höchststand – gesunken. Darin spiegelten sich die jüngsten Leitzinssenkungen der EZB und der erwartete Zinspfad wider.** Im Oktober 2024 verringerte sich der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum leicht auf 2,0 % (siehe Abbildung 19, Grafik a). Der Rückgang der Finanzierungskosten der Banken resultierte hauptsächlich aus den niedrigeren Renditen von Bankanleihen aufgrund gesunkener längerfristiger risikofreier Zinssätze (siehe Abbildung 19, Grafik b). Jedoch blieben die Finanzierungskosten angesichts der anhaltenden Verlagerung in Richtung teurerer Finanzierungsquellen weiterhin hoch. Im dritten Quartal 2024 sanken die durchschnittlichen Einlagenzinsen nur leicht. Der gewichtete Zinssatz für Einlagen belief sich im Oktober auf 1,3 %. Die Zinssätze für Termineinlagen gingen dabei stärker zurück als jene für täglich fällige Einlagen und für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist, die sich im genannten Zeitraum nur leicht verringerten.

## Abbildung 19

### Indikator der Finanzierungskosten der Banken in ausgewählten Ländern des Euroraums

(in % p. a.)



Quellen: EZB, S&P Dow Jones Indices LLC und/oder verbundene Unternehmen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken stellt einen gewichteten Durchschnitt der Kosten der Finanzierung über Einlagen und der Finanzierung am unbesicherten Markt dar. Der in den Indikator eingehende gewichtete Zinssatz für die einlagenbasierte Finanzierung entspricht dem Durchschnitt aus den Neugeschäftszinssätzen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (gewichtet mit den jeweiligen Bestandsgrößen). Bei den Bankanleiherenditen handelt es sich um die monatlichen Durchschnittsrenditen vorrangiger Anleihen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. den 11. Dezember 2024 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

**Die Zinsen für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte gingen weiter zurück. Die Finanzierungsbedingungen bleiben indes restriktiv.** Die Zinssätze für Kredite an Unternehmen und private Haushalte sind in den letzten Monaten gesunken; auch aus diesem Grund hat sich die Kreditvergabe allmählich erholt (siehe Abbildung 20). Die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum gingen im Oktober 2024 um 22 Basispunkte auf 4,68 % zurück und lagen damit rund 60 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 20, Grafik a). Dabei waren jedoch gewisse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und Laufzeiten zu beobachten. Der Abstand zwischen den Zinssätzen für kleine und für große Unternehmenskredite verringerte sich im Oktober abermals. Er fiel auf 0,34 % und lag damit nur noch knapp über dem Tiefstwert vom Sommer 2024. Nach Laufzeiten betrachtet war bei den Krediten mit einer mittleren Zinsbindungsfrist (ein bis fünf Jahre) der größte Rückgang zu verzeichnen. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte beliefen sich im Oktober auf 3,55 % (verglichen mit 3,64 % im

September). Damit liegen sie nun rund 50 Basispunkte unter ihrem Höchststand vom November 2023 (siehe Abbildung 20, Grafik b), wobei es jedoch zwischen den einzelnen Ländern gewisse Unterschiede gibt. Der Rückgang betraf alle Zinsbindungsfristen und entsprach der Entwicklung der Marktzinsen. Dabei waren variabel verzinsliche Hypothekarkredite allerdings nach wie vor teurer als festverzinsliche.

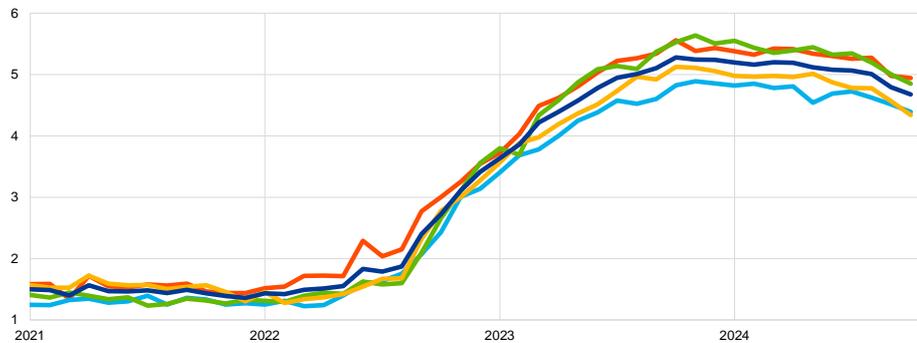
### Abbildung 20

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

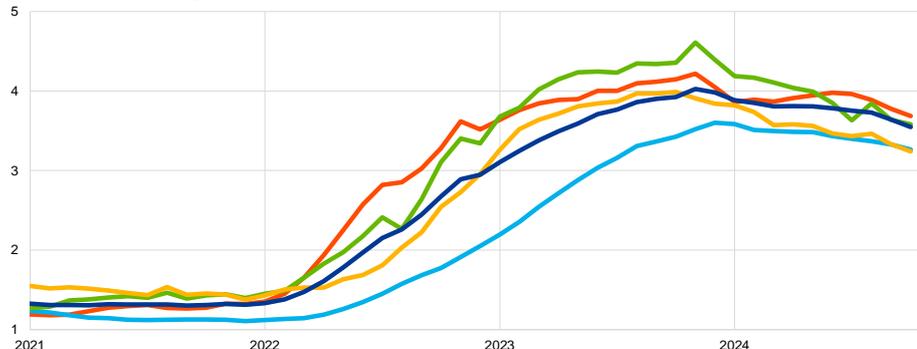
(in % p. a.)

- Euroraum
- Deutschland
- Frankreich
- Italien
- Spanien

a) Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



b) Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gewichteten Zinsen für Bankkredite errechnen sich durch Aggregation der kurz- und langfristigen Kreditzinsen auf Basis des gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2024.

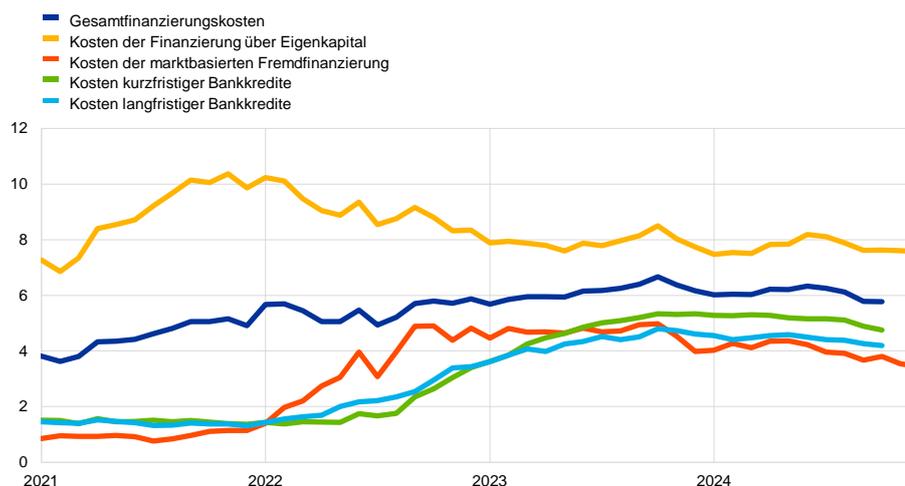
**In der Zeit vom 12. September bis zum 11. Dezember 2024 verringerten sich die Kosten der Unternehmen für die marktbasierende Fremdfinanzierung und für die Finanzierung über Eigenkapital.** Auf Basis der bis Oktober verfügbaren Monatswerte blieben die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im Oktober 2024 im Vormonatsvergleich unverändert bei 5,8 %. Sie lagen damit weiterhin unter dem

Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 21).<sup>11</sup> Dabei haben sich die Kosten der Eigenkapitalfinanzierung praktisch nicht verändert. Die Kosten der Bankkreditaufnahme sind indes gesunken, was jedoch durch die leicht gestiegenen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung vollständig ausgeglichen wurde. Aus den Tageswerten vom 12. September bis zum 11. Dezember 2024 geht hervor, dass sich sowohl die marktbasierter Fremdfinanzierung als auch die Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen verbilligten. Die sinkenden Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung waren auf eine deutliche Abwärtsverlagerung der Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS-Kurve) bei allen Laufzeiten bis zu 15 Jahren zurückzuführen. Allerdings weiteten sich die Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Investment-Grade-Segment etwas aus. Die geringeren Kosten der Eigenkapitalfinanzierung resultierten aus einem Rückgang der Aktienrisikoprämie und des langfristigen risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen OIS-Zinssatzes bestimmt).

### Abbildung 21

#### Nominale Außenfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum nach Komponenten

(in % p. a.)



Quellen: EZB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG und EZB-Berechnungen.

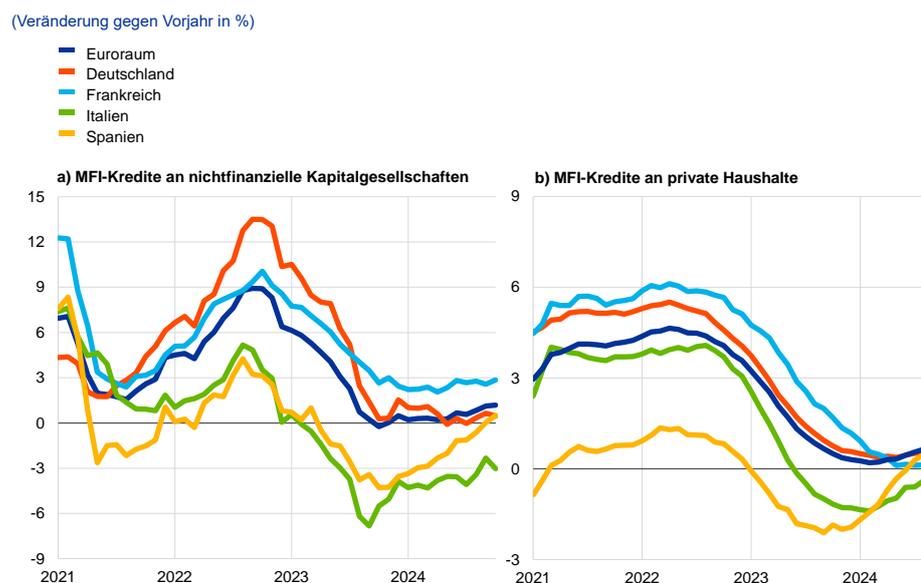
Anmerkung: Die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beruhen auf monatlichen Daten und werden berechnet als gewichteter Durchschnitt der Kosten lang- und kurzfristiger Bankkredite (Monatsdurchschnittswerte), der marktbasierter Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 11. Dezember 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Oktober 2024 (Monatswerte).

**Die Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte entwickelte sich weiterhin verhalten, was auf das schwache Wirtschaftswachstum und die immer noch restriktiven Kreditrichtlinien zurückzuführen war.** Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen gewann allmählich etwas an Dynamik, allerdings ausgehend von einem niedrigen Niveau. Ihre jährliche Zuwachsrate erhöhte sich im Oktober auf 1,2 % nach 1,1 % im September (siehe Abbildung 22, Grafik a). Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der Unternehmen blieb indes

<sup>11</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Oktober 2024 vor.

unverändert bei 1,6 %, wobei die positive Nettoemission von Unternehmensschuldverschreibungen die schwache Kreditvergabe der Banken nicht vollständig ausglich. Die jährliche Zuwachsrate der Kredite an private Haushalte erhöhte sich leicht von 0,7 % im September auf 0,8 % im Oktober. Maßgeblich hierfür war eine dynamischere Entwicklung der kurzfristigen Ausleihungen (siehe Abbildung 22, Grafik b). Die Vergabe von Hypothekarkrediten hat sich nach ihrem vorangegangenen Rückgang stabilisiert und zeigt nun erste Anzeichen einer Erholung. Auch das Wachstum der Konsumentenkredite nahm im Oktober zu. Die Vergabe sonstiger Kredite schrumpft unterdessen weiter, wenn auch nicht mehr so rasch wie zuvor. Aus der [Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Oktober 2024 geht hervor, dass das Wachstum der Konsumentenkredite vor allem durch private Haushalte mit niedrigerem Einkommen angekurbelt wurde. Unter dem Strich gaben nach wie vor mehr Haushalte eine Verschärfung des Kreditzugangs an als eine Lockerung (prozentualer Saldo von 14 % im September).

**Abbildung 22**  
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die MFI-Kredite sind um Verkäufe und Verbriefungen und im Fall der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auch um fiktives Cash-Pooling bereinigt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2024.

**Der jüngsten Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) zufolge ist die Verfügbarkeit von Bankkrediten im dritten Quartal 2024 per saldo weitgehend unverändert geblieben. Zudem erwarteten nur wenige Unternehmen eine bessere Verfügbarkeit im vierten Quartal** (siehe Abbildung 23). Der prozentuale Saldo der Unternehmen, die eine höhere Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, lag im dritten Quartal 2024 bei 1 % nach 2 % im Vorquartal. Dieser leichte Rückgang war den Großunternehmen zuzuschreiben, während kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) im Schnitt keine Veränderung wahrnahmen. Für das vierte Quartal 2024 erwarteten per saldo 2 % der Unternehmen einen leichteren Zugang zu Bankkrediten. Während die KMUs im Schnitt nicht mit einer Veränderung der Verfügbarkeit von Krediten rechneten,

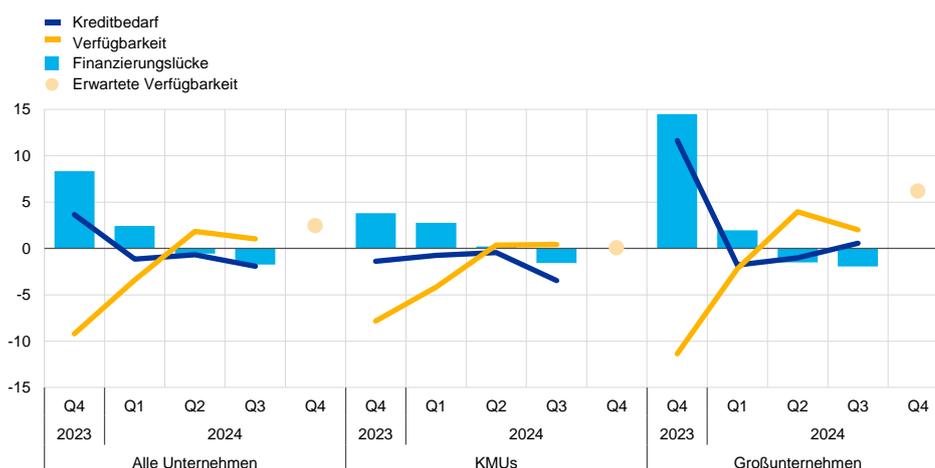
erwarteten die Großunternehmen insgesamt eine Verbesserung der Außen-/Kreditfinanzierung.

**Zudem wurde ein leicht rückläufiger Bedarf an Bankkrediten signalisiert.** Im dritten Quartal 2024 meldeten per saldo 2 % der Unternehmen einen geringeren Bedarf an Bankkrediten. Dabei handelte es sich überwiegend um KMUs. Bei den Großunternehmen gab hingegen unter dem Strich ein kleiner Anteil einen gestiegenen Bedarf an. Infolgedessen war die Finanzierungslücke (geschätzte Differenz zwischen Bedarf und Verfügbarkeit) bei Bankkrediten per saldo für 2 % der Unternehmen negativ. Dabei gab es kaum Unterschiede zwischen den KMUs und den Großunternehmen. Allerdings hatten die Großunternehmen bereits im zweiten Quartal 2024 eine minimale negative Finanzierungslücke vermeldet, die KMUs hingegen erst im dritten Quartal.

### Abbildung 23

Veränderung des Bankkreditbedarfs der Unternehmen im Euroraum, aktuelle und erwartete Verfügbarkeit von Bankkrediten und Finanzierungslücke

(prozentualer Saldo der befragten Unternehmen)



Quellen: Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) und EZB-Berechnungen.

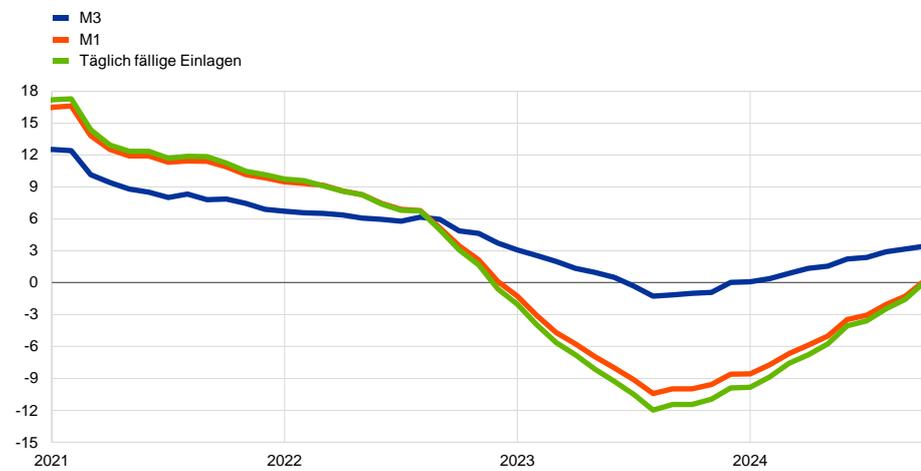
Anmerkung: Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die in den vergangenen drei Monaten einen Anstieg des Kreditbedarfs bzw. der tatsächlichen oder der erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, und dem Anteil der Unternehmen, die einen entsprechenden Rückgang angaben. Der Indikator der Finanzierungslücke kombiniert Daten zum Finanzierungsbedarf mit Daten zur Verfügbarkeit von Bankkrediten auf Unternehmensebene. Er nimmt einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel verringert (erhöht). Wenn die Unternehmen nur eine einseitige Zunahme (Abnahme) der Finanzierungslücke wahrnehmen, erhält die Variable den Wert 0,5 (-0,5). Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten prozentualen Salden werden die Werte mit 100 multipliziert. Die Angaben beziehen sich auf die SAFE-Umfragerunden 29 (Pilotrunde von Oktober bis Dezember 2023) bis 32 (Juni bis September 2024).

**Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) im Euroraum erholte sich weiter. Dabei leisteten die Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland erneut den größten Beitrag zur Geldschöpfung.** Im Oktober 2024 stieg das jährliche Wachstum von M3 auf 3,4 % nach 3,2 % im September (siehe Abbildung 24). Die Jahresänderungsrate der eng gefassten Geldmenge (M1), welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, war erstmals seit Dezember 2022 wieder positiv. Sie erhöhte sich von -1,3 % im September auf 0,2 % im Oktober. Die jährliche Zuwachsrate der täglich fälligen Einlagen – eine der Komponenten von M1 – stieg von -1,6 % im September auf 0,1 % im Oktober. Erneut wurde die Geldschöpfung hauptsächlich durch die Nettokapitalzuflüsse aus dem

Ausland angekurbelt. Diese wiederum ergaben sich in erster Linie aus dem hohen Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums. Auch der Nettoerwerb von Staatsanleihen durch die Banken stützte das Geldmengenwachstum erheblich. Hingegen leistete die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen nach wie vor nur einen geringen Beitrag. Dämpfend auf die Geldmengendynamik wirkten unterdessen die fortwährende Verkürzung der Bilanz des Eurosystems sowie der Umstand, dass die Banken angesichts der Ende 2024 auslaufenden gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) verstärkt langfristige Bankanleihen emittierten, die nicht zu M3 zählen.

**Abbildung 24**  
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Oktober 2024.

Die Fachleute des Eurosystems erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Dezember 2024, dass sich das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum von 3,6 % des BIP im Jahr 2023 auf 3,2 % des BIP im Jahr 2024 verringert. Anschließend dürfte die Defizitquote in sehr kleinen Schritten weiter zurückgehen und 2027 bei 2,9 % liegen. Weitgehend im Einklang mit dieser Entwicklung dürfte der fiskalische Kurs 2024 deutlich restriktiv ausgefallen sein. Für die beiden Folgejahre wird eine erneute, wenngleich sehr geringfügige Straffung erwartet, die im Jahr 2027 dann wieder stärker sein wird. Allerdings sind die Annahmen und Projektionen zur Finanzpolitik mit einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet.<sup>12</sup> Die restriktive fiskalische Ausrichtung im Jahr 2024 spiegelt vor allem das Auslaufen eines großen Teils der energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen sowie beträchtliche nichtdiskretionäre Faktoren – insbesondere einen starken Anstieg der Staatseinnahmen – wider. Die relativ umfangreiche Straffung des Fiskalkurses im Jahr 2027 beruht in erster Linie auf der Annahme, dass die Staatsausgaben sinken werden, sobald die Transferzahlungen aus dem Aufbauprogramm Next Generation EU (NGEU) nach dessen Beendigung auslaufen. Die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum wird den Projektionen zufolge von einem bereits erhöhten Stand aus langsam ansteigen und sich erst am Ende des Projektionszeitraums bei knapp 89 % einpendeln. Was die Finanzpolitik anbelangt, so leitete die Europäische Kommission mit der Veröffentlichung ihres Herbstpakets am 26. November den ersten politischen Koordinierungszyklus nach dem neuen wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmen ein. Die Regierungen sollten sich nun darauf konzentrieren, ihre entsprechenden Verpflichtungen vollständig und unverzüglich zu erfüllen. Dies trüge dazu bei, die Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken; zugleich würden wachstumsfördernde Reformen und Investitionen priorisiert.

#### **Den aktuellen Projektionen zufolge wird sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum im Projektionszeitraum leicht verbessern**

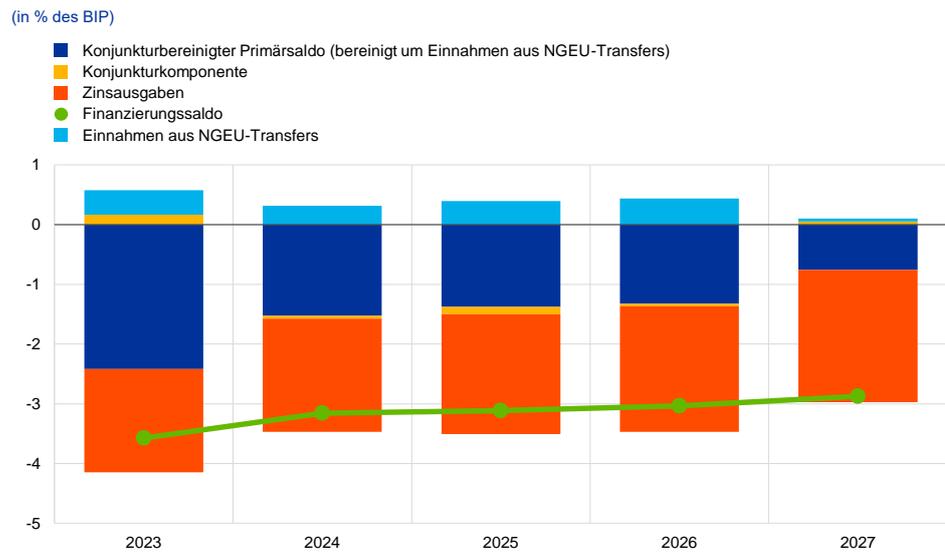
(siehe Abbildung 25).<sup>13</sup> Während das Haushaltsdefizit auf Euroraumebene 2022 und 2023 noch stabil bei 3,6 % des BIP lag, dürfte es 2024 auf 3,2 % des BIP zurückgegangen sein und bis 2027 um jährlich 0,1 Prozentpunkte auf 2,9 % des BIP sinken. Diese Entwicklung spiegelt hauptsächlich die Erwartung wider, dass der konjunkturbereinigte Primärsaldo im Projektionszeitraum negativ bleiben, sich aber allmählich verbessern wird. Allerdings wirken steigende Zinsausgaben diesem defizitsenkenden Effekt entgegen. Ihr allmähliches Anwachsen während des gesamten Projektionszeitraums spiegelt die Weitergabe der vergangenen

<sup>12</sup> So ist die Finanzplanung einiger großer Euro-Länder noch nicht fertiggestellt bzw. angesichts der aktuellen politischen Lage bereits überholt. In Frankreich beispielsweise beruhen die finanzpolitischen Annahmen und Projektionen auf dem Haushaltsplan 2025 und den mittelfristigen Fiskalplänen der ehemaligen Regierung unter Premierminister Michel Barnier. Am 4. Dezember verabschiedete das französische Parlament einen Misstrauensantrag gegen die Regierung und ihre Finanzplanung, dessen Folgen für den Haushalt 2025 noch nicht absehbar sind. In vielen Ländern ist auch das Basisszenario mit Risiken behaftet. Diese ergeben sich aus potenziellen, aber noch nicht konkretisierten Zusatzmaßnahmen, deren es zur Einhaltung des überarbeiteten finanzpolitischen Regelwerks der EU bedarf.

<sup>13</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems](#), Dezember 2024.

Zinserhöhungen wider; diese vollzieht sich aufgrund der langen Restlaufzeiten ausstehender Staatsschulden nur allmählich. Die Konjunkturkomponente wird bis 2027 sehr gering sein und im negativen Bereich liegen, im genannten Jahr aber einen niedrigen positiven Wert erreichen. Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die Fachleute der EZB im September 2024 erstellten, wurde die Projektion für den Finanzierungssaldo 2024 und 2025 geringfügig angehoben, für 2026 aber nicht geändert.

**Abbildung 25**  
**Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung**



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2024.  
 Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder.

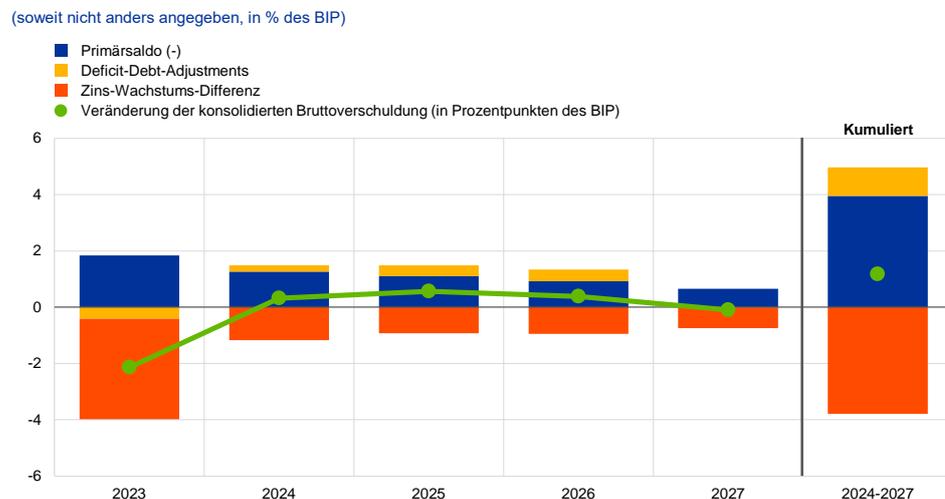
**Für 2024 sowie – nach dem Ende von NGEU – 2027 wird eine deutliche Straffung des fiskalischen Kurses im Eurogebiet projiziert.**<sup>14</sup> Die um NGEU-Transfers bereinigte Jahresänderungsrate des konjunkturbereinigten Primärsaldos deutet darauf hin, dass die Finanzpolitik im Jahr 2024 auf Euroraumebene merklich restriktiv ausgefallen ist (Straffung um 0,9 Prozentpunkte des BIP). Zurückzuführen ist dies vor allem auf das Auslaufen eines großen Teils der staatlichen energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen sowie auf beträchtliche nichtdiskretionäre Faktoren in Form stark steigender Staatseinnahmen in einigen Ländern. Der fiskalische Kurs wird den Projektionen zufolge in den kommenden Jahren restriktiv ausfallen, wengleich die Verschärfung 2025 und 2026 nur geringfügig sein dürfte. Im Jahr 2025 dürfte die von diskretionären Maßnahmen ausgehende straffende Wirkung durch eine dynamische Entwicklung der öffentlichen Investitionen und Transferleistungen kompensiert werden. Die 2026 zu erwartende Reduzierung diskretionärer Maßnahmen dürfte die restriktive fiskalische Ausrichtung

<sup>14</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und 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 aus dem EU-Haushalt finanzierten Einnahmen aus den NGEU-Transfers keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

fördern. Im Jahr 2027, wenn das NGEU-Programm beendet sein wird, ist eine weitaus deutlichere Verschärfung des fiskalischen Kurses von 0,6 Prozentpunkten zu erwarten. Hierfür ausschlaggebend sind niedrigere Annahmen für die zuvor durch NGEU-Transfers finanzierten öffentlichen Investitionen und Transferleistungen. Für den gesamten Projektionszeitraum 2024-2027 ergibt sich somit eine fiskalische Straffung von 1,7 Prozentpunkten des BIP. Im Zeitraum 2020-2027 ist der fiskalische Kurs angesichts der umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen, die seit der Pandemie ergriffen wurden, jedoch noch immer sehr akkommodierend.

**Den Projektionen zufolge wird die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum von ihrem bereits hohen Stand aus langsam ansteigen und sich am Ende des Projektionszeitraums stabilisieren** (siehe Abbildung 26). Nach der deutlichen Erhöhung während der Pandemie auf rund 97 % im Jahr 2020 ist die Schuldenquote nach und nach gesunken. Laut den aktuellen Projektionen kommt diese Verbesserung zum Stillstand. Bis zum Jahr 2027 wird nunmehr – ausgehend von 87,4 % im Jahr 2023 – ein langsamer Anstieg der Schuldenquote auf knapp 88,7 % erwartet. Diese Erhöhung geht auf anhaltende Primärdefizite und die Erwartung positiver Deficit-Debt-Adjustments (d. h. nicht defizitbedingter Veränderungen der Schuldenquote) zurück, die nur teilweise durch günstige (negative) Zins-Wachstums-Differenzen kompensiert werden.

**Abbildung 26**  
Veränderung der Staatsverschuldung im Euroraum und Bestimmungsfaktoren



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Dezember 2024.  
Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder.

**Am 26. November leitete die Europäische Kommission mit der Veröffentlichung ihres Herbstpakets den ersten politischen Koordinierungszyklus nach dem neuen Rahmen für die wirtschaftspolitische Steuerung ein.** Darin beurteilte die Kommission die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne der EU-Mitgliedstaaten, die diese im Einklang mit den seit dem 30. April geltenden Regeln erstmals einzureichen hatten. Ferner enthält das Herbstpaket die Kommissions-einschätzung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung 2025 der Euro-Länder. Allerdings hatten die Planungen vor allem aufgrund der Wahlzyklen in den

betreffenden Staaten noch nicht vollzählig vorgelegen bzw. könnten angesichts der politischen Entwicklungen in einigen Ländern bereits überholt sein.<sup>15</sup> Dessen ungeachtet sollten sich die Regierungen nun darauf konzentrieren, ihre nach dem neuen Regelwerk bestehenden Verpflichtungen vollständig und unverzüglich zu erfüllen. Dies trüge dazu bei, die Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken; zugleich würden wachstumsfördernde Reformen und Investitionen priorisiert. Um die Wirtschaft produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger zu gestalten, gilt es ferner, die Vorschläge Mario Draghis und Enrico Lettas für eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit Europas bzw. des Binnenmarkts<sup>16</sup> zügig aufzugreifen und konkrete sowie ehrgeizige strukturpolitische Maßnahmen durchzuführen.

---

<sup>15</sup> Belgien, Deutschland, Litauen und Österreich hatten der Kommission keinen mittelfristigen strukturellen Fiskalplan vorgelegt; eine Übersicht über die Haushaltsplanung fehlte von Belgien, Spanien und Österreich.

<sup>16</sup> Siehe M. Draghi, [The future of European competitiveness](#), September 2024; E. Letta, [Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#), April 2024.

# Kästen

## 1 Gründe für die Robustheit der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten – Marktstruktur, Gewinnerwartungen oder Risikoprämien?

Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu und Toma Tomov

**Die seit Anfang 2023 verzeichneten Aktienkursgewinne in den Vereinigten Staaten haben insbesondere bei den sogenannten Glorreichen Sieben zu erhöhten Bewertungen geführt.** Trotz der geldpolitischen Straffung durch das Federal Reserve System und ungeachtet zahlreicher geopolitischer Schocks sind die US-Aktienkurse um knapp 60 % gestiegen. In jedem einzelnen Quartal wurden 2024 Renditen von mehr als 20 % gegenüber dem Vorjahresquartal erzielt (siehe Abbildung A, Grafik a). Am besten abgeschnitten haben die Aktien der großen Technologieunternehmen Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla, die häufig als die „Glorreichen Sieben“ bezeichnet werden. Deren Aktienrenditen haben jene der übrigen Unternehmen deutlich übertroffen und haben im Jahr 2023 um rund 75 % und 2024 um 45 % zugelegt. Dies ließ ihre Bewertungen gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf ungefähr 30 ansteigen, was weit über dem Median der Unternehmen im S&P 500 von 20 und über dem langfristigen Median von 17 liegt (siehe Abbildung A, Grafik b).<sup>1</sup> Die Renditen der meisten S&P-500-Unternehmen waren zwar zuletzt niedriger als die Renditen des von Technologieunternehmen geprägten Nasdaq-Index vor 25 Jahren. Dessen ungeachtet lohnt es sich, diese Entwicklung angesichts der Erfahrungen, die in der Zeit des Technologiebooms gemacht wurden, zu analysieren. Genau wie damals, als die Euphorie für das Internet weit verbreitet war, wird die aktuelle Marktentwicklung der Tech-Unternehmen von einem großen Optimismus gegenüber neuen Technologien wie der künstlichen Intelligenz (KI) vorangetrieben. Deshalb haben Analysten und Medienkommentatoren die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den beiden Episoden untersucht.<sup>2</sup> Vor diesem Hintergrund gibt der vorliegende Kasten Aufschluss darüber, welche Faktoren die Widerstandsfähigkeit am US-Aktienmarkt begründen. Hierzu wird die Bedeutung von Marktstruktur, Gewinnerwartungen und Risikoprämien erörtert.

**Die Marktkapitalisierung ist heute viel stärker konzentriert als in der Vergangenheit, und dies gilt auch für die Zeit der Technologieblase.** Während für den Technologieboom seinerzeit zahlreiche kleine, hoch verschuldete Start-ups verantwortlich waren (von denen viele nicht im S&P 500, sondern im Nasdaq gelistet waren), ist der KI-Boom auf die leistungsstärksten und größten Unternehmen im

<sup>1</sup> Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist eine gängige Kennzahl für Aktienbewertungen. Es ergibt sich aus dem Aktienkurs eines Unternehmens dividiert durch den Gewinn je Aktie. Das KGV kann als der Preis verstanden werden, den ein Investor je Gewinneinheit zahlt.

<sup>2</sup> Als Beispiel für in jüngerer Zeit erschienene Publikationen internationaler Institutionen siehe M. J. Lombardi und G. Pinter, [The valuations of tech stocks: dotcom redux?](#), BIS Quarterly Review, 16. September 2024.

S&P 500 konzentriert. Zu aktuellen Marktpreisen gerechnet entfällt auf die Aktien der „Glorreichen Sieben“ ein Anteil von rund einem Drittel der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500. Im Vergleich dazu war es vor fünf Jahren noch ein Fünftel gewesen. Die große Bedeutung dieser Unternehmen für die aktuellen Indexbewertungen und die Marktkapitalisierung steht in einem markanten Gegensatz zur Phase des Technologiebooms. Damals entfielen auf die sieben größten Unternehmen nur 17 % der Marktkapitalisierung des S&P 500. Dies entspricht etwa der Hälfte des heutigen Anteils. Große Technologieunternehmen in den USA verfügen heute auch über mehr Marktmacht und höhere Gewinnmargen (von rund 20 %) als durchschnittliche US-amerikanische IT-Unternehmen Ende der 1990er-Jahre; zu jener Zeit wurden Gewinnmargen von 5 % bis 10 % erzielt. Darüber hinaus besitzen die „Glorreichen Sieben“ – anders als viele der auf Fremdmittel angewiesenen Technologie-Start-ups – reichliche Liquiditätsreserven und einen kostengünstigen Zugang zu Außenfinanzierungen. Dies ermöglicht ihnen, in Forschung und Entwicklung zu investieren und kleinere Unternehmen oder Wettbewerber aufzukaufen.<sup>3</sup> Markteintrittsbarrieren (z. B. hohe Fixkosten in der Chip-Fertigung und für Cloud-Dienste sowie der „First Mover“-Vorteil bei der Entwicklung von Large Language Models und Suchmaschinen) helfen diesen Unternehmen, ihren Marktanteil zu erhalten und – möglicherweise auf Kosten anderer, kleinerer Unternehmen – Werte zu schaffen.

---

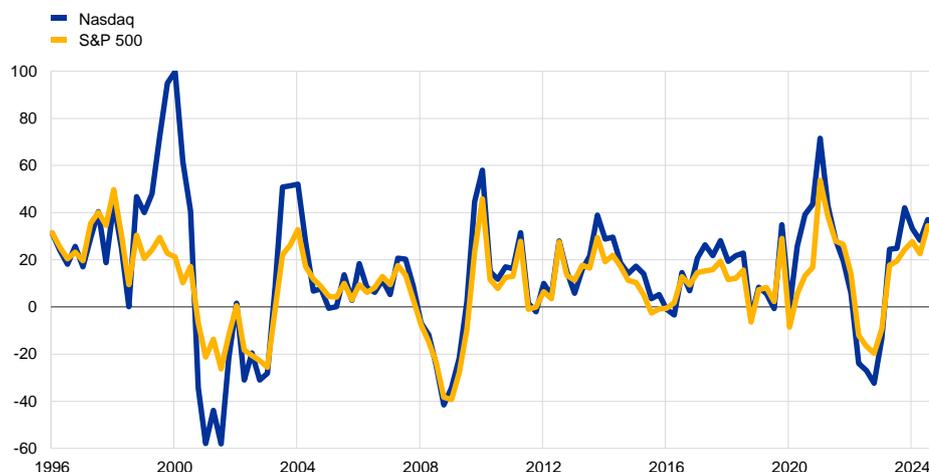
<sup>3</sup> Belege aus aktuellen Meldungen der „Glorreichen Sieben“ deuten darauf hin, dass in Verbindung mit diesen Unternehmen vermehrt über Fusions- und Übernahmeaktivitäten berichtet wurde.

## Abbildung A

### Aktienrenditen und Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den Vereinigten Staaten

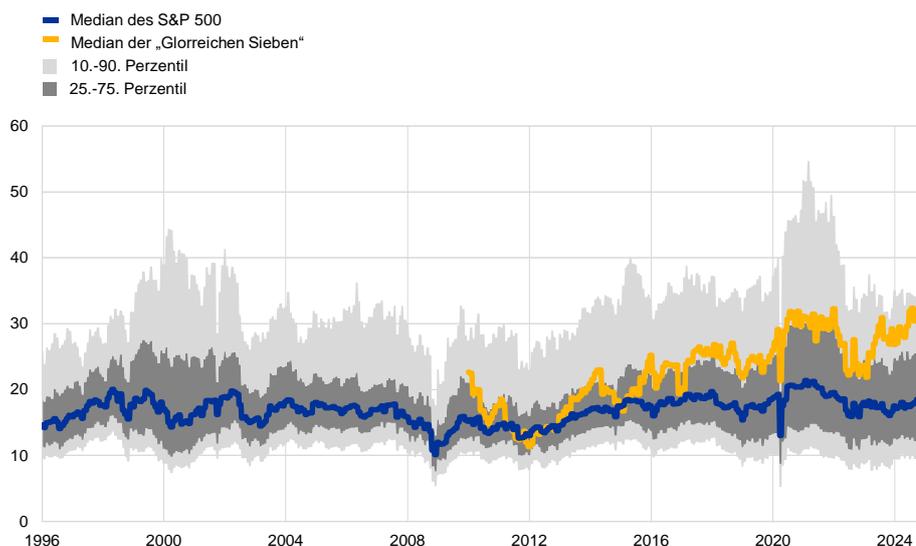
#### a) Aktienrenditen

(in %)



#### b) Zukunftsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnisse

(KGV)



Quellen: Bloomberg, LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a zeigen die Linien die Renditen des S&P 500 und des Nasdaq im Vorjahresvergleich (Daten zum jeweiligen Quartalsende). In Grafik b stellen die grauen Flächen das zukunftsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis der Unternehmen im S&P 500 für die beiden ausgewiesenen Perzentile dar. Die blaue und die gelbe Linie entsprechen dem Median des S&P 500 bzw. der „Glorreichen Sieben“ für die letzten Jahre. Die jüngsten Angaben in Grafik a beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (vierteljährliche Daten). Die jüngsten Angaben in Grafik b beziehen sich auf den 29. November 2024 (wöchentliche Daten).

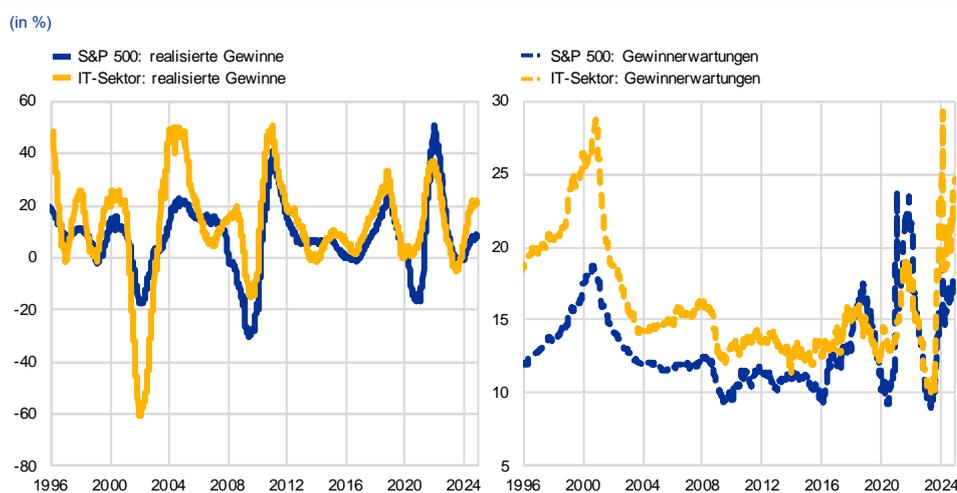
**Hohe Gewinnerwartungen im US-Technologiesektor, die sich aus der Hoffnung auf kräftige, durch die KI-Revolution bedingte Produktivitätszuwächse speisen, haben die Kursentwicklung der betreffenden Unternehmen beflügelt.**

Die Aktien der „Glorreichen Sieben“ wiesen in den vergangenen Jahren sehr hohe realisierte Unternehmensgewinne auf. Dies schürte die Erwartung weiterer Gewinnzuwächse und trug dazu bei, dass sich die Aktienkurse dieser Unternehmen besser als die anderer Firmen entwickelten. Marktanalysten erwarten für die Jahre 2025 und 2026 ein zweistelliges Gewinnwachstum des S&P 500, was deutlich

über dem langfristigen Durchschnitt liegen würde (siehe Abbildung B). Diese Erwartungen dürften durch KI-bedingte Produktivitätssteigerungen gestützt werden, da die künstliche Intelligenz in den Gewinnmeldungen der Unternehmen im S&P 500 vermehrt erwähnt wird.<sup>4</sup> Aus historischer Sicht wurde ein Gewinnwachstum von rund 18 %, wie es derzeit mit Blick auf den S&P 500 für die nächsten Jahre erwartet wird, marktweit allerdings relativ selten realisiert. So waren die Gewinnerwartungen während der Technologieblase im Jahr 2000 ähnlich hoch, wohingegen die realisierten Gewinne zwar zunächst umfangreich waren, anschließend aber kräftig sanken. Zudem ist aufgrund der oben genannten strukturellen Faktoren ungewiss, wie groß der Anteil der KI-bedingten Gewinne ausfällt, die dem breiteren Unternehmenssektor zufließen werden.

### Abbildung B

Langfristiges Gewinnwachstum je Aktie und realisierte Gewinne der Unternehmen im S&P 500 und im IT-Sektor



Quellen: IBES (über LSEG) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das langfristige Gewinnwachstum je Aktie bezieht sich auf den Median des erwarteten Gewinnwachstums in drei bis fünf Jahren. Das Wachstum der realisierten Gewinne wird im Vergleich zum Vorjahr ausgewiesen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. November 2024 (wöchentliche Daten).

### Die Modellanalyse deutet darauf hin, dass auch die Risikoneigung den Anstieg der Aktiennotierungen in den Vereinigten Staaten maßgeblich beeinflusst hat, wobei die Risikoprämien auf dem tiefsten Stand seit Jahren liegen. Am

Dividendenbarwertmodell für den S&P 500 und für Aktien von IT-Unternehmen lässt sich erkennen, dass die Risikoneigung der Anleger ein wesentlicher Faktor für die steigenden Aktienkurse war. Dieser Trend zeichnet sich seit 2022 besonders deutlich ab. Zu dieser Zeit sanken die Schätzungen der Aktienrisikoprämien auf einen mehrjährigen Tiefstand (siehe Abbildung C, Grafik a). Zum niedrigen Stand der Risikoprämien und zur hohen Risikoneigung können verschiedene Faktoren beigetragen haben. Hierzu zählen die Fortschritte beim Inflationsabbau – ohne dass sich eine Rezession abgezeichnet hätte – und die gedämpfte Nachfrage nach einer Absicherung gegen Extremrisiken.<sup>5</sup> Im IT-Sektor, der einige Unternehmen der

<sup>4</sup> Siehe beispielsweise IWF, [Corporate Earnings Monitor](#), Abbildung 19, 17. Juni 2024.

<sup>5</sup> Siehe EZB, [Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#), Kasten 2, Financial Stability Review, Mai 2024; EZB, [Kapitel 2.2](#) des Financial Stability Review, November 2024. Dort finden sich weiterführende Erörterungen der Aktienmarktrisiken.

„Glorreichen Sieben“ enthält, fallen die Risikoprämien besonders niedrig aus. Zusammen mit den hohen Gewinnerwartungen waren die historisch niedrigen Risikoprämien ein wesentlicher Grund für die robuste Entwicklung der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten. Diese zeigten sich auch dann noch stabil, als die Zinsen deutlich anzogen (siehe Abbildung C, Grafik b). Nach der Erklärung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom Dezember 2023, die eine Abkehr vom restriktiven geldpolitischen Kurs erkennen ließ, wurden die Aktiennotierungen kaum noch durch die Zinsentwicklung belastet.

### Abbildung C

#### Bedeutung der Aktienrisikoprämien für die Bewertungen im S&P 500 und im IT-Sektor

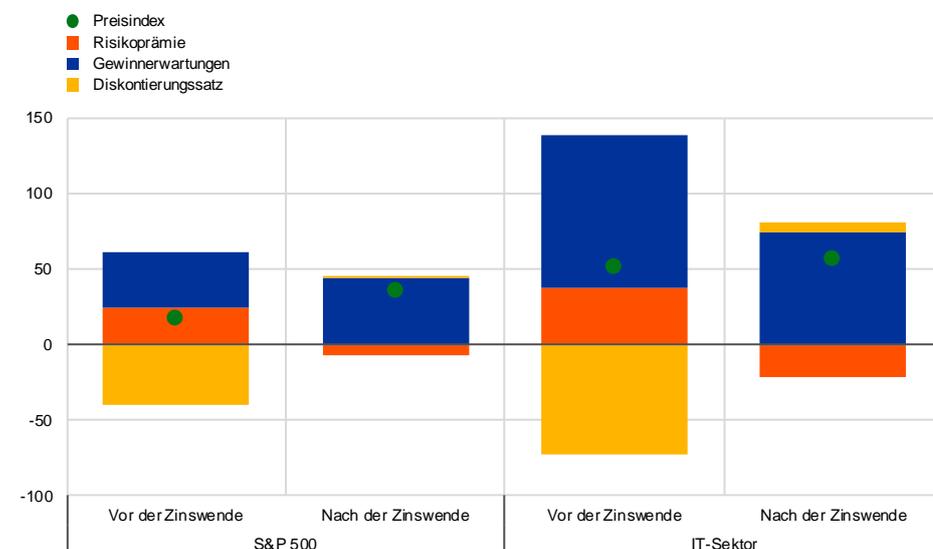
##### a) Risikoprämien für Aktien ausgewählter Sektoren des S&P 500

(in %)



##### b) Modellbasierte Zerlegung der Aktienrenditen seit 2023 für ausgewählte Sektoren des S&P 500

(in %)



Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Aktienrisikoprämie wird anhand eines Dividendenbarwertmodells ermittelt. Dabei handelt es sich um ein Standardmodell für Aktienbewertungen, das zur Beobachtung der Aktienmärkte und zur Schätzung der Risikoprämie eingesetzt wird. Ein Anstieg der Risikoprämie bedeutet, dass die Risikokompensation für das Halten von Aktien höher ausfällt; dies kann als eine größere Risikoscheu angesehen werden. Analog dazu steht ein Rückgang der Risikoprämie für eine abnehmende Risikoscheu. Um dieses Modell für den IT-Sektor zu schätzen, stützt sich der hier verwendete Ansatz auch auf eine Methodik, die für einen Gesamtindex entwickelt wurde. Siehe hierzu EZB, [Messung und Interpretation der Eigenfinanzierungskosten im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2018. In dem Modell werden Aktienrückkäufe mit einbezogen und die künftigen Cashflows mit Zinssätzen mit entsprechender Fälligkeit diskontiert. Außerdem sind drei Zeithorizonte für das erwartete Dividendenwachstum vorgesehen. Die erste Phase („vor der Zinswende“) bezieht sich auf die Veränderungen in der Zeit zwischen den Sitzungen des Offenmarktausschusses, die von Januar 2023 bis Dezember 2023 stattfanden. Die zweite Phase („nach der Zinswende“) betrifft die Veränderungen, die sich zwischen der Sitzung des Offenmarktausschusses vom Dezember 2023 und den jüngsten Beobachtungen ergaben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 29. November 2024 (wöchentliche Daten).

**Angesichts der hohen Bewertungen und der starken Konzentration am Aktienmarkt sind Aktien nach wie vor negativen Schocks ausgesetzt.** Vor dem

aktuellen Hintergrund eines sich wandelnden geopolitischen Umfelds, einer erhöhten Verschuldung sowie der Unsicherheit über die wirtschaftliche Lage im Allgemeinen und die künftigen KI-bedingten Produktivitätsgewinne im Besonderen könnten plötzliche Umschwünge hin zu einer Risikovermeidung wahrscheinlicher werden. Die modellbasierte Evidenz deutet darauf hin, dass beispielsweise Abwärtsrevisionen der gesamtwirtschaftlichen Aussichten die Aktiennotierungen in Phasen erhöhter Bewertungen möglicherweise stärker beeinflussen (siehe Abbildung D). In Anbetracht der Tatsache, dass der Aktienmarkt in den USA derzeit von hohen Bewertungen und einer starken Konzentration geprägt ist, könnten derartige Risiken zunehmend an Bedeutung gewinnen.<sup>6</sup>

### Abbildung D

Reaktion der US-Aktienkurse auf negative gesamtwirtschaftliche Schocks in den Vereinigten Staaten nach Aktienbewertung



Quellen: SEG und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Impulsreaktionen der US-Aktienkurse auf negative gesamtwirtschaftliche Schocks in den Vereinigten Staaten nach Aktienbewertung. Die Reaktionen werden mithilfe von lokalen Projektionen und entsprechenden Schwellenwerten geschätzt. Die Projektionen nutzen Tagesdaten, und es wird der Einfluss des Citi Economic Surprise Index kontrolliert. Die Reaktionen werden für eine Woche kumuliert ausgewiesen. Die gesamtwirtschaftlichen Schocks in den USA werden anhand einer bayesianischen Vektorautoregression auf Basis von Tageswerten identifiziert. Die Grundlage hierzu findet sich in: L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder und I. Van Robays, [What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2560, 2021. Der Schätzzeitraum erstreckt sich von Juli 2005 bis August 2024.

<sup>6</sup> Eine eingehendere Untersuchung der verschiedenen Arten von negativen Schocks und der Reaktionen der Aktienkurse lässt darauf schließen, dass hohe Gewinnerwartungen die Auswirkungen einer unerwarteten Risikoscheu und von geldpolitischen Schocks auf die Aktiennotierungen abfedern können. Siehe hierzu L. Chițu, M. Grothe, T. Schulze und I. Van Robays, [Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2860, 2023. Dementsprechend dürften durch Gewinnerwartungen bedingte hohe Aktienbewertungen weniger anfällig für eine größere Risikoscheu und für geldpolitische Schocks sein; im Gegensatz dazu könnten sie jedoch von negativen gesamtwirtschaftlichen Schocks in Mitleidenschaft gezogen werden.

## Kurzfristige Auswirkungen des Emissionshandelssystems auf die Investitionen in Europa

Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino und Vasileios Kostakis

**In diesem Kasten wird erörtert, wie sich das Emissionshandelssystem der EU (EU-EHS) auf die Investitionen in Europa auswirkt. Hierzu werden die Folgen der Bepreisung von CO<sub>2</sub>-Emissionen für internationale und inländische Investitionsströme empirisch untersucht.** Das EU-EHS hat zu einer Verringerung der Treibhausgasemissionen geführt und ist mit einem langfristigen Nutzen für die Umwelt sowie für die Wirtschaft und die Energieunabhängigkeit Europas verbunden. Empirische Daten zum langfristigen Nutzen belegen, dass das EHS auch klimafreundliche Investitionen fördert, mit denen die CO<sub>2</sub>-Intensität der Produktionsprozesse von Unternehmen gesenkt werden soll.<sup>1</sup> Bei einem Vergleich mit alternativen Politikinstrumenten zeigt sich, dass die CO<sub>2</sub>-Bepreisung einen effizienten Mechanismus darstellt, um Anreize für den Einsatz CO<sub>2</sub>-armer Technologien zu schaffen.<sup>2</sup> Dementsprechend trägt das EHS maßgeblich dazu bei, die Unabhängigkeit Europas von fossilen Brennstoffen zu stärken.

**Gleichwohl ist nicht auf den ersten Blick ersichtlich, wie sich das EHS kurzfristig auf die Investitionen ausgewirkt hat.** Der Nutzen für die Umwelt könnte zulasten der Investitionen gehen, da die CO<sub>2</sub>-Bepreisung wie eine Energiesteuer für Unternehmen wirkt.<sup>3</sup> Zudem könnte das EHS Investitionen in Länder umlenken, die keine vergleichbare Gesetzgebung zur Begrenzung der CO<sub>2</sub>-Emissionen durch Bepreisung oder Besteuerung eingeführt haben. Dies wird auch als Verlagerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen bzw. Carbon Leakage bezeichnet. Gleichzeitig könnte das EHS Anreize für Unternehmen schaffen, in klimafreundliche Technologien zu investieren. Dementsprechend werden die Einnahmen aus dem EHS über EU-Programme wie den Innovationsfonds, den Modernisierungsfonds und die REPowerEU-Komponente der Aufbau- und Resilienzfazilität eingesetzt, um klimafreundliche Investitionen zu fördern. Aktuell besteht noch immer kein klarer Konsens hinsichtlich der Auswirkungen auf die Investitionen. Folglich würde eine Klärung der Frage, welche dieser Bestimmungsfaktoren bislang die Oberhand hatten, dabei helfen, die Umweltpolitik so zu gestalten, dass das Risiko der Verlagerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen begrenzt und potenzielle volkswirtschaftliche Kosten verringert werden.

**Die folgende Analyse untersucht die Auswirkungen von Veränderungen des CO<sub>2</sub>-Preises auf internationale und europäische Investitionsströme.** Konkret

---

<sup>1</sup> Siehe J. Colmer, R. Martin, M. Muuls und U. J. Wagner, Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System, *The Review of Economic Studies*, Mai 2024.

<sup>2</sup> Siehe B. Anderson et al., Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, Nr. 108, 2021.

<sup>3</sup> Eine Erörterung der makroökonomischen Auswirkungen steuerbasierter Maßnahmen für den Übergang zu einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft findet sich in: EZB, [Die makroökonomischen Implikationen des Übergangs zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft](#), Wirtschaftsbericht 5/2023; D. R. Känzig, [The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing](#), Working Paper des NBER, Nr. 31221, 2023.

wird geschätzt, wie sich CO<sub>2</sub>-Preisschocks im Zeitverlauf in einzelnen Ländern und Sektoren auf Greenfield-Direktinvestitionen (Investitionen von Unternehmen im Ausland mit dem Ziel, neue Produktionskapazitäten aufzubauen) und auf Bruttoanlageinvestitionen auswirken. Um CO<sub>2</sub>-Preisschocks zu ermitteln, werden Veränderungen der Preise von Terminkontrakten auf Emissionszertifikate, die etwa zeitgleich mit Änderungen der EHS-Vorschriften auftreten, als Instrument in einem vektorautoregressiven Modell einbezogen.<sup>4</sup> Zu beachten ist, dass sich die Analyse auf die kurzfristigen Kosten der CO<sub>2</sub>-Bepreisung konzentriert. Der langfristige Nutzen von saubererer Energie und einer geringeren Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen ist indessen nicht Gegenstand dieses Kastens.<sup>5</sup> Untersucht wurde der Zeitraum von 2003 bis 2019, in den die Ankündigung der Umsetzung des EHS sowie die verschiedenen Phasen des EHS bis zum Ende der dritten Implementierungsphase fallen. Nicht betrachtet wurde die Pandemiephase, als es zu anders gearteten größeren Schocks kam. Diese könnten die Analyse verfälschen. Berücksichtigt wurden dagegen CO<sub>2</sub>-Preisschocks in Zusammenhang mit den 2019 erfolgten Ankündigungen zu den künftigen Änderungen der EHS-Vorschriften.

**Die empirische Analyse lässt darauf schließen, dass Greenfield-Direktinvestitionen in Europa vorübergehend gebremst werden, wenn der CO<sub>2</sub>-Preis steigt.** Nach einem CO<sub>2</sub>-Preisschock, der normiert zu einem Anstieg der Energiekomponente des Erzeugerpreisindex um 1 % führt (was einer Erhöhung der Preise für CO<sub>2</sub>-Terminkontrakte um 25 % zum Wirkungszeitpunkt entspricht), nehmen die europäischen Greenfield-Direktinvestitionen in außereuropäischen Ländern beträchtlich zu (siehe Abbildung A, Grafik a).<sup>6</sup> Außerdem weiten sich die Direktinvestitionen zwischen außereuropäischen Ländern nach einem Jahr aus. Analog dazu gehen die Europa zufließenden Greenfield-Direktinvestitionen – sowohl von außer- als auch von innerhalb Europas – zurück, wobei sich Letztere mittelfristig weiter verringern (siehe Abbildung A, Grafik b). Insgesamt legen diese Reaktionen nahe, dass Mittel vorübergehend aus Europa abgezogen werden könnten, wenn der CO<sub>2</sub>-Preis steigt.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Siehe D. R. Känzig, a. a. O.

<sup>5</sup> Es gibt Hinweise darauf, dass die Einführung des EHS Investitionen in Gang gesetzt hat, mit denen die CO<sub>2</sub>-Emissionen von Unternehmen langfristig verringert werden sollen, ohne dabei deren wirtschaftliche Aktivität zu beeinträchtigen. Siehe Anderson et al., a. a. O.

<sup>6</sup> Der Schock wird anhand von Instrumentenvariablen in einem vektorautoregressiven Modell und somit mittels Vorzeichen und Größenordnung identifiziert. Um die Ergebnisse sofort ablesen zu können, wurde er skaliert. Allerdings wird er durch die Skalierung vergleichsweise groß, wenn dies mit der durchschnittlichen Reaktion der Preise von CO<sub>2</sub>-Terminkontrakten auf frühere Änderungen der EHS-Vorschriften verglichen wird. Folglich ist davon auszugehen, dass die tatsächlichen Auswirkungen auf die Direktinvestitionen und die inländischen Investitionen in der Vergangenheit deutlich geringer waren.

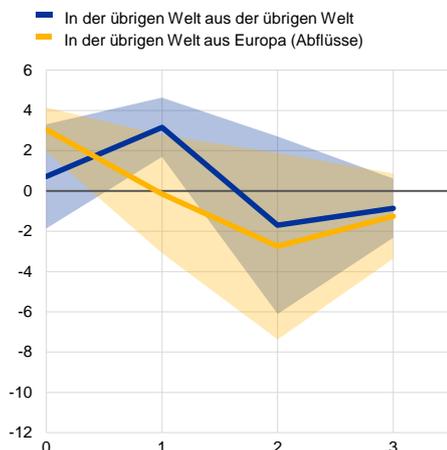
<sup>7</sup> Siehe J. Böning, V. Di Nino und T. Folger, [Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?](#), Der EZB-Blog, 1. Juni 2023; J. Böning, V. Di Nino und T. Folger, [Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2764, 2023.

## Abbildung A

### Wirkung eines CO<sub>2</sub>-Preisschocks auf die globalen Greenfield-Direktinvestitionen

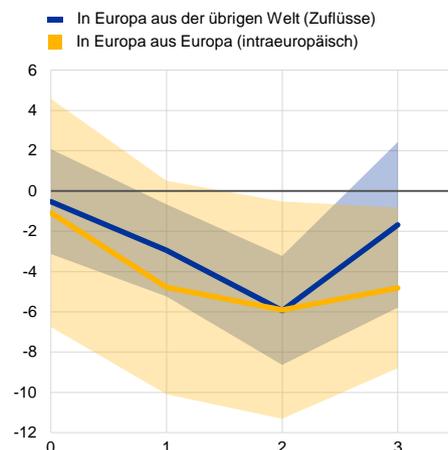
#### a) Wirkung eines CO<sub>2</sub>-Preisschocks auf die Direktinvestitionen in der übrigen Welt

(y-Achse: Veränderung in %; x-Achse: Anzahl der Jahre nach Eintritt des Schocks)



#### b) Wirkung eines CO<sub>2</sub>-Preisschocks auf die Direktinvestitionen in Europa

(y-Achse: Veränderung in %; x-Achse: Anzahl der Jahre nach Eintritt des Schocks)



Quellen: Eurostat, FT fDi Intelligence und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die geschätzten Auswirkungen auf angekündigte Greenfield-Direktinvestitionsprojekte durch einen CO<sub>2</sub>-Preisschock, der zu seinem Wirkungszeitpunkt einen Anstieg des Erzeugerpreisindex für Energie um 1 herbeiführt. Der Zeitraum erstreckt sich von 2003 bis 2019. Da das EHS 2005 in Kraft trat, wirkt sich die verlängerte Zeitreihe nicht wesentlich auf die Ergebnisse aus. Die Spezifikation lautet:  $\Delta_h Y_{ijt+h} = \alpha_j^h + \beta_h S_t + \sum_h X_{jt-1} + \epsilon_{ijt+h}$ . Dabei ist  $Y_{ijt+h}$  die am Zeithorizont  $h$  zwischen den Ländern  $i$  und  $j$  relevante Ergebnisvariable;  $X_{jt-1}$  enthält eine Reihe makroökonomischer Kontrollvariablen, darunter die verzögerte abhängige Variable. Die Kurven stellen die geschätzten Impulsantworten dar. Die durch die schattierten Bereiche gekennzeichneten 90%-Konfidenzintervalle basieren auf Driscoll-Kraay-Standardfehlern, die gegenüber serieller Korrelation und Querschnittsabhängigkeit robust sind.

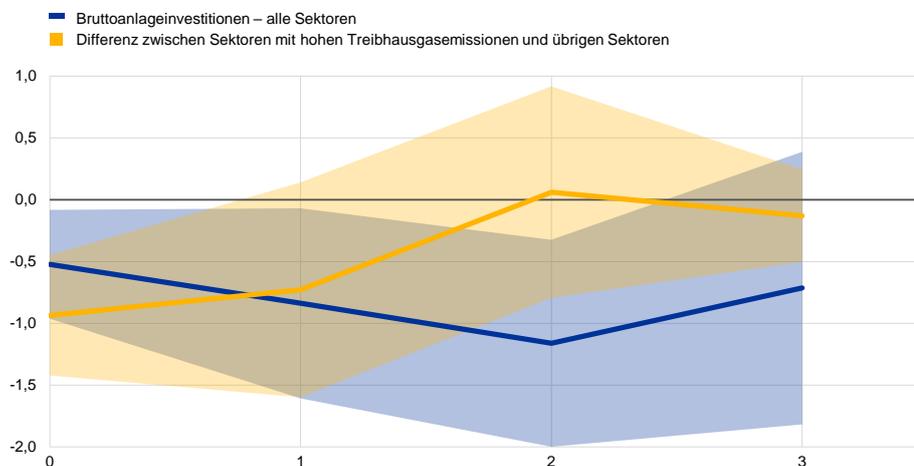
#### Zudem scheinen nachteilige Auswirkungen auf die inländischen Investitionen innerhalb Europas zu bestehen.

Nach einem CO<sub>2</sub>-Preisschock, der den Erzeugerpreisindex für Energie um 1 % ansteigen lässt, verringern sich die Bruttoanlageinvestitionen in der EU im ersten Jahr um 0,5 %. Der Gesamtrückgang nach zwei Jahren beträgt mehr als 1 % (siehe Abbildung B). Allerdings sind die Schätzungen mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet. Die Investitionen sinken, weil höhere CO<sub>2</sub>-Preise wie eine Steuer auf die Unternehmensproduktion wirken und somit die Wirtschaftsaktivität insgesamt verringern. Dieser Effekt übertrifft die erhöhten Investitionen zur Umstellung der betrieblichen Produktionsprozesse auf umweltfreundliche Energiequellen.

## Abbildung B

### Wirkung eines CO<sub>2</sub>-Preisschocks auf die Bruttoanlageinvestitionen in der EU

(y-Achse: Veränderung in %; x-Achse: Anzahl der Jahre nach Eintritt des Schocks)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt den geschätzten Effekt eines CO<sub>2</sub>-Preisschocks, der zu seinem Wirkungszeitpunkt einen Anstieg des Erzeugerpreisindex für Energie um 1 % herbeiführt. Die Spezifikation des Regressionsmodells entspricht der in der Anmerkung zu Abbildung A beschriebenen Spezifikation. Sektoren mit hohen Treibhausgasemissionen sind Sektoren, deren Emissionen (im Verhältnis zu ihrer Wertschöpfung) über dem Median liegen.

### Kohlenstoffintensive Sektoren sind die vom CO<sub>2</sub>-Preisschock am stärksten betroffenen Wirtschaftszweige.<sup>8</sup>

Der Rückgang der Gesamtinvestitionen ist vor allem auf das Baugewerbe, den Verkehrssektor und das verarbeitende Gewerbe zurückzuführen (siehe Abbildung C). Dagegen wurde der Sektor Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden trotz seiner in hohem Maße kohlenstoffintensiven Tätigkeiten nicht wesentlich von CO<sub>2</sub>-Preisschocks beeinträchtigt. Höchstwahrscheinlich hängt dies mit der Einführung kostenloser Emissionszertifikate in diesem Sektor zusammen.<sup>9</sup>

### Die Ergebnisse sind im Kontext mit anderen Studien zu sehen, die zeigen, dass das EHS weder zu einem Rückgang der Wirtschaftsaktivität noch zu einer umfangreichen Verlagerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen geführt hat.<sup>10</sup>

So ergibt sich die durch das EHS herbeigeführte Verringerung des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes weitgehend aus tatsächlichen Emissionssenkungen und nicht aus Produktionsverlagerungen in Regionen mit weniger strengen Umweltvorschriften. Die europäischen Beispiele einer Ergänzung der CO<sub>2</sub>-Bepreisung durch eine umfangreiche staatliche Förderung fortschrittlicher Technologien verdeutlichen zudem, dass sich beide Faktoren gegenseitig verstärken und die entscheidende wirtschaftliche Motivation für Investitionen in die Dekarbonisierung liefern können.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> Emissionsintensive Sektoren sind Sektoren auf der zweiten NACE-Gliederungsebene, deren Treibhausgasemissionen (im Verhältnis zu ihrer Wertschöpfung) über dem Median liegen.

<sup>9</sup> Ähnliche Ergebnisse finden sich in A. Matzner und L. Steiniger, [Firms' heterogeneous \(and unintended\) investment response to carbon price increases](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2958, 2024.

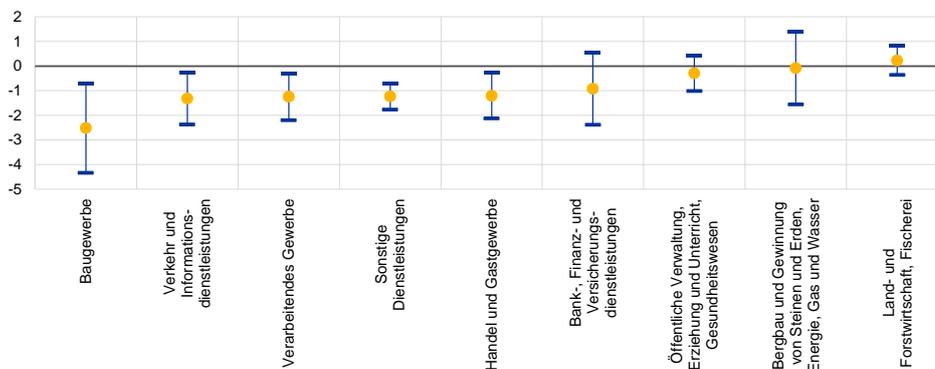
<sup>10</sup> Siehe Colmer et al., a. a. O. Wie dort anhand einer Analyse von Verwaltungsdaten aus Frankreich gezeigt wird, gibt es in den ersten beiden Phasen des EHS keine Evidenz für eine durch den Emissionshandel bedingte Verlagerung von CO<sub>2</sub>-Emissionen.

<sup>11</sup> Siehe Anderson et al., a. a. O.

### Abbildung C

#### Wirkung eines CO<sub>2</sub>-Preisschocks auf die Bruttoanlageinvestitionen in der EU nach Sektoren

(Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Antennen stellen die Wirkung auf die einzelnen Sektoren dar. Die Gruppierungen orientieren sich an der Methode von Känzig, a. a. O., die ebenfalls von Matzner und Steiniger, a. a. O., angewendet wird. Die Spezifikation des Regressionsmodells entspricht der in der Anmerkung zu Abbildung A beschriebenen Spezifikation.

**Die Analyse legt nahe, dass höhere CO<sub>2</sub>-Preise vorübergehend einen Rückgang der inländischen Investitionstätigkeit und einen Abfluss der globalen Direktinvestitionen aus Europa bewirken könnten. Der längerfristige Nutzen vermag diese kurzfristigen Effekte jedoch weitgehend wettzumachen.**<sup>12</sup>

Deshalb bedarf es einer umfassenderen Analyse, die auch den langfristigen Nutzen der Unabhängigkeit von fossilen Brennstoffen und der Verbesserung der Energieunabhängigkeit Europas untersucht. Neben verschärften Vorschriften zur Sektorabdeckung und den Emissionsrechten hat die Europäische Kommission das CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichssystem (CBAM) eingeführt. Es trägt dazu bei, europäische Unternehmen vor möglicherweise unfairer ausländischer Konkurrenz zu schützen und gleiche Wettbewerbsbedingungen wiederherzustellen, indem EU-Importeuren ein Preis berechnet wird, der im Verhältnis zu den durch die ausländischen Produktionsprozesse entstandenen Emissionen steht.<sup>13</sup> Zusammen mit den derzeit diskutierten ergänzenden Maßnahmen wird dies die künftige Produktionskapazität Europas und seine externe Wettbewerbsfähigkeit erhalten.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Die Auswirkungen auf die Investitionen und die Greenfield-Direktinvestitionen sind beträchtlich. Allerdings decken sie sich mit der aktuellen Literatur, in der – ebenso wie in diesem Kasten – die vierte EHS-Implementierungsphase berücksichtigt wird, die sich aus den in der dritten Phase angekündigten Änderungen der Vorschriften ergibt. Beispiele hierfür sind die geänderte Versteigerungsverordnung und der erlassene delegierte Beschluss zur Carbon-Leakage-Liste für den Zeitraum 2021-2030.

<sup>13</sup> Siehe hierzu auch die Website des [CBAM](#).

<sup>14</sup> Siehe G. Bijnens, C. Duprex und J. Hutchinson, [Obstacles to the greening of energy-intensive industries](#), Der EZB-Blog, 17. September 2024.

### 3 Welche Signale gehen von Messgrößen der Unsicherheit für die Wirtschaft aus?

Malin Andersson, Alina Bobasu und Roberto A. De Santis

**Unsicherheit spielt bei vielen ökonomischen Entscheidungen eine wesentliche Rolle, ist aber nicht direkt messbar. Ihr genauer Effekt lässt sich daher nur schwer bestimmen.** In Zeiten hoher Unsicherheit kann es vorkommen, dass private Haushalte und Unternehmen ihre Ausgaben und Investitionspläne aufschieben oder ganz streichen, was wiederum die Konjunktur belastet.<sup>1</sup> Unsicherheit ist nicht direkt beobachtbar. Deshalb befasst sich der vorliegende Kasten mit den jüngsten Signalen, die von verschiedenen Näherungsgrößen ausgehen. Diese werden in zwei Kategorien unterteilt: zum einen in Messgrößen, die direkt mit der kurzfristigen Wirtschaftslage zusammenhängen, und zum anderen in Messgrößen, die längerfristige politische Herausforderungen widerspiegeln. Untersucht werden zudem die Auswirkungen dieser Messgrößen auf wichtige gesamtwirtschaftliche Variablen.

**Die Unsicherheit hinsichtlich der kurzfristigen wirtschaftlichen Lage wird in der Regel mithilfe einer Kombination aus statistischen, umfragebasierten und finanziellen Indikatoren gemessen.** Eine wesentliche Messgröße für den Euroraum stellt der von Jurado et al. entwickelte Index der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit dar. Dabei wird die Unsicherheit definiert als Volatilität der Prognosefehler, die bei einer großen Zahl von Konjunkturindikatoren auf Dreimonatssicht zu beobachten sind.<sup>2</sup> Eine weitere Näherungsgröße ist die bei Consensus Economics verzeichnete Prognoseuneinigkeit. Diese erfasst die Streuung der Einjahresprognosen zum Wachstum des realen BIP, der Industrieproduktion, der privaten Konsumausgaben und der privaten Investitionen sowie zur am HVPI gemessenen Inflation und zu den Langfristzinsen. Darüber hinaus zeigt der von der Europäischen Kommission veröffentlichte umfragebasierte Indikator der wirtschaftlichen Unsicherheit, wie schwierig es für Unternehmer und Verbraucher ist, Prognosen zur Geschäftslage bzw. finanziellen Situation zu treffen. Des Weiteren hat die EZB mit dem Composite Indicator of Systemic Stress (CISS) einen Indikator für Finanzstress entwickelt. Dieser setzt sich aus unterschiedlichen marktbasierenden Finanzvariablen aus verschiedenen Segmenten des Finanzsystems zusammen.

**Überdies gibt es Unsicherheitsindikatoren, die sich auf längerfristige Herausforderungen für die Politik beziehen.** Eine dieser Messgrößen ist der auf Nachrichten basierende Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit für den

<sup>1</sup> Es gibt auch Arten von Unsicherheit, die zu einer höheren Investitions- und Wirtschaftstätigkeit führen können. Ein Beispiel hierfür ist die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem zuletzt kräftigen Anstieg der Investitionen in künstliche Intelligenz. Siehe S. C. Ludvigson, S. Ma und S. Ng, [Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 13, Nr. 4, 2021, S. 369-410.

<sup>2</sup> Siehe K. Jurado, S. C. Ludvigson und S. Ng, [Measuring Uncertainty](#), American Economic Review, Bd. 105, Nr. 3, 2015, S. 1177-1216; C. Scotti, [Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 82, 2016, S. 1-19.

Euroraum. Er misst anhand bestimmter Wörter, wie häufig in Zeitungen über wirtschaftspolitische Unsicherheit berichtet wird. Daneben zeigen drei weitere textbasierte Indikatoren die Unsicherheit, die in Bezug auf geopolitische Risiken, die Handelspolitik und die Klimapolitik herrscht.<sup>3</sup>

**Die Indikatoren, die Bedenken hinsichtlich der kurzfristigen Wirtschaftslage erfassen, zeigen derzeit ein relativ niedriges Unsicherheitsniveau an. Die Messgrößen der längerfristigen politisch bedingten Unsicherheit liegen dagegen auf einem höheren Niveau** (siehe Abbildung A). Zwar kletterten all diese Indikatoren während des russischen Einmarschs in die Ukraine auf einen Höchststand, doch die Messgrößen im Zusammenhang mit dem kurzfristigen Ausblick sind seitdem wieder auf ihre historischen Durchschnittswerte gesunken.<sup>4</sup> Dagegen liegen die meisten Messgrößen der politisch bedingten Unsicherheit weiterhin deutlich über ihrem historischen Mittelwert, was auf die anhaltende politische Polarisierung, die erwartete Regulierung und die globale Energiewende zurückzuführen ist.<sup>5</sup>

---

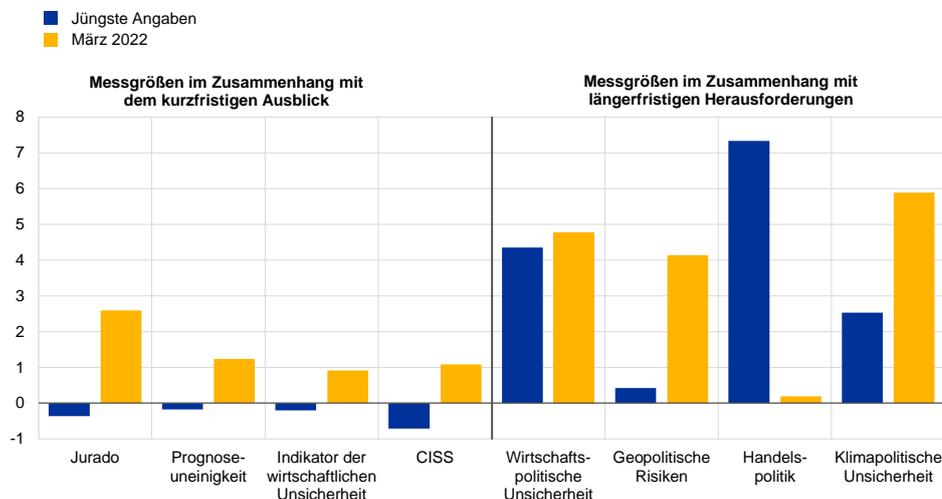
<sup>3</sup> Weitere Informationen zur verwendeten Methodik finden sich in: S. R. Baker, N. Bloom und S. J. Davis, [Measuring Economic Policy Uncertainty](#), *The Quarterly Journal of Economics*, Bd. 131, Nr. 4, 2016, S. 1593-1636; K. Gavriilidis, [Measuring Climate Policy Uncertainty](#), University of Stirling, Mai 2021.

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Die Auswirkungen des russischen Einmarschs in die Ukraine auf die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet über den Unsicherheitskanal](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2022.

<sup>5</sup> In Deutschland und Frankreich ist die wirtschaftspolitische Unsicherheit besonders hoch.

## Abbildung A Messgrößen der Unsicherheit

(standardisiert; Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: Jurado et al.<sup>1)</sup>, Consensus Economics, Europäische Kommission, Baker et al.<sup>2)</sup>, Caldara et al.<sup>3)</sup>, Caldara et al.<sup>4)</sup>, Gavriilidis<sup>5)</sup> und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Datenreihen sind für den Betrachtungszeitraum 1999-2019 standardisiert. Eine Ausnahme bildet dabei der Indikator der Europäischen Kommission für die wirtschaftliche Unsicherheit, der angesichts der eingeschränkten Datenverfügbarkeit für den Betrachtungszeitraum April 2019 bis September 2024 standardisiert ist. Bei der wirtschaftspolitischen Unsicherheit handelt es sich um den gewichteten Durchschnitt standardisierter länderspezifischer Messgrößen für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024 (Jurado und klimapolitische Unsicherheit), Oktober 2024 (Prognoseuneinigkeit) bzw. November 2024 (Indikator der wirtschaftlichen Unsicherheit, CISS, wirtschaftspolitische Unsicherheit, geopolitische Risiken und Handelspolitik).

1) K. Jurado, S. C. Ludvigson und S. Ng, *Measuring Uncertainty*, *American Economic Review*, Bd. 105, Nr. 3, 2015.

2) S. R. Baker, N. Bloom und S. J. Davis, *Measuring Economic Policy Uncertainty*, Working Paper des NBER, Nr. 21633, 2015.

3) D. Caldara und M. Iacoviello, *Measuring Geopolitical Risk*, *American Economic Review*, Bd. 112, Nr. 4, 2021, S. 1194-1225.

4) D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino und A. Raffo, *The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty*, *International Finance Discussion Papers*, Nr. 1256, 2019.

5) K. Gavriilidis, *Measuring Climate Policy Uncertainty*, University of Stirling, Mai 2021.

**Ein aus Earnings Calls abgeleiteter Risikoindikator deutet zudem darauf hin, dass die Risikoeinschätzung bei vielen der genannten Unsicherheitsfaktoren seit dem Höchststand im Frühjahr 2022 gesunken ist, aber immer noch über dem Vorpandemieniveau liegt** (siehe Abbildung B).<sup>6</sup> Der Risikoindikator misst den Anteil verschiedener Risiken an allen Risiken, die in Earnings Calls (d. h. Telefon- oder Videokonferenzen, in denen börsennotierte Unternehmen im Euroraum über ihre Finanzkennzahlen berichten) erwähnt wurden.<sup>7</sup> Auch wenn die Risiken nicht genau den hier genannten Unsicherheitskategorien zugeordnet werden können, stützt der Risikoindikator gleichwohl den Befund, dass die Risikoeinschätzung in Bezug auf mehrere Unsicherheitsfaktoren seit dem Höchststand im Frühjahr 2022 deutlich abgenommen hat. Zugleich halten sich erhöhte Bedenken im Hinblick auf geopolitische Spannungen und den Klimawandel.

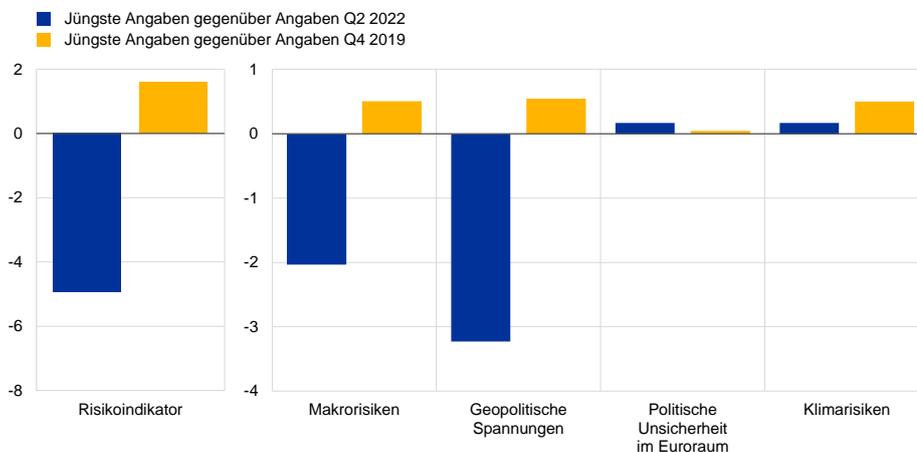
<sup>6</sup> Die Messgrößen der Unsicherheit und die der Risiken weisen zwar einen Gleichlauf auf, unterscheiden sich aber in ihrer Konzeption: Unsicherheit tritt auf, wenn die Informationen über die künftige Entwicklung unzureichend sind oder nicht zur Verfügung stehen, während ein Risiko mit der Wahrscheinlichkeit eines spezifischen wirtschaftlichen Ereignisses verbunden ist.

<sup>7</sup> Nähere Einzelheiten zur Methodik finden sich in: EZB, [Erkenntnisse aus Earnings Calls - welche Hinweise liefern Risikoeinschätzung und Stimmungslage der Unternehmen?](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2024.

## Abbildung B

### Aus Earnings Calls abgeleiteter Risikoindikator

(Anteil an den genannten Risiken insgesamt in %, Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: NL Analytics und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „Makrorisiken“ beziehen sich auf in den Earning Calls genannte Lieferkettenrisiken und Finanzierungsbedingungen, „geopolitische Spannungen“ auf die geopolitischen Spannungen in der Ukraine und im Nahen Osten, „politische Unsicherheit im Euroraum“ auf politische Risiken im Euroraum insgesamt oder in den einzelnen Ländern des Euroraums und „Klimarisiken“ auf Erwähnungen von beispielsweise „Kohlenstoff“, „Klima“ und „Politik“. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

### Ein Anstieg der Unsicherheit ist in der Regel mit einem Rückgang des realen BIP sowie mit einer stärkeren negativen Wirkung auf die Unternehmensinvestitionen als auf den Konsum verknüpft (siehe Abbildung C).

Um die Auswirkung einer steigenden Unsicherheit zu ermitteln, werden bayesianische vektorautoregressive Modelle (BVAR-Modelle) für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2024 geschätzt.<sup>8</sup> Die Modelle umfassen das reale BIP, die privaten Konsumausgaben, die Unternehmensinvestitionen, den BIP-Deflator und jeweils eine Messgröße der Unsicherheit (bzw. der Risiken).<sup>9</sup> Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass ein Anstieg der Unsicherheit bei allen Messgrößen (mit Ausnahme der Messgröße für die geopolitischen Risiken) mit einem Rückgang des realen BIP, der privaten Konsumausgaben und der Unternehmensinvestitionen verbunden ist, wobei die Unternehmensinvestitionen deutlich stärker sinken als der Konsum.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Im Einklang mit Lenza und Primiceri (2022) beinhaltet die Schätzung eine Anpassung, um die einmaligen wirtschaftlichen Folgen der Covid-19-Pandemie zu berücksichtigen (siehe M. Lenza und G. E. Primiceri, [How to estimate a vector autoregression after March 2020](#), Journal of Applied Econometrics, Bd. 37, Nr. 4, 2022, S. 688-699).

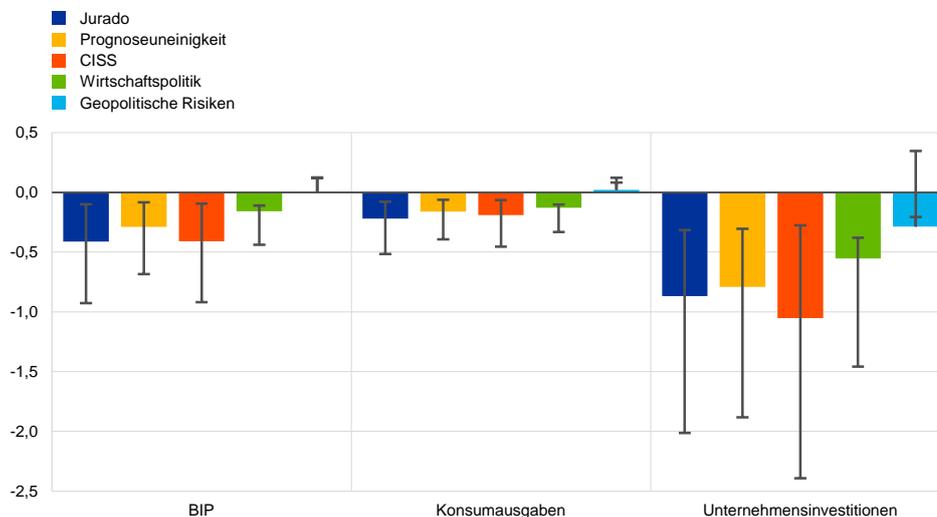
<sup>9</sup> Die allgemeineren Auswirkungen von Messgrößen der handels- und klimapolitischen Unsicherheit auf die Wirtschaftstätigkeit werden im vorliegenden Kasten nicht untersucht, da diese spezifischen Bereiche unmittelbar von Handelsschwankungen und umweltpolitischen Maßnahmen betroffen sind. Zudem bleibt der Risikoindikator wegen seines kurzen Betrachtungszeitraums in der empirischen Untersuchung unberücksichtigt.

<sup>10</sup> Siehe auch 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; A. Bobasu, L. Quaglietti und M. Ricci, [Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area](#), IMF Economic Review, Bd. 72, Nr. 2, 2024, S. 820-857.

## Abbildung C

### Auswirkung eines Anstiegs der Unsicherheitsmessgrößen

(Abweichung vom Trendniveau in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die BVAR-Modelle umfassen das BIP, die privaten Konsumausgaben, die Unternehmensinvestitionen, den BIP-Deflator und jeweils eine Messgröße der Unsicherheit (bzw. der Risiken). Die Modelle werden anhand vierteljährlicher Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2024 geschätzt. Die Identifikation erfolgt auf Basis der Cholesky-Zerlegung, bei der die Unsicherheitsmessgröße an erster Stelle steht. Die Ergebnisse erweisen sich jedoch auch in Bezug auf negative Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit als robust, wenn die Unsicherheit an letzter Stelle steht. Der Anstieg der Unsicherheit spiegelt einen Anstieg der Unsicherheitsmessgröße um eine Standardabweichung wider. Die hier dargestellten Ergebnisse bilden die Effekte nach vier Quartalen ab. Die Antennen zeigen ein Kreditintervall von 68 %.

**Die Unsicherheit in Bezug auf die kurzfristige Wirtschaftslage scheint die gegenwärtige Wirtschaftstätigkeit bislang nicht maßgeblich beeinflusst zu haben. Im Gegensatz dazu dürfte die Unsicherheit im Zusammenhang mit den längerfristigen politischen Herausforderungen relevant bleiben.** Während sich die aus kurzfristigen Wirtschaftsindikatoren abgeleitete Unsicherheit gemessen an ihren früheren Höchstständen zuletzt in Grenzen hielt, dürfte die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Wirtschaftspolitik erhöht bleiben. Zurückzuführen ist dies auf die sich ständig wandelnden Herausforderungen für die nationale Politik. Daher dürfte die Unsicherheit im Zusammenhang mit Herausforderungen für die Politik die Wirtschaftstätigkeit – und dabei vor allem die Unternehmensinvestitionen – in den kommenden Quartalen weiter belasten.

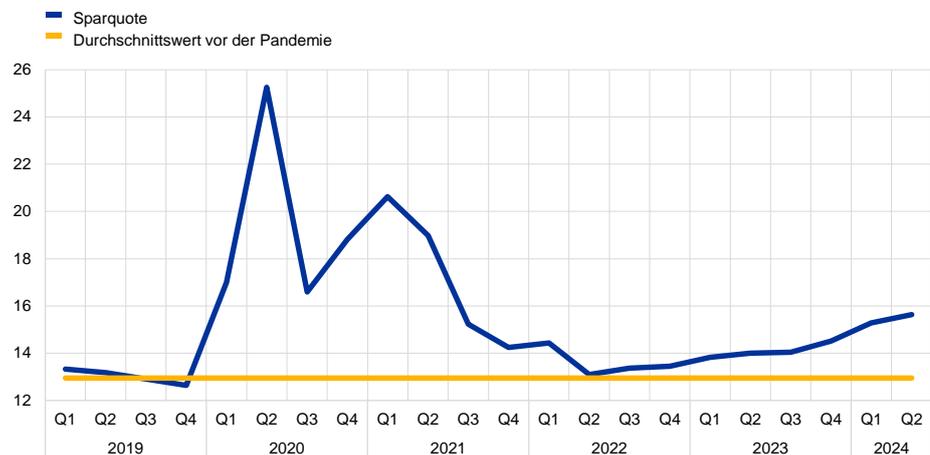
## Wie lässt sich die hohe Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum erklären?

Alina Bobasu, Johannes Gareis und Grigor Stoevsky

**Nachdem die Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum 2020 pandemiebedingt stark gestiegen war, ging sie bis Mitte 2022 auf das vor der Pandemie verzeichnete Durchschnittsniveau zurück. Seitdem hat sie sich aber wieder spürbar erhöht.** Den vierteljährlichen Sektorkonten von Eurostat zufolge stieg die saisonbereinigte Sparquote der privaten Haushalte im Euroraum nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie kräftig an.<sup>1</sup> Ursächlich hierfür waren vor allem die zur Eindämmung des Virus verhängten Lockdowns, die den Konsum dämpften, während die Regierungen gleichzeitig Maßnahmen ergriffen, um die verfügbaren Einkommen zu stützen.<sup>2</sup> Nachdem die Einschränkungen bis 2022 weitgehend aufgehoben worden waren, sank die Sparquote wieder auf ihren Durchschnittswert vor der Pandemie (siehe Abbildung A). In den vergangenen beiden Jahren hat sie sich jedoch bei einem nach wie vor schwachen Konsumverhalten erneut erhöht. Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren des jüngsten Anstiegs der Sparquote analysiert und die kurzfristigen Auswirkungen auf den privaten Konsum untersucht.

**Abbildung A**  
Sparquote der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Bruttoeinkommens)



Quellen: Vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat und EZB sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Der Durchschnittswert vor der Pandemie wurde vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2019 berechnet.

**Ein Faktor, der zum jüngsten Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte beitrug, war der kräftige Einkommenszuwachs.** Die Realeinkommen der privaten Haushalte sind in den vergangenen beiden Jahren um 3,8 % gewachsen. Zu

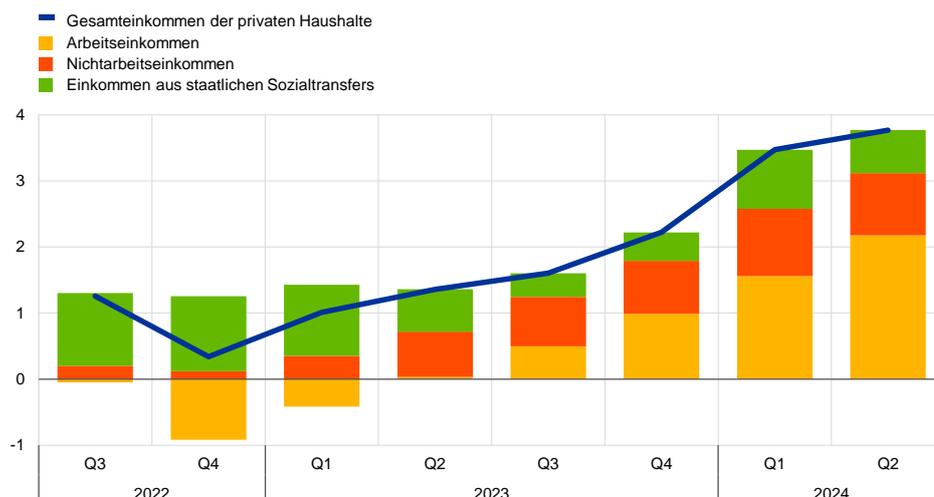
<sup>1</sup> Die vierteljährlichen Sektorkonten für den Euroraum werden von der EZB und Eurostat gemeinsam erstellt.

<sup>2</sup> Siehe hierzu auch EZB, [Höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte infolge von Covid 19 – aus Vorsorge oder Zwang?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2020.

verdanken ist dies dem starken Anstieg sowohl des Arbeits- als auch des Nichtarbeitseinkommens (siehe Abbildung B). Die Zunahme des Nichtarbeitseinkommens, das Einkünfte aus selbstständiger Tätigkeit, Nettozinsenerträge, Dividenden und Mieteinnahmen umfasst, wirkt sich besonders positiv auf die Ersparnisbildung aus.<sup>3</sup> Dies hängt damit zusammen, dass das Nichtarbeitseinkommen in erster Linie von reicheren Privathaushalten erwirtschaftet wird, die generell mehr sparen als ärmere Haushalte.<sup>4</sup> Darüber hinaus hat auch die Finanzpolitik das Wachstum der Realeinkommen seit dem dritten Quartal 2022 gestützt. Dies lässt sich größtenteils auf die diskretionären Maßnahmen zurückführen, die ergriffen wurden, um die Auswirkungen des Energiepreisschocks abzufedern. Darunter befanden sich auch erhebliche nicht zielgerichtete Maßnahmen zur Einkommensstützung. Da auch reichere Privathaushalte – die einen kleineren Anteil ihres Einkommens für den Konsum ausgeben – von diesen Maßnahmen profitierten, könnte dies ebenfalls zu einer höheren Sparquote beigetragen haben.<sup>5</sup>

**Abbildung B**  
Entwicklung des Realeinkommens der privaten Haushalte

(Veränderung seit dem zweiten Quartal 2022 in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat und EZB sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Das Arbeitseinkommen wird anhand des Arbeitnehmerentgelts ermittelt. Zum Nichtarbeitseinkommen zählen Einkünfte aus selbstständiger Tätigkeit, Nettozinsenerträge, Dividenden und Mieteinnahmen. Das Einkommen aus staatlichen Sozialtransfers wird als Restwert ermittelt. Zur Berechnung der Realwerte werden alle Komponenten des Haushaltseinkommens mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen deflationiert.

**Obwohl die Privathaushalte in den vergangenen beiden Jahren kräftige Einkommenszuwächse verzeichneten, halten sie sich mit Ausgaben weiterhin zurück.** Nachdem sich das Wachstum der realen privaten Konsumausgaben nach der Pandemie erholt hatte, schwächte es sich angesichts des stärkeren Preisauflaufs und der darauffolgenden geldpolitischen Straffung merklich ab. Der

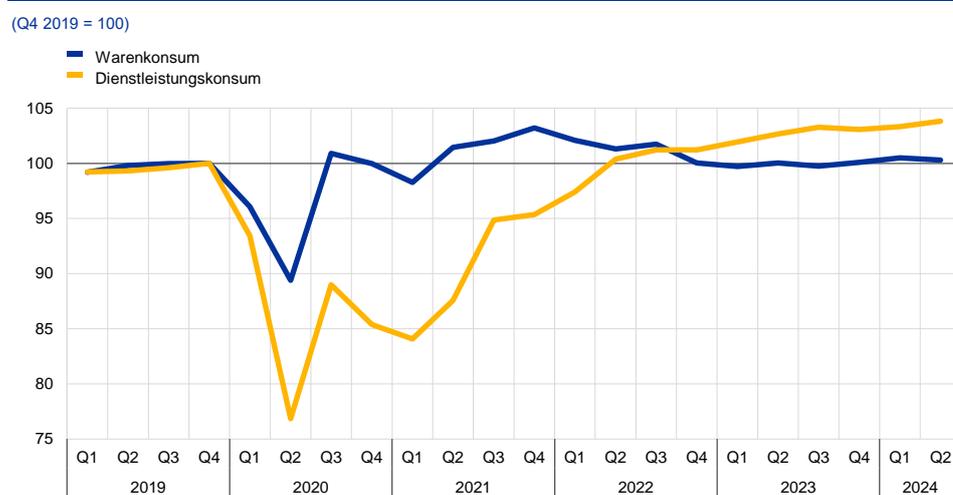
<sup>3</sup> Siehe auch EZB, [Grundlagenbeitrag zur Messung der Einkommen der privaten Haushalte](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2023.

<sup>4</sup> Siehe beispielsweise K. Bańkowska et al., [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 287, 2021.

<sup>5</sup> Siehe EZB, [Finanzpolitik und hohe Inflation](#), Wirtschaftsbericht 2/2023.

Inflationsschub war größtenteils auf einen kräftigen Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen, der zu einem relativ starken Rückgang des Verbrauchs dieser Waren führte.<sup>6</sup> Die anschließenden Zinserhöhungen hatten eine verstärkte Ersparnisbildung zur Folge und dürften den Warenkonsum mehr gedämpft haben als den Dienstleistungskonsum. Besonders stark betroffen war der Konsum von Gebrauchsgütern, da er sensibler auf Zinsänderungen reagiert als der Konsum von Dienstleistungen.<sup>7</sup> Insgesamt sank der Warenkonsum Anfang 2023 wieder unter das Vorpandemieniveau und stagnierte in den vergangenen beiden Jahren weitgehend. Zugleich stieg der Dienstleistungskonsum weiter an, wenn auch in einem moderateren Tempo (siehe Abbildung C).

**Abbildung C**  
Realer Waren- und Dienstleistungskonsum der privaten Haushalte



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Saisonbereinigte Daten. Der Warenkonsum und der Dienstleistungskonsum basieren auf einer Aggregation der verfügbaren Daten zu den Verwendungszwecken des realen Konsums der privaten Haushalte.

**Aufgrund des Inflationsschubs sank in den vergangenen beiden Jahren das reale Nettovermögen der privaten Haushalte, womit sich für sie der Anreiz erhöhte, das Vermögen wieder aufzubauen.** Das Nettovermögen der privaten Haushalte, das Vermögen aus Immobilien, Einlagen, Anleihen und Aktien abzüglich ihrer Verbindlichkeiten umfasst, stieg im Zuge der Pandemie deutlich an. Dazu beigetragen hat die Hortung pandemiebedingter Ersparnisse. Nominal erhöhte sich das Nettovermögen nach der Pandemie weiter, wenngleich in einem langsameren Tempo (siehe Abbildung D).<sup>8</sup> Real betrachtet verringerte sich das Nettovermögen der privaten Haushalte jedoch ab 2022 und erreichte im Jahresverlauf 2023 wieder das Vorpandemieniveau. Dieser Rückgang trug wahrscheinlich zum jüngsten

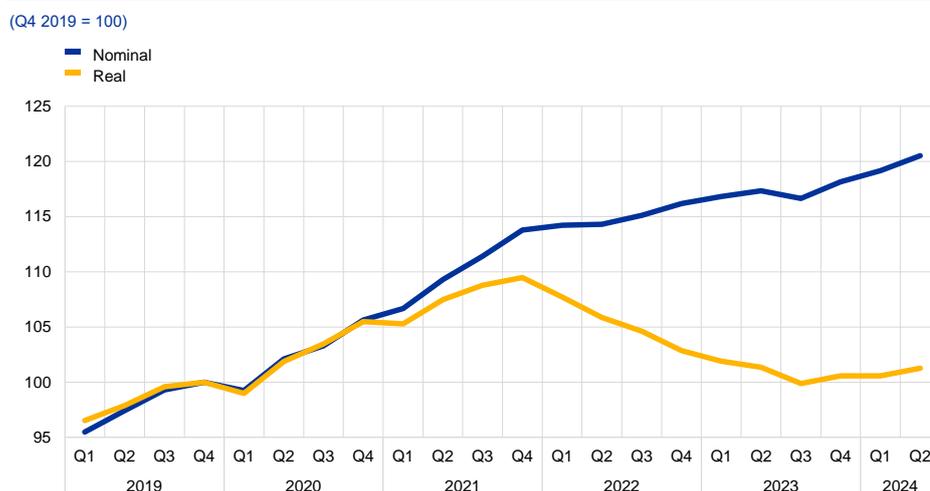
<sup>6</sup> Siehe EZB, [Auswirkung höherer Energiepreise auf den Konsum von Waren und Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 8/2022; EZB, [Wie haben die privaten Haushalte in Anbetracht der hohen Inflation ihr Konsum- und Sparverhalten angepasst?](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2024.

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Geldpolitik und jüngste Abschwächung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 8/2023.

<sup>8</sup> Siehe Europäische Kommission, [Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption](#), Winterprognose 2024 der Europäischen Kommission, 2024.

Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte bei, da sie einen größeren Anreiz hatten, ihr reales Nettovermögen wieder aufzubauen.<sup>9</sup>

**Abbildung D**  
**Nettovermögen der privaten Haushalte**



Quellen: Eurostat, vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat und der EZB sowie EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Zur Berechnung der Realwerte wird das Nettovermögen der privaten Haushalte mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen deflationiert.

**Ein Zeitreihenmodell zum Konsum der privaten Haushalte unter Verwendung herkömmlicher gesamtwirtschaftlicher Bestimmungsfaktoren gibt genaueren Aufschluss über die Wirtschaftsfaktoren, die für den jüngsten Anstieg der Sparquote verantwortlich sind.** Mithilfe eines Fehlerkorrekturmodells in reduzierter Form, das die langfristige und die kurzfristige Entwicklung kombiniert, lässt sich das vierteljährliche Wachstum der Konsumausgaben erklären.<sup>10</sup> Langfristig wird das Niveau der realen Konsumausgaben der privaten Haushalte von der Höhe ihres Realeinkommens, ihres realen Nettovermögens und der Realzinsen bestimmt. Kurzfristig spielen auch andere zyklische Faktoren eine Rolle, beispielsweise das Verbrauchervertrauen als Bestimmungsfaktor des Vorsichtssparens. In dem Modell wird die Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte in vier Faktoren aufgeschlüsselt – Einkommen, Vermögen, Zinsen und Verbrauchervertrauen –, wobei ein Wachstum der Realeinkommen der privaten Haushalte als gegeben angenommen wird.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Eine eingehende Analyse des Einflusses der Inflation und der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung findet sich in: EZB, [Die verteilungsbasierte Vermögensbilanz der privaten Haushalte im Euroraum](#), Wirtschaftsbericht 5/2024.

<sup>10</sup> Siehe auch G. de Bondt, A. Gieseck, P. Herrero und Z. Zekaite, [Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2343, 2019.

<sup>11</sup> Die Modellparameter werden anhand von Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum Schlussquartal 2019 geschätzt. Die Realwerte werden durch Deflationierung des Einkommens und des Nettovermögens der privaten Haushalte mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelt. Der Realzins wird anhand des Dreimonats-EURIBOR berechnet, bereinigt um die erwartete jährliche Änderungsrate des Verbraucherpreisanstiegs gemäß der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission. Dabei wird die Preissteigerungsrate für den fehlenden Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2003 anhand der tatsächlichen jährlichen HVPI-Inflation rückgerechnet. Das Verbrauchervertrauen wird als Abweichung vom langfristigen Durchschnittswert vor der Pandemie ausgedrückt.

**Empirische Belege deuten darauf hin, dass steigende Realeinkommen und hohe Realzinsen in Verbindung mit negativen Realvermögenseffekten die Ersparnisse der privaten Haushalte in den vergangenen beiden Jahren erhöht haben.** Laut den Modellergebnissen war der Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte vom zweiten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2024 größtenteils auf Einkommenseffekte zurückzuführen. Diese ergaben sich daraus, dass die privaten Haushalte ihren Konsum nicht unmittelbar an den starken Zuwachs der Realeinkommen anpassten. Zinseffekte und Vermögenseffekte spielten ebenfalls eine wichtige Rolle (siehe Abbildung E). Des Weiteren sorgten auch Vorsichtsmotive für eine verstärkte Ersparnisbildung. Dies galt insbesondere 2022 nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine, der zu einer Abnahme des Verbrauchervertrauens führte. Allerdings scheinen diese Motive inzwischen an Bedeutung verloren zu haben, denn das Verbrauchervertrauen hat sich nach dem Einbruch im zweiten Halbjahr 2022 allmählich erholt.<sup>12</sup> Zudem lässt sich die Veränderung der Sparquote in den vergangenen beiden Jahren nicht in Gänze mit den vorstehend beschriebenen Faktoren erklären. Dies zeigt sich deutlich an dem nicht erklärbaren Teil der Aufschlüsselung, der auf nicht modellierte Faktoren hinweist, die zusammengenommen den Anstieg der Sparquote seit Mitte 2022 belastet haben. Diese kumulative Perspektive verschleiert jedoch die Tatsache, dass die Ersparnisse in den vergangenen drei Quartalen stärker gestiegen sind als zuvor erwartet und vom Modell nahegelegt. Höchstwahrscheinlich ist dies darauf zurückzuführen, dass die Konsumträgheit stärker ist und sich die Ausgaben der privaten Haushalte langsamer an die steigende Kaufkraft und die abnehmenden negativen Schocks anpassen, als dies anhand der historischen Gesetzmäßigkeiten zu erwarten wäre.<sup>13</sup>

---

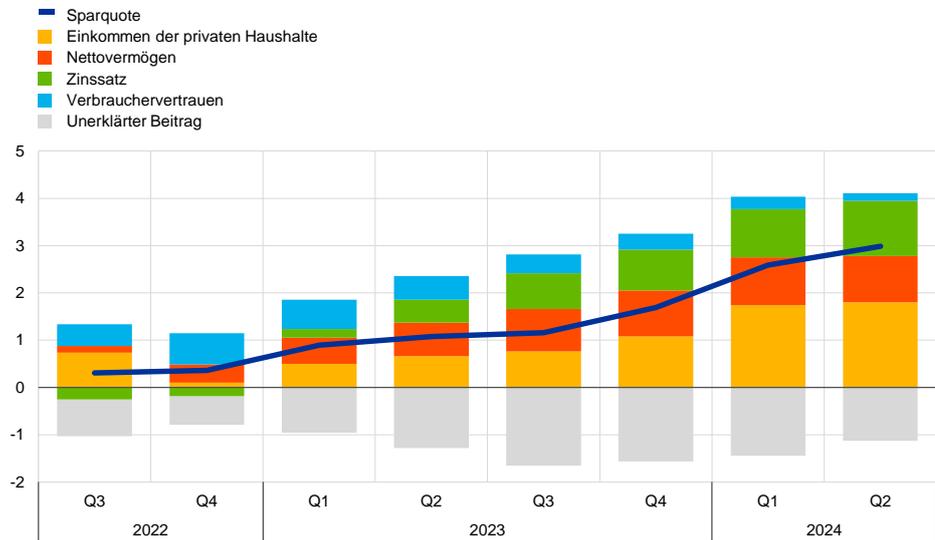
<sup>12</sup> Siehe EZB, [Warum ist die Stimmung unter den privaten Haushalten im Euroraum nach wie vor getrübt, und wie wirkt sich dies auf die privaten Konsumausgaben aus?](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 6/2024.

<sup>13</sup> Ein weiterer Faktor, der nicht im Modell berücksichtigt ist, der aber zu den zuletzt erhöhten Sparquoten beigetragen haben könnte, ist die hohe Unsicherheit im Hinblick auf längerfristige Herausforderungen für die Politik. Siehe hierzu Kasten 3 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

## Abbildung E

### Beiträge zur Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte: eine modellbasierte Aufschlüsselung

(Veränderung seit dem zweiten Quartal 2022 in Prozentpunkten; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB, vierteljährliche Sektorkonten von Eurostat und der EZB sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die Beiträge der Realeinkommen der privaten Haushalte, des realen Nettovermögens, der Realzinsen und des Verbrauchervertrauens zur kumulierten Veränderung der Sparquote der privaten Haushalte seit dem zweiten Quartal 2022. Grundlage ist ein geschätztes Fehlerkorrekturmodell für das Wachstum der privaten Konsumausgaben, bei dem das Wachstum der Realeinkommen der privaten Haushalte als gegeben angenommen wird.

**In nächster Zeit dürfte die Sparquote der privaten Haushalte hoch bleiben. Im weiteren Verlauf sollte sie jedoch unter das derzeitige Niveau sinken.** Ihre wichtigsten Triebfedern – steigende Realeinkommen, erhöhte Realzinsen und Anreize zum Wiederaufbau des realen Vermögens – dürften noch einige Zeit Bestand haben. Die Sparquote dürfte daher auf kurze Sicht hoch bleiben, allerdings unter anderem aufgrund der sinkenden Zinsen vermutlich leicht unter dem jüngsten Spitzenwert liegen. Der erwartete Rückgang der Sparquote dürfte in Verbindung mit dem anhaltend starken Wachstum des realen Arbeitseinkommens die Dynamik der privaten Konsumausgaben unterstützen.

## 5 Durchwirken der Geldpolitik auf die Teuerung bei Waren und Dienstleistungen – eine granulare Perspektive

Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka und Catalina Martínez Hernández

**Die Geldpolitik beeinflusst die Verbraucherpreise über mehrere Kanäle. Tempo und Ausmaß dieses Einflusses variieren jedoch je nach Konsumkategorie.** Der sprunghafte Inflationsanstieg nach der Pandemie war auf eine beispiellose Kombination verschiedener Schocks zurückzuführen. Hierzu zählen unter anderem Lieferkettenstörungen, Energiepreisschocks und die Auswirkungen des Nachfragestaus während des Wiederhochfahrens der Wirtschaft. Die EZB reagierte mit energischen Maßnahmen. So beendete sie die geldpolitische Akkommodierung, welche die Wirtschaft während der Pandemie gestützt hatte, und ging zu einer restriktiven Geldpolitik über. In der Folge setzte ein Disinflationsprozess ein, der das Abklingen der angebotsseitigen Schocks und die Wirksamkeit der entschlossenen und mit deutlichen Zinserhöhungen verbundenen geldpolitischen Maßnahmen widerspiegelte. Parallel hierzu war jedoch ein anhaltender Anstieg der Kerninflation – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) – zu beobachten. Im vorliegenden Kasten wird das heterogene Durchwirken geldpolitischer Schocks auf die Inflation im Euroraum untersucht. Dabei liegt der Schwerpunkt auf dem unterschiedlichen Verhalten der einzelnen im HVPIX enthaltenen Waren- und Dienstleistungspreise. Durch die Betrachtung dieses Index lassen sich wichtige Erkenntnisse über den Verlauf einer Inflationskomponente gewinnen, die in der Regel eher dauerhafte Entwicklungen erfasst.

**Eine Untersuchung der Transmission der Geldpolitik auf die disaggregierten Preise kann wertvolle Informationen liefern und die gängigen Analysen der aggregierten Inflation ergänzen.** In diesem Kasten wird der Einfluss geldpolitischer Schocks auf die Preise aller 72 vierstelligen COICOP-Positionen im HVPIX-Warenkorb geschätzt.<sup>1</sup> Nach der Schätzung mit positionsspezifischen bayesianischen Vektorautoregressionsmodellen (BVARs)<sup>2</sup> werden die einzelnen Waren- und Dienstleistungspositionen entsprechend ihrer Reagibilität auf geldpolitische Schocks über einen Zeitraum von drei Jahren in drei Sensibilitätskategorien unterteilt: a) hoch sensibel, b) moderat sensibel und c) nicht

<sup>1</sup> In der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (COICOP) werden die Positionen im Warenkorb länderübergreifend standardisiert. Die vierstellige Klassifikation im Euroraum umfasst 93 Preiskategorien. Weitere Einzelheiten sind der [Eurostat-Website](#) zu entnehmen.

<sup>2</sup> Basierend auf A. Allayioti, L. Górnicka, S. Holton und C. Martínez Hernández, [Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 3003, 2024. Bei der Schätzung werden positionsspezifische bayesianische Vektorautoregressionsmodelle (BVARs) verwendet, die mehreren makrofinanziellen Faktoren Rechnung tragen. Die Stichprobe variiert je nach Position und deckt den Zeitraum von Anfang der 2000er-Jahre bis September 2023 ab. Die geldpolitischen Schocks entsprechen jenen in M. Jarociński und P. Karadi, [Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 12(2), 2020, S. 1-43. Eine Aktualisierung der Schocks erfolgte anhand der Datenbank unerwarteter geldpolitischer Schocks von C. Altavilla, L. Brugnolini, R. s. Gürkaynak, R. Motto und G. Ragusa, [Measuring euro area monetary policy](#), Journal of Monetary Economics, Bd. 108, 2019, S. 162-179.

sensibel.<sup>3,4</sup> So lässt sich beurteilen, welche Positionen aus dem Warenkorb der Kerninflation stark auf geldpolitische Schocks reagieren und welche Positionen schnell bzw. nur mit großer Verzögerung reagieren. Diese Informationen liefern wertvolle Erkenntnisse darüber, wie die Geldpolitik auf die aggregierte Inflation im Euroraum durchwirkt.

**Der Anteil der Industrieerzeugnisse ohne Energie an den als sensibel eingestuften Positionen ist höher als jener der Dienstleistungen.** Der HVPIX-Warenkorb für den Euroraum besteht zu 33 % aus Positionen, die als hoch oder moderat sensibel klassifiziert werden, wobei deren Anteil bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie mit 44 % höher ist als bei den Dienstleistungen (26 %).<sup>5</sup> Insgesamt umfasst die Kategorie „sensibel“ (d. h. hoch und moderat sensible Positionen zusammengenommen) eine Mischung aus langlebigen Gebrauchsgütern, Gebrauchsgütern mit mittlerer Lebensdauer und Verbrauchsgütern. Im Dienstleistungssektor betreffen die sensiblen Positionen in erster Linie die Bereiche Freizeit und Verkehr. Abbildung A veranschaulicht den maximalen Einfluss geldpolitischer Schocks auf ausgewählte, als hoch sensibel eingestufte Positionen. Insgesamt wirkt die Geldpolitik sehr unterschiedlich auf die einzelnen Positionen innerhalb dieser Kategorie durch. Bei den hoch sensiblen Positionen in Abbildung A fällt der Maximizeffekt der Geldpolitik auf die Preise bei Dienstleistungen im Schnitt etwas höher aus als bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie. Unter den Dienstleistungspositionen ist der maximale Einfluss bei „Personenbeförderung im Luftverkehr“ am größten, gefolgt von „kombinierte Personenbeförderungsleistungen“ und „Pauschalreisen“. Unter den Industrieerzeugnissen ohne Energie ist er bei „Ton-, Bild- und andere Datenträger“ sowie bei „Personenkraftwagen“ und „Bekleidungsstoffe“ am größten. Der Umstand, dass der Effekt geldpolitischer Schocks bei einigen hoch sensiblen Dienstleistungspositionen größer ist als bei hoch sensiblen Positionen der Industrieerzeugnisse ohne Energie, lässt sich durch den diskretionären und freizeitbezogenen Charakter dieser Dienstleistungen erklären.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> Als sensibel gegenüber geldpolitischen Schocks werden Positionen eingestuft, die innerhalb von 36 Monaten nach Eintreten des Schocks mindestens drei Monate in Folge eine negative und statistisch signifikante Preisreaktion zeigen. Die übrigen Positionen werden als nicht sensibel klassifiziert. Die sensiblen Positionen werden weiter in „hoch“ und „moderat“ sensibel unterteilt, je nachdem, ob ihre maximale negative Reaktion über (moderat sensibel) oder unter (hoch sensibel) dem Median der Reaktionen aller sensiblen Positionen liegt.

<sup>4</sup> Eine ähnliche Sensibilitätsenteilung von Konsum, Preisen und Erträgen in den Vereinigten Staaten findet sich in: M. Andreolli, N. Rickard und P. Surico, [Non-Essential Business-Cycles](#), Working Paper des NBER, 2024.

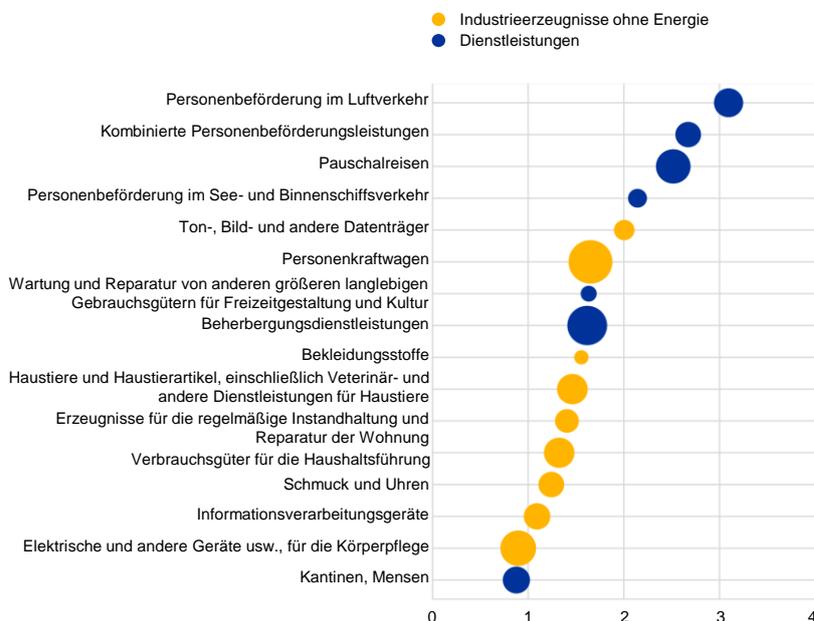
<sup>5</sup> Insgesamt tragen die Positionen, die als sensibel gegenüber geldpolitischen Schocks eingestuft werden, etwa ein Drittel zur Entwicklung des HVPIX bei. Sie verteilen sich gleichmäßig auf Industrieerzeugnisse ohne Energie (50,1 %) und Dienstleistungen (49,9 %).

<sup>6</sup> In der Literatur finden sich Belege für eine hohe Sensibilität der Verbraucherpreise für Energie gegenüber geldpolitischen Schocks. Siehe beispielsweise M. Ampudia, M. Ehrmann und G. Strasser, [The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#), Working Paper der BIZ, Nr. 1124, 2023.

## Abbildung A

### Maximaler Einfluss der Geldpolitik auf hoch sensible Positionen

(x-Achse: maximale kumulierte Veränderung in %; Größe der Blasen entspricht dem Gewicht der Position im HVPIX)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Blasen stellen den Maximizeffekt auf die Positionen dar, die in einem Dreijahreszeitraum am stärksten auf geldpolitische Schocks reagiert haben. Die Ergebnisse basieren auf dem Median der A-posteriori-Verteilung der Impulsreaktionen, die auf einen 25 Basispunkte umfassenden Anstieg der Renditen einjähriger Bundesanleihen normiert ist. Die Größe der Blasen entspricht dem jeweiligen Gewicht der betreffenden Position im HVPIX im Jahr 2024.

### Die Geldpolitik hat einen vergleichbaren Maximizeffekt auf Waren sowie Dienstleistungen, die als sensibel eingestuft werden.

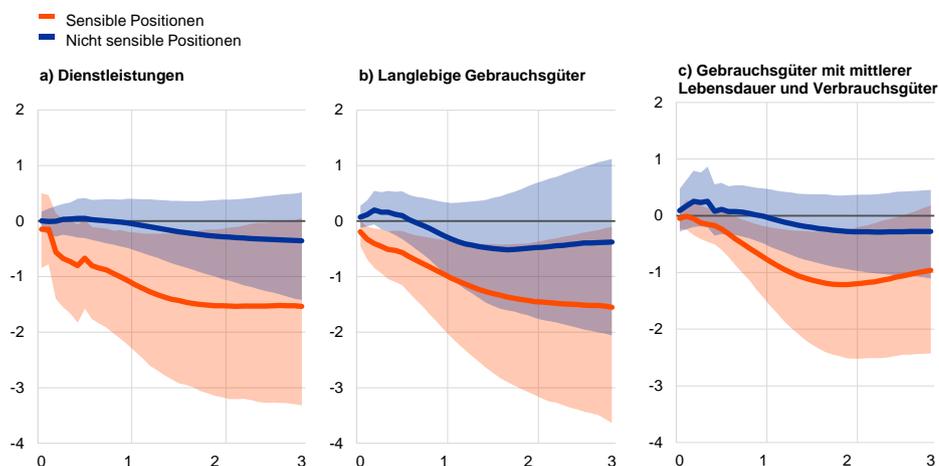
In Abbildung B werden die Impulsreaktionen sensibler und nicht sensibler Positionen auf einen 25 Basispunkte umfassenden geldpolitischen Schock betrachtet.<sup>7</sup> Obwohl sich die Glaubwürdigkeitsintervalle der beiden Gruppen überschneiden, konzentrieren sich die Impulsreaktionen der sensiblen Positionen stärker im negativen Bereich und sind bei einem Glaubwürdigkeitsintervall von 68 % ungleich null. Ein restriktiver geldpolitischer Schock in der Größenordnung von 25 Basispunkten verringert die kumulierte Preisänderung bei sensiblen Dienstleistungen und Gebrauchsgütern nach etwa 20 Monaten um rund 1,5 Prozentpunkte. Darüber hinaus und im Einklang mit früheren Belegen reagieren langlebige Gebrauchsgüter stärker als Gebrauchsgüter mit mittlerer Lebensdauer und Verbrauchsgüter.

<sup>7</sup> Waren werden weiter untergliedert in Gebrauchsgüter und sonstige Waren, nachdem mehrere Studien gezeigt haben, dass die Ausgaben für Gebrauchsgüter sich tendenziell zyklischer verhalten und stärker auf geldpolitische Änderungen reagieren als die Ausgaben für Verbrauchsgüter oder Dienstleistungen. Siehe L. Dedola und F. Lippi, [The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries](#), European Economic Review, Bd. 49(6), 2005, S. 1543-1569.

## Abbildung B

### Reaktionen der Aggregate sensibler und nicht sensibler Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen auf geldpolitische Schocks

(x-Achse: Jahre; y-Achse: kumulierte Veränderung in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Linien zeigen den Median der A-posteriori-Verteilung der Impulsreaktionen, die schattierten Bereiche stellen die Glaubwürdigkeitsintervalle von 68 % dar. Die Impulsreaktionen sind auf einen 25 Basispunkte umfassenden Anstieg der Renditen einjähriger Bundesanleihen normiert.

### Seit die Kerninflation ihren Höchststand überschritten hat, sind die Inflationsraten der als sensibel eingestuften Positionen stärker rückläufig als jene der nicht als sensibel klassifizierten Positionen.

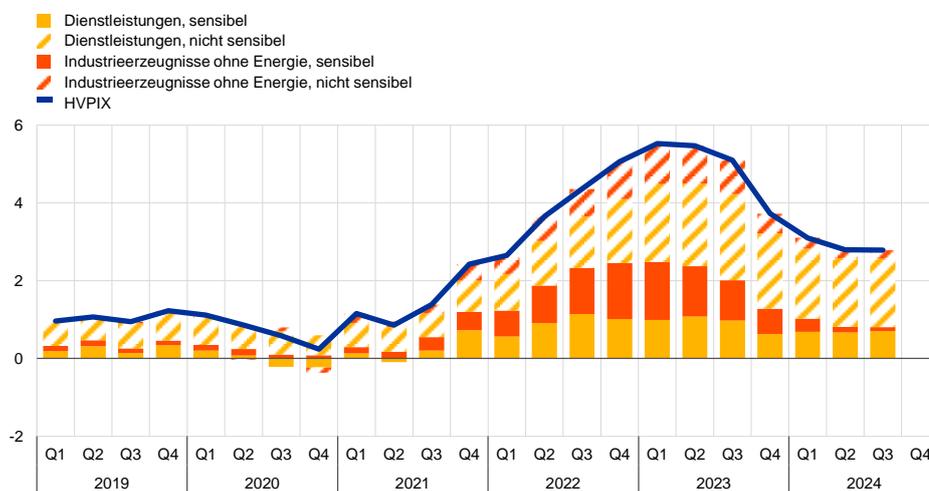
Die HVPIX-Inflation erreichte im März 2023 mit 5,7 % ihren höchsten Stand, wozu sowohl sensible als auch nicht sensible Positionen in hohem Maße beitrugen. Auf die sensiblen Positionen entfiel hierbei ein Anteil von rund 2,6 Prozentpunkten (siehe Abbildung C). Seither wirkt der Effekt der restriktiven Geldpolitik – zusammen mit dem Nachlassen der außerordentlichen Schocks – allmählich auf die Preisentwicklung durch, und hier vor allem auf jene sensibler Positionen. Den jüngsten Daten zufolge ist der Beitrag der sensiblen Positionen deutlich zurückgegangen. Im Oktober 2024 hatten sie an der HVPIX-Inflation von 2,7 % nur noch einen Anteil von 0,8 Prozentpunkten. Demnach waren die nicht sensiblen Positionen, vor allem die nicht sensiblen Dienstleistungen wie Mieten, medizinische Dienstleistungen und einige Versicherungspositionen, die Haupttreiber der Kerninflation.<sup>8</sup> Zu Zeiten der höchsten HVPIX-Inflation von 5,7 % entfiel auf die nicht sensiblen Dienstleistungen ein Anteil von 2,1 Prozentpunkten. Aktuell beträgt ihr Beitrag 1,7 Prozentpunkte, was knapp zwei Drittel der jüngsten HVPIX-Inflationsentwicklung entspricht.

<sup>8</sup> Von den 28 als spät reagierend eingestuften Positionen überschneiden sich 20 Positionen mit der hier vorgestellten Klassifizierung nicht sensibler Positionen. Siehe Banca d'Italia, [The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation](#), Economic Bulletin, Nr. 4, 2023. Beispiele hierfür sind Mieten, medizinische und zahnärztliche Dienstleistungen sowie Versicherungen im Zusammenhang mit Gesundheit und Verkehr.

### Abbildung C

#### HVPIX-Inflation im Zeitverlauf – Aufgliederung nach Positionen mit sensibler und nicht sensibler Reaktion auf geldpolitische Schocks

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Die granulare Analyse bestätigt, dass die hartnäckige Teuerung der Dienstleistungen die wichtigste Triebfeder der aktuellen aggregierten Inflation ist. Allerdings zeigt sie auch Unterschiede innerhalb der Dienstleistungskategorie auf.** Nicht nur bezogen auf die beiden Teilkomponenten der Kerninflation (Industrieerzeugnisse ohne Energie und Dienstleistungen), sondern auch innerhalb der einzelnen Kategorien wird eine unterschiedliche Sensibilität festgestellt. Die disaggregierte Analyse ergibt, dass die meisten Dienstleistungspositionen relativ zögerlich auf den jüngsten geldpolitischen Straffungszyklus reagierten. Gleichwohl ist es der Geldpolitik gelungen, bei einer Reihe von Dienstleistungspositionen – primär im Bereich Freizeit- und Verkehrsdienstleistungen – den Preisanstieg zu dämpfen. Insgesamt verdeutlichen diese Belege, wie die dezidierte Ermittlung von Positionen mit außergewöhnlich starken Reaktionen dazu beiträgt, die Breite der Transmission auf die aggregierte Inflation einzuschätzen und diese zeitnah zu überwachen.

## Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 24. Juli bis zum 22. Oktober 2024

Yannik Schneider und Kristian Tötterman

**Dieser Kasten enthält einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der fünften und sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2024.** Die beiden

Erfüllungsperioden erstreckten sich über den Zeitraum vom 24. Juli bis zum 22. Oktober 2024 („Berichtszeitraum“).

**Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums nahm im Berichtszeitraum weiter ab.** Dies hing damit zusammen, dass am

25. September 2024 das neunte Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III.9) fällig wurde und die Banken an diesem Tag auch ausstehende Beträge des zehnten und letzten GLRG-III-Geschäfts vorzeitig zurückzahlten. Ein weiterer Grund für die rückläufige Liquiditätsbereitstellung waren die niedrigeren Bestände im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP). Die APP-Reinvestitionen waren nämlich im Juli 2023 eingestellt worden. Anfang Juli 2024 begannen auch die Bestände des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) zu sinken, weil die Tilgungszahlungen aus fällig werdenden Wertpapieren seitdem nur noch teilweise wieder angelegt werden. Die Liquiditätsabschöpfung durch die autonomen Faktoren (netto) ging weiter zurück. Dadurch wurde die geringere Liquiditätsbereitstellung teilweise ausgeglichen, auch wenn dies langsamer geschah als in den vorangegangenen Zeiträumen.

**Im Einklang mit ihrem überarbeiteten geldpolitischen Handlungsrahmen und wie im März 2024 angekündigt verringerte die EZB zum 18. September 2024 den Abstand zwischen dem Zinssatz für die Einlagefazilität und dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) von 50 auf 15 Basispunkte.** Der

Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde ebenfalls angepasst, damit er weiterhin einen Abstand von 25 Basispunkten zum Zinssatz für die HRGs aufweist. Während des Berichtszeitraums hatte dieser Schritt keinen maßgeblichen Einfluss auf die Teilnahme der Banken an den Kreditgeschäften des Eurosystems oder auf die Aktivität am Geldmarkt insgesamt. Überdies wirkte sich der zu Beginn der sechsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2024 verringerte Abstand zwischen dem Einlagesatz und dem Zinssatz für die HRGs nicht auf die Geldmarktsätze aus. Am unbesicherten Geldmarkt sank der €STR (Euro Short-Term Rate) parallel zu den um 25 Basispunkte herabgesetzten Leitzinsen. Auch die Reposätze passten sich problemlos an diese Veränderungen an.

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – sank im Berichtszeitraum um 21,9 Mrd. € auf 1 462,1 Mrd. €.** Dies hing damit zusammen,

dass die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren weniger stark zunahmen als die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren (siehe Tabelle A). Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich leicht um 0,9 Mrd. € auf 162,5 Mrd. €. Der aggregierte Liquiditätsbedarf der Banken änderte sich dadurch nur geringfügig.

**Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum um 45 Mrd. €. Grund war in erster Linie eine Zunahme der sonstigen autonomen Faktoren (netto).** Diese erhöhten sich um durchschnittlich 36,5 Mrd. €. Ausschlaggebend hierfür war ein Anstieg der Ausgleichsposten aus Neubewertungen um 49,1 Mrd. € aufgrund höherer Goldpreise. Der sich daraus ergebende Effekt auf die Liquidität wurde allerdings durch entsprechend höhere liquiditätszuführende Nettoforderungen in Fremdwährung ausgeglichen. Die Einlagen öffentlicher Haushalte nahmen marginal um 0,7 Mrd. € auf 118,4 Mrd. € zu, womit deren Rückgang erstmals seit dem Frühjahr 2022 zum Stillstand kam. Damals hatten sie einen Höchststand von 655,2 Mrd. € verzeichnet. Anschließend waren sie allerdings kontinuierlich gesunken, da sich die von den Staaten gehaltenen Liquiditätspuffer normalisierten und es aufgrund der veränderten Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem attraktiver wurde, liquide Mittel am Markt anzulegen. Der durchschnittliche Banknotenumlauf wuchs im Berichtszeitraum um 7,8 Mrd. € auf 1 562,7 Mrd. €. Die Nachfrage nach Banknoten ist seit dem im Juli 2022 erreichten Rekordwert weiterhin stabil.

**Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 67,7 Mrd. €. Ursächlich hierfür war hauptsächlich eine Zunahme der Nettoforderungen in Fremdwährung um 53,8 Mrd. €.** Diese höheren Nettoforderungen ergaben sich fast ausschließlich daraus, dass der Wert der Goldreserven durch die höheren Goldpreise um durchschnittlich 49,9 Mrd. € anstieg.<sup>1</sup> Die Nettoforderungen in Euro nahmen im Berichtszeitraum um 13,9 Mrd. € zu. Darin spiegelt sich sowohl eine Verringerung der nicht geldpolitischen Einlagen als auch eine Erhöhung der nicht geldpolitischen Portfolios wider.

---

<sup>1</sup> Die Ausgleichsposten aus Neubewertungen haben sich im Berichtszeitraum größtenteils aufgrund der Goldpreisschwankungen verändert, jedoch spielten auch Wechselkursbewegungen und Kursschwankungen bei Wertpapieren eine Rolle. Somit wird klar, weshalb sich die Ausgleichsposten aus Neubewertungen in einem engen, aber nicht vollständigen Gleichlauf zum Wert der Goldreserven entwickelt haben.

## Tabelle A

### Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

#### Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 24. Juli bis 22. Oktober 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 24. Juli bis 17. September 2024		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 22. Oktober 2024		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren</b>	2 685,6	(+45,0)	2 675,3	(+23,8)	2 702,1	(+26,9)	2 640,6	(+20,8)
Banknotenumlauf	1 562,7	(+7,8)	1 564,2	(+4,7)	1 560,2	(-4,0)	1 554,9	(+10,3)
Einlagen öffentlicher Haushalte	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7	(-36,9)
Sonstige autonome Faktoren (netto) <sup>1)</sup>	1 004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1 024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
<b>Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giro Guthaben</b>	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7	(-1,3)
<b>Mindestreserve-Soll<sup>2)</sup></b>	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
<b>Einlagefazilität</b>	3 031,9	(-138,8)	3 058,7	(-54,5)	2 989,1	(-69,6)	3 170,8	(-250,6)
<b>Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerooperationen</b>	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 einfließt.

## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 24. Juli bis 22. Oktober 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 24. Juli bis 17. September 2024		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 22. Oktober 2024		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätszuführende autonome Faktoren</b>	1 386,2	(+67,7)	1 373,0	(+44,6)	1 407,5	(+34,6)	1 318,6	(+68,3)
Nettoforderungen in Fremdwährung	1 099,2	(+53,8)	1 083,7	(+20,0)	1 123,9	(+40,1)	1 045,4	(+65,8)
Nettoforderungen in Euro	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Offenmarktgeschäfte	4 500,8	(-159,7)	4 530,5	(-74,4)	4 453,0	(-77,5)	4 660,5	(-299,0)
Kreditgeschäfte	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
- Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
- Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Outright-Geschäfte <sup>1)</sup>	4 424,4	(-102,1)	4 442,0	(-52,2)	4 396,1	(-45,9)	4 526,5	(-99,0)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	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) 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: 24. Juli bis 22. Oktober 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024	
	Fünfte und sechste Erfüllungsperiode		Fünfte Erfüllungsperiode: 24. Juli bis 17. September 2024		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 22. Oktober 2024		Dritte und vierte Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf <sup>1)</sup>	1 462,1	(-21,9)	1 464,8	(-20,7)	1 457,9	(-6,9)	1 484,0	(-47,1)
Autonome Faktoren (netto) <sup>2)</sup>	1 299,6	(-22,8)	1 302,6	(-21,0)	1 294,9	(-7,7)	1 322,5	(-47,2)
Überschussliquidität <sup>3)</sup>	3 038,6	(-137,9)	3 065,8	(-53,6)	2 995,2	(-70,6)	3 176,5	(-251,8)

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 Giroguthaben, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (abzüglich der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität).

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 24. Juli bis 22. Oktober 2024				Vorheriger Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024			
	Fünfte Erfüllungsperiode: 24. Juli bis 17. September 2024		Sechste Erfüllungsperiode: 18. September bis 22. Oktober 2024		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April 11. Juni 2024		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni 23. Juli 2024	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)
Einlagefazilität	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)
€STR (Euro Short-Term Rate)	3,663	(+0,001)	3,414	(-0,249)	3,907	(-0,00)	3,662	(-0,245)
RepoFunds Rate Euro	3,728	(+0,014)	3,493	(-0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)

Quellen: EZB, CME Group und Bloomberg.

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

## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 159,7 Mrd. € auf 4 500,8 Mrd. €** (siehe Abbildung A). Zurückzuführen war dies im Wesentlichen auf einen Rückgang der Outright-Geschäfte des Eurosystems, aber zum Teil auch auf die Rückzahlung von Kreditgeschäften des Eurosystems.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte verringerte sich im Berichtszeitraum um 57,7 Mrd. € auf 76,4 Mrd. €.** Dies ergab sich vor allem daraus, dass die ausstehenden GLRG-III-Beträge zurückgingen, da am 25. September 2024 das neunte GLRG-III-Geschäft (42,2 Mrd. €) fällig wurde und zudem andere GLRG-Mittel (5,1 Mrd. €) vorzeitig zurückgezahlt wurden. Die im Rahmen der dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) durchschnittlich ausstehenden Beträge nahmen um 2,0 Mrd. € zu, und das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) stieg um 1,0 Mrd. €. Die Banken nahmen mithin nur in recht begrenztem Maße an diesen Standardgeschäften teil und waren überdies in der Lage, erhebliche GLRG-Mittel zurückzuzahlen, ohne die regulären Refinanzierungsgeschäfte nennenswert in Anspruch zu nehmen. Darin zeigt sich, dass die Banken insgesamt über eine komfortable Liquiditätsposition sowie über alternative Finanzierungsquellen mit attraktiven Zinsen verfügten. In Kasten 7 des vorliegenden Wirtschaftsberichts wird erörtert, wie sich die GLRG-Rückzahlungen im Allgemeinen auswirken und welche Folgen das Auslaufen dieser Geschäfte auf die Kreditvergabebedingungen der Banken hat.

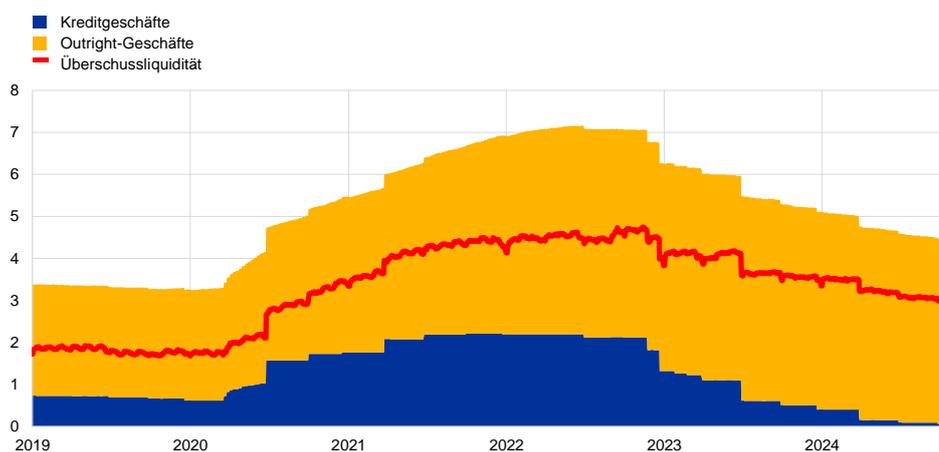
**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über die Wertpapierbestände in den Outright-Portfolios verringerte sich im Berichtszeitraum um 102,1 Mrd. € auf 4 424,4 Mrd. €.** Grund hierfür war, dass die Tilgungsbeträge im Rahmen des APP seit dem 1. Juli 2023 nicht mehr reinvestiert werden. In begrenzterem Umfang

schlug zudem zu Buche, dass auch die Tilgungen im Rahmen des PEPP seit dem 1. Juli 2024 nur noch teilweise reinvestiert werden.<sup>2,3</sup>

### Abbildung A

Entwicklung der täglich über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität

(in Bio. €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 22. Oktober 2024.

## Überschussliquidität

**Die durchschnittliche Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 137,9 Mrd. € auf 3 038,6 Mrd. € zurück** (siehe Abbildung A). Die

Überschussliquidität entspricht der Summe aus den Giro Guthaben der Banken, die über das Mindestreserve-Soll hinausgehen, und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität abzüglich der Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität. Sie spiegelt die Differenz zwischen der dem Bankensystem bereitgestellten Gesamtliquidität und der Liquidität wider, die die Banken zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht benötigten. Seit ihrem Höchststand von 4 748 Mrd. € im November 2022 hat die Überschussliquidität kontinuierlich abgenommen. Am Ende des Berichtszeitraums lag sie bei knapp 3 000 Mrd. €.

## Zinsentwicklung

**Der EZB-Rat beschloss im Berichtszeitraum zweimal, die drei Leitzinssätze um je 25 Basispunkte zu senken – darunter auch den Zinssatz für die Einlagefazilität, mit dem die EZB den geldpolitischen Kurs steuert. Insgesamt**

<sup>2</sup> Die in den Outright-Portfolios gehaltenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert und jeweils zum Quartalsende neu bewertet. Auch dies wirkt sich auf die Durchschnittswerte insgesamt und die Veränderungen der Outright-Portfolios aus.

<sup>3</sup> Im Juni 2024 bestätigte der EZB-Rat, dass die EZB die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere in der zweiten Jahreshälfte 2024 bei Fälligkeit nur noch teilweise wieder anlegen wird. Es ist vorgesehen, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem PEPP zum Jahresende 2024 vollständig zu beenden.

**wurden die Leitzinsen somit um je 50 Basispunkte verringert.** Die Zinssätze für die Einlagefazilität, die HRGs und die Spitzenrefinanzierungsfazilität lagen am Ende des Berichtszeitraums bei 3,25 %, 3,40 % bzw. 3,65 %.

**Die beiden Leitzinssenkungen bewirkten zusammen mit der Verringerung des Abstands zwischen dem Einlagesatz und dem Zinssatz für die HRGs, dass sowohl der Hauptrefinanzierungssatz als auch der Spitzenrefinanzierungssatz jeweils um insgesamt 85 Basispunkte zurückgingen.** Die Verkleinerung des Abstands zwischen dem Zinssatz für die Einlagefazilität und dem Zinssatz für die HRGs hatte keinen nennenswerten Einfluss auf die Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte durch die Banken und auf die Geldmarktaktivität insgesamt.

**Der durchschnittliche €STR spiegelte die Leitzinssenkungen wider; sein Abstand zum Einlagesatz blieb stabil.** Im Schnitt lag der €STR im Berichtszeitraum 8,3 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität, verglichen mit durchschnittlich 9,0 Basispunkten in der dritten und der vierten Erfüllungsperiode 2024. Die Zinsschritte wirkten vollständig und unmittelbar auf die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt durch.

**Der durchschnittliche Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, notierte weiterhin näher am Einlagesatz.** Im Schnitt lag der Reposatz im Berichtszeitraum 1,2 Basispunkte unter dem Einlagesatz, verglichen mit durchschnittlich 4,2 Basispunkten in der dritten und der vierten Erfüllungsperiode 2024. Hierin zeigt sich die fortlaufende Umkehr von Faktoren, die zuvor Abwärtsdruck auf die Reposätze ausgeübt hatten. Zu den Faktoren, die einen Anstieg der Reposätze bewirkten, zählen die seit Anfang 2024 höhere Nettoemission, die frei werdenden Sicherheiten aus fälligen/zurückgezahlten GLRGs und die bessere Verfügbarkeit von Wertpapieren des öffentlichen Sektors infolge der sinkenden ausstehenden Beträge im APP- und im PEPP-Portfolio. Aufwärtsdruck ging zudem von der Nachfrage fremdfinanzierter Investoren aus, die einen stärkeren Finanzierungsbedarf für Long-Positionen in Anleihen hatten. Die Leitzinsänderungen wurden problemlos an den besicherten Geldmarkt weitergegeben.

## Wie wirkt sich das Auslaufen der GLRG III auf die Kreditvergabebedingungen der Banken aus?

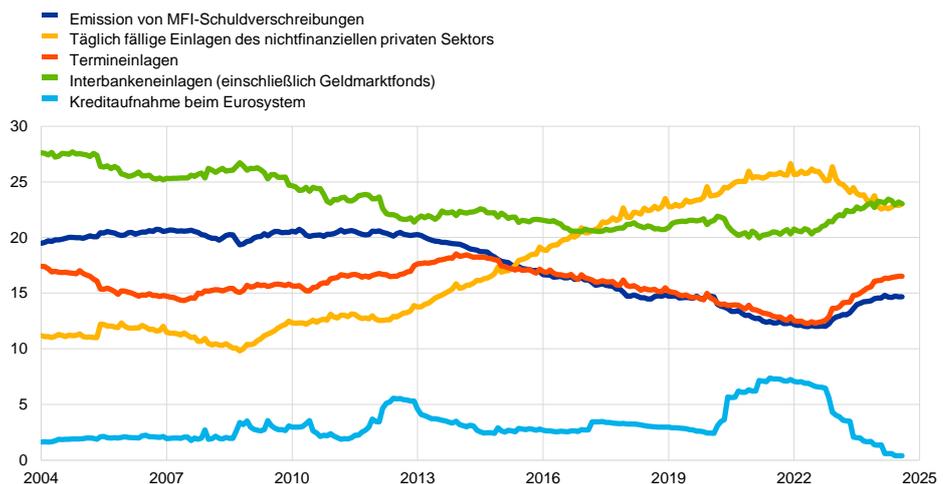
Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari und Franziska Maruhn

Die Banken des Euroraums tilgten in der Zeit von Ende 2022 bis Ende 2024 in einem Umfeld steigender Zinsen mehr als 2 Bio. €, die sie im Rahmen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) aufgenommen hatten. Dadurch sank die Kreditaufnahme beim Eurosystem auf ein Allzeittief. Vor dem Hintergrund des höheren Zinsniveaus, das sich aus dem jüngsten Zinserhöhungszyklus ergab, hat sich durch die abschließenden Tilgungen der GLRG-III-Geschäfte die Passivastruktur der Banken verändert. So refinanzieren sich diese, in relativer Rechnung, inzwischen wieder stärker über die Emission von Wertpapieren und über das Einlagengeschäft. Dadurch hat sich die Zusammensetzung ihrer Passiva wieder jener angenähert, die vor der Einführung der GLRGs im Jahr 2014 zu beobachten gewesen war (siehe Abbildung A). Indessen machen die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems aktuell einen so geringen Anteil an der Bankfinanzierung aus wie nie zuvor. Dies hängt damit zusammen, dass die Banken die kurzfristigeren regulären Refinanzierungsgeschäfte kaum in Anspruch nehmen, weil sie derzeit deutlich teurer sind als alternative Finanzierungsquellen. Außerdem wird die Liquiditätsausstattung der Banken durch die noch immer umfangreichen Zentralbankreserven gestützt.<sup>1</sup>

### Abbildung A

#### Passivastruktur der Banken im Zeitverlauf

(in % der wichtigsten Passiva)



Quellen: EZB (MFI-Bilanzstatistik) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zusammensetzung der Bankpassiva ohne Kapital und Rücklagen, Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums und Einlagen anderer Ansässiger des Euroraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024.

<sup>1</sup> Zu den regulären Refinanzierungsgeschäften zählen die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) sowie die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) mit dreimonatiger Laufzeit, die ebenfalls zum Zinssatz der HRGs durchgeführt werden.

**Die kürzer laufenden Refinanzierungsgeschäfte der EZB sind für die Banken inzwischen weniger attraktiv als alternative Finanzierungsquellen wie Einlagen und längerfristige Anleihen. Geschuldet ist dies dem außerordentlich hohen Tempo der Leitzinsanhebungen sowie der Tatsache, dass die Märkte in Zukunft mit Zinssenkungen rechnen.** Die Banken haben möglicherweise auch deshalb nur selten auf die derzeit verfügbaren Instrumente der Zentralbankrefinanzierung zurückgegriffen, weil die regulären Instrumente eine deutlich kürzere Laufzeit haben als die GLRG III. Zudem dürften auch regulatorische Anforderungen wie die Liquiditätsdeckungsquote (LCR) und die strukturelle Liquiditätsquote (NSFR) eine Rolle gespielt haben.<sup>2</sup> Des Weiteren dürften die Banken angesichts der nach wie vor reichlichen Zentralbankreserven aktuell einen eher begrenzten Bedarf an Zentralbankrefinanzierung haben. Künftig könnte die Nachfrage jedoch aufgrund des voranschreitenden Abbaus der Wertpapierportfolios der EZB und der damit einhergehenden weiteren Verringerung der Überschussliquidität wieder steigen. Die Kreditvergabebedingungen scheinen darauf zu reagieren, wie das Bankensystem mit Reserven versorgt wird. Inwieweit sich die Zentralbankliquidität auf die Bankenintermediation auswirkt, wird somit auch entscheidend davon abhängen, über welche Instrumente Liquidität künftig bereitgestellt wird.<sup>3</sup>

**Nach der Rekalibrierung der GLRG III im Oktober 2022 nahm die Kreditaufnahme beim Eurosystem so schnell und so stark ab wie nie zuvor** (siehe Abbildung B). Zugleich verstärkte sich die Transmission der Leitzinsen auf die Kreditvergabebedingungen. Seit ihrer Einführung im Jahr 2014 haben die GLRGs zur Transmission der geldpolitischen Lockerung beigetragen. Aufgrund ihres zielgerichteten Charakters kurbelten sie die Kreditvergabe an, und sie senkten die Finanzierungskosten der Banken. Die im Jahr 2019 eingeführten GLRG III waren während der Pandemie ein wichtiges Instrument der geldpolitischen Akkommodierung.<sup>4</sup> In Anbetracht des unerwarteten und außerordentlich starken Inflationsanstiegs ab 2021 schlug die EZB Ende 2021 einen geldpolitischen Normalisierungspfad ein. Sie passte den Ankauf von Vermögenswerten an und begann Mitte 2022, die Leitzinsen zu erhöhen. Dadurch verschärfen sich die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft des Euroraums. Um die Transmission der höheren Leitzinsen auf die Kreditvergabebedingungen zu verstärken, beschloss der EZB-Rat zudem im Oktober 2022, die GLRG III neu zu kalibrieren. Konkret wurde der Zinssatz für die noch ausstehenden GLRG-III-Beträge ab dem

---

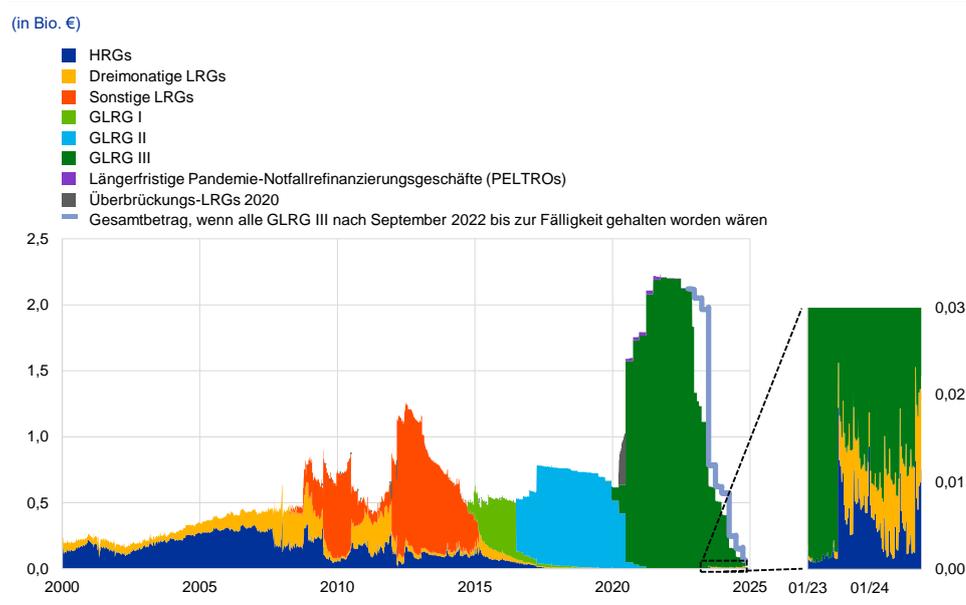
<sup>2</sup> Im Gegensatz zu Refinanzierungsgeschäften mit längerer Laufzeit gilt die Kreditaufnahme über die regulären Refinanzierungsgeschäfte (wöchentliche HRGs und dreimonatige LRGs) im Kontext der NSFR nicht als stabile Refinanzierung. Was die LCR betrifft, so kann die Kreditaufnahme über die regulären Refinanzierungsgeschäfte die erstklassigen liquiden Aktiva (HQLA) erhöhen, wenn die Banken die Geschäfte mit Nicht-HQLA besichern. Bei den wöchentlichen HRGs könnte sich dieser positive Effekt jedoch – je nach Zusammensetzung der HQLA – durch den Abwicklungsmechanismus der LCR verringern.

<sup>3</sup> Siehe C. Altavilla, M. Rostagno und J. Schumacher, Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation, Discussion Paper Series des CEPR, Nr. 18581, 2023.

<sup>4</sup> Die GLRG III wurden im Jahr 2019 aufgelegt und 2020 angepasst, um die geldpolitische Transmission während der Corona-Pandemie zu unterstützen. Einzelheiten zur Anpassung der GLRG III und zu den Auswirkungen dieser Geschäfte auf die Kreditvergabebedingungen der Banken während der Pandemie finden sich in: EZB, [Die GLRG III und ihr Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen der Banken](#), Wirtschaftsbericht 6/2021.

23. November 2022 angehoben,<sup>5</sup> wodurch die Opportunitätskosten der Finanzierung über die GLRGs stiegen. Die Überschussliquidität blieb unterdessen hoch, und die Vorteile, die die GLRGs im Hinblick auf die Erfüllung der LCR- und NSFR-Anforderungen boten, nahmen gegen Laufzeitende der Geschäfte ab. Deswegen leisteten die Banken bei der ersten Gelegenheit, die sich ihnen nach der Rekalibrierung der GLRG III bot, freiwillige vorzeitige Rückzahlungen in beträchtlichem Umfang: Im November 2022 tilgten sie 296 Mrd. € der zu diesem Zeitpunkt insgesamt noch ausstehenden Mittel in Höhe von 2 113 Mrd. €. Im Dezember 2022 und in den darauffolgenden sechs Monaten folgten weitere hohe freiwillige vorzeitige Rückzahlungen. Durch die Rekalibrierung der Geschäfte kam es also zu einer erheblichen Vorverlagerung der GLRG-Rückzahlungen. Dadurch verliefen die Tilgungen im Zeitverlauf gleichmäßiger, als wenn die Banken alle GLRG-Mittel bis zur Fälligkeit gehalten hätten (siehe die gestrichelte Linie in Abbildung B).

**Abbildung B**  
Inanspruchnahme von Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems



Quellen: EZB (Datenbank für Marktoperationen (MOPDB)) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die hellblaue Linie zeigt die hypothetische Gesamtkreditaufnahme beim Eurosystem unter der Annahme, dass die Banken alle zum 30. September 2022 – also vor der Rekalibrierung im Oktober 2022 – ausstehenden GLRG-III-Mittel bis zur Fälligkeit gehalten hätten. Die Mittelaufnahme über andere Refinanzierungsgeschäfte bleibt in der Annahme so, wie sie tatsächlich war. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 31. Oktober 2024.

**Um vorzeitige Rückzahlungen im Rahmen der GLRGs durchführen zu können, passten die Banken ihre Bilanzen an. Einige Institute nutzten dafür verstärkt ihre vorhandene Überschussliquidität, während andere zusätzliche Mittel an**

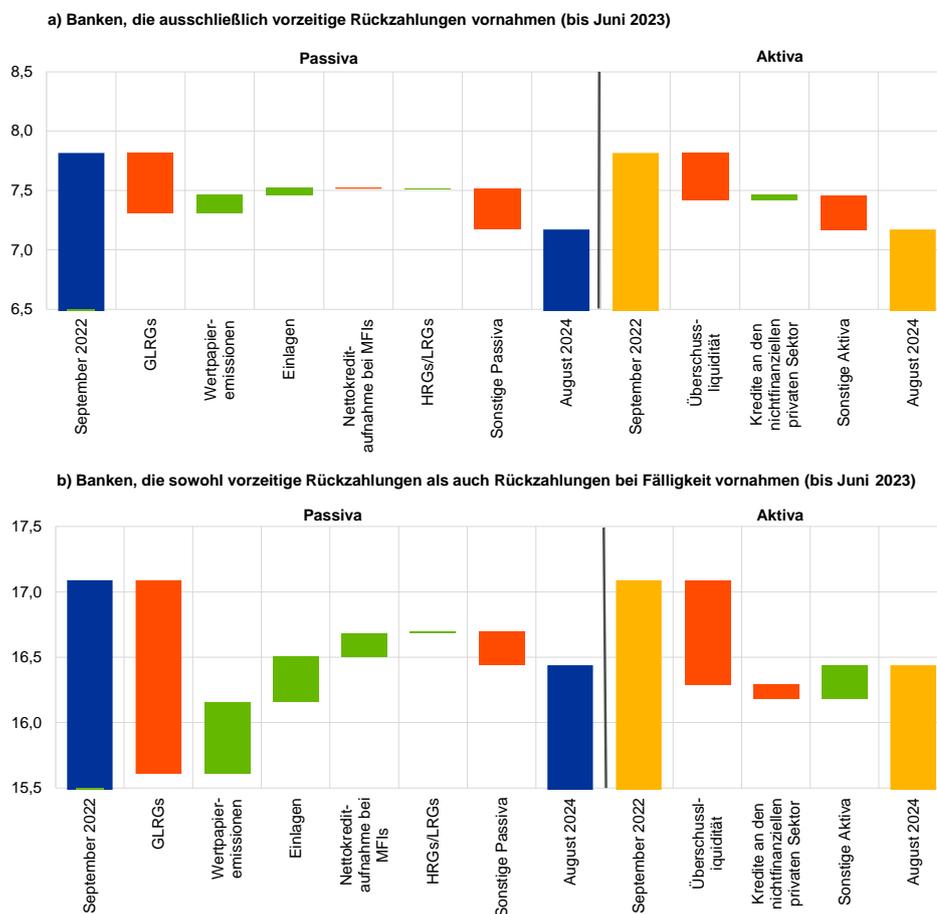
<sup>5</sup> Die Anpassung der GLRG III bestand in einer Änderung der Preisgestaltung für alle noch ausstehenden Geschäfte. Einzelheiten hierzu finden sich in dem [Beschluss des EZB-Rats vom 27. Oktober 2022](#) und in der entsprechenden [Pressemittteilung](#). Durch die Rekalibrierung erhöhte sich der endgültige über die Laufzeit jedes Geschäfts erwartete durchschnittliche GLRG-Zinssatz bis Ende 2022 um rund 40 Basispunkte. Ausschlaggebend hierfür war vor allem die Anhebung des GLRG-Zinssatzes um rund zwei Prozentpunkte mit Wirkung vom 23. November 2022. Dabei gab es große Unterschiede zwischen den einzelnen Banken. Diese spiegelten wider, an welchen Geschäften sich die einzelnen Banken beteiligt hatten und welche Zinssätze aufgrund ihrer bisherigen individuellen Inanspruchnahme der GLRG III für sie galten.

**den Anleihemärkten und über Einlagen aufnahmen** (siehe Abbildung C). Nach der Rekalibrierung im Oktober 2022 ließen sich die Banken, die Kredite im Rahmen der GLRG III aufgenommen hatten, in zwei Gruppen unterteilen: eine Gruppe, die ihre gesamten GLRG-III-Kredite vorzeitig zurückzahlte, und eine zweite Gruppe, die bis zum Auslaufen des größten GLRG-Geschäfts im Juni 2023 zumindest einen Teil dieser Kredite erst bei Fälligkeit tilgte. Die beiden Gruppen unterschieden sich im Wesentlichen darin, wie stark sie von GLRG-III-Mitteln abhängig waren und wie hoch ihre Überschussliquidität vor der Rekalibrierung war. Die Banken, die die Möglichkeiten der vorzeitigen Rückzahlung vollumfänglich nutzten, verfügten im Durchschnitt über eine Überschussliquidität, die fast doppelt so hoch war wie ihre vor Oktober 2022 im Rahmen der GLRG III aufgenommenen Mittel. Die Überschussliquidität der Banken, die einen Teil ihrer aufgenommenen Mittel erst bei Fälligkeit zurückzahlten, entsprach in etwa ihren ausstehenden Krediten aus GLRG-III-Geschäften. Dementsprechend reduzierte sich die Überschussliquidität der ersten Bankengruppe durch ihre vorzeitigen GLRG-Rückzahlungen um einen Betrag, der rund 75 % des Tilgungsbetrags ausmachte. Diese Institute bauten also in erster Linie ihre vorhandene Überschussliquidität ab; zugleich waren aber auch Abflüsse bei ihren Einlagen zu beobachten (siehe Abbildung C, Grafik a). Die zweite Bankengruppe nahm hingegen umfangreiche zusätzliche Mittel auf, um ihre GLRG-Kredite bei Fälligkeit zu tilgen. Dies geschah überwiegend über Wertpapiere, aber auch über die verstärkte Hereinnahme von Einlagen und die Kreditaufnahme am Interbankenmarkt. Ihre Überschussliquidität verringerte sich damit nur um rund 50 % des Betrags, den sie für die Rückzahlung von GLRGs aufwendete (siehe Abbildung C, Grafik b). Diese zweite Gruppe hob zudem ihre Einlagenzinsen stärker an als die erste. So blieb ihr Gesamteinlagenvolumen unverändert oder erhöhte sich sogar teilweise, wodurch der kontinuierliche Rückgang von Zentralbankliquidität ausgeglichen wurde.

## Abbildung C

### Veränderungen der Bankbilanzen seit der Rekalibrierung der GLRG III

(in Bio. €)



Quellen: EZB (Statistik zu den Bilanzpositionen von Einzelinstituten (iBSI), Datenbank für Marktoperationen (MOPDB)) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken zeigen die Entwicklung der Aktiva und Passiva der Banken auf Basis von Einzelbankdaten. Die roten Balken markieren eine Abnahme, die grünen Balken eine Zunahme der Passiva/Aktiva im Zeitraum von September 2022 bis August 2024. Die blauen Balken stellen die Gesamtpassiva und die gelben Balken die Gesamtkтива zu Beginn/zum Ende des Zeitraums dar. Die Nettokreditaufnahme der MFIs ist die Differenz zwischen den Einlagen von anderen MFIs und der Kreditvergabe an andere MFIs. Die Gesamtaktiva und -passiva sind so angepasst, dass sie Nettosaldden der MFI-Kreditaufnahme widerspiegeln. In Grafik a sind die Banken dargestellt, die zwischen Oktober 2022 und Juni 2023 ausschließlich freiwillige vorzeitige Rückzahlungen von GLRG-III-Mitteln vornahmen. Grafik b zeigt die Banken, die zwischen Oktober 2022 und Juni 2023 sowohl freiwillige vorzeitige Rückzahlungen als auch Rückzahlungen bei Fälligkeit vornahmen.

**Aufgrund der geringeren Liquidität und der höheren GLRG-Zinssätze griffen die Banken auf teurere Finanzierungsquellen zurück. Dies wiederum führte zu restriktiveren Kreditvergabebedingungen.** Da die Banken ihre vorhandene Überschussliquidität für die Rückzahlung von GLRGs verwendeten, verringerte sich ihre Liquiditätsausstattung. Zugleich erhöhten sich ihre Finanzierungskosten durch die Verlagerung auf sonstige Passiva. Dies wiederum scheint zu restriktiveren Bedingungen bei der Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte geführt zu haben. Umfrageergebnissen zufolge verzeichneten die Banken nach der Rekalibrierung der GLRG III erstmals einen negativen Effekt dieser Geschäfte auf ihre allgemeinen Finanzierungsbedingungen. Dies deutet darauf hin, dass die ungünstigeren Konditionen der GLRG-III-Geschäfte tatsächlich zu einer

Verschärfung der Finanzierungsbedingungen der Banken geführt haben.<sup>6</sup> Darüber hinaus berichteten die Institute, dass sich das Auslaufen der GLRG III negativ auf ihre Liquiditätsausstattung ausgewirkt habe. Das spiegelte sich auch in einer weiteren Verschärfung der Kreditrichtlinien in allen Kreditkategorien wider. Vor dem Hintergrund einer allgemeinen Abnahme des Kreditangebots infolge der Leitzinserhöhungen ergab sich dadurch zudem ein negativer Effekt auf das Kreditvergabevolumen der Banken.<sup>7</sup> Demensprechend ist auch der Kreditbestand der Banken, die über eine geringere Überschussliquidität für Rückzahlungen von GLRG-III-Mitteln verfügten, seit der GLRG-Rekalibrierung leicht zurückgegangen (siehe Abbildung C, Grafik b). Analysen, die um die Kreditnachfrage und andere Störfaktoren bereinigt wurden, bestätigen den nachteiligen Einfluss der GLRG-Rekalibrierung auf die Kreditvergabe.<sup>8</sup> Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Rekalibrierung zu höheren Finanzierungskosten für die Banken und damit auch zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen geführt hat. Zudem hat sie Hürden für eine freiwillige vorzeitige Rückzahlung aufgenommener GLRG-III-Mittel beseitigt. Dies hat den Bilanzabbau des Eurosystems beschleunigt und insgesamt zur geldpolitischen Straffung beigetragen.

---

<sup>6</sup> Siehe EZB, [The euro area bank lending survey – First quarter of 2023](#); EZB, [The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023](#).

<sup>7</sup> Siehe P. R. Lane, [The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area](#), Beitrag zur Podiumsdiskussion „Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy“ anlässlich des Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, 24. August 2024.

<sup>8</sup> Siehe L. Burlon, A. Ferrari, S. Kho und N. Tushteva, [Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever](#), Working Paper Series der EZB, 2024 (im Erscheinen).

# Aufsätze

## 1 Energieschocks, Entwicklung der Unternehmensinvestitionen und mögliche Auswirkungen auf die künftige Wettbewerbsfähigkeit der EU

Pablo Anaya Longaric, Alessandro De Sanctis, Charlotte Grynberg, Vasileios Kostakis und Francesca Vinci

### 1 Einleitung

**Der sprunghafte Anstieg der Energiepreise nach dem ungerechtfertigten Einmarsch Russlands in die Ukraine führte dazu, dass die EU den größten Energieschock seit den 1970er-Jahren erlebte.** Da Energie ein zentraler Bestandteil von nahezu allen Produktionsprozessen ist, trug der kräftige Anstieg der Energiepreise nicht nur zu einem Inflationsschub und einem Kaufkraftverlust der privaten Haushalte bei, sondern auch zu einer deutlichen Zunahme der Vorleistungskosten. Die Verteuerung von Energie strahlte somit auf alle Wirtschaftssektoren aus.

**Energiekostensteigernde Schocks können die Wirtschaftsentwicklung nicht nur kurzfristig, sondern – über den Investitionskanal – auch mittel- bis langfristig beeinträchtigen.** Kurzfristig geht von höheren Vorleistungskosten ein Abwärtsdruck auf die Produktion aus.<sup>1</sup> In der Folge kann es auch zu einem Investitionsrückgang kommen, der langfristig das Produktivitätswachstum bremst.<sup>2</sup>

**In der Fachliteratur ist die Bedeutung von Investitionen für die Produktivität seit Langem bekannt.** Unternehmensinvestitionen, vor allem Anlageinvestitionen und Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E), sind ein wesentlicher Faktor für das Produktivitätswachstum, und dieses wiederum ist unmittelbar mit der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen verknüpft.<sup>3</sup> Durch Produktivitätssteigerungen verringern sich die Produktionskosten je Produktionseinheit, sodass die Unternehmen ihre Preise senken und/oder ihre Gewinnmargen erhöhen können. Außerdem können Produktivitätssteigerungen die Wettbewerbsfähigkeit im Exportgeschäft verbessern, da produktivere Unternehmen

---

<sup>1</sup> Siehe S. Lardic und V. Mignon, The impact of oil prices on GDP in European countries: An empirical investigation based on asymmetric cointegration, Energy Policy, Bd. 34(18), 2006, S. 3910-3915.

<sup>2</sup> Höhere Energiepreise können durch eine Reallokation der Produktionsfaktoren innerhalb der Unternehmen weg von Energie dazu führen, dass die Produktivität sinkt. Diese Evidenz findet sich in: EZB, [Auswirkungen der jüngsten Schocks und gegenwärtigen strukturellen Veränderungen auf das Produktivitätswachstum im Euroraum](#), Wirtschaftsbericht 2/2024.

<sup>3</sup> Siehe P. M. Romer, Increasing Returns and Long-Run Growth, Journal of Political Economy, Bd. 94, Nr. 5, 1986, S. 1002-1037; P. M. Romer, Endogenous Technological Change, Journal of Political Economy, Bd. 98, Nr. 5, Teil 2, 1990, S. S71-S102.

eher in der Lage sind, sich am Markt zu etablieren und ihren Marktanteil auszubauen.<sup>4</sup>

**Energieschocks können über ihre negative Wirkung auf Investitionen und Produktivität auch die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes dämpfen.**

Nach einem energiekostensteigernden Schock können geringere Gewinnmargen (vor allem bei energieintensiven Unternehmen), eine gedämpfte Konjunktur, eine erhöhte Unsicherheit und in einigen Fällen verschärfte Finanzierungsbedingungen zu einem Investitionsrückgang bei den Unternehmen führen und somit künftigen Wettbewerbsverlusten Vorschub leisten.<sup>5</sup> Dies trifft beispielsweise bei einer hohen Preiselastizität der Nachfrage zu; die Hersteller sind dann nicht in der Lage, die Kostensteigerungen vollständig an die Verbraucherinnen und Verbraucher weiterzugeben.<sup>6</sup>

**Energieschocks können aber auch Anreize für Unternehmen schaffen, in Projekte zur Energieerzeugung und Energieeinsparung zu investieren.**<sup>7</sup>

Aktuelle Umfragen deuten darauf hin, dass sich die Unternehmen an die sich wandelnde Energielandschaft anpassen: Sie reduzieren ihre Abhängigkeit von herkömmlichen Energieträgern, um sich vor künftigen Energieschocks zu schützen und sich Wettbewerbsvorteile zu sichern.<sup>8</sup> Diese Bemühungen, die Energiekosten zu senken, können zu einer Zunahme der Klimaschutzinvestitionen führen und damit die allgemeinen Folgen von Energieschocks auf die Gesamtinvestitionen verringern. Allerdings besteht die Gefahr, dass auch grüne Investitionen trotz ihres Potenzials, künftige Energieschocks abzumildern (und so die Energiepreise zu senken), durch die direkten und indirekten Folgen höherer Energiepreise negativ beeinflusst werden.<sup>9</sup>

**Im vorliegenden Aufsatz wird untersucht, wie Energieschocks die Investitionen europäischer Unternehmen beeinflussen, wobei der Fokus auf den Anlageinvestitionen und den Ausgaben für Forschung und Entwicklung liegt.**

Eine empirische Analyse zeigt, dass sich Energieschocks negativ auf die Unternehmensinvestitionen auswirken können und dies potenziell Folgen für das Produktivitätswachstum und die künftige Wettbewerbsfähigkeit Europas hat. Unternehmen mit Finanzierungsbeschränkungen und Unternehmen in energieintensiven Sektoren sind dabei in stärkerem Maße von Energieschocks betroffen. Folglich verringern sie ihre Investitionen deutlicher als andere Unternehmen.

**Aus politischer Sicht sind sowohl nationale Maßnahmen als auch EU-Maßnahmen erforderlich, um die Resilienz der EU gegenüber künftigen**

<sup>4</sup> Siehe M. J. Melitz, The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity, *Econometrica*, Bd. 71, Nr. 6, 2003, S. 1695-1725.

<sup>5</sup> Siehe K. Lee, W. Kang und R. A. Ratti, Oil Price Shocks, Firm Uncertainty, And Investment, *Macroeconomic Dynamics*, Bd. 15, Nr. S3, 2011, S. 416-436.

<sup>6</sup> Siehe A. Matzner und L. Steininger, [Firms' heterogeneous \(and unintended\) investment response to carbon price increases](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2958, 2024.

<sup>7</sup> Siehe J. Hassler, P. Krusell und C. Olovsson, Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity, *Journal of Political Economy*, Bd. 129, Nr. 11, 2021, S. 3039-3072.

<sup>8</sup> Siehe Europäische Investitionsbank, [EIB-Investitionsumfrage 2023 – Europäische Union](#), Oktober 2023 und [EIB-Investitionsumfrage 2024 – Europäische Union](#), Oktober 2024.

<sup>9</sup> Siehe G. Bijnens, C. Duprez und J. Hutchinson, [Obstacles to the greening of energy-intensive industries](#), Der EZB-Blog, 17. September 2024.

**Energieschocks zu erhöhen.** Durch eine weitere Integration der Energiemärkte in Europa und Fortschritte beim ökologischen Wandel könnten die Energiepreise gesenkt und die Energieversorgung gestärkt werden, sodass die EU weniger anfällig gegenüber negativen Preisentwicklungen bei Energie würde.

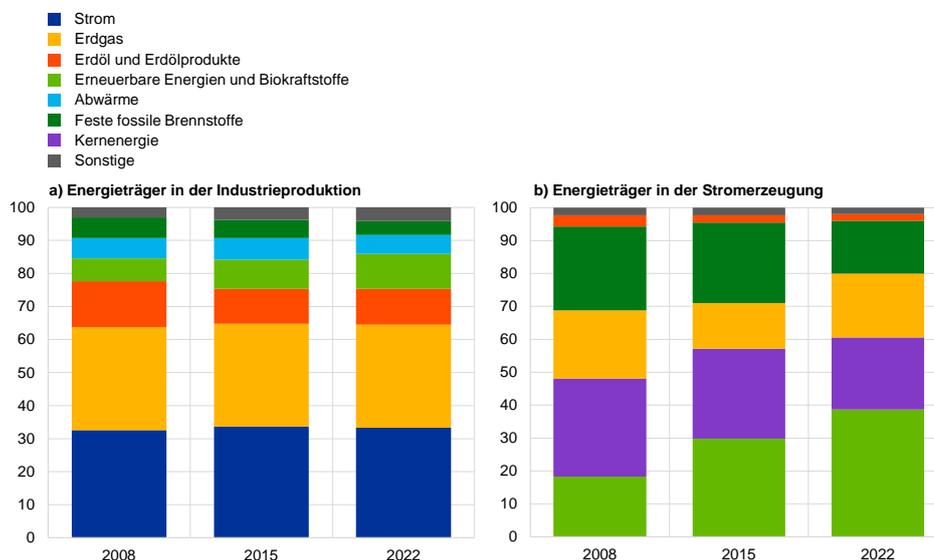
## 2 Energiemix in Europa

**In der EU sind Strom und Erdgas sowie Erdöl und Erdölprodukte die wichtigsten Energieträger für die Industrieproduktion.** Strom und Erdgas sind wichtige Vorleistungen, die EU-weit jeweils rund ein Drittel des Energiemixes in der Industrie ausmachen, gefolgt von Erdöl und Erdölprodukten sowie erneuerbaren Energien und Biokraftstoffen mit jeweils 11 % (siehe Abbildung 1, Grafik a).<sup>10</sup> Dieser Energiemix hat sich in den vergangenen 15 Jahren kaum verändert. Betrachtet man die Energiequellen im Einzelnen, ist auch zu berücksichtigen, wie der verwendete Strom erzeugt wird, da dies einen erheblichen Einfluss auf den Preis hat. Der Anteil der erneuerbaren Energien an der Stromerzeugung nimmt in der EU zwar zu, jedoch spielen Erdgas und andere fossile Brennstoffe nach wie vor eine wichtige Rolle (siehe Abbildung 1, Grafik b). Indirekt gewinnen sie damit bei der Energieversorgung der Unternehmen an Bedeutung.

### Abbildung 1

#### Energieträger in der Industrieproduktion und in der Stromerzeugung der EU

(in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Auf Basis jährlicher Daten. Grafik a bezieht sich auf den Endverbrauch in der Industrie. Grafik b bezieht sich auf die Bruttostromerzeugung. Die Kategorie „Erdöl und Erdölprodukte“ umfasst keine Biokraftstoffe. Die Kategorie „Sonstige“ umfasst verarbeitete Gase, nicht erneuerbare Abfälle, Ölschiefer und Olsand sowie Torf und Torfprodukte.

**Aufgrund der Preissetzung anhand der Grenzkosten ist der Strompreis eng an die fossilen Brennstoffe geknüpft.** An den Märkten werden die kurzfristigen

<sup>10</sup> In der Kategorie „Erdöl und Erdölprodukte“ kommen am häufigsten Gasöl und Diesel zum Einsatz, in der Kategorie „Erneuerbare Energien und Biokraftstoffe“ sind es feste Biobrennstoffe wie Holz.

Strompreise von der teuersten Anlage bestimmt, die zu diesem Zeitpunkt zur Stromerzeugung genutzt wird. In der EU ist die Stromerzeugung mittels Gaskraftwerken in der Regel am teuersten, gefolgt von Steinkohle, Braunkohle und Kernenergie. Am kostengünstigsten ist die Stromerzeugung in der Regel mittels erneuerbarer Energien, da die variablen Kosten hier bei annähernd null liegen. Somit werden die Strompreise am Markt oftmals durch den Gaspreis bestimmt, auch wenn der Anteil von Gas an der Stromerzeugung in der EU vergleichsweise gering ist. Im Jahr 2022 belief er sich laut Angaben der Europäischen Kommission auf 19 %, allerdings setzten Gaskraftwerke den Preis in rund 55 % der Zeit.<sup>11</sup>

**Die Großhandelspreise für Energie in der EU begannen im zweiten Halbjahr 2021 deutlich zu steigen.** Da die EU nahezu ihren gesamten Öl- und Gasverbrauch aus Importen deckt, ist sie in hohem Maße Preisschwankungen an den Weltmärkten ausgesetzt. Hier können geopolitische Entwicklungen und Förderbeschlüsse außerhalb der EU eine Rolle spielen. Ab dem zweiten Halbjahr 2021 stiegen die Großhandelspreise für Öl und Gas an. Zum Teil war dies auf die Konjunkturerholung nach der Pandemie zurückzuführen, zum Teil aber auch auf angebotsseitige Engpässe. Verschärfend hinzu kam der Einmarsch Russlands in die Ukraine im Jahr 2022 – er trieb die Gas- und Ölpreise weiter in die Höhe.<sup>12</sup> Aufgrund der Preissetzung anhand der Grenzkosten schlugen die hohen Gaspreise wiederum auf die Strompreise durch.

**Der kräftige Anstieg der Großhandelspreise wirkte sich erheblich auf die Energiepreise in der Industrie der EU aus.** Großhandelspreise werden nicht vollständig auf die Endkundenpreise übertragen, weil andere Faktoren wie Steuern, Regulierungsrahmen, Infrastruktur, Energiemix der Stromerzeugung und Vertragsstrukturen ebenfalls in die Endkundenpreise einfließen. Ab 2021 wurden zudem viele Maßnahmen vonseiten der Politik ergriffen, um Energieschocks abzufedern. Aus Abbildung 2 geht jedoch hervor, dass der Anstieg der Großhandelspreise in hohem Maße auf die Endkundenpreise durchwirkte, die die Unternehmen in der EU für Strom, Erdgas und Diesel zahlten. Dies hatte wiederum deutliche Folgen für die Produktionskosten, da sich der Erzeugerpreisindex für Energie von 2020 bis 2022 mehr als verdoppelte.

---

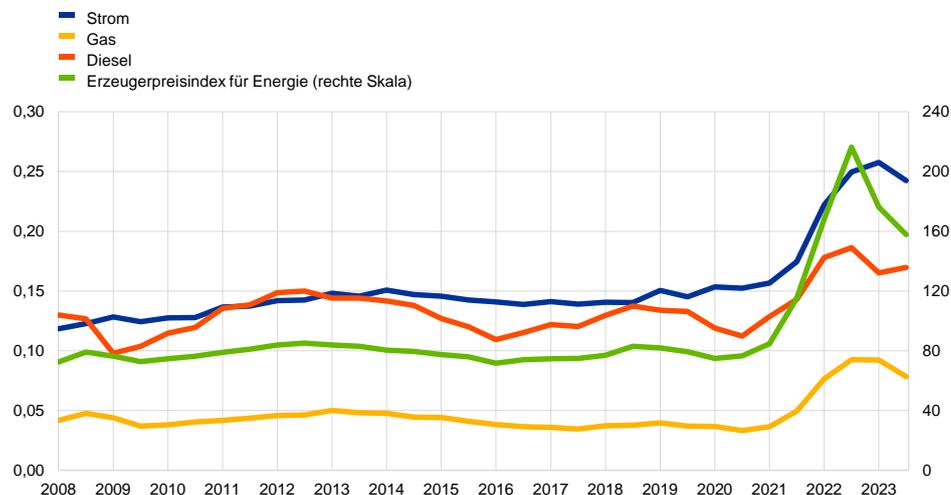
<sup>11</sup> Siehe A. Gasparella, D. Koolen und A. Zucker, [The Merit Order and Price-Setting Dynamics in European Electricity Markets](#), JRC134300, Europäische Kommission, 2023.

<sup>12</sup> Siehe EZB, [Entwicklung der Energiepreise während und nach der Corona-Pandemie – von den Rohstoffpreisen zu den Verbraucherpreisen](#), Wirtschaftsbericht 4/2022; EZB, [Geopolitische Risiken und Ölpreisentwicklung](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 8/2023.

## Abbildung 2

### Endkundenenergiepreise für Unternehmen in der EU

(linke Skala: in €/kWh; rechte Skala: Index: 2021 = 100)



Quellen: Eurostat und Europäische Kommission (Oil Bulletin).

Anmerkung: Auf Basis halbjährlicher Daten. Die Preise beinhalten sämtliche Steuern und Abgaben. Bei den Strom- und Gaspreisen beziehen sich die Angaben auf mittelgroße Unternehmen in der Industrie als Endkunden (Verbrauchsgruppe IC für Strom und Verbrauchsgruppe I3 für Gas). Die Gaspreise für Zypern und Malta bleiben unberücksichtigt, denn Eurostat weist hierfür keine entsprechenden Daten aus. Da es keinen Eurostat-Indikator für Ölpreise gibt, der sich auf Endkunden bezieht, die keine privaten Haushalte sind, wird Diesel beispielhaft als ein Ölprodukt aufgeführt, das häufig von der Industrie in der EU verwendet wird. Dabei wird ein Umrechnungsfaktor von 10 kWh je Liter zugrunde gelegt.

**Diese Entwicklungen führten zu einer intensiven politischen Debatte über die Abhängigkeit der EU von Energieimporten und über die Frage, wie sich diese Abhängigkeit vor dem Hintergrund von Energieschocks auf die Wettbewerbsfähigkeit der EU auswirkt.**<sup>13</sup> Aufgrund der hohen Abhängigkeit von Energieimporten ist die EU Energieschocks in stärkerem Maße ausgesetzt als andere große Volkswirtschaften (z. B. die Vereinigten Staaten).<sup>14</sup>

### 3 Wirkung von Energieschocks auf die Unternehmensinvestitionen in der EU

**Die Auswirkungen von Energieschocks auf die Investitionsentscheidungen von Unternehmen lassen sich aufgrund der vielen unterschiedlichen Übertragungskanäle und begrenzten Datenverfügbarkeit nur schwer quantifizieren. Gleichwohl können aus der Betrachtung historischer Verlaufsmuster nützliche Erkenntnisse gewonnen werden.** Der Effekt von Energieschocks auf die Investitionstätigkeit wird in diesem Aufsatz anhand von Bilanzdaten zu börsennotierten Unternehmen für den Zeitraum 1999-2022 beschrieben, die aus der Compustat-Datenbank von Standard & Poor's stammen.

<sup>13</sup> Siehe M. Draghi, [The future of European competitiveness](#), September 2024.

<sup>14</sup> So belief sich der Anteil der Energieimporte in der EU 2022 auf 62,5 %. Besonders hoch war die Importabhängigkeit bei Erdgas (97,6 %) sowie Erdöl und Erdölprodukten (97,7 %). Die Vereinigten Staaten waren hingegen Nettoexporteur von Energie. Siehe Eurostat, [Energy statistics – an overview](#), Mai 2024; U.S. Energy Information Administration, [U.S. energy facts explained](#), Juli 2024.

Mithilfe lokaler Projektionen wird zudem die Reaktion von Anlageinvestitionen und F&E-Ausgaben geschätzt.<sup>15</sup>

**Energieschocks können von verschiedenen Energieträgern ausgehen, und ihre korrekte Identifizierung stellt eine große Herausforderung dar.** Die

Energiekrise im Jahr 2022 wurde durch Störungen der Erdgasversorgung in Europa ausgelöst. In der Folge erhöhten sich die Preise für fossile Brennstoffe und Strom. Allerdings wird Ölschocks in der Fachliteratur aufgrund ihrer historischen Bedeutung mehr Aufmerksamkeit geschenkt als Gasschocks, zu denen daher nur wenige zuverlässige und unmittelbar verfügbare Messergebnisse vorliegen.<sup>16</sup> Des Weiteren deckt die Industrie in der EU einen erheblichen Teil ihres Energiebedarfs durch Öl, und die Preise für Öl haben Einfluss auf die Preise anderer Energieträger wie Gas. Energieschocks lassen sich daher gut durch Ölschocks approximieren, wenngleich gewisse Einschränkungen zu beachten sind.<sup>17</sup> Eine der neuesten Methoden zur Identifizierung und Messung von Ölschocks beschäftigt sich mit Schocks, die durch Nachrichten über das Ölangebot bedingt sind.<sup>18</sup> Statt unmittelbar bevorstehende Störungen abzubilden, erfassen diese Schocks Erwartungsänderungen hinsichtlich der künftigen Förderung und Preisentwicklung von Erdöl und sind somit für Investitionsentscheidungen besonders relevant.<sup>19</sup>

**Bei einem ölangebotsbezogenen Nachrichtenschock ziehen die Energiepreise an, während sich die gesamtwirtschaftlichen Investitionen verringern.** Wie

Abbildung 3 zeigt, verursacht ein solcher Nachrichtenschock zum Wirkungszeitpunkt einen Anstieg der Ölpreise um 7 % und eine Erhöhung des Erzeugerpreisindex für Energie um 1 %.<sup>20</sup> Zudem sinken die Bruttoanlageinvestitionen unmittelbar nach

<sup>15</sup> In Europa entfielen während des Betrachtungszeitraums im Durchschnitt rund 20 % der gesamten Bruttoanlageinvestitionen und rund 55 % der F&E-Investitionen auf die Compustat-Unternehmen.

<sup>16</sup> Siehe J. D. Hamilton, This is what happened to the oil price-macroeconomy relationship, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 38, Nr. 2, 1966, S. 215-220; R. Raduzzi und A. Ribba, The macroeconomics outcome of oil shocks in the small Eurozone economies, *The World Economy*, Bd. 43, Nr. 1, 2020, S. 191-211.

<sup>17</sup> Bis 2015 waren die Öl- und Gasmärkte eng miteinander verzahnt. In Europa haben sie sich seit 2015 schrittweise entkoppelt, da Gaslieferverträge immer weniger an die Ölpreise gebunden sind. Allerdings deuten mehrere Studien darauf hin, dass diese strukturelle Entkoppelung noch nicht abgeschlossen ist. Siehe EZB, [Entwicklung der Energiepreise während und nach der Corona-Pandemie – von den Rohstoffpreisen zu den Verbraucherpreisen](#), *Wirtschaftsbericht 4/2022*; K. Szafranek und M. Rubaszek, Have European natural gas prices decoupled from crude oil prices? Evidence from TVP-VAR analysis, *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, Bd. 28, Nr. 3, 2024, S. 507-530; D. Zhang und Q. Ji, Further evidence on the debate of oil-gas price decoupling: A long memory approach, *Energy Policy*, Bd. 113, 2018, S. 68-75.

<sup>18</sup> Siehe D. R. Känzig, The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements, *American Economic Review*, Bd. 111, Nr. 4, 2021, S. 1092-1125. Känzig schlägt eine neuartige Methode zur Identifizierung und Quantifizierung von ölangebotsbezogenen Nachrichtenschocks vor. Diese nutzt die hochfrequenten Schwankungen der Ölterminpreise, die im Zusammenhang mit OPEC-Ankündigungen auftreten.

<sup>19</sup> Alternative Methoden zur Identifizierung von Ölangebotschocks reichen von der narrativen Schockreihe bis hin zu strukturellen Vektorautoregressionsmodellen (VAR-Modellen) mit Vorzeichenrestriktionen. Siehe beispielsweise D. Caldara, M. Cavallo und M. Iacoviello, Oil price elasticities and oil price fluctuations, *Journal of Monetary Economics*, Bd. 103(C), 2019, S. 1-20; L. Kilian, Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market, *American Economic Review*, Bd. 99, Nr. 3, 2009, S. 1053-1069. Bei dieser Art von Quantifizierung fehlt jedoch die zukunftsgerichtete Dimension, die für nachrichtenbedingte Ölschocks charakteristisch ist.

<sup>20</sup> Der Schock wird anhand von Instrumentenvariablen in einem VAR-Modell – und somit anhand von Vorzeichen und Größenordnung – identifiziert. Um die Interpretation der in diesem Aufsatz beschriebenen Ergebnisse zu erleichtern, wird die Datenreihe der Nachrichtenschocks normalisiert, sodass der Erzeugerpreisindex für Energie zum Wirkungszeitpunkt des Schocks um 1 % steigt. Dies entspricht einer Schockgröße von etwas mehr als einer Standardabweichung.

dem Schock und erreichen nach Ablauf von zwei Jahren einen Tiefstand (Rückgang um 1,5 %). Auch die Investitionen in geistiges Eigentum, zu denen F&E-Ausgaben zählen, schrumpfen in den zwei Jahren nach Eintritt des Schocks (Rückgang um 1 %).<sup>21</sup>

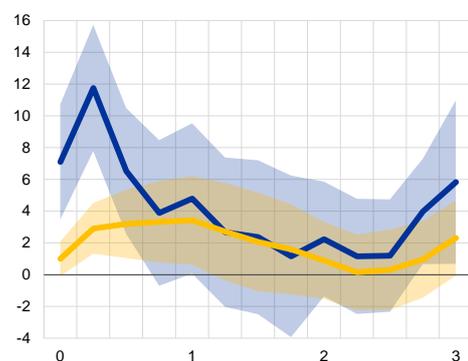
### Abbildung 3

#### Wirkung ölangebotsbezogener Nachrichtenschocks auf aggregierte Variablen

##### a) Wirkung auf Ölpreise und Erzeugerpreisindex für Energie

(x-Achse: Jahre; y-Achse: Veränderung in %)

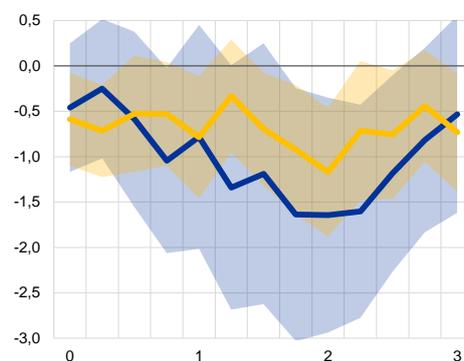
— Ölpreis  
— Erzeugerpreisindex für Energie



##### b) Wirkung auf Bruttoanlageinvestitionen und Investitionen in geistiges Eigentum

(x-Achse: Jahre; y-Achse: Veränderung in %)

— Bruttoanlageinvestitionen  
— Darunter: Investitionen in geistiges Eigentum



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Grafiken veranschaulichen gesamtwirtschaftliche Aggregate, die anhand lokaler Projektionen geschätzt wurden. Allen Regressionsanalysen liegen Daten für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum dritten Quartal 2023 zugrunde. Für die Ölpreise gilt folgende Spezifikation des Regressionsmodells:  $\Delta_h Y_{i,t+h} = a^i + \beta_h S_t + \varepsilon_h X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t+h}$ . Der Erzeugerpreisindex für Energie (Index), die Bruttoanlageinvestitionen (real, 2015, in €) und die Investitionen in geistiges Eigentum (real, 2015, in €) enthalten Paneldaten für die Länder der EU28, und die Spezifikation lautet:  $\Delta_h Y_{i,t+h} = a^j + \beta_h S_t + \varepsilon_h X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t+h}$ . Dabei ist  $Y_{i,t+h}$  die am Zeithorizont  $h$  für das Land  $j$  relevante Ergebnisvariable;  $X_{i,t-1}$  enthält eine Reihe makroökonomischer Kontrollvariablen, darunter die verzögerte abhängige Variable. Der Schock  $S_t$  wird so normalisiert, dass der Erzeugerpreisindex für Energie zum Wirkungszeitpunkt des Schocks um 1 % steigt. Die Kurven stellen die geschätzten Impulsantworten dar. Die durch die schattierten Bereiche gekennzeichneten 90 %-Konfidenzintervalle basieren auf gegenüber serieller Korrelation robusten Newey-West-Standardfehlern (Ölpreise) bzw. gegenüber serieller Korrelation und Querschnittsabhängigkeit robusten Driscoll-Kraay-Standardfehlern.

#### Im Einklang mit der Evidenz aus den aggregierten Daten zeigt sich auch in der Einzelbetrachtung von börsennotierten Unternehmen, dass deren Investitionstätigkeit durch ölangebotsbezogene Nachrichtenschocks belastet wird.<sup>22</sup>

Wie aus Grafik a in Abbildung 4 ersichtlich ist, bewirkt ein ölangebotsbezogener Nachrichtenschock, der zu einem Anstieg des Erzeugerpreisindex für Energie um 1 % führt, bei seinem Eintritt einen Rückgang der Investitionsausgaben von börsennotierten Unternehmen um 2,9 %; ein Jahr später beträgt das Minus 4,1 %.<sup>23</sup> Die F&E-Ausgaben sind sowohl zum Wirkungszeitpunkt des Ölschocks als auch ein Jahr danach um etwa 0,85 % niedriger (siehe Abbildung 4, Grafik b). Auf Unternehmensebene haben die Schocks einen stärkeren Effekt auf die Investitionsausgaben als auf aggregierter Ebene, während der Effekt bei den F&E-Ausgaben auf beiden Betrachtungsebenen ähnlich hoch ist. Erklären lässt sich

<sup>21</sup> Geistiges Eigentum bezieht sich auf Investitionen in immaterielle Vermögenswerte, einschließlich Forschung und Entwicklung, Software und Datenbanken sowie Suchbohrungen und Urheberrechte.

<sup>22</sup> Die Ergebnisse sind auch robust, wenn die Pandemie und die jüngste Energiekrise außer Acht gelassen werden, d. h. auch für Daten ab 2020.

<sup>23</sup> Die Investitionsausgaben beziehen sich auf langfristige Anlagegüter von Unternehmen, die zur Herstellung von Waren und Erbringung von Dienstleistungen eingesetzt werden; hierzu zählen Grundstücke, Gebäude, Maschinen, Fahrzeuge und Ausrüstung.

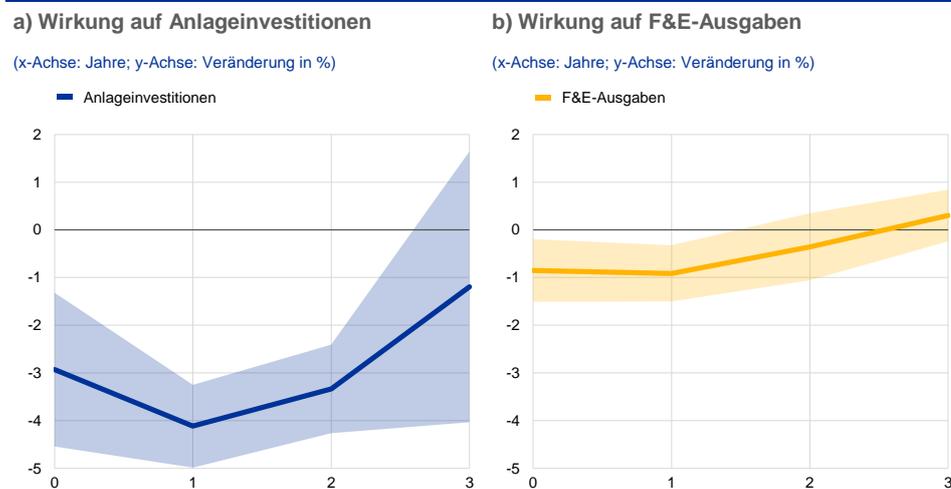
der Unterschied möglicherweise mit der Abdeckung der Stichproben. Die F&E-Ausgaben in der untersuchten Compustat-Stichprobe machen im Stichprobenzeitraum durchschnittlich rund 60 % der aggregierten F&E-Ausgaben aus. Bei den Investitionsausgaben beträgt die Stichprobenabdeckung dagegen nur rund 20 %. Dies deutet darauf hin, dass die Reaktion der F&E-Ausgaben auf Unternehmensebene stärker mit den aggregierten Ergebnissen übereinstimmt, als es bei der Reaktion der Investitionsausgaben der Fall ist. Allerdings ist vorab nicht genau bekannt, wie sich der Unterschied bei den Investitionsausgaben darstellt: Deren Reaktion kann entweder größer oder kleiner ausfallen als auf aggregierter Ebene. Mit Blick auf die sektorale Abdeckung zeigt sich, dass energieintensive Unternehmen in der Stichprobe auf Unternehmensebene stärker vertreten sind als in den aggregierten Daten. So machen die Investitionsausgaben von Unternehmen mit hohem Energiebedarf in der Compustat-Stichprobe rund 40 %, in den aggregierten Daten hingegen nur 12 % der gesamten Investitionsausgaben aus.<sup>24</sup> Die Ergebnisse auf Einzelebene stimmen auch dahingehend mit den aggregierten Messungen überein, dass energieintensive Unternehmen anfälliger für Energieschocks sind und somit ihre Investitionen stärker drosseln als nicht energieintensive Unternehmen. Dieser Punkt wird im nächsten Abschnitt ausführlicher behandelt.

---

<sup>24</sup> Nicht jedes Land, das in der Stichprobe vertreten ist, meldet die Anlageinvestitionen auf der zweiten NACE-Gliederungsebene. Diese ist jedoch erforderlich, um zwischen energieintensiven und nicht energieintensiven Sektoren zu unterscheiden. Daher bezieht sich der berechnete Wert von 12 % nur auf die Länder der Stichprobe, zu denen die entsprechenden Daten vorliegen. Hierbei handelt es sich um Belgien, Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark, Griechenland, Zypern, Lettland, Ungarn, Österreich, Portugal, Rumänien, die Slowakei, Finnland, Schweden, Norwegen und das Vereinigte Königreich.

## Abbildung 4

### Wirkung ölangebotsbezogener Nachrichtenschocks auf Anlageinvestitionen und F&E-Ausgaben von Unternehmen



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf börsennotierte Unternehmen, die im Zeitraum 1999-2022 ihren Sitz in einem Land der EU28 hatten und in der Datenbank Compustat Global von Standard and Poor's geführt wurden. Der Finanz- und der Versorgungssektor werden nicht betrachtet. Die ökonomische Spezifikation ist eng angelehnt an J. Cloyne et al., *Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment*, Journal of the European Economic Association, Bd. 21, Nr. 6, 2023, S. 2586-2634. Dort werden zustandsabhängige lokale Projektionen verwendet (siehe Ö. Jordà und A. M. Taylor, *Local Projections*, Working Paper des NBER, Nr. 32822, 2024), um die Reaktion der Unternehmensinvestitionen auf einen geldpolitischen Schock zu schätzen. Geschätzt wird, inwieweit sich ölangebotsbezogene Schocks (S) in der langfristigen prozentualen Veränderung der Anlageinvestitionen und der F&E-Ausgaben auf Unternehmensebene (Y) niederschlagen, wobei den Gesamteffekt beeinflussende Unternehmensmerkmale berücksichtigt werden:  $\Delta_h Y_{i,t+h} = a_i^h + \beta_h S_t + \varepsilon_h X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t+h}$ .

Die zustandsabhängigen lokalen Projektionen decken einen Zeitraum von drei Jahren nach Eintritt des Ölschocks ab und beinhalten fixe Effekte auf Unternehmensebene sowie Standardfehler, die nach der Methode von Driscoll und Kraay auf Unternehmens- und Zeitebene geclustert werden. Matrix X enthält Kontrollvariablen für die verzögerten Sachvermögenswerte eines Unternehmens, sein Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital, seine Liquiditätsquote (definiert als liquide Aktiva im Verhältnis zu den Gesamtpassiva) und Gewinnmarge, sein Umsatzwachstum sowie das BIP-Wachstum seines Sitzlandes und den dort geltenden Leitzins. Der Schock  $S_t$  wird so normalisiert, dass der Erzeugerpreisindex für Energie zum Wirkungszeitpunkt des Schocks um 1 % steigt. Die Kurven zeigen die geschätzten Impulsantworten. Die schattierten Bereiche stellen die 90 %-Konfidenzintervalle dar.

**Die Energieintensität spielt eine wichtige Rolle, da Branchen mit hohem Energiebedarf naturgemäß besonders anfällig für Energieschocks sind.** Zu den energieintensiven Branchen zählen etwa die Chemie-, Metall-, Zement- und Glasindustrie. Auf sie entfallen rund 45 % des EU-weiten Industrieverbrauchs von Strom, Gas und Öl, obwohl sie 2021 weniger als 4 % der Bruttowertschöpfung in der EU ausmachten.<sup>25</sup> Sie produzieren wichtige Materialien unter anderem für das Baugewerbe, die Automobilindustrie und die Elektronikindustrie und sind als Lieferanten für Sektoren von Bedeutung, die den ökologischen und digitalen Wandel vorantreiben.<sup>26</sup> Deshalb tragen energieintensive Branchen ganz wesentlich dazu bei, die Dekarbonisierungsziele der EU und die offene strategische Autonomie zu erreichen. In Europa sind sie jedoch mit deutlich höheren Strompreisen konfrontiert

<sup>25</sup> Gemäß dem [Annual Single Market Report 2021](#) lassen sich die energieintensiven Branchen verschiedenen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes zuordnen. Hierzu zählen die Herstellung von Holzwaren (ohne Möbel), Flecht- und Korbwaren, Papier, Pappe und Waren daraus, die Kokerei und Mineralölverarbeitung und die Herstellung von chemischen Erzeugnissen, Gummi- und Kunststoffwaren, sonstigen Erzeugnissen aus nichtmetallischen Mineralien und Metallen.

<sup>26</sup> So entfallen bei der nachgelagerten Produktion des privaten Sektors im Schnitt 5 € von 100 € auf Vorleistungen in Form von chemischen Erzeugnissen, Mineralien und Metallen (vgl. M. Draghi, a. a. O.).

als in einigen anderen Volkswirtschaften, etwa den Vereinigten Staaten, und erleiden folglich einen Wettbewerbsnachteil.<sup>27</sup>

**Auch finanzielle Beschränkungen spielen bei den Investitionsentscheidungen von Unternehmen eine wichtige Rolle.** Die Finanzierungsbedingungen gelten in der Fachliteratur seit Langem als wichtiger Investitionsfaktor; sie wirken sich erheblich auf die Schockabsorptionsfähigkeit von Unternehmen aus.<sup>28</sup> Diverse Umfragen deuten zudem darauf hin, dass Investitionen häufig durch finanzielle Beschränkungen behindert werden, insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit.<sup>29</sup> Finanzierungsbeschränkungen lassen sich nur schwer messen, da es keine verbindliche Definition gibt. Jedoch können anhand von Bilanzdaten Schätzungen vorgenommen werden. Gemäß der Fachliteratur sind Unternehmen, die eine relativ hohe Verschuldungsquote (d. h. oberhalb des Stichprobenmedians) aufweisen und noch dazu jung sind, als finanziell eingeschränkt zu betrachten.<sup>30</sup> Da hoch verschuldete Unternehmen als risikoreicher gelten, ist ihr Zugang zu Finanzierungsmitteln erschwert. Dies führt zu höheren Kreditkosten und strikteren Finanzierungsbedingungen. Bei jungen Unternehmen kommt hinzu, dass sie möglicherweise weder eine langjährige Kredithistorie noch ausreichend Sicherheiten und verlässliche Ertragsströme vorweisen können. Deshalb sind Kreditgeber hier vorsichtiger, und jüngere Unternehmen haben daher nur begrenzt Zugang zu erschwinglichen Außenfinanzierungsmitteln.

**Treten eine hohe Energieintensität und finanzielle Beschränkungen in Kombination auf, können sich die Auswirkungen von Energieschocks verstärken.** Aktuellen Umfragen zufolge betrachten Unternehmen, die sich selbst als finanziell eingeschränkt beschreiben, höhere Energiekosten eher als Investitionshemmnis als finanziell nicht eingeschränkte Unternehmen.<sup>31</sup> Empirische Analysen zeigen, dass finanziell eingeschränkte Unternehmen, die in energieintensiven Sektoren tätig sind, ihre Investitionen nach einem Ölschock durchweg stärker verringern als andere Unternehmen. Abbildung 5 veranschaulicht – aufgeschlüsselt nach Energieintensität und finanziellen Beschränkungen der Unternehmen – den Effekt ölangebotsbezogenen Nachrichtenschocks, der zum Wirkungszeitpunkt einen Anstieg des Erzeugerpreisindex für Energie um 1 % auslöst. In allen Gruppen verringern die Unternehmen ihre Investitionen. Gehören sie einem energieintensiven Sektor an und

---

<sup>27</sup> Siehe Europäische Kommission, [Dashboard for energy prices in the EU and main trading partners 2023](#). So waren die Endkundenpreise für Strom und Erdgas (ohne erstattungsfähige Steuern und Abgaben) für Unternehmen in der EU zwischen 2020 und Mitte 2022 im Durchschnitt mehr als doppelt so hoch wie in den USA. Der Endkundenpreis für Diesel (einschließlich Steuern) war in der EU fast doppelt so hoch wie in den Vereinigten Staaten.

<sup>28</sup> Ein Überblick findet sich in J. Cloyne, C. Ferreira, M. Froemel und P. Surico, Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment, *Journal of the European Economic Association*, Bd. 21, Nr. 6, 2023, S. 2586-2634.

<sup>29</sup> Siehe [EIB-Investitionsumfrage 2024 – Europäische Union](#), a. a. O.

<sup>30</sup> Siehe beispielsweise E. Durante, A. Ferrando und P. Vermeulen, Monetary policy, investment and firm heterogeneity, *European Economic Review*, Bd. 148, 104251, 2022; J. Cloyne et al., a. a. O.

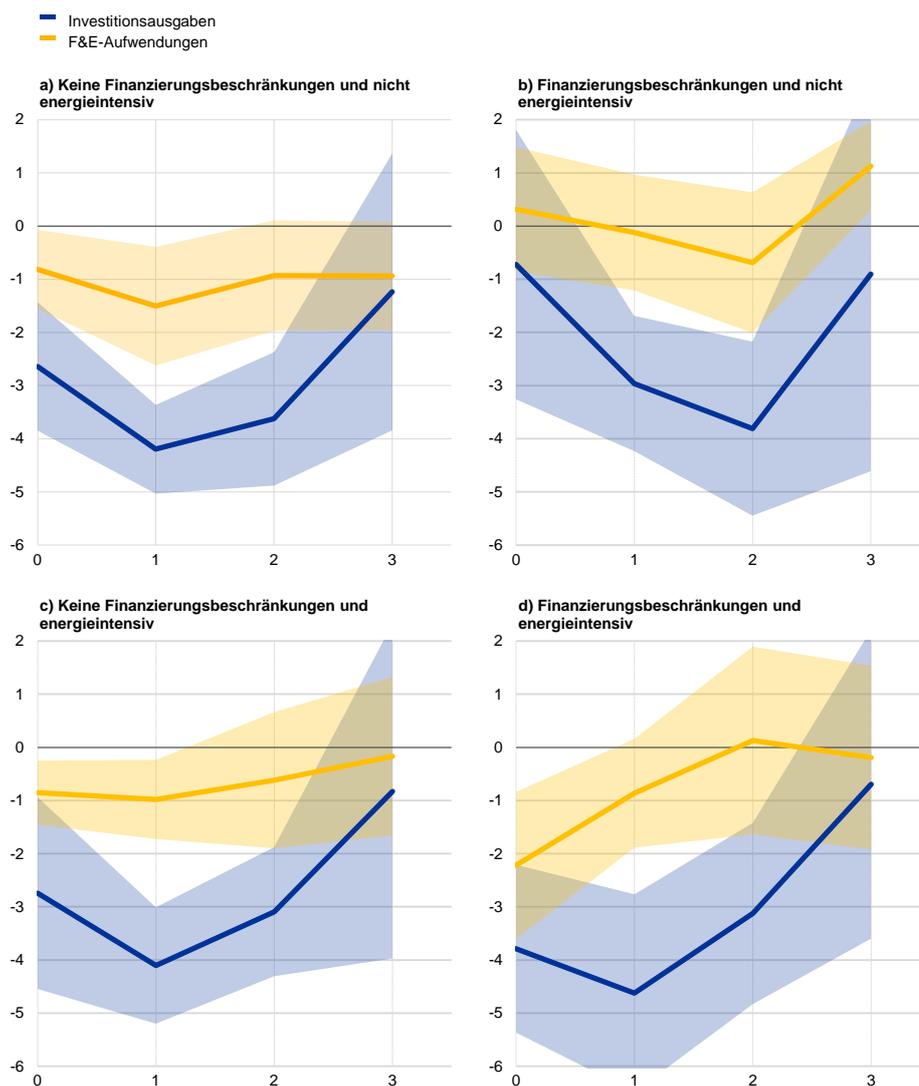
<sup>31</sup> Siehe [EIB-Investitionsumfrage 2023 – Europäische Union](#), a. a. O.

sind zudem finanziell eingeschränkt, verstärkt sich die Wirkung des Schocks auf die Anlageinvestitionen und die F&E-Ausgaben.<sup>32</sup>

### Abbildung 5

Wirkung ölangebotsbezogener Nachrichtenschocks auf Anlageinvestitionen und F&E-Ausgaben nach Unternehmensmerkmalen (Energieintensität und Finanzierungsbeschränkungen)

(x-Achse: Jahre; y-Achse: Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur ökonomischen Spezifikation siehe die Anmerkung zu Abbildung 4. Für die Zwecke dieser Analyse sind finanziell eingeschränkte Unternehmen solche, die höchstens 20 Jahre alt sind und deren Verschuldungsquote über dem jährlichen Median der Stichprobe liegt. Das Merkmal der Finanzierungsbeschränkung ändert sich also im Zeitverlauf. Der Median wurde gewählt, um die Beobachtungen je Gruppe zu maximieren. Dennoch erweisen sich die Ergebnisse als robust gegenüber unterschiedlichen Schwellenwerten. Unternehmen werden als energieintensiv eingestuft, wenn ihre NACE-2-Klassifikation einem Sektor entspricht, der von der Europäischen Kommission als energieintensiver Industriezweig definiert wurde. Die Kurven zeigen die geschätzten Impulsantworten. Die schattierten Bereiche stellen die 90 %-Konfidenzintervalle dar.

<sup>32</sup> Die Differenz zwischen den in Grafik a und d von Abbildung 5 dargestellten Gruppen ist zum Wirkungszeitpunkt des Schocks und für den Zeitpunkt ein Jahr danach statistisch signifikant.

## 4 Schlussbemerkungen

**Die in diesem Aufsatz präsentierte Evidenz legt nahe, dass Energieschocks tendenziell zu einem Investitions- und Innovationsrückgang in Europa führen, insbesondere bei finanziell eingeschränkten Unternehmen in energieintensiven Sektoren.** Als Reaktion auf Energieschocks, die durch Ölschocks approximiert werden, drosseln börsennotierte Unternehmen in der EU ihre Investitionen. Empirische Analysen deuten darauf hin, dass ein durch Ölschocks hervorgerufener Anstieg der Energiepreise um 1 % zu einem deutlichen Rückgang der Investitionsausgaben führt (-4,1 % nach Ablauf eines Jahres), während der Effekt auf die Ausgaben für Forschung und Entwicklung nicht so stark ausfällt (Rückgang um knapp 1 %). Darüber hinaus verzeichnen Unternehmen, die finanziell eingeschränkt sind und einen hohen Energiebedarf haben, nach einem Ölpreisanstieg stärkere Rückgänge der Investitionstätigkeit.

**Diese Ergebnisse decken sich mit zahlreichen Studien zu negativen Effekten von Ölschocks auf die Gesamtwirtschaft. Zudem bestätigen sie, wie wichtig es ist, die Vulnerabilität der EU gegenüber solchen Schocks zu verringern.** Die EU ist aufgrund ihrer starken Abhängigkeit von Energieimporten anfälliger gegenüber Energieschocks als andere große Volkswirtschaften. Da die Investitionstätigkeit durch Energieschocks gehemmt wird und sinkende Investitionen zu einem Produktivitätsrückgang führen können, läuft die EU Gefahr, zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren. Dies könnte nicht nur den aktuellen, sondern auch den künftigen Wohlstand bedrohen.<sup>33</sup>

**Die politischen Maßnahmen auf nationaler und auf europäischer Ebene sollten daher zum Ziel haben, die Energieversorgung der EU zu sichern, die Energiepreise zu senken und das Risiko künftiger Energieschocks für Unternehmen zu mindern.** Während sich länderspezifische Probleme am besten durch nationale Interventionen bewältigen lassen, sollten sich EU-weite Maßnahmen auf gemeinsame Probleme konzentrieren und die länderübergreifende Zusammenarbeit stärken. Die Berichte von Draghi und Letta enthalten hierzu mehrere Vorschläge.<sup>34</sup> So ist etwa davon die Rede, gemeinsame Gasimporte zu fördern, um die Marktmacht der EU zu erhöhen, und verstärkt auf langfristige Stromverträge zurückzugreifen. In beiden Berichten wird zudem betont, dass die Beschleunigung und Vereinfachung von Genehmigungsverfahren, die Kanalisierung von EU-Mitteln und die Förderung grenzüberschreitender Projekte zur vermehrten Erzeugung erneuerbarer Energien die Energiesicherheit erhöhen und die Energiepreise mittelfristig senken würden. Der Draghi-Bericht schlägt darüber hinaus gezielte Unterstützungsmaßnahmen für energieintensive Branchen vor, damit sich diese an der Dekarbonisierung beteiligen können, ohne ihre Wettbewerbsfähigkeit zu gefährden. Schließlich könnte die Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion dazu beitragen, die Finanzierungsbeschränkungen für Unternehmen zu verringern, sodass diese die Möglichkeit hätten, in die Verbesserung ihrer Energieeffizienz zu investieren. Im Verbund könnten diese Maßnahmen bewirken, dass die EU

<sup>33</sup> Siehe M. Draghi, a. a. O.

<sup>34</sup> Siehe E. Letta, [Much More Than a Market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#), April 2024; M. Draghi, a. a. O.

gegenüber künftigen Schocks besser gewappnet ist und langfristig wettbewerbsfähiger wird.

## Wie lässt sich die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts im Euroraum von 2022 bis 2024 erklären?

Clémence Berson, Vasco Botelho, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Christofer Schroeder und Marco Weissler

### 1 Einleitung

**Der Arbeitsmarkt im Euroraum legte nach der Pandemie eine beachtliche Widerstandsfähigkeit an den Tag.** Die Arbeitslosenquote verharrte auf einem Rekordtief, und die Beschäftigung nahm stetig zu. Damit trotzte der Arbeitsmarkt dem schwachen Wachstum und diversen wirtschaftlichen Herausforderungen, darunter die vom Einmarsch Russlands in die Ukraine ausgelöste Energiekrise, die geopolitischen Spannungen und die anschließende geldpolitische Straffung. Vom vierten Quartal 2021 bis zum zweiten Quartal 2024 überstieg das kumulierte Beschäftigungswachstum (3,3 %) das kumulierte Wachstum des realen BIP (2,4 %) um 0,9 Prozentpunkte. Dies ist insofern bemerkenswert, als sich sowohl die Beschäftigung als auch das BIP bis Ende 2021 vollständig erholt und wieder ihr jeweiliges Vorpandemie erreicht hatten. Die robuste Beschäftigung führte jedoch zu einem sinkenden Wachstum der Arbeitsproduktivität, die an der Produktion je Beschäftigten gemessen wird. Dabei fiel die entsprechende Zuwachsrate unter ihren ohnehin schon niedrigen historischen Trend.

**Dank höherer Gewinnmargen und niedrigerer Reallöhne sowie einer geringeren Zahl durchschnittlich geleisteter Arbeitsstunden je Beschäftigten konnten die Unternehmen mehr Arbeitskräfte einstellen und ihr Personal in der schwachen Wirtschaftsphase halten. Gleichzeitig trug die stärkere Erwerbsbeteiligung dazu bei, einem potenziellen Arbeitskräftemangel entgegenzuwirken.** Mit Beginn der Energiekrise kam es zu einem Inflationsschub. Im Zuge dessen gingen die Reallöhne deutlich zurück, sodass die Kosten der Unternehmen für Neueinstellungen sanken. Dies stellte für die Unternehmen einen Anreiz dar, angesichts steigender Preise für Energie und Vorleistungsgüter den Einsatz von Arbeitskräften zu erhöhen. Damit trugen sie dazu bei, dass sich der Arbeitsmarkt in einer schwachen Wachstumsphase robust entwickelte. Darüber hinaus konnten die Firmen aufgrund deutlich höherer Gewinnmargen zusätzliche Arbeitskräfte einstellen oder das vorhandene Personal weiterbeschäftigen. Angesichts des tatsächlichen oder erwarteten Arbeitskräftemangels entschlossen sich die Unternehmen, ihre Beschäftigten zu halten. Es erschien ihnen kostengünstiger, in dem als vorübergehend erachteten schwachen Wirtschaftsumfeld Arbeitskräfte zu horten als in der Erholungsphase Ersatz zu beschaffen. Die geringere Zahl an durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten bei einer nach wie vor robusten Nachfrage nach Arbeitskräften bewog die Unternehmen zu Neueinstellungen, um ihren Arbeitseinsatz insgesamt aufrechtzuerhalten. Jüngste Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die Arbeitskräftehortung einer der Gründe für die Verringerung der durchschnittlich

geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten war. Dabei kürzten die Unternehmen die Arbeitszeit als Reaktion auf den als vorübergehend betrachteten Nachfragerückgang. Der stetige Zustrom an Erwerbspersonen in der Zeit nach der Pandemie veranlasste die Unternehmen ferner, neue Arbeitskräfte zu rekrutieren, um dem tatsächlichen oder erwarteten Arbeitskräftemangel entgegenzuwirken. Die Erwerbsquote stieg über das Vorpandemieniveau. Grund hierfür waren vor allem Übergänge von der Nichterwerbstätigkeit in eine Beschäftigung. Den größten Beitrag leisteten dabei Frauen, ältere Arbeitskräfte, Personen mit einem höheren Bildungsabschluss sowie ausländische Arbeitskräfte. Diese zusätzlich verfügbaren Arbeitskräfte wurden trotz der verhaltenen Konjunktorentwicklung vorsorglich eingestellt, um einem möglichen Arbeitskräftemangel zu begegnen.

**Im vorliegenden Aufsatz wird jeder der vier genannten Faktoren (höhere Gewinnmargen, niedrigere Reallöhne, weniger durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden und höhere Erwerbsbeteiligung) genau beleuchtet, und zwar mit Blick auf die Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum insgesamt.** Hinter der insgesamt günstigen Entwicklung verbirgt sich eine zunehmende Heterogenität auf Sektorebene. Den stärksten Einfluss auf die aggregierten Daten hatten dabei die Sektoren mit niedrigerer Produktivität. Ungeachtet der Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern ist ein umfassendes Verständnis der Realwirtschaft und der für die Preis- und Lohnentwicklung relevanten Entscheidungen von Unternehmen und Arbeitnehmern nur mit einer Analyse des Arbeitsmarkts auf aggregierter Ebene möglich. Eine solche Analyse liefert der EZB auch wichtige Erkenntnisse, um im Einklang mit ihrem Preisstabilitätsmandat wirksame geldpolitische Beschlüsse fassen zu können.

## 2 Arbeitsmarktentwicklung nach der Pandemie

**Die Zeit nach der Pandemie war von einem bemerkenswert robusten Arbeitsmarkt im Euroraum geprägt.** Im Anschluss an die Pandemie setzte eine rasche Konjunkturerholung ein, die mit einem starken Beschäftigungszuwachs einherging. Anders hatte es dagegen in den Phasen nach der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum ausgesehen. Damals nahm die Beschäftigung trotz der konjunkturellen Erholung langsamer zu. Bis Ende 2021 ging die Zahl der Beschäftigten in Arbeitsplatzsicherungsprogrammen, einem in der Pandemie weit verbreiteten Instrument, signifikant zurück. Darin zeigt sich, dass es am Arbeitsmarkt des Eurogebiets keine Hysterese-Effekte und auch keine größere Notwendigkeit für eine umfangreiche Reallokation von Arbeitsplätzen gab.<sup>1</sup> Selbst die Konjunkturabschwächung nach dem russischen Einmarsch in die Ukraine und der daraus resultierende sprunghafte Anstieg der Energiepreise hatten keine sichtbaren negativen Arbeitsmarkteffekte.

---

<sup>1</sup> Diese Entwicklung war auch in den Vereinigten Staaten zu beobachten. Siehe A. Consolo und F. Petroulakis, [Did COVID-19 induce a reallocation wave?](#), *Economica*, Bd. 91, Ausgabe 364, 2024, S. 1349-1390. Nähere Angaben zur Entwicklung im Euroraum finden sich in: EZB, [Geleistete Arbeitszeit im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 6/2021.

### **Im Euroraum entwickelte sich der Arbeitsmarkt im Vergleich zum**

**Wirtschaftswachstum außergewöhnlich robust** (siehe Abbildung 1, Grafik a). Der Zusammenhang zwischen der Beschäftigung und dem Wachstum, das sogenannte Okun'sche Gesetz, deutet darauf hin, dass sich die Beschäftigung und das BIP im Jahr 2022 weitgehend im Gleichlauf entwickelten, wohingegen 2023 eine Lücke entstand. Im dritten Quartal 2024 erhöhte sich die Differenz zwischen der tatsächlichen und der vom BIP-Wachstum signalisierten Beschäftigung auf fast 600 000 Arbeitskräfte, was einem Anteil von rund 0,35 % der Erwerbstätigen entspricht. Der in Relation zum BIP starke Beschäftigungszuwachs ging darauf zurück, dass Unternehmen ihre Arbeitskräfte hielten. Dies war steigenden Unternehmensgewinnen, sinkenden Reallöhnen und einer geringeren Zahl durchschnittlich geleisteter Arbeitsstunden je Beschäftigten sowie der robusten Zunahme der Erwerbsbevölkerung zu verdanken (siehe Abbildung 1, Grafik b).<sup>2</sup> Im Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden kommt zum Ausdruck, dass die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden im Vergleich zur Anzahl der Erwerbstätigen seit Ende 2019 nur leicht gestiegen ist. Auf diesen Aspekt wird in Abschnitt 5 näher eingegangen.

### **Ein starker Beschäftigungsanstieg und eine schwache BIP-Dynamik haben zu einem rückläufigen Produktivitätswachstum geführt.**

Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums hat bereits vor der Pandemie begonnen, sich jedoch seit 2022 noch verstärkt, was dem Zusammenwirken verschiedener negativer Schocks im Euroraum geschuldet war.<sup>3</sup> Der vierteljährliche Produktivitätszuwachs kehrte sich im Schlussquartal 2022 ins Negative und liegt seitdem deutlich unter seinem vor der Pandemie verzeichneten Trend. In kumulierter Betrachtung ist der Wert seit dem vierten Quartal 2021 um 1,3 % gesunken. Zuletzt gab es jedoch Anzeichen dafür, dass sich der Rückgang der Arbeitsproduktivität allmählich abschwächt. So liegt das vierteljährliche Wachstum seit dem ersten Quartal 2024 bei null oder ist leicht positiv.

### **Hinter der Entwicklung der aggregierten Beschäftigung und Produktivität verbergen sich jedoch sektorale Unterschiede.**

Während der Beschäftigungszuwachs im Baugewerbe, im öffentlichen Sektor und bei den unternehmensnahen Dienstleistungen besonders hoch ausfiel, war er im verarbeitenden Gewerbe niedrig. Auch die Bruttowertschöpfung entwickelte sich je nach Sektor unterschiedlich. Das Gleiche gilt für die Produktivität. Im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2024 lag der starke Anstieg der Beschäftigung im öffentlichen Sektor und im Baugewerbe (8,9 % bzw. 7,1 %) über dem jeweiligen Anstieg der Bruttowertschöpfung (2,3 % bzw. 3,0 %). Dies führte zu einer ausgeprägten Verlangsamung des Produktivitätswachstums in diesen beiden Sektoren. Die Informations- und Kommunikationsdienstleistungen verzeichneten hingegen eine deutlich höhere Produktivitätszunahme, was auf die robust steigende Bruttowertschöpfung zurückzuführen war. In einigen Sektoren verlief das Produktivitätswachstum in zwei Phasen: in der akuten Pandemiephase vom vierten Quartal 2019 bis zum vierten Quartal 2021 und in der Zeit nach der Pandemie ab

<sup>2</sup> Eine umfassende Betrachtung des Konzepts der Arbeitskräftehortung findet sich in: J. Biddle, [The Cyclical Behavior of Labour Productivity and the Emergence of the Labour Hoarding Concept](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 28, Nr. 2, 2014, S. 197-212.

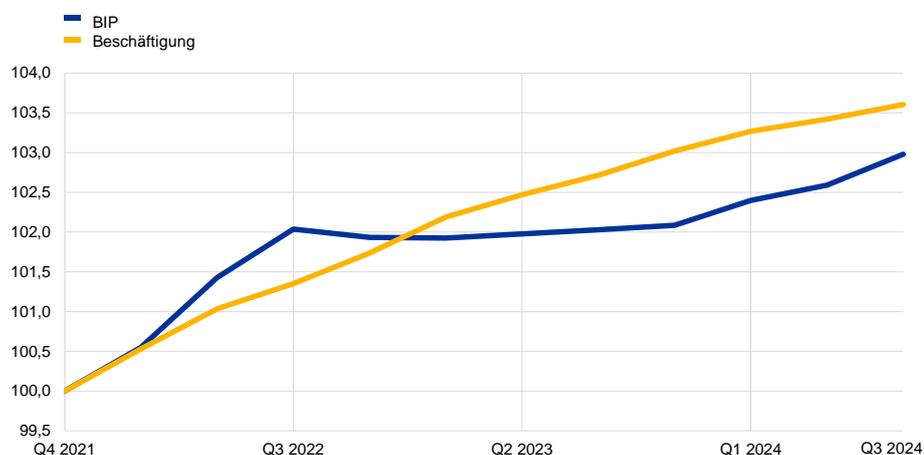
<sup>3</sup> Siehe beispielsweise EZB, [Die Verlangsamung des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet in einem globalen Kontext](#), Wirtschaftsbericht 3/2017.

dem ersten Quartal 2022. Im verarbeitenden Gewerbe belief sich beispielsweise der kumulierte Produktivitätszuwachs je Beschäftigten bzw. je geleistete Arbeitsstunde während der akuten Phase auf 8,6 % bzw. 7,8 %. Mit dem sprunghaften Anstieg der Energiepreise im Jahr 2022 kehrte sich das Produktivitätswachstum jedoch ins Negative, und die kumulierte Änderungsrate je Beschäftigten und je geleistete Arbeitsstunde fiel in der Zeit nach der Pandemie auf -2,4 % bzw. -2,9 %. Auch in kontaktintensiven Dienstleistungsbereichen wie Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie erhöhte sich die Produktivität je Beschäftigten und je geleistete Arbeitsstunde in der akuten Pandemiephase, und zwar um jeweils 1,6 %. In der Zeit nach der Pandemie blieb das kumulierte Produktivitätswachstum je Beschäftigten mit 1,6 % in diesen Sektoren positiv, bei den geleisteten Arbeitsstunden stand indes ein Rückgang um 0,1 % zu Buche.

## Abbildung 1 Arbeitsmarktentwicklung

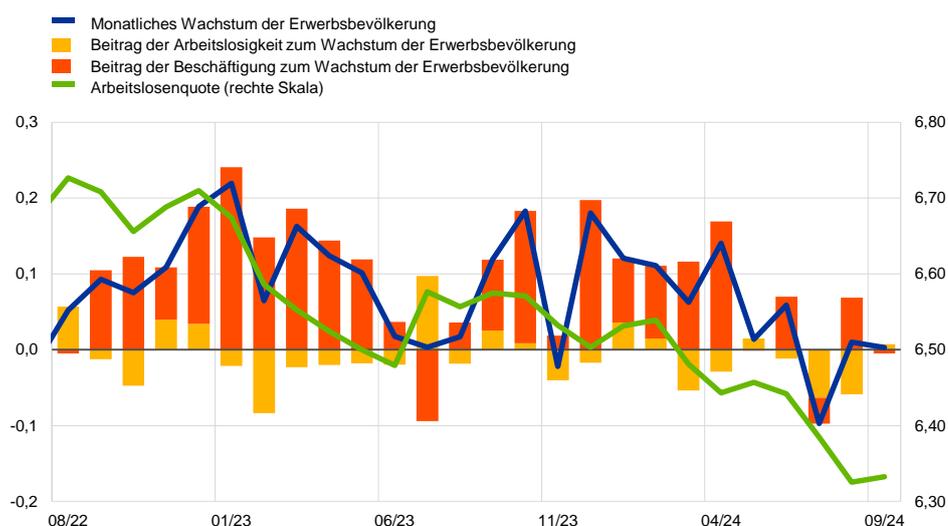
### a) Wachstum des realen BIP und der Beschäftigung

(Index: Q4 2021 = 100)



### b) Wachstum der Erwerbsbevölkerung und Beiträge von Beschäftigung und Arbeitslosigkeit

(Beiträge; in %)



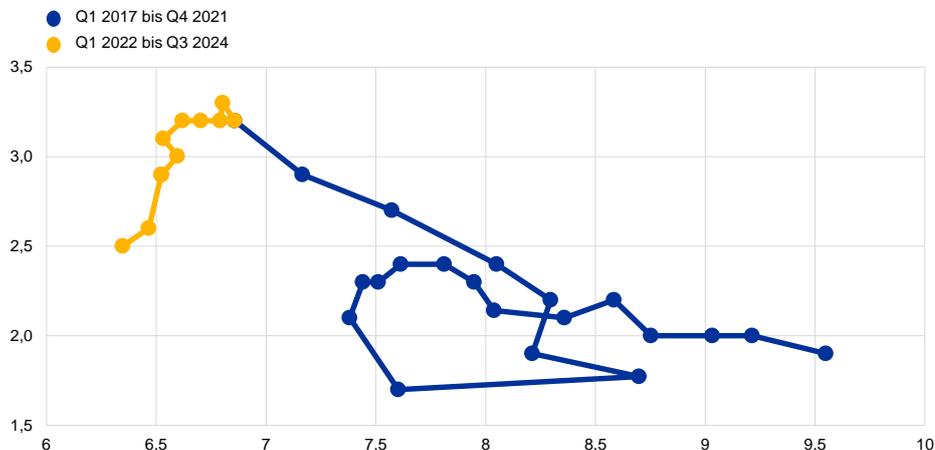
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 für das Wachstum des realen BIP und der Beschäftigung (Grafik a) bzw. auf September 2024 für das Wachstum der Erwerbsbevölkerung (Grafik b).

**Die Arbeitslosenquote liegt nach wie vor auf einem Rekordtief.** Im September 2024 belief sich die Arbeitslosenquote im Euroraum auf 6,3 % – den niedrigsten Stand seit der Euro-Einführung. Damit lag sie 1,1 Prozentpunkte unter dem im Januar 2020 verzeichneten Vorpandemieniveau. Der Rückgang der Arbeitslosenquote war über alle Länder hinweg breit angelegt. Dabei waren jedoch gewisse Unterschiede auszumachen. So sank die Arbeitslosenquote in Spanien und Italien in diesem Zeitraum mit -2,6 Prozentpunkten bzw. -3,5 Prozentpunkten am stärksten, wohingegen sie in Deutschland leicht anstieg (um 0,3 Prozentpunkte). Der Rückgang auf Eurorauebene war einer leichten Verringerung der Arbeitslosenzahl um rund 1,3 Millionen zuzuschreiben. Zugleich stieg die Erwerbsbevölkerung gegenüber Januar 2020 deutlich um 8,6 Millionen Personen an.

## Abbildung 2 Beveridge-Kurve

(x-Achse: Arbeitslosenquote; y-Achse: Quote der offenen Stellen)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist nach der Pandemie robust geblieben, wengleich sie seit einiger Zeit nachlässt.** Die Quote der offenen Stellen stieg im zweiten Quartal 2022 sprunghaft auf 3,3 % an. Trotz einer Verschlechterung der Matching-Effizienz zwischen offenen Stellen und Arbeitssuchenden deutete dies auf eine angespannte Arbeitsmarktlage hin. Seitdem ist die Quote sukzessive gesunken. Im dritten Quartal 2024 verringerte sie sich auf 2,5 % und war damit nur noch 0,2 Prozentpunkte höher als vor der Pandemie. Die in den vergangenen Quartalen rückläufige Arbeitsnachfrage verbunden mit einer stabilen Arbeitslosenquote hat zu einem vertikalen Verlauf der Beveridge-Kurve und einer verbesserten Matching-Effizienz geführt (siehe Abbildung 2).

### Kasten 1

#### Arbeitsmarktentwicklung im Euroraum und in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften: ein Vergleich

António Dias da Silva, Ramon Gomez-Salvador, Isabella Moder und Matthias Mohr

Im Euroraum legte das Wachstum der geleisteten Gesamtarbeitsstunden zwischen dem ersten Quartal 2022 und dem zweiten Quartal 2024 stärker zu als im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten.<sup>4</sup> Aus struktureller Sicht weist das Eurogebiet jedoch eine viel höhere Arbeitslosenquote und eine viel geringere Erwerbs- und Beschäftigungsquote auf als die beiden Vergleichsländer.

Der Arbeitseinsatz erhöhte sich im Euroraum und in den USA um rund 3 %; im Vereinigten Königreich war der Anstieg mit etwa 1,5 % geringer (siehe Abbildung A).<sup>5</sup> Zum Anstieg der

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Warum erholt sich das Wachstum im Euroraum langsamer von der Pandemie als in den Vereinigten Staaten?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2024; EZB, [Kurz- und langfristige Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 6/2024.

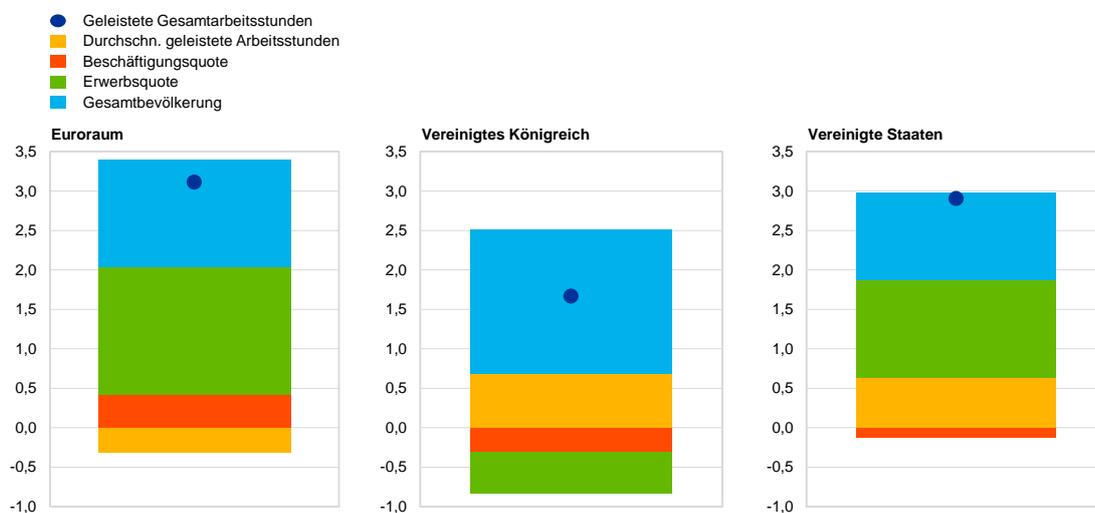
<sup>5</sup> Dabei ist zu beachten, dass die aus der Arbeitskräfteerhebung der britischen Statistikbehörde stammenden Daten mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet sind. Siehe dazu Bank of England, [Uncertainties around Labour Force Survey data](#), Monetary Policy Report, Mai 2024.

geleisteten Gesamtarbeitsstunden im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten trugen sowohl das Bevölkerungswachstum als auch die höhere Erwerbsquote bei. Im Gegensatz dazu gingen die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden im Euroraum zurück und stiegen in den USA an. Die Beschäftigungsquote erhöhte sich unterdessen im Eurogebiet, während sie in den Vereinigten Staaten sank. Im Vereinigten Königreich wurden die geleisteten Gesamtarbeitsstunden im Wesentlichen durch zwei Faktoren belastet – zum einen durch eine rückläufige Erwerbsquote und zum anderen durch eine geringere Beschäftigungsquote. Demgegenüber fiel der Beitrag des Bevölkerungswachstums im Vereinigten Königreich deutlich höher aus als im Euroraum oder in den Vereinigten Staaten.

## Abbildung A

### Beitrag der Arbeitsmarktfaktoren zu den geleisteten Gesamtarbeitsstunden

(kumulierte Veränderung von Q1 2022 bis Q2 2024 in %; Beiträge in Prozentpunkten)



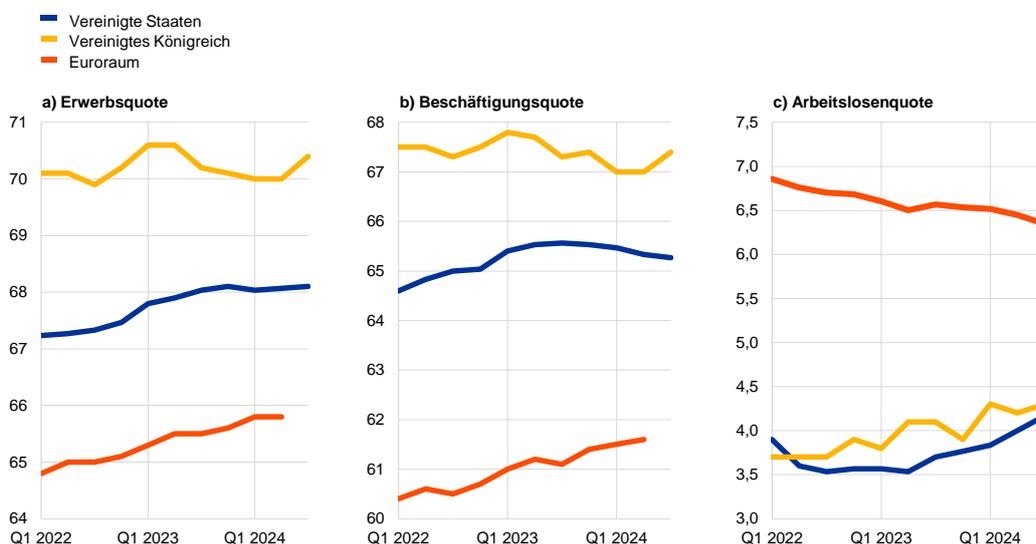
Quellen: OECD, Eurostat, Office for National Statistics des Vereinten Königreichs und US Bureau of Labor Statistics.

Der Arbeitsmarkt des Euroraums ist in den vergangenen Quartalen relativ robust geblieben. Das lässt sich an den Veränderungen wichtiger Arbeitsmarktvariablen im Zeitverlauf ablesen (siehe Abbildung B). Im Eurogebiet nahm die Erwerbsquote weiter zu – in der ersten Jahreshälfte 2024 allerdings langsamer. Die Beschäftigungsquote stieg kontinuierlich an. In den Vereinigten Staaten schwächte sie sich hingegen erkennbar ab, und im Vereinigten Königreich blieb sie im genannten Zeitraum weitgehend unverändert. Während die Arbeitslosenquote im Euroraum weiter sinkt, hat in den beiden anderen Ländern ein Anstieg eingesetzt.

## Abbildung B

### Wichtige Arbeitsmarktvariablen in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und im Euroraum

(in %)



Quellen: OECD, Eurostat, Office for National Statistics des Vereinten Königreichs und US Bureau of Labor Statistics.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024 (Vereinigte Staaten und Vereinigtes Königreich sowie Arbeitslosenquote im Euroraum) bzw. das zweite Quartal 2024 (Erwerbsquote und Beschäftigungsquote im Euroraum).

Alles in allem bedarf es am Arbeitsmarkt des Euroraums struktureller Verbesserungen, um ein Beschäftigungs-, Erwerbsbeteiligungs- und Arbeitslosenniveau wie im Vereinigten Königreich und in den USA zu erreichen. Die jüngste Entwicklung zeigt, dass diesbezüglich bereits gewisse Fortschritte erzielt wurden. Dies belegen die gestiegenen Beschäftigungs- und Erwerbsquoten und der stärkere Rückgang der Arbeitslosenquote. Bleibt die Produktivität jedoch schwach, könnten sich die erforderlichen Verbesserungen am Arbeitsmarkt als schwieriger erweisen.

### 3 Welchen Einfluss hat die Faktorsubstitution auf die Beschäftigungsdynamik?

**Seit dem Ende der Pandemie hat sich die Beschäftigung erheblich dynamischer entwickelt als die Wirtschaftstätigkeit.** In der Vergangenheit verhielt sich das Beschäftigungswachstum meist gemäß dem Okun'schen Gesetz. Dabei nahm die Beschäftigung in der Regel etwa halb so stark zu wie das reale BIP, und die geschätzte Okun-Elastizität bewegte sich in einer Spanne von 0,2 bis 0,5. Seit 2022 steigt die Beschäftigung jedoch stärker als das BIP, und die Elastizitäten sind doppelt so hoch wie die konventionellen Schätzungen (siehe Abbildung 3, Grafik a). Darin spiegelt sich die schleppende Produktivitätsentwicklung im Euroraum wider.

**Als die Energiekrise einsetzte, gingen die Reallöhne zunächst zurück. Dies trug zur Entkopplung des Beschäftigungswachstums vom Wirtschaftswachstum bei.** Im Zuge des Inflationsschubs während der jüngsten

Energiekrise sanken die Reallöhne, da die Nominallohne erst mit zeitlicher Verzögerung angepasst wurden. Anfangs brachen die Reallöhne zudem sogar stärker ein als die Produktivität.<sup>6</sup> Diese Lücke zwischen der Entwicklung der realen Löhne und der Produktivität war der Schaffung von Arbeitsplätzen zuträglich: Da den Unternehmen die Arbeitskosten niedriger erschienen als die übrigen Inputkosten, stellten sie mehr Arbeitskräfte ein oder waren eher bereit, Beschäftigte zu halten (siehe Abbildung 3, Grafik b).

---

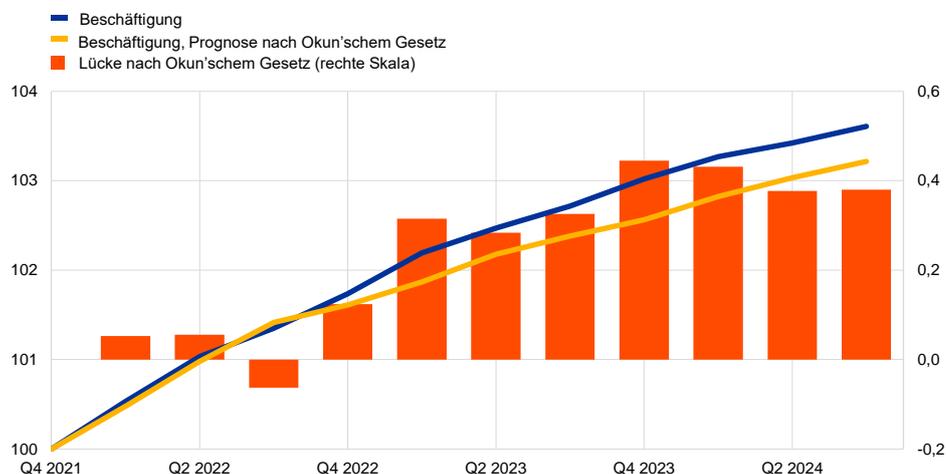
<sup>6</sup> Der Rückgang der Reallöhne im Gefolge der Energiekrise wird deutlich, wenn man die Nominallohne mit dem Deflator des realen BIP deflationiert. Dies ist ein gängiges Vorgehen bei einer umfassenden Analyse der Wirtschaftstätigkeit, etwa auf Basis bayesianischer Vektorautoregressionsmodelle. Der Rückgang fällt sogar noch stärker aus, wenn die Nominallohne stattdessen mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben deflationiert werden, um auch Veränderungen der Lebenshaltungskosten Rechnung zu tragen.

### Abbildung 3

#### Okun'sches Gesetz, Produktivität und Reallöhne

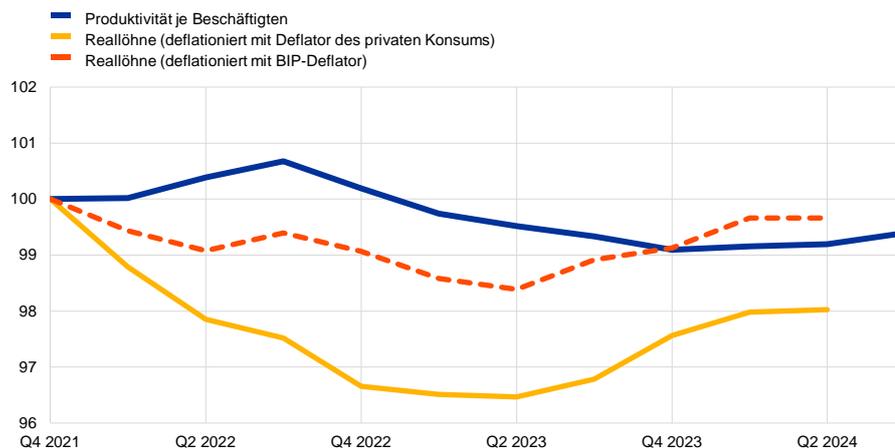
##### a) Okun'sches Gesetz

(Index: Q4 2021 = 100; in Prozentpunkten)



##### b) Produktivität und Reallöhne

(Index: Q4 2021 = 100)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024. Nur bei den Reallöhnen beziehen sich die Angaben auf das zweite Quartal 2024. Die roten Balken in Grafik a zeigen die Abweichung vom Okun'schen Gesetz in Prozentpunkten, geschätzt anhand eines „Autoregressive Distributed Lag (ARDL)“-Modells mit einem Lag von 1,1. Die Stichprobe deckt den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum zweiten Quartal 2024 ab. Das Modell umfasst Dummies, um der außerordentlichen Dynamik im zweiten und dritten Quartal 2020 Rechnung zu tragen. Grafik b zeigt die mit dem Deflator der privaten Konsumausgaben (gelbe Linie) und dem BIP-Deflator (gestrichelte rote Linie) deflationierten Reallöhne. Die Produktivität wird als Wirtschaftsleistung je Beschäftigten gemessen.

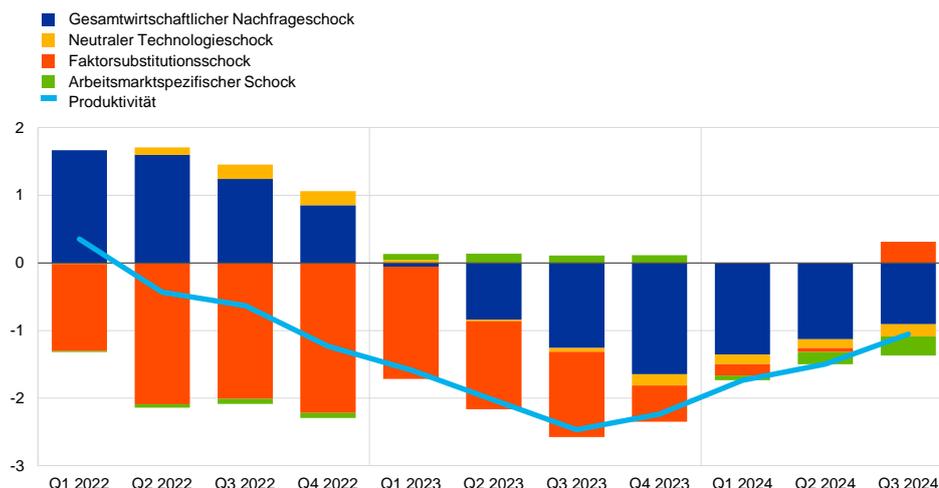
**Die Substitution von Produktionsfaktoren war eine der Hauptursachen für die Entkopplung des Beschäftigungswachstums von der Wirtschaftsleistung, die zu einem negativen Produktivitätswachstum geführt hat.** Anhand eines

strukturellen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) lassen sich die wichtigsten Faktoren ermitteln, die der Entkopplung der Wirtschafts- und Beschäftigungsentwicklung sowie der Prozyklizität der Arbeitsproduktivität zugrunde liegen. Das Modell umfasst einen Faktorsubstitutionsschock, der die direkte Substitution des Faktors Arbeit durch andere Produktionsfaktoren wie Vorleistungen,

Energie und Kapital abbildet.<sup>7</sup> Damit lassen sich Umschichtungen von Produktionsfaktoren zugunsten günstigerer Optionen erfassen, die nach relativen Preisschocks in Phasen von Energiekrisen und Lieferkettenstörungen auftreten. Wenn die Reallöhne im Vergleich zu den sonstigen Inputpreisen sinken, wird Arbeit erschwinglicher als Energie, Kapital oder Vorleistungen. Dies führt naturgemäß zu Reallokationen und Substitutionseffekten. Die Bedeutung des Faktorsubstitutionsschocks wird durch die roten Balken in Abbildung 4 veranschaulicht. Sie zeigen, dass er erhebliche Wirkung auf das Produktivitätswachstum hatte, indem er die Wirtschaftsleistung dämpfte und die Beschäftigung ankurbelte. Dementsprechend wird der jüngste Produktivitätsrückgang in dem Modell großteils auf zyklische Faktoren zurückgeführt. Verschärft wurde der Produktivitätsrückgang dadurch, dass der Faktorsubstitutionsschock die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts noch stärkte. Als sich die Ursachen des Faktorsubstitutionsschocks allmählich auflösten und sich z. B. die Vorleistungs- und Energiepreise normalisierten, erholte sich die Produktivität etwas.

**Abbildung 4**  
Historische Zerlegung der Arbeitsproduktivität

(Veränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB, Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren für das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2024.

Anmerkung: Die Produktivität wird als reales BIP je Beschäftigten gemessen. Die hellblaue Linie stellt die Jahreswachstumsrate der Produktivität als Abweichung von der deterministischen Komponente dar. Die Balken zeigen den Beitrag der einzelnen Schocks in Prozentpunkten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Es gab aber auch noch weitere Faktoren, die die Beschäftigungsdynamik stützten, während die Wirtschaft stagnierte.** So erhielten das Beschäftigungs- und das Wirtschaftswachstum bis Anfang 2023 durch die Erholung der Nachfrage Auftrieb. Anschließend schwächte sich die Nachfrage jedoch wieder ab. Dies dämpfte die Wirtschaftstätigkeit stärker als die Beschäftigung, wodurch sich die

<sup>7</sup> Der Faktorsubstitutionsschock ist ein technologischer Schock mit einer negativen bedingten Korrelation zwischen Wirtschaftsleistung und Beschäftigung. Die darin erfasste Faktorsubstitution kann sowohl auf Firmenebene erfolgen (wobei sich das Verhältnis der Produktionsfaktoren im Unternehmen verändert) als auch auf Sektorebene (wobei es zu Verlagerungen zugunsten arbeitsintensiverer Sektoren kommt). Eine detailliertere Beschreibung des Modells findet sich in: EZB, Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren für das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie, Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2024.

Abweichungen vom Okun'schen Gesetz vergrößerten (siehe Abbildung 4, blaue Balken). Ein neutraler Technologieschock (siehe Abbildung 4, gelbe Balken), der auf einen Rückgang der totalen Faktorproduktivität hinweist, hatte einen überwiegend negativen Effekt sowohl auf das Wirtschafts- als auch auf das Beschäftigungswachstum. Der Effekt ergab sich in erster Linie aus den weltweiten Angebotsengpässen und hatte kaum Einfluss auf die Produktivität. Im Jahr 2022 hatten arbeitsmarktspezifische Faktoren (siehe Abbildung 4, grüne Balken) wie Veränderungen der Erwerbsbeteiligung und eine stärkere Verhandlungsmacht der Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer dem Modell zufolge einen minimalen negativen Effekt. Dieser kehrte sich 2023 teilweise wieder um. Im Zuge des Aufholprozesses der Reallöhne verliert die Faktorsubstitution an Relevanz, und es kommt zu einer Wiederangleichung der Beschäftigungs- und der Wirtschaftsdynamik sowie einer Erholung der Produktivität.

## 4 Welchen Einfluss haben die Gewinne auf die Arbeitskräftehortung im Euroraum?

**Dank steigender Gewinnmargen konnten die Unternehmen ihre Beschäftigten trotz Umsatzeinbußen länger halten als üblich.**<sup>8</sup> Aktuellen Schätzungen der EZB zufolge sind die Unternehmen durch die gestiegenen Gewinnmargen eher in der Lage, Arbeitskräfte zu halten, wenn sich ihre wirtschaftlichen Aussichten aufgrund eines negativen Schocks verschlechtern.<sup>9</sup> Wenn Unternehmen beschließen, Arbeitskräfte zu horten, dann basieren diese Entscheidungen auf rationalen Überlegungen und stehen mit den langfristigen Gewinnmaximierungszielen im Einklang. Unternehmen, die auf eine Gewinnmaximierung abzielen, horten Arbeitskräfte, wenn die Kosten für Entlassungen, Wiedereinstellungen und die Schulung neuer Beschäftigter höher sind als die Kosten der Weiterbeschäftigung. Sie halten verstärkt an ihren Beschäftigten fest, wenn sie lediglich mit einem temporären Rückgang der Nachfrage nach ihren Waren oder Dienstleistungen rechnen. Erwarten sie hingegen einen dauerhaften Nachfragerückgang, dann haben sie keinen Anreiz, ihre Beschäftigten zu halten, weil deren Arbeitseinsatz künftig nicht mehr benötigt würde.

### **Der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB liegt seit dem ersten Quartal 2022 über seinem historischen Durchschnitt. Im Jahr 2024 setzte**

<sup>8</sup> In der jüngsten Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen (Corporate Telephone Survey) stimmten rund ein Drittel der Befragten der Aussage zu, dass es ihnen dank ihrer aktuellen Ertragskraft finanziell leichter falle, Arbeitskräfte im Unternehmen zu halten. Siehe EZB, [Ergebnisse einer Umfrage unter führenden Unternehmen zur Entwicklung am Arbeitsmarkt und zur Einführung generativer KI](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2024.

<sup>9</sup> Siehe EZB, [Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2024. Im vorliegenden Aufsatz wird der Anstieg der Gewinnmargen der Unternehmen anhand der Einzelantworten aus der [Umfrage über den Zugang von Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln \(SAFE\)](#) sowie des Unternehmensbilanzdatensatzes aus Moody's Orbis ermittelt. In diesem Datensatz ist die Gewinnmarge definiert als der Vorsteuergewinn eines Unternehmens im Verhältnis zum Betriebsertrag. Die Zunahme der Gewinnmargen auf Basis der Einzelunternehmensdaten für 2021 und 2022 deckt sich mit dem Anstieg der Stückgewinne auf Makroebene, der anhand aggregierter Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelt wird. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass die beiden Größen nicht direkt vergleichbar sind. Einzelheiten zum Makroindikator der Stückgewinne finden sich in: EZB, [Gewinnindikatoren für die Inflationsanalyse unter Berücksichtigung der Gesamtkosten](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 4/2024.

**allerdings ein Rückgang ein, der in erster Linie der schwächeren Konjunktur geschuldet war.**<sup>10</sup> Der Anteil der Unternehmen im Euroraum, die Arbeitskräfte horten, hatte bis zum Ausbruch der Pandemie relativ stabil bei rund 12,2 % gelegen. Dann nahm er sich jedoch sprunghaft zu, und zwar von 14,7 % im Schlussquartal 2019 auf 26,7 % im ersten Quartal 2020. Seitdem bewegt sich der Indikator auf einem erhöhten Niveau, wobei er auch gewisse zyklische Schwankungen aufweist. So stieg er im Zuge des Energiepreisschubs erneut stark an. In der ersten Jahreshälfte 2024 ging der Indikator der Arbeitskräftehortung dann zurück. Er sank von 22 % im dritten Quartal 2023 auf 16 % im zweiten Quartal 2024 (siehe Abbildung 5, Grafik a). Der Indikator für das dritte Quartal 2024 weist auf eine leichte zyklische Zunahme der Arbeitskräftehortung hin, er blieb jedoch deutlich unter dem im dritten Quartal 2022 verzeichneten Höchststand von 27,4 %. Zurückzuführen ist die allgemeine Abnahme des Indikators in erster Linie auf die gesunkene Konjunkturkomponente (siehe Abbildung 5, Grafik b). Die Konjunkturkomponente zeigt an, inwieweit negative Schocks die Aussichten von Firmen im Euroraum beeinflussen. Ihr Rückgang lässt also den Schluss zu, dass sich die Unternehmen im Euroraum nach und nach vom Energiepreisschock erholen. Die Beschäftigungskomponente drückt dagegen aus, inwieweit Unternehmen in der Lage sind, ihre Arbeitskräfte trotz negativer Schocks weiterzubeschäftigen. Auch diese Komponente verringert sich allmählich, was nahelegt, dass die Finanzpuffer, die es den Unternehmen erlaubt hatten, ihr Personal zu halten, allmählich schwinden. Die Beschäftigungskomponente der Arbeitskräftehortung erreichte im zweiten Quartal 2024 wieder ihren Vorpandemiestand von 73 %, sank dann aber im dritten Quartal auf 70 % und lag damit 8 Prozentpunkte unter dem Höchststand von 78 %, der im Zeitraum 2022-2023 verzeichnet worden war. Dies deutet darauf hin, dass die Unternehmen, die nach wie vor von negativen Schocks beeinträchtigt werden, nun weniger Spielraum haben, um Beschäftigte zu halten. Dies könnte sich durchaus als relevant herausstellen, sind doch die Tarifföhne und folglich auch die Arbeitskosten im Verlauf des Jahres 2024 gestiegen.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> Der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB misst den Anteil der Unternehmen, die die Zahl ihrer Beschäftigten trotz einer Verschlechterung ihres firmenspezifischen Wirtschaftsausblicks nicht verringerten. Er basiert auf Daten aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE) und ist definiert als der Anteil der Unternehmen, deren Aussichten sich eintrübten, die aber die Zahl ihrer Beschäftigten im aktuellen Quartal nicht verringerten. Der Indikator der Arbeitskräftehortung lässt sich in zwei Komponenten zerlegen: a) eine Konjunkturkomponente, die den Anteil der Unternehmen erfasst, die sich einer Verschlechterung ihrer firmenspezifischen Aussichten gegenübersehen, und b) eine Beschäftigungskomponente, die den Anteil der Unternehmen angibt, die ihre Belegschaft trotz verschlechterter Aussichten nicht verkleinerten.

<sup>11</sup> Siehe M. Bing, S. Holton, G. Koester und M. Roca I Llevadot, [Tracking euro area wages in exceptional times](#), Der EZB-Blog, 23. Mai 2024.

## Abbildung 5

### Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB

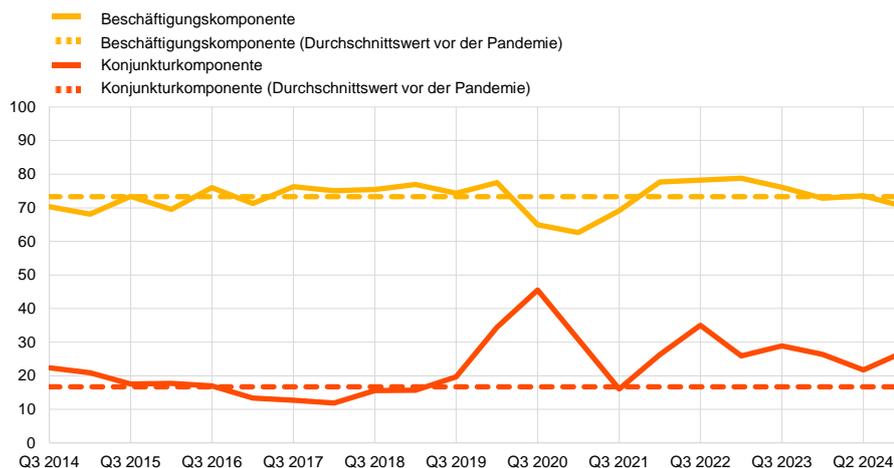
#### a) Indikator der Arbeitskräftehortung

(Anteil der Unternehmen in %)



#### b) Konjunkturkomponente und Beschäftigungskomponente

(Anteil der Unternehmen in %)



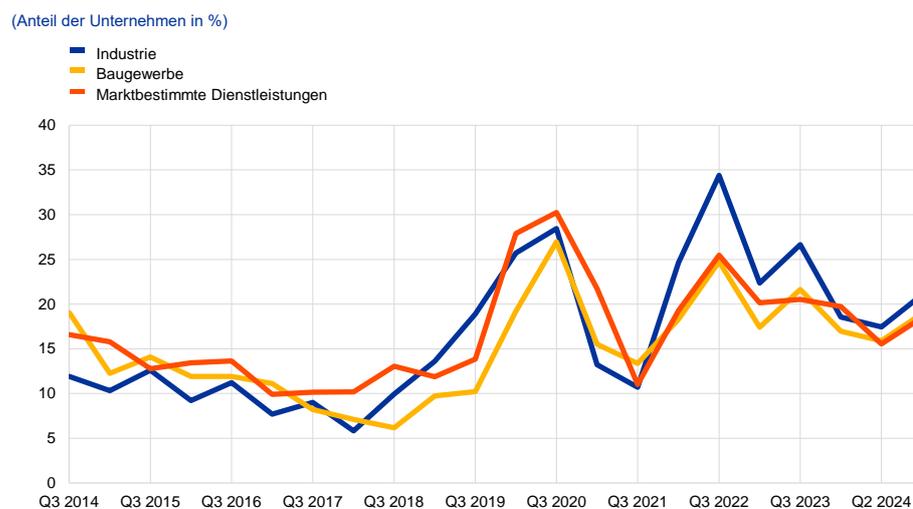
Quelle: Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).

Anmerkung: Grafik a: Der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB zeigt den Anteil der Unternehmen, die die Zahl ihrer Beschäftigten trotz eines schlechteren firmenspezifischen Wirtschaftsausblicks nicht verringerten. Grafik b: Die Konjunkturkomponente erfasst den Anteil der Unternehmen, deren spezifische Aussichten sich in den vorangegangenen sechs Monaten verschlechtert haben. Die Beschäftigungskomponente gibt an, wie viele dieser Unternehmen die Zahl ihrer Beschäftigten im selben Zeitraum trotz der schlechteren Aussichten nicht verringerten. Bis Ende 2023 bezogen sich die SAFE-Erhebungen für das erste Quartal immer auf den Zeitraum vom Oktober des einen Jahres bis zum März des darauffolgenden Jahres und die Erhebungen für das dritte Quartal auf den Zeitraum April bis September des laufenden Jahres. Seit 2024 finden die SAFE-Erhebungen vierteljährlich statt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Trotz seines zyklischen Anstiegs deutet der Indikator der Arbeitskräftehortung nach wie vor darauf hin, dass die Fähigkeit bzw. Bereitschaft der Unternehmen, Beschäftigte zu halten, allmählich abnimmt. Diese Entwicklung ist sektorübergreifend zu beobachten und bei den marktbestimmten Dienstleistungen besonders ausgeprägt** (siehe Abbildung 6). Der zyklische Anstieg des Indikators der Arbeitskräftehortung im dritten Quartal 2024 betraf die Industrie, das Baugewerbe und die marktbestimmten Dienstleistungen gleichermaßen. Dies ist ein Hinweis auf eine systemische Schwäche der Gesamtwirtschaft, die nicht von einem einzelnen Sektor ausgeht. Der Indikator der Arbeitskräftehortung legte im dritten Quartal 2024 zwar leicht zu, doch der

allgemeine Trend lässt darauf schließen, dass er sich in allen großen Wirtschaftssektoren allmählich wieder seinem Vorpandemieniveau annähert. So ging der Indikator im dritten Quartal 2024 gegenüber dem Vorjahr in allen Sektoren zurück: In der Industrie lag er 5,6 Prozentpunkte unter seinem Stand im entsprechenden Vorjahresquartal, im Baugewerbe waren es 2,7 Prozentpunkte weniger und im Sektor der marktbestimmten Dienstleistungen 2,0 Prozentpunkte. Bei den marktbestimmten Dienstleistungen war diese Entwicklung einer Abnahme sowohl der Konjunkturkomponente (-1,2 Prozentpunkte verglichen mit dem dritten Quartal 2023) als auch der Beschäftigungskomponente (-4,3 Prozentpunkte gegenüber dem dritten Quartal 2023) geschuldet. Anders stellte sich die Situation in der Industrie und im Baugewerbe dar. Hier ging die Konjunkturkomponente im dritten Quartal 2024 im Vergleich zum dritten Quartal 2023 zwar ebenfalls zurück (um 3,5 Prozentpunkte in der Industrie und 1,7 Prozentpunkte im Baugewerbe), doch dieser Rückgang wurde durch einen Anstieg der Beschäftigungskomponente in beiden Sektoren ausgeglichen. Dadurch sank der Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB in diesen Sektoren weniger stark, als es die Konjunkturkomponente an sich nahelegen würde.

**Abbildung 6**  
Indikator der Arbeitskräftehortung der EZB nach Wirtschaftssektoren



Quelle: Umfrage der EZB über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE).  
Anmerkung: Der Indikator der Arbeitskräftehortung misst den Anteil der Unternehmen, die die Zahl ihrer Beschäftigten trotz einer Verschlechterung des firmenspezifischen Wirtschaftsausblicks nicht verringerten. Bis Ende 2023 bezogen sich die SAFE-Erhebungen für das erste Quartal immer auf den Zeitraum vom Oktober des einen Jahres bis zum März des darauffolgenden Jahres und die Erhebungen für das dritte Quartal auf den Zeitraum April bis September des laufenden Jahres. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Es ist wichtig, die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen gegenüber negativen Schocks sowie ihre Fähigkeit, bei Bedarf Arbeitskräfte zu horten, weiter zu beobachten.** Die Unternehmen im Euroraum haben sich gegenüber der sehr widrigen Wirtschaftslage, die sich infolge der pandemiebedingten Lockdowns und der sprunghaft steigenden Energiepreise ergab, als äußerst widerstandsfähig erwiesen. Die daraus resultierenden hohen Gewinnmargen und die umfangreiche Hortung von Arbeitskräften haben das Beschäftigungswachstum seit dem Inflationsschub gestützt. Wenn sich diese Faktoren wie erwartet normalisieren, könnte sich das Beschäftigungswachstum in den kommenden Jahren allmählich

verlangsamen. Andere Kanäle der Anpassung am Arbeitsmarkt des Euroraums könnten an Bedeutung gewinnen. Dazu zählen etwa Veränderungen des Arbeitskräfteangebots aufgrund einer höheren Erwerbsbeteiligung oder zyklische Schwankungen der Arbeitslosenquoten und der Übergänge von Beschäftigung zu Nichterwerbstätigkeit im Falle einer schwachen Nachfrage nach Arbeitskräften.

## 5 Entwicklung der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden

**Die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten lagen auch nach der Pandemie auf einem relativ niedrigen Niveau. Sie trugen aber dazu bei, dass der Arbeitsmarkt am extensiven Rand widerstandsfähig blieb.** Im zweiten Quartal 2024 waren die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden immer noch 1,2 % niedriger als im vierten Quartal 2019 (siehe Abbildung 7, Grafik a). Konkret bedeutet dies, dass ein Beschäftigter im Euroraum 2024 durchschnittlich fünf Stunden pro Quartal weniger arbeitete als vor der Pandemie. Für den Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden waren in erster Linie der öffentliche Sektor und das verarbeitende Gewerbe verantwortlich (-2,0 % bzw. -1,3 %). Doch aufgrund von Veränderungen beim Arbeitsangebot und bei der Nachfrage nach Arbeitskräften ist es bislang in keinem Sektor außer der Immobilienbranche gelungen, wieder auf das vor der Pandemie verzeichnete Niveau zurückzukehren.

**Das Beschäftigungswachstum ist trotz einer schwächeren Nachfrage in einigen Sektoren und einer geringeren Zahl durchschnittlich geleisteter Arbeitsstunden robust geblieben.** Die aktuellen Hinweise aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln und aus der Telefonumfrage der EZB bei Unternehmen zeigen, dass die niedrigere Arbeitsstundenzahl bis zu einem gewissen Grad auch einem geringeren Bedarf an Arbeitskräften geschuldet war. Als Hauptgrund für die geringeren Arbeitszeiten gaben die Unternehmen – besonders solche im verarbeitenden Gewerbe – eine schwächere Nachfrage an. Neben dem derzeitigen Nachfrageniveau nannten die Unternehmen die Arbeitskräftehortung als wesentlichen Faktor für die rückläufige Zahl der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten. Aus Sicht der Firmen hatte der nachfragebedingte Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden daher eine strukturelle Komponente, weil es schwierig war, neue Arbeitskräfte zu rekrutieren. Zugleich sahen die Unternehmen aber auch eine zyklische Komponente, die jedoch im Zuge einer steigenden Nachfrage entfallen dürfte.

**Was das Arbeitsangebot betrifft, so resultiert die Abnahme der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden vor allem daraus, dass weniger Überstunden geleistet wurden und mehr Beschäftigte in der Referenzwoche nicht arbeiteten.** Laut der Arbeitskräfteerhebung der Europäischen Union war die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden im Jahr 2022 insgesamt 0,71 Wochenstunden niedriger als 2019.<sup>12</sup> Etwa ein Drittel dieser Differenz (0,26 Stunden) war dadurch bedingt, dass im Vergleich zur Vorpandemiezeit ein

<sup>12</sup> Im Rahmen der Arbeitskräfteerhebung der EU kommt die durchschnittliche Zahl der in einer Referenzwoche „tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden“ der Messgröße der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden laut der Definition in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen am nächsten.

höherer Beschäftigtenanteil in der Referenzwoche null Stunden arbeitete (siehe Abbildung 7, Grafik b). Anfangs war dies hauptsächlich krankheitsbedingten Abwesenheiten während und nach der Pandemie zuzuschreiben. Doch in der letzten Zeit haben neue Vertragsformen in Frankreich und Spanien dazu geführt, dass mehr Beschäftigte null Stunden arbeiten.<sup>13</sup> Ein weiteres Drittel der Differenz (0,23 Stunden) resultierte aus einer geringeren Zahl an Beschäftigten mit überlangen Arbeitszeiten (mehr als 49 Arbeitsstunden pro Woche). Beschäftigte mit überlangen Arbeitszeiten machen zwar nur einen sehr geringen Prozentsatz der Erwerbsbevölkerung aus, ihre Arbeitszeiten haben sich jedoch im Einklang mit einem langfristigen Trend sehr stark reduziert. Das letzte Drittel der Differenz war darauf zurückzuführen, dass die von der übrigen Bevölkerung im Durchschnitt geleisteten Arbeitsstunden 0,22 Stunden niedriger ausfielen als vor der Pandemie. Der Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden rührt also in erheblichem Maße daher, dass mehr Beschäftigte null Arbeitsstunden leisten und weniger Beschäftigte überlang arbeiten.

---

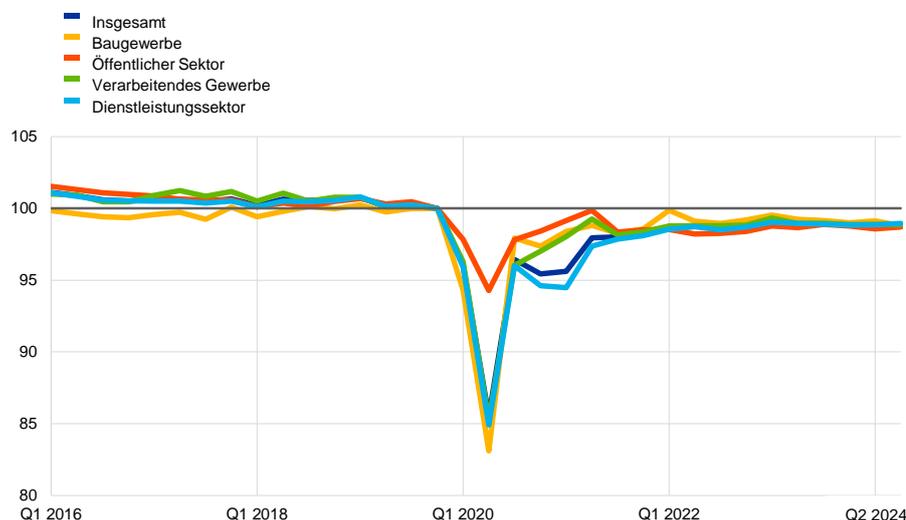
<sup>13</sup> In Frankreich geht dies möglicherweise auf eine höhere Zahl von Auszubildenden mit regelmäßigem Blockunterricht zurück und in Spanien auf neue Vertragsformen, die Zeiten von Nichtbeschäftigung vorsehen, um Phasen mit saisonal hoher Beschäftigung auszugleichen. Beides könnte dazu beigetragen haben, dass mehr Arbeitskräfte mit weniger durchschnittlichen Arbeitsstunden eingestellt wurden.

## Abbildung 7

### Durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden

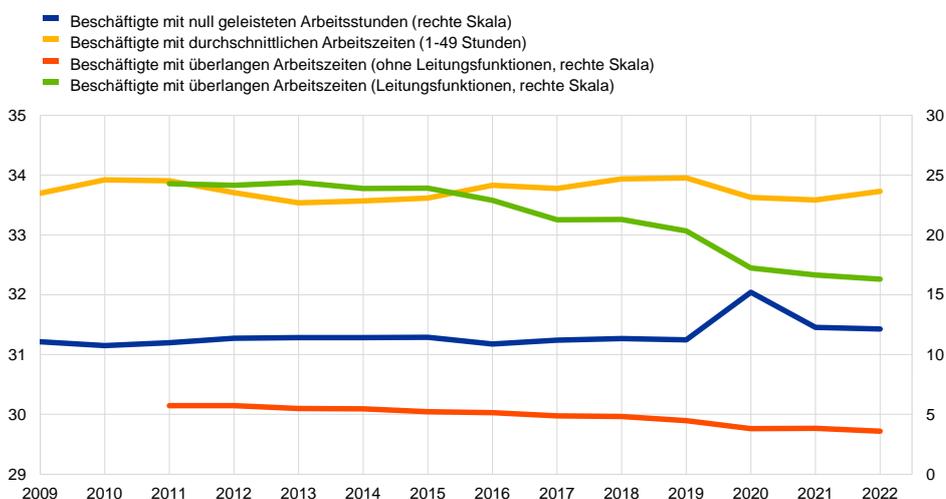
#### a) Durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden nach Sektoren

(Index: Q4 2019 = 100)



#### b) Durchschnittlich geleistete Arbeitsstunden und Anteil der Beschäftigten mit null Arbeitsstunden oder überlangen Arbeitszeiten

(Stunden pro Woche; in %)



Quellen: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen und Arbeitskräfteerhebung der EU.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Grafik a) bzw. auf das Jahr 2022 (Grafik b). „Überlange Arbeitszeiten“ bezieht sich auf Beschäftigte, die mehr als 49 Stunden pro Woche arbeiteten. „Durchschnittliche Arbeitszeiten (1-49)“ bezieht sich auf Beschäftigte, die in der vorangegangenen Woche durchschnittlich 1 bis 49 Stunden arbeiteten.

**Die Arbeitszeitpräferenzen der Beschäftigten scheinen sich nach der Pandemie kaum verändert zu haben. Dies deutet darauf hin, dass die Zahl der von den Beschäftigten angebotenen Arbeitsstunden künftig nicht steigen wird und von der Arbeitszeitpräferenz auch weiterhin ein negativer Effekt auf die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden ausgeht.** Aus der Arbeitskräfteerhebung der EU geht hervor, dass die Präferenz für eine Verringerung der Arbeitsstunden, die in einer geringeren Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zum Ausdruck kommt, tendenziell abnimmt. Dieser Trend wurde von der Pandemie nicht beeinflusst. Unter dem Strich zeigten Vollzeitkräfte und

Beschäftigte in Leitungspositionen im Jahr 2023 kein Interesse daran, mehr Stunden zu arbeiten, wohingegen Teilzeit- und Hilfsarbeitskräfte eine Aufstockung ihrer Arbeitszeit anstrebten. Da sich die geringere Zahl an geleisteten Arbeitsstunden durch eine schwächere Arbeitsnachfrage erklären lässt, die sich auf bestimmte Sektoren beschränkt, ist ein Anstieg der von den Beschäftigten angebotenen Arbeitsstunden erforderlich, um die Lücke zum Vorpandemieniveau zu schließen. Insgesamt dürften die Arbeitszeitpräferenzen künftig jedoch kaum in Richtung einer Zunahme der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden wirken. Dementsprechend geht von diesem Faktor auch nur ein begrenztes Abwärtsrisiko für das Beschäftigungswachstum aus.

## 6 Entwicklung der Erwerbsbevölkerung im Euroraum

**Die Erwerbsbevölkerung im Euroraum ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen. Sie ist nach wie vor deutlich größer als vor der Pandemie, was es den Unternehmen ermöglicht, dem Arbeitskräftemangel zu begegnen.** Im Zuge der Pandemie schwächte sich die Erwerbsbeteiligung vorübergehend ab. Seitdem hat sich die Erwerbsquote jedoch erholt und den Vorpandemiewert sogar überschritten (siehe Abbildung 8, Grafik a). Vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2020 war die Quote zunächst um 2,5 Prozentpunkte gesunken. Grund hierfür war ein Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter um 3,8 %. Laut der Arbeitskräfteerhebung der EU schieden über 6 Millionen Arbeitskräfte während der Pandemie vorübergehend aus dem Erwerbsleben aus. Anschließend erholte sich die Zahl der Erwerbspersonen rasch wieder. Im vierten Quartal 2021 kehrte die Erwerbsquote auf ihr vor der Pandemie beobachtetes Niveau zurück. Bis Juli 2024 erhöhte sich die Zahl der Erwerbspersonen gegenüber Januar 2020 um etwa 8,6 Millionen und lag damit 5,3 % über dem Vorpandemiewert. Dies entspricht einem jährlichen Anstieg von 0,2 % seit 2022, verglichen mit 0,1 % im Zeitraum von 2009 bis 2020.<sup>14</sup> Die größere Verfügbarkeit von Arbeitskräften könnte die Unternehmen bestärkt haben, trotz des schwachen wirtschaftlichen Umfelds in Zeiten von Arbeitskräftemangel fehlende oder voraussichtlich fehlende Arbeitskräfte einzustellen.

**Ausschlaggebend für das Beschäftigungswachstum waren Wechsel von der Nichterwerbstätigkeit in die Beschäftigung.** Während der Pandemie trug die weit verbreitete Unterstützung durch Programme zum Erhalt von Arbeitsplätzen dazu bei, Übergänge von der Beschäftigung in die Inaktivität zu begrenzen. Dadurch konnte eine stärkere und dauerhaftere Verringerung der Erwerbsbevölkerung verhindert werden. Nach der Pandemie nahm die Entmutigung am Arbeitsmarkt zeitweilig zu, wobei die anschließende Erholung in den einzelnen Ländern unterschiedlich ausfiel. Frankreich, Spanien und die Niederlande erreichten ihr Vorpandemieniveau bereits im dritten Quartal 2021, während dies in Deutschland bis zum zweiten Quartal 2022 und in Italien bis zum ersten Quartal 2023 dauerte (siehe Abbildung 8, Grafik a). Die

---

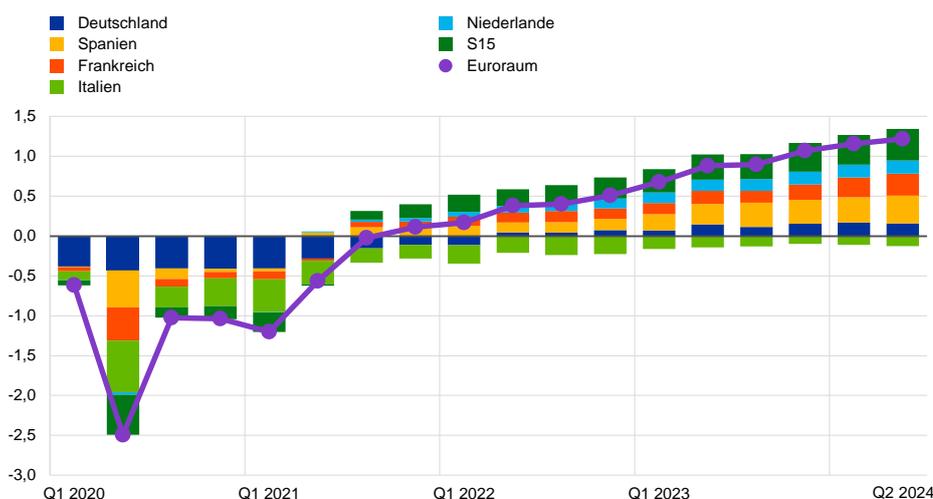
<sup>14</sup> Eine frühere Untersuchung zu diesem Thema findet sich in: EZB, [Entwicklung des Arbeitskräfteangebots im Euro-Währungsgebiet während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 7/2021; C. Berson und B. Botelho, [Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#), Der EZB-Blg, 8. November 2023.

Pandemie wirkte sich auch stark auf die Verbreitung von Homeoffice-Modellen aus. Dies führte zu einer höheren Erwerbsbeteiligung der am meisten betroffenen Gruppen, nämlich Frauen, ältere Beschäftigte und Arbeitskräfte mit tertiärem Bildungsabschluss.

**Abbildung 8**  
Erwerbsquote

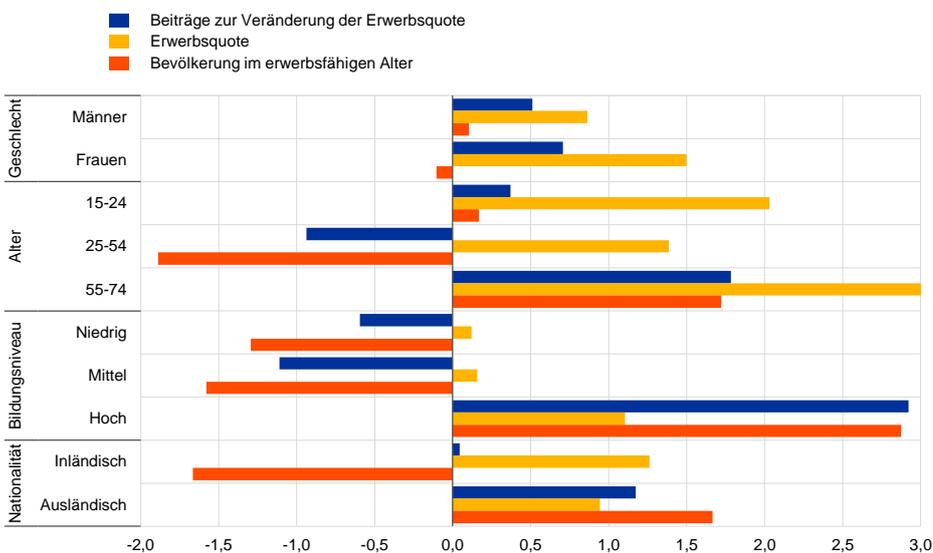
**a) Veränderung der Erwerbsquote im Euroraum seit dem vierten Quartal 2019 und Länderbeiträge**

(in Prozentpunkten)



**b) Veränderung der Erwerbsquote und des Anteils der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter nach soziodemografischen Merkmalen (viertes Quartal 2019 bis zweites Quartal 2024)**

(in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Arbeitskräfteerhebung der EU, Integrierte Wirtschafts- und Sozialstatistik und eigene Berechnungen.  
Anmerkung: S15 steht für die übrigen 15 Länder des Euroraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024.

**Verglichen mit dem vierten Quartal 2019 tragen zu der höheren Erwerbsquote derzeit vor allem Frauen, ältere Arbeitskräfte, Beschäftigte mit Tertiärbildung und ausländische Arbeitskräfte bei** (siehe Abbildung 8, Grafik b). Was die

Geschlechterverteilung betrifft, so entfiel auf Männer ein Anstieg der Erwerbsquote von 0,5 Prozentpunkten gegenüber dem Vorpandemieniveau, während es bei den Frauen 0,7 Prozentpunkte waren. Nach Altersgruppen trugen sowohl junge (+0,4 Prozentpunkte) als auch ältere Beschäftigte (+1,8 Prozentpunkte) zur höheren Erwerbsquote bei. Indessen hatten Arbeitskräfte im Haupterwerbsalter mit einem Minus von 0,9 Prozentpunkten einen negativen Effekt auf die Erwerbsquote. Mit Blick auf das Bildungsniveau (bzw. die Qualifikation) leisteten Beschäftigte mit Tertiärbildung den größten Beitrag zum Erwerbsquotenanstieg. Dieser belief sich auf 2,9 Prozentpunkte. Umgekehrt entfiel auf Arbeitskräfte mit einem niedrigeren Bildungsniveau ein negativer Beitrag zur Erwerbsquote, der sich auf -0,6 Prozentpunkte bezifferte. Von den Beschäftigten mit einem Abschluss im Sekundarbereich (mittlere Qualifikation) gingen negative Impulse in Höhe von -1,1 Prozentpunkten aus. Was die Nationalität anbelangt, leisteten inländische Beschäftigte nur einen unbedeutenden Beitrag zur Steigerung der Erwerbsquote, während ausländische Arbeitskräfte 1,2 Prozentpunkte beisteuerten.

**Über alle sozioökonomischen Gruppen hinweg lagen zwei Faktoren dem Anstieg der Erwerbsquote zugrunde: erstens eine Zunahme der Quote in jeder Gruppe und zweitens Veränderungen der Anteile der jeweiligen Gruppen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter seit dem Pandemiebeginn.**

Veränderungen bei der Zusammensetzung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter sind ein wichtiger Aspekt, um den Beitrag der einzelnen Gruppen zur Steigerung der Erwerbsquote zu quantifizieren. Im Zuge der Bevölkerungsalterung ist beispielsweise der Anteil der Beschäftigten im Haupterwerbsalter an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter deutlich gesunken und der Anteil älterer Arbeitskräfte deutlich gestiegen.<sup>15</sup> Die Erwerbsquote der Beschäftigten im Haupterwerbsalter nahm zwar im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2024 zu, doch da sich ihr Anteil an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter stark verringerte, trugen sie insgesamt negativ zur Gesamtdynamik der Erwerbsquote bei. Dasselbe gilt für Personen mit einem Bildungsniveau im Sekundarbereich. In Bezug auf die Nationalität erhöhte sich im Euroraum der Anteil der ausländischen Beschäftigten an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, während der Anteil der inländischen Bevölkerung entsprechend sank. Da in beiden Gruppen die Erwerbsquote stieg, leisteten sie einen immer noch positiven Beitrag, der im Fall der inländischen Beschäftigten allerdings fast bei null lag.

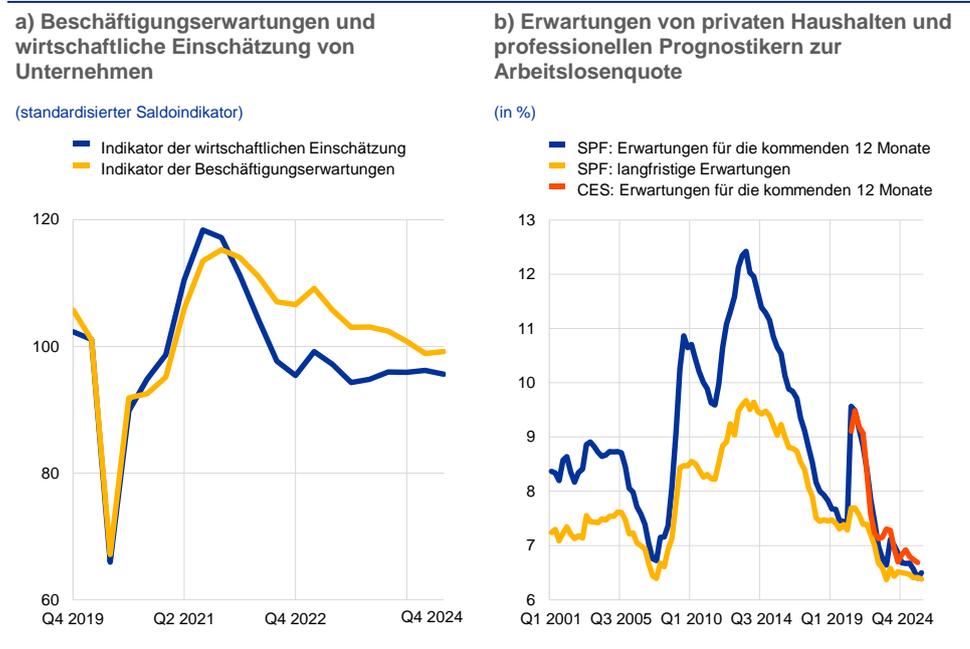
## 7 Umfragebasierte Erwartungen zur Beschäftigung und Arbeitslosenquote

**Aktuelle Umfrageergebnisse lassen darauf schließen, dass die Unternehmen auf kurze Sicht mit einem langsameren Beschäftigungswachstum rechnen** (siehe Abbildung 9, Grafik a). In der vierteljährlichen Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln werden Unternehmen im Eurogebiet zu ihren

<sup>15</sup> Zu den Auswirkungen auf die Staatsausgaben und das Potenzialwachstum siehe EZB, [Projektionen zu alterungsbedingten Staatsausgaben – neue Erkenntnisse aus dem Bericht über die Bevölkerungsalterung 2024](#), Kasten 8, Wirtschaftsbericht 5/24.

Beschäftigungserwartungen für die kommenden zwölf Monate befragt. Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage für das dritte Quartal 2024 deuten darauf hin, dass die Firmen von einer anhaltenden Verlangsamung ihres Beschäftigungsaufbaus ausgehen. Sie rechnen nunmehr mit einem Beschäftigungswachstum im Euroraum von 1 %, verglichen mit 1,3 % in der Umfragerunde vom zweiten Quartal 2024. Dies deckt sich weitgehend mit der kurzfristigen Abschwächung des Beschäftigungswachstums in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2024. Der umfragebasierte Indikator der Europäischen Kommission zu den Beschäftigungserwartungen, der die Erwartungen der Unternehmen für die kommenden drei Monate erfasst, lässt ebenfalls auf gedämpfte Erwartungen schließen. Betrachtet man die einzelnen Sektoren, so wird im Dienstleistungsgewerbe nach wie vor mit den höchsten und in der Industrie mit den niedrigsten Beschäftigungszuwächsen gerechnet. Die Beschäftigungserwartungen haben sich auch stärker an den von der Europäischen Kommission erstellten Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung angenähert (siehe Abbildung 9, Grafik a), was eine Steigerung des Produktivitätswachstums erwarten lässt. Während sich die beiden Indikatoren bis Ende 2021 im Gleichlauf bewegten, fielen die Beschäftigungserwartungen ab 2022 kontinuierlich höher aus als der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung. Dies war dem schwächeren Produktivitätszuwachs in dieser Zeit geschuldet.

**Abbildung 9**  
**Erwartungen von Unternehmen, privaten Haushalten und professionellen Prognoseinstituten**



Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB und Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen (CES).  
 Anmerkung: Der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung und der Indikator der Beschäftigungserwartungen werden von der Europäischen Kommission veröffentlicht. Die aus der CES gewonnenen Verbrauchererwartungen sind anhand der Abweichung der wahrgenommenen nationalen Arbeitslosenquoten von der durchschnittlichen Arbeitslosenquote im Euroraum mittelwertbereinigt. In Grafik a beziehen sich die jüngsten Daten der Europäischen Kommission auf das vierte Quartal 2024 (approximiert anhand der Werte für Oktober). In Grafik b beziehen sich die jüngsten CES-Daten auf das dritte Quartal 2024 und die jüngsten SPF-Daten auf das vierte Quartal 2024.

### **Die Arbeitslosenquote dürfte in den kommenden Quartalen niedrig bleiben.**

Nach einem sprunghaften Anstieg zu Beginn der Pandemie nahmen die Erwartungen der professionellen Prognoseinstitute und privaten Haushalte zur Arbeitslosenquote stetig ab. Der von der EZB durchgeführte Survey of Professional Forecasters legt nahe, dass die Arbeitslosenquote im Euroraum auf kurze und lange Sicht stabil bleiben und sich in der Nähe ihres niedrigsten Standes seit der Euro-Einführung halten dürfte (siehe Abbildung 9, Grafik b). In der jüngsten Umfragerunde vom vierten Quartal 2024 betrug die durchschnittliche Prognose für die Arbeitslosenquote in zwölf Monaten 6,5 %. Die Schätzungen waren weitgehend ausgewogen um den Durchschnittswert herum verteilt. Die Erwartungen zur Arbeitslosenquote in fünf Jahren waren mit durchschnittlich 6,4 % noch etwas geringer. Die Erwartungen zur kurzfristigen Arbeitslosenquote entsprachen ziemlich genau den gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2024, die für das Jahr 2025 ebenfalls einen durchschnittlichen Wert von 6,5 % vorhersagen. Sie decken sich auch weitgehend mit den Annahmen der privaten Haushalte, die in der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen erhoben wurden. In der jüngsten Umfragerunde gingen die Teilnehmerinnen und Teilnehmer von einer geringeren Arbeitslosenquote aus als in der vorangegangenen Befragung;<sup>16</sup> ihre Erwartungen lagen jedoch etwas über den Annahmen der professionellen Prognoseinstitute (siehe Abbildung 9, Grafik b).

### **Die Umfragedaten lassen insgesamt darauf schließen, dass sich der Arbeitsmarkt in nächster Zeit relativ stabil entwickeln wird.**

Das Beschäftigungswachstum dürfte sich abschwächen, während die Arbeitslosenquote wohl niedrig bleiben wird. Die Beschäftigungserwartungen scheinen sich auch enger den Konjunkturerwartungen anzugleichen. Dies lässt darauf schließen, dass sich das Produktivitätswachstum in nächster Zeit erholen wird. Damit scheinen die in den Umfragen geäußerten Erwartungen die Annahme zu stützen, dass es zu einer konjunkturellen Anpassung am Arbeitsmarkt kommen wird.

## **8 Schlussbemerkungen**

### **Die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts ist eine wichtige**

**Bestimmungsgröße der künftigen Lohn- und Inflationsentwicklung.** Durch eine genaue Beobachtung der Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts können die politischen Entscheidungsträger die Inflation besser vorhersehen und steuern. Auf diese Weise sorgen sie für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und für Stabilität. Die für die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarkts relevanten Faktoren haben unterschiedlichen Einfluss darauf, wie die Inflation auf wirtschaftliche Schocks reagiert. Die derzeit stabile Beschäftigungslage ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Unternehmen tendenziell Arbeitskräfte horten. Doch auch die unmittelbare Anpassung der Reallöhne als Reaktion auf die Energiekrise schlug positiv zu Buche. Die Stärke des Arbeitsmarkts im Euroraum lässt sich daher zu

---

<sup>16</sup> Eine ähnliche Entwicklung war bei den Erwartungen der privaten Haushalte zur Arbeitslosenquote zu beobachten, die von der Europäischen Kommission im Rahmen ihrer Branchen- und Verbraucherumfragen erhoben wurden. In der aktuellen Umfrage äußerten die Privathaushalte die Erwartung, dass die Zahl der Arbeitslosen langsamer steigen wird als im langfristigen Durchschnitt.

großen Teilen zyklischen Faktoren zuschreiben, die sich im weiteren Verlauf zurückbilden dürften.

**Mit Blick auf die Zukunft ist zu erwarten, dass die historische Korrelation zwischen Arbeitsmarkt- und Wirtschaftsentwicklung im Euroraum wieder an Relevanz gewinnt, wenn sich einige der zyklischen Faktoren abschwächen, die die Beschäftigung bislang gestützt haben.** Die Vorleistungs- und Energiepreise normalisieren sich derzeit, wenn auch auf einem höheren Niveau. Unterdessen geht die Inflation zurück, und die Reallöhne steigen wieder an. Dadurch verliert die Substitution zwischen dem Faktor Arbeit und anderen Produktionsfaktoren an Bedeutung. Wenn sich die Gewinne stabilisieren und die Nachfrage sinkt, werden die Unternehmen weniger Anreize verspüren, Arbeitskräfte zu horten. Strukturelle Faktoren wie der negative Trend bei den durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden und der Entwicklung der Erwerbsbevölkerung dürften auf mittlere Sicht bestehen bleiben. Doch auch andere strukturelle Elemente werden die Arbeitsmarktentwicklung in Zukunft wohl stark beeinflussen. Hierzu zählen vor allem die gerade laufende Reallokation von Ressourcen und die Maßnahmen zur Unterstützung der ökologischen und digitalen Transformation. Schließlich werden auch soziodemografische Veränderungen eine entscheidende Rolle für die künftige Entwicklung des Arbeitsmarkts spielen.

### 3 Vier Jahre Next Generation EU – Bestandsaufnahme der wirtschaftlichen Auswirkungen

Krzysztof Bańkowski, Nicolai Benalal, Othman Bouabdallah, Roberta De Stefani, Christian Huber, Pascal Jacquinot, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives, Bela Szörfi, Nico Zorell und Christoph Zwick

#### 1 Einleitung

**Vor rund vier Jahren wurde das Aufbauprogramm Next Generation EU (NGEU) eingeführt. Im Folgenden werden seine wirtschaftlichen Auswirkungen einer neuerlichen Bestandsaufnahme unterzogen.** Die Mitgliedstaaten der Europäischen Union brachten im Juli 2020 mit NGEU das bislang größte EU-Finanzierungsprogramm auf den Weg. Damit wollten sie die wirtschaftliche Erholung Europas nach der Pandemie unterstützen, die Volkswirtschaften wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger machen und vor allem den digitalen und ökologischen Wandel vorantreiben. Die finanzielle Unterstützung, die die EU-Staaten zur Erreichung dieser Ziele aus dem NGEU-Programm erhalten, ist an die Durchführung konkreter Investitions- und Reformprojekte im Zeitraum 2021-2026 geknüpft. Frühere Analysen von Fachleuten der EZB kamen zu dem Schluss, dass sich diese Ziele durch NGEU verwirklichen ließen, wenn die geplanten Investitionen und Reformen zeitnah und wirksam umgesetzt würden.<sup>1</sup> Nun, da mehr als die Hälfte des Umsetzungszeitraums von NGEU verstrichen ist, beschreibt der vorliegende Beitrag die bisherige Entwicklung und aktualisiert die früheren Analysen hinsichtlich der wirtschaftlichen Auswirkungen des Programms im Euroraum. Im Mittelpunkt stehen dabei die Effekte der Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF), die den Kern von NGEU darstellt. Unter den Euro-Ländern gilt Italien und Spanien besondere Aufmerksamkeit, da sie in absoluter Rechnung die meisten ARF-Mittel erhalten.

#### 2 Umsetzung der Aufbau- und Resilienzfazilität

**Zur Finanzierung des Hilfspakets NGEU waren ursprünglich Haushaltsmittel von mehr als 800 Mrd. € für die gesamte EU vorgesehen.** Im Rahmen von NGEU wurden verschiedene Programme initiiert. Mit einer Dotierung von fast 724 Mrd. € (rund 90 % des Gesamtumfangs) stellt die Aufbau- und Resilienzfazilität mit Abstand das größte Programm dar. Dabei können die EU-Mitgliedstaaten Mittel in Form von Transfers (bis zu 338 Mrd. €) und Krediten (bis zu knapp 386 Mrd. €) in Anspruch nehmen.

---

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Next Generation EU in der Perspektive des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 1/2022. Zu einer eingehenderen Analyse siehe K. Bańkowski et al., [The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 291, 2022.

**Seitdem haben die EU-Mitgliedstaaten Anträge auf ARF-Mittel in Höhe von 650 Mrd. € gestellt.** Die Transfers wurden von allen Staaten in vollem Umfang beantragt. Kreditanträge wurden von manchen Ländern gar nicht oder nur in geringerem Umfang gestellt, als dies bis zum Fristablauf im August 2023 möglich gewesen wäre. Zudem wurde der Gesamtumfang im weiteren Verlauf angepasst.<sup>2</sup> Nach der Aktualisierung der nationalen Aufbau- und Resilienzpläne (ARF-Pläne) und der Anpassung des Gesamtumfangs beliefen sich die von den EU-Ländern insgesamt beantragten Mittel am 26. August 2024 auf 650 Mrd. €. Dies entspricht 4,6 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der EU im Jahr 2019. Die Mitgliedstaaten sind zudem berechtigt, Mittel aus anderen NGEU-Programmen in Höhe von 83 Mrd. € (0,6 % des EU-BIP 2019) in Anspruch zu nehmen. Das Volumen der NGEU-Auszahlungen an die Mitgliedstaaten ist zwar deutlich angestiegen, doch der unerwartete Inflationsschock nach Programmeinführung glich mit seiner erodierenden Wirkung diese Zunahme zum Teil wieder aus. So ergibt sich bei den Investitionstransfers, deren stimulierende Wirkung auf die Gesamtwirtschaft am größten ist, trotz des nominalen Anstiegs (rund 10 % für die Länder des Euroraums) ein weitgehend unveränderter realer Wert.

**Die Euro-Länder können ARF-Mittel von bis zu 532 Mrd. € nutzen, was einem Anteil von 82 % an der in der EU beantragten Gesamtsumme von 650 Mrd. € entspricht.** Schätzungen zufolge wird ein etwas geringerer Betrag (486 Mrd. €) tatsächlich ausgegeben.<sup>3</sup> Unter Zugrundelegung des letztgenannten Betrags – fast eine halbe Billion Euro aus den über die ARF finanzierten Staatsausgaben – wird im vorliegenden Aufsatz untersucht, wie sich die ARF über den Fiskalkanal auf die Gesamtwirtschaft des Euroraums auswirkt.

**Für die Auszahlung dieser Mittel an die EU-Mitgliedstaaten hatte die Kommission zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Aufsatzes bereits mehr als 320 Mrd. € aufgenommen.** Davon flossen 265,4 Mrd. € an die Mitgliedstaaten. Voraussetzung hierfür war mit Blick auf jede Tranche der AFR die zufriedenstellende Erreichung der qualitativen Meilensteine und quantitativen Ziele für die Reformen und Investitionen. Somit stand zu diesem Zeitpunkt noch die Auszahlung von rund 60 % der ARF-Transfers und -Kredite an die EU-Mitgliedstaaten aus (bezogen auf die Euro-Länder waren es 50 %).

**Die Umsetzung der ARF ermöglichte eine gemeinsame Kreditaufnahme und Risikoteilung der Mitgliedstaaten.** Dies gilt in besonderem Maße für die Transfers. Da sie aus dem EU-Haushalt zurückgezahlt werden sollen, erhöhen sie die Staatsverschuldung der Länder nicht. Dennoch ist diese Maßnahme für die Mitgliedstaaten als Ganzes mit Kosten verbunden. Zwar sind die

---

<sup>2</sup> Dabei wurden zusätzliche Transfers über das Emissionshandelssystem (EHS) und die Reserve für die Anpassung an den Brexit in Höhe von insgesamt 20 Mrd. € bzw. 2 Mrd. € gewährt.

<sup>3</sup> Schätzung der Working Group on Public Finance (WGPF) des Europäischen Systems der Zentralbanken vom Juni 2024 (gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektion von Fachleuten des Eurosystems). Die Diskrepanz zwischen den ARF-Mitteln, die den Euro-Ländern zugeteilt wurden, und jenen, die gemäß den Schätzungen ausgegeben werden, ergibt sich daraus, dass einige Länder die ihnen zustehenden Kredite wohl nicht in vollem Umfang in Anspruch nehmen werden. Infolgedessen dürften die ARF-finanzierten Staatsausgaben im Euroraum durch Transfers in Höhe von 295 Mrd. € (die Differenz zur WGPF-Schätzung ist vor allem auf die spätere Aufnahme des REPowerEU-Kapitels in den Aufbau- und Resilienzplan Deutschlands zurückzuführen) und Kredite in Höhe von 194 Mrd. € finanziert werden, auch wenn die Länder Kredite von insgesamt bis zu 237 Mrd. € beantragen könnten.

Rückzahlungsrisiken aufgrund der bestehenden haushaltspolitischen Schutzmaßnahmen sehr gering, doch müssen die Zahlungen letztlich fast vollständig von den Staaten geleistet werden. Nach wie vor ist ungewiss, wie häufig die einzelnen Länder belastet werden und wie sich die Last verteilt.

## Kreditaufnahme, Auszahlungen und Staatsausgaben im Rahmen der ARF

### Aufnahme und Tilgung von NGEU-Krediten

**Mit der Umsetzung von NGEU nahm das Volumen der von der Europäischen Kommission an den internationalen Kapitalmärkten begebenen Schuldtitel merklich zu.** Vor der Einführung von NGEU hatte die Kommission im Namen der Europäischen Union nur in geringem Umfang Anleihen zur Finanzierung der EU-Programme emittiert. Im Zeitraum von Januar 2020 bis Mai 2024 erhöhten sich die Nettoemissionen jedoch auf fast 500 Mrd. €, wobei die Mittel in erster Linie für das NGEU-Programm vorgesehen waren. Damit entfiel auf die Kommission ein höheres Emissionsvolumen als auf andere Einrichtungen der EU, darunter auch der Europäische Stabilitätsmechanismus und die Europäische Investitionsbank. Diese umfangreiche Schuldenaufnahme wird sich bis spätestens Ende 2026 im Umfang von schätzungsweise rund 150 Mrd. € pro Jahr fortsetzen. Gemäß Eigenmittelbeschluss<sup>4</sup> kann die Kommission nach 2026 keine neuen Nettomittel aufnehmen. Sie hat jedoch die Möglichkeit, auf das reguläre Liquiditätsmanagement und Anschlussfinanzierungen zurückzugreifen, um das Rückzahlungsprofil der EU-Kredite zu glätten. Diese müssen bis spätestens 31. Dezember 2058 zurückgeführt sein.

**Die Kredite werden von den Staaten, die sie aufgenommen haben, zurückgezahlt. Die im Rahmen von NGEU ausgezahlten Transfers werden aus dem EU-Haushalt finanziert, wobei haushaltspolitische Schutzmaßnahmen bestehen, um die mit künftigen Rückzahlungen verbundenen Risiken zu mindern.** So haben sich die Staaten verpflichtet, dafür zu sorgen, dass im Haushalt der Kommission ausreichende Mittel zur Tilgung der für die Transfers aufgenommenen Schulden zur Verfügung stehen. Die Refinanzierung wird durch den temporären „Haushaltsspielraum“ garantiert, d. h. durch die Verpflichtung der Staaten, einen finanziellen Beitrag von bis zu 0,6 % des Bruttonationaleinkommens (BNE) zu leisten, um sicherzustellen, dass die EU ihren Verpflichtungen gegenüber den Anlegern nachkommen kann. Darüber hinaus hat die Kommission vorgeschlagen, durch einen Mix an traditionellen EU-Einnahmen und zusätzlichen Transfers weitere 0,2 % des BNE zu beschaffen. Es ist jedoch noch ungewiss, ob der Rat der Europäischen Union dem Vorschlag zustimmen wird.

<sup>4</sup> [Beschluss \(EU, Euratom\) 2020/2053 des Rates](#) vom 14. Dezember 2020 über das Eigenmittelsystem der Europäischen Union und zur Aufhebung des Beschlusses 2014/335/EU, Euratom, ABl. L 424 vom 15.12.2020.

**Zwar erwarten wir keine wesentlichen Rückzahlungsrisiken im Zusammenhang mit der NGEU-Kreditaufnahme, doch werden die EU-Mitgliedstaaten letztlich die finanzielle Last tragen und sollten dies in ihren mittelfristigen Plänen berücksichtigen.** Unter der Annahme, dass die Kommission den verfügbaren Spielraum nutzen wird, um eine stetige und vorhersehbare Verringerung der Verbindlichkeiten sicherzustellen, dürften die jährlichen Kosten für die Rückzahlung der ARF-Transfers im Jahr 2028 mit 26 Mrd. € ihren Höchststand erreichen und danach kontinuierlich sinken. Die Tilgungsbeträge liegen weiterhin deutlich unter dem Niveau des temporären Haushaltsspielraums und könnten vollständig durch neue EU-Eigenmittel oder höhere BNE-basierte Beiträge in jeweils ausreichender Höhe gedeckt werden. Unabhängig von der Zustimmung zum Kommissionsvorschlag wird die Rückzahlung weitgehend durch nationale Abführungen an den EU-Haushalt finanziert werden, was möglicherweise zu höheren Steuern oder einer eingeschränkten Investitionstätigkeit führt. Dabei bestehen jedoch länderspezifische Risiken, und bei jeder Option ergeben sich andere Verteilungseffekte.

### ARF-Auszahlungen an die Mitgliedstaaten

**Bis August 2024 wurden ARF-Mittel von über 238 Mrd. € – davon 156 Mrd. € in Form von Transfers – ausgezahlt.** Diese Zahlungen erfolgten nach endgültiger Bearbeitung von 45 bei der Kommission eingereichten Auszahlungsanträgen. Darüber hinaus waren zum damaligen Zeitpunkt acht weitere Anträge noch nicht abschließend bearbeitet (siehe Angaben in Tabelle 1 zum Euroraum, zum Nicht-Euroraum und zur EU insgesamt).

**Tabelle 1**

ARF-finanzierte Staatsausgaben im Euroraum und in den übrigen EU-Ländern – Auszahlungsanträge, Auszahlungen und Planänderungen

	August 2024				
	Eingereichte Auszahlungsanträge	Ausgezählte Tranchen	Eingereichte Änderungen der Aufbau- und Resilienzpläne	Ausgezählte Mittel	
				Transfers	Kredite
<b>Euroraum</b>	53	45	34	156,6 Mrd. €	82,1 Mrd. €
<b>Nicht-Euroraum</b>	11	9	8	14,2 Mrd. €	12,5 Mrd. €
<b>EU insgesamt</b>	<b>64</b>	<b>54</b>	<b>42</b>	<b>170,8 Mrd. €</b>	<b>94,6 Mrd. €</b>

Quelle: Europäische Kommission; Stand: 26. August 2024.

Anmerkung: Bis August 2024 beliefen sich die Emissionen der Kommission zur Finanzierung von ARF-Auszahlungen an EU-Mitgliedstaaten bereits auf rund 325 Mrd. €, was etwa der Hälfte des Gesamtumfangs entspricht. Ausgezählte Tranchen beinhalten keine Vorfinanzierungszahlungen. In den Beträgen sind Teilauszahlungen aufgrund einer anfänglichen Zahlungsaussetzung berücksichtigt.

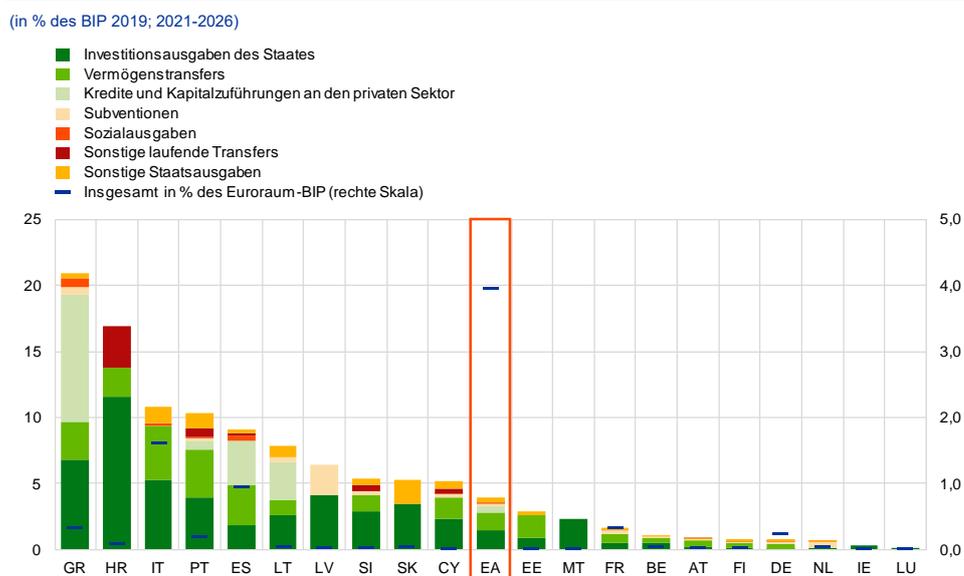
### ARF-finanzierte Staatsausgaben im Euroraum

**Die Zusammensetzung der ARF-finanzierten Staatsausgaben unterscheidet sich in den einzelnen Euro-Ländern erheblich, und zwar hinsichtlich des Anteils am nationalen BIP wie auch des Anteils am gesamten BIP des Euroraums** (siehe Abbildung 1). Gewisse Unterschiede sind auch in Bezug auf die Verteilung der Ausgabenkategorien innerhalb der Länder erkennbar, wenngleich die

vermögenswirksamen Ausgaben des Staates – die Summe aus staatlichen Investitionsausgaben und Vermögenstransfers – in fast allen Ländern den größten Teil der Staatsausgaben ausmachen.

**Ein Großteil der ARF-finanzierten Staatsausgaben soll den ökologischen und digitalen Wandel unterstützen.** Im Einklang mit den rechtlichen NGEU-Bestimmungen müssen sich die Länder verpflichten, mindestens 37 % ihrer durch die ARF finanzierten Ausgaben für Umweltprojekte und 20 % für Digitalisierungsprojekte zu verwenden. Die Ausgaben, welche die Euro-Länder bis Ende 2026 für die beiden Bereiche tatsächlich vorsehen, übersteigen diese Zielquoten jedoch deutlich. Der Kommission zufolge liegen die Ausgabenansätze bezogen auf den Gesamtumfang der Fazilität bei durchschnittlich 42 % (Klimaschutz) und 27 % (Digitalisierung). In den nationalen Plänen sind jeweils unterschiedliche Beiträge zu den Klima- und Digitalisierungszielen vorgesehen.

**Abbildung 1**  
ARF-finanzierte Staatsausgaben – Verteilung in den einzelnen Euro-Ländern



Quellen: Working Group on Public Finance des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Basierend auf den Schätzungen der NZBen zu den nationalen Ausgabenplänen. Spanien dürfte nur etwa die Hälfte der ARF-Kredite abrufen. Die Differenz zwischen dem im geänderten spanischen Aufbau- und Resilienzplan angegebenen Gesamtbetrag der Kredite (83 Mrd. €) und der Schätzung der Banco de España (41,5 Mrd. €) ist auf Annahmen zur Endnachfrage nach solchen Krediten zurückzuführen und mit hoher Unsicherheit behaftet. Ein etwas geringerer Mittelabruf wird auch für die Slowakei (-0,85 Mrd. €) und Kroatien (-0,7 Mrd. €) geschätzt. Insgesamt dürften sich die Gesamtausgaben auf 486 Mrd. € belaufen. Damit liegen sie 43 Mrd. € unter dem Gesamtbetrag, der sich aus den geänderten ARF-Plänen ergibt. Der offizielle Gesamtumfang für den Euroraum wurde bis August um mehr als 2 Mrd. € auf 532 Mrd. € erhöht. Investitionsausgaben des Staates + staatliche Vermögenstransfers = vermögenswirksame Ausgaben des Staates.

**Die Finanzexpertinnen und -experten des Europäischen Systems der Zentralbanken schätzen, dass durchschnittlich rund 80 % der durch die ARF finanzierten Staatsausgaben im Euroraum additiver Art sind.** Das bedeutet, dass von diesem Ausgabenanteil ein echter Fiskalimpuls ausgeht und es sich nicht um eine Substitution ohnehin geplanter Ausgaben handelt. Dies bildet die Grundlage für die makroökonomischen Schätzungen im vorliegenden Aufsatz.

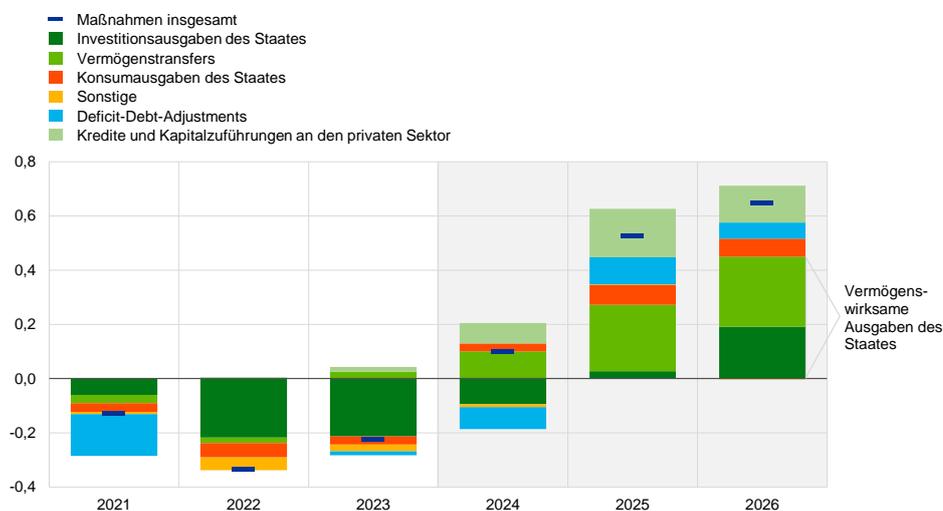
**Ein großer Teil der über die ARF finanzierten Staatsausgaben wird in die zweite Programmhälfte verlagert, was die Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen erheblich beeinflusst.**

In den Jahren von 2021 bis 2023 war in den meisten Ländern des Euroraums eine deutliche Unterschreitung der in den ursprünglichen Plänen vorgesehenen ARF-finanzierten Staatsausgaben zu beobachten (siehe Abbildung 2). Dieses Muster war sowohl bei Empfängern relativ umfangreicher ARF-Mittel als auch bei den Empfängern relativ geringer Mittel zu beobachten. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf a) beschränkte Verwaltungskapazitäten bezüglich der Tötigung von Ausgaben und b) eine Vielzahl von Schocks, die zu angebotsseitigen Engpässen sowie zu einer Reduzierung von Beschaffungsverträgen aufgrund der unerwartet hohen Inflation führten. Schätzungen von Fachleuten der EZB zufolge erhöhte sich das BIP des Euroraums durch die Aufbau- und Resilienzfähigkeit im Zeitraum 2021-2023 lediglich um 0,1 % bis 0,2 % (siehe Abschnitt 3). Dieser Wert liegt deutlich unter dem bislang geschätzten Wert von rund 0,5 %, der auf der Annahme einer raschen und vollständigen Umsetzung der ursprünglichen Pläne ohne sprunghaften Inflationsanstieg beruhte.

**Abbildung 2**

ARF-finanzierte Staatsausgaben im Euroraum – Differenz zwischen den geschätzten tatsächlichen Ausgaben nach Planänderungen und den ursprünglichen Schätzungen des ESZB

(in % des BIP 2019; Differenz gegenüber Vorjahr)



Quellen: Working Group on Public Finance des ESZB (Juni 2024) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der höhere Endpunkt 2026 ist vor allem auf zwei Entwicklungen im Jahr 2023 zurückzuführen, nämlich a) eine Erhöhung des Gesamtumfangs der ARF-Mittel für die Euro-Länder um 15,4 Mrd. € und b) die Aufnahme zusätzlicher ARF-Kredite in Höhe von insgesamt 98 Mrd. € durch einige Euro-Länder vor Fristablauf im August 2026. Investitionsausgaben des Staates + staatliche Vermögenstransfers = vermögenswirksame Ausgaben des Staates. Der schattierte Bereich stellt die geplanten Ausgaben dar.

## Strukturreformen mit ARF-Bezug

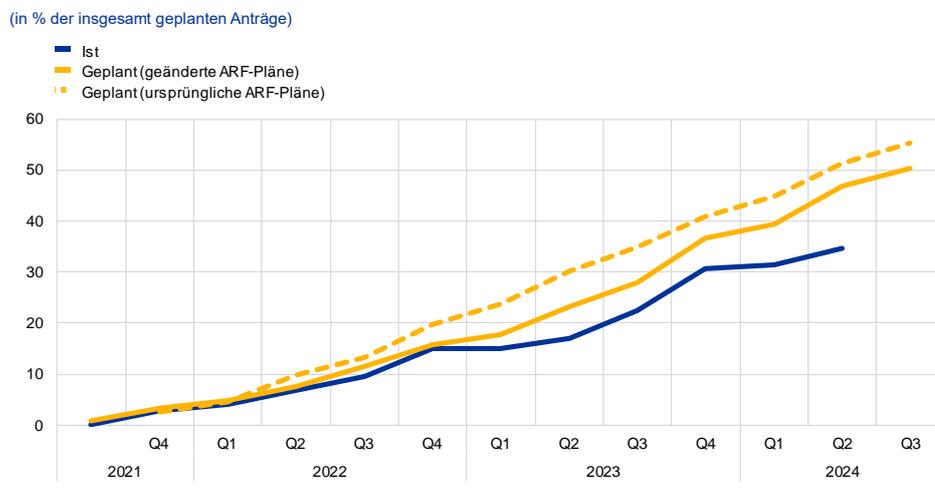
**Strukturreformen sind neben den ARF-bezogenen Investitionen ein wesentlicher Bestandteil der Aufbau- und Resilienzpläne.**<sup>5</sup> Die geplanten Reformen zielen darauf ab, die Volkswirtschaften des Euroraums zu modernisieren und ihre Widerstandsfähigkeit mittelfristig zu erhöhen. Laut der ARF-Verordnung müssen die Reformen daher bei den strukturellen Schwächen der Staaten ansetzen, dem Umfang des jeweiligen ARF-Rahmens entsprechen und die über die ARF finanzierten öffentlichen Ausgaben flankieren. Die Reformen wirken sich auch positiv auf die institutionelle und wirtschaftliche Konvergenz der Länder des Euroraums aus, denn die Ausgangsbedingungen in den Staaten mit den umfassendsten Reformplänen waren in der Regel schlechter als in vielen vergleichbaren Volkswirtschaften. Bei den jüngsten Änderungen der Aufbau- und Resilienzpläne blieb das Verhältnis von Reformen und Investitionen verglichen mit den ursprünglichen Plänen weitgehend unverändert (40 % aller Meilensteine und Ziele entfallen auf Reformen). Die geplanten Reformen stellen die ökologischen Aspekte jedoch stärker in den Vordergrund und verlagern sich nun insgesamt mehr in die zweite Hälfte des Programmzeitraums.

**Bei der Umsetzung der ARF-bezogenen Strukturreformen wurden zwar Fortschritte erzielt, doch kam es dabei zu erheblichen Verzögerungen.** Laut Einschätzung der Europäischen Kommission hatten die Euro-Länder bis Anfang September 2024 rund 40 % aller Meilensteine und Ziele in Bezug auf die Strukturreformen erreicht, aber nur etwa ein Drittel aller geplanten Auszahlungsanträge vorgelegt. Damit wurde der in den ARF-Plänen enthaltene vorläufige Zeitplan nicht eingehalten. Dieser sieht vor, dass rund die Hälfte aller geplanten Auszahlungsanträge bis zu diesem Zeitpunkt eingereicht sein sollte (siehe Abbildung 3). Bei Euro-Ländern, die geringe Verwaltungskapazitäten aufweisen und zugleich umfangreiche Zuweisungen aus ARF-Mitteln erhalten, waren die Umsetzungsverzögerungen insgesamt am längsten.

---

<sup>5</sup> Eine eingehende Beurteilung der ARF-bezogenen Reformpläne durch Fachleute der EZB findet sich bei Bańkowski et al. (2022), a. a. O.

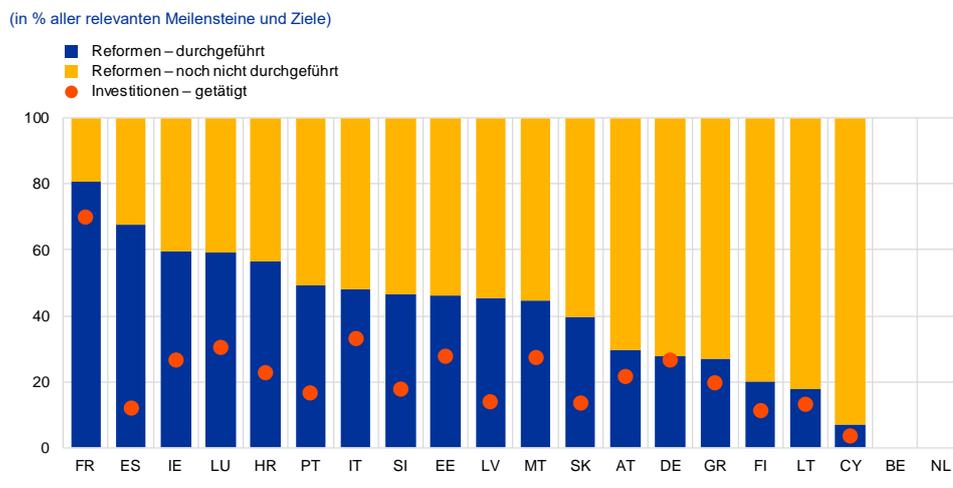
**Abbildung 3**  
Gesamtzahl der ARF-Auszahlungsanträge



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: In der Abbildung wird die Anzahl der eingereichten ARF-Auszahlungsanträge („Ist“) mit der Anzahl der in den ursprünglichen und geänderten ARF-Plänen vorgesehenen Anträge („geplant“) verglichen. Die Daten beziehen sich auf alle Euro-Länder.

**In vielen Euro-Ländern steht die Umsetzung des Großteils oder sogar aller ARF-bezogenen Reformzusagen noch aus.** Obwohl bereits die zweite Hälfte des ARF-Programmzeitraums begonnen hat, liegt der Anteil der reformbezogenen Meilensteine und Ziele, die von der Kommission beurteilt und als erreicht eingestuft wurden, in vielen Ländern deutlich unter 50 % (siehe Abbildung 4). Gemäß der ARF-Verordnung müssen alle Meilensteine und Ziele bis spätestens 31. August 2026 erreicht sein. Nur bei einigen wenigen Staaten kam die Kommission zu dem Schluss, dass diese ihre reformbezogenen Meilensteine und Ziele bereits zu mehr als 50 % umgesetzt hätten.

**Abbildung 4**  
Fortschritte bei der Umsetzung der ARF-Pläne



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Enthält nur Meilensteine und Ziele, zu denen eine endgültige Beurteilung der Europäischen Kommission vorliegt. Für Belgien und die Niederlande liegt noch keine Beurteilung vor.

**Angesichts dieser Herausforderungen besteht die Gefahr, dass die Wirksamkeit der Aufbau- und Resilienzfazilität durch eine unvollständige oder unwirksame Umsetzung der Pläne beeinträchtigt wird.** Unvollständigkeit würde bedeuten, dass die Mitgliedstaaten bis August 2026 nur einen Teil der vereinbarten politischen Maßnahmen umsetzen. Daher werden viele Mitgliedstaaten in den länderspezifischen Empfehlungen des Europäischen Semesters 2024 aufgefordert, die Umsetzung ihrer ARF-Pläne zu beschleunigen. Rascheres Handeln alleine reicht jedoch nicht aus, damit die ARF ihr volles Potenzial entfalten kann. Vielmehr müssen die Mitgliedstaaten auch dafür Sorge tragen, dass sich ein beschleunigtes Vorgehen nicht nachteilig auf die Qualität der durchgeführten Maßnahmen auswirkt. Bei einem etwaigen Zielkonflikt zwischen Geschwindigkeit und Qualität müsste die Qualität priorisiert werden, um die Wirksamkeit der Reformen zu gewährleisten.

**Durch gezielte politische Maßnahmen können die Euro-Länder sicherstellen, dass NGEU-bezogene Investitionen und Reformen wirksamer umgesetzt werden.** Die Staaten könnten Verwaltungsressourcen auf die Durchführung ihrer ARF-Pläne ausrichten und die auf EU-Ebene verfügbare technische Unterstützung intensiver nutzen. Darüber hinaus könnten sie von den Möglichkeiten zur Straffung von Prozessen Gebrauch machen, die in den aktualisierten Leitlinien der Europäischen Kommission zu den Aufbau- und Resilienzplänen dargelegt sind. Hierzu zählen vereinfachte Berichtspflichten und die Nutzung von Synergien zwischen den verschiedenen Prüfungsverfahren.<sup>6</sup> Die Länder könnten auch versuchen, gezielte regulatorische Änderungen außerhalb des ARF-Rahmens festzulegen, was die Umsetzung der ARF-Pläne erleichtern würde, ohne die Verwaltungsressourcen übermäßig zu beanspruchen.<sup>7</sup> Insgesamt trügen solche Korrekturmaßnahmen dazu bei, die Umsetzung der in den ARF-Plänen vorgesehenen Reformen zu verbessern. Zudem könnten sie auch einen etwaigen Zielkonflikt zwischen Geschwindigkeit und Qualität verringern.

### 3 Geschätzte Auswirkungen der ARF auf die Wirtschaft des Euroraums

**Um einschätzen zu können, wie NGEU die Wirtschaft des Euroraums beeinflusst, müssen mehrere Transmissionskanäle untersucht werden.** Auf Grundlage früherer Analysen werden drei Hauptkanäle betrachtet: a) der Risikoprämienkanal, b) der Fiskalkanal und c) der Kanal der Strukturreformen, wobei der Fiskalkanal und der Kanal der Strukturreformen angesichts der erheblichen Verzögerungen bei der Umsetzung des Aufbauprogramms einer Neubewertung bedürfen.

**Die nach der Ankündigung von NGEU beobachtete Wirkung auf die Risikoprämien kommt weiterhin den Empfängerländern zugute.** Als Frankreich

<sup>6</sup> Siehe Europäische Kommission, [Leitlinien zu den Aufbau- und Resilienzplänen](#), 23. Juli 2024.

<sup>7</sup> Die Europäische Kommission hat die Mitgliedstaaten aufgefordert, solche politischen Maßnahmen in ihre geänderten ARF-Pläne aufzunehmen. Diese zusätzlichen Maßnahmen können Bereiche wie Schulungen, IT-Systeme, Änderungen des öffentlichen Beschaffungswesens und der Genehmigungsverfahren sowie die Digitalisierung der öffentlichen Verwaltung umfassen.

und Deutschland einen europäischen Aufbaufonds vorschlugen, setzte in den künftigen Empfängerländern eine merkliche Verringerung der Renditeabstände ein. Bańkowski et al. (2022) kamen zu dem Schluss, dass eine nachhaltige Verringerung der Risikoprämien im Euroraum zu einer dauerhaften Produktionssteigerung um bis zu 0,2 % führen könnte. Hauptbegünstigte dürften Italien und Spanien sein. Wir verzichten hier auf eine Neueinschätzung, da in der Zwischenzeit keine relevanten Entwicklungen eingetreten sind.

**Der Fiskalkanal wirkt über höhere öffentliche Ausgaben, bei denen es sich in erster Linie um vermögenswirksame Ausgaben handelt. Diese umfassen staatliche Investitionen und Vermögenstransfers.** Für die Zwecke der Analyse werden beide Kategorien als staatliche Investitionen eingestuft. Aus dem NGEU-Programm stammende Vermögenstransfers kommen in der Regel dem privaten Sektor zugute, so zum Beispiel Eisenbahngesellschaften, die öffentlichen Investitionsvorhaben ähnelnde Projekte durchführen. Die wirtschaftlichen Auswirkungen solcher Investitionen zeigen sich in einem kurzfristigen Nachfrageimpuls während der Projektdurchführung sowie in einer langfristigen Ausweitung der Produktionskapazitäten infolge einer Erhöhung des Kapitalstocks.<sup>8</sup>

**Der Kanal der Strukturreformen, der für das langfristige wirtschaftliche Potenzial ausschlaggebend ist, muss aufgrund der verzögerten Umsetzung neu analysiert werden.** Strukturreformen führen zu einem effizienteren Ressourceneinsatz und damit zu einer Ausweitung des Produktionspotenzials. Da die Reformen über die Wirkung konjunktureller Faktoren hinausgehen, dürften sie sich nicht unmittelbar in der Inflation niederschlagen. Deshalb werden in der vorliegenden Untersuchung schwerpunktmäßig die Produktionseffekte betrachtet. Aufgrund der Unsicherheit, mit der eine Quantifizierung von Strukturreformen behaftet ist, ist jedoch Vorsicht bei der Interpretation der Schätzwerte geboten.

## Modelle und Instrumente

**Die Untersuchung der wirtschaftlichen Auswirkungen von NGEU stützt sich auf zwei große makroökonomische Modelle, das Instrument des ESZB zur Analyse der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung sowie die Arbeit einer Expertengruppe des Eurosystems.** Durch Anwendung verschiedener Ansätze im vorliegenden Beitrag lassen sich die Methoden passgenau auf die wichtigsten Fragestellungen ausrichten. Zudem werden dank der beiden unterschiedlichen Modelle belastbarere Ergebnisse erzielt, und es können die einzelnen Kanäle ermittelt werden, die für bestimmte wirtschaftliche Ergebnisse verantwortlich sind.

**Die makroökonomischen Effekte des Fiskalkanals werden mithilfe des EAGLE- und des ECB-MC-Modells bewertet.** Beim EAGLE-Modell handelt es sich um ein globales, dynamisches stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell (DSGE)

<sup>8</sup> NGEU sieht auch eine Finanzierung des privaten Sektors mithilfe von Krediten und Kapitalzuführungen vor, was die Finanzierungskosten verringert. Analysen zufolge dürfte dieser Kanal jedoch auf Euroraumebene nur einen sehr kleinen Effekt haben. Das BIP dürfte sich in den Ländern, die den entsprechenden Programmbestandteil umsetzen, nur um bis zu 0,1 % erhöhen. Daher ist es nicht erforderlich, diesen Kanal genau zu untersuchen.

mit zukunftsgerichteten Erwartungen. Das Mehrländermodell ECB-MC ist hingegen ein semistrukturelles Modell der fünf größten Länder des Euroraums, das einen empirischen Modellfit mit theoretischen Überlegungen kombiniert.<sup>9</sup> Beide Modelle weisen auf Fiskalmultiplikatoren für staatliche Investitionen hin, die ungefähr dem Wert eins entsprechen. Dies deckt sich mit der Erkenntnis in der Literatur, wonach öffentliche Investitionen ein wirksames finanzpolitisches Instrument sind, da sie direkt auf das BIP wirken und das produktive Kapital steigern. Allerdings unterscheiden sich die Erwartungsmechanismen der Modelle deutlich. Der zukunftsgerichtete Ansatz von EAGLE ermöglicht erhebliche Antizipationseffekte. Die rückwärtsgewandten Erwartungen des ECB-MC-Modells schließen solche Effekte weitgehend aus. Die Folge sind sehr unterschiedliche Simulationsergebnisse vor allem für die Preisentwicklung.

**Ergänzt wird die Analyse durch zwei weitere Instrumente, die Aufschluss über die Auswirkungen auf Produktionspotenzial und Schuldenquote geben.** Eine Expertengruppe des Eurosystems – in der sieben Zentralbanken des Euroraums vertreten sind – hat die Auswirkungen von NGEU auf das Produktionspotenzial im Euroraum bewertet und dabei sowohl Reformen als auch Investitionen sowie sämtliche NGEU-Instrumente berücksichtigt. Das Instrument zur Schuldentragfähigkeitsanalyse schätzt den Einfluss von NGEU auf die Schuldenquoten. Hierzu wird die Entwicklung der Staatsverschuldung genau aufgeschlüsselt.<sup>10</sup>

## Daten und Szenarien

**Die fiskalische Wirkung der ARF-finanzierten Ausgaben wird durch Daten quantifiziert, die Fachleute des ESZB erhoben haben.** Die Daten erfassen die wesentlichen Programmmerkmale, so etwa die Zusammensetzung, den Umsetzungszeitrahmen und die Unterscheidung zwischen additiven und substitutiven Projekten. Die letztgenannte Differenzierung ist von entscheidender Bedeutung, um Projekte identifizieren zu können, die auch ohne das Aufbauprogramm realisiert worden wären. Damit wird vermieden, dass die gesamtwirtschaftlichen Effekte überschätzt werden.

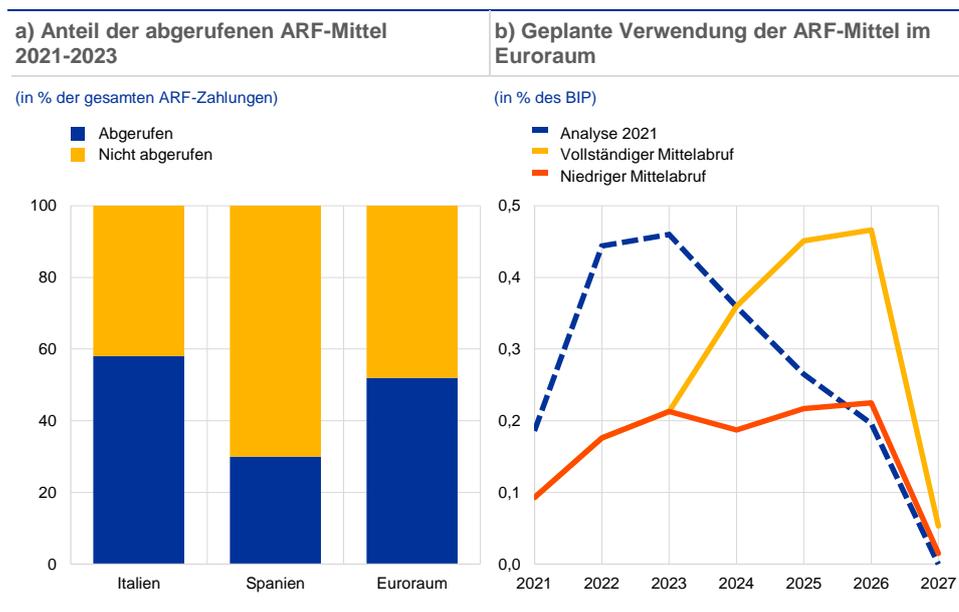
**Die Quantifizierung basiert auf einer Szenarioanalyse, in der zwei Aspekte – Umfang des Mittelabrufs aus dem Programm und Produktivität des öffentlichen Kapitalstocks – betrachtet werden.** Bezüglich des Mittelabrufs wird in einem Szenario ein vollständiger Abruf bis 2026 und in einem alternativen Szenario eine Beibehaltung des bisherigen Mittelabrufs von 50 % angenommen, um den Herausforderungen bei der Umsetzung Rechnung zu tragen (siehe Abbildung 5, Grafik a und b). Für die Produktivität wird im Basisszenario von einem Parameter der

<sup>9</sup> Eine umfassende Übersicht über das EAGLE-Modell findet sich in: S. Gomes, P. Jacquinot und M. Pisani, The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area, *Economic Modelling*, Bd. 29, Ausgabe 5, 2012, S. 1686-171. In K. Bańkowski, [Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2802, 2023, wird detailliert das semistrukturelle BASE-Modell der EZB für den Euroraum beschrieben, das als Grundlage für das ECB-MC-Modell dient.

<sup>10</sup> Siehe O. Bouabdallah et al., [Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 185, 2017.

Cobb-Douglas-Produktionsfunktion von 0,1 für den öffentlichen Kapitalstock in EAGLE ausgegangen; in den alternativen Szenarien liegt der Parameter bei 0,05 bzw. 0,15. Im ECB-MC-Modell werden öffentliche und private Investitionen als gleichermaßen produktiv angesehen.<sup>11</sup> Aus praktischer Sicht zeigen die unterschiedlichen Produktivitätsparameter an, wie effektiv sich öffentliches Kapital in der Wirtschaftsleistung bemerkbar macht. Ein höherer Parameterwert (0,15) generiert einen größeren wirtschaftlichen Nutzen, während ein niedrigerer Wert (0,05) auf einen moderateren Ertrag staatlicher Ausgaben hindeutet.

**Abbildung 5**  
Modellannahmen zum Mittelabruf aus dem ARF-Programm



Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von Daten, die von der Working Group on Public Finance des ESZB erhoben wurden.

## Auswirkungen auf die Wirtschaft des Euroraums in der Gesamtschau

**Unsere Untersuchung hat ergeben, dass vom NGEU-Programm über verschiedene Übertragungskanäle ein deutlicher makroökonomischer Impuls für den Euroraum ausgehen könnte.** In diesem Abschnitt werden der Einfluss auf die Produktion und die Inflation über den Fiskalkanal sowie die Steigerung des Produktionspotenzials aufgrund von Strukturreformen und die Implikationen für die Schuldenquote beleuchtet.

**Die Auswirkungen des Aufbauprogramms auf das BIP-Niveau liegen den Schätzungen nach bis zum Jahr 2026 bei einem Plus von 0,4 % bis 0,9 % (gegenüber dem Basisszenario ohne Aufbauprogramm). Bis 2031 dürften diese positiven Impulse auf 0,8 % bis 1,2 % steigen** (siehe Tabelle 2). Dieser

<sup>11</sup> Zu näheren Informationen über die Produktionsfunktion und die Einbeziehung der Produktivität des öffentlichen Kapitalstocks siehe D. Clancy, P. Jacquinot und M. Lozej, Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union, *Journal of Macroeconomics*, Bd. 48, Ausgabe C, 2016, S. 305-326.

Entwicklungspfad ist hauptsächlich durch zwei Faktoren bedingt. Zunächst ist es der Fiskalimpuls, der für Zuwächse sorgt; danach gehen von den Strukturreformen wachstumsfördernde Effekte aus. Der im Zeitverlauf zunehmende Nutzen ist vor allem auf die steigenden Erträge aus den Strukturreformen zurückzuführen. Zu diesen kommt es auch dann, wenn die Ausgabeneffekte von NGEU nachlassen. Die aus dem Kanal der Strukturreformen erwachsenden Auswirkungen sind jedoch mit größerer Unsicherheit behaftet als die Effekte des Fiskalkanals. Die Schätzungen zur Produktion tragen den bereits realisierten Vertrauenseffekten aus der Ankündigung des Aufbaufonds keine Rechnung. Ebenfalls nicht berücksichtigt werden die geringfügigen erwarteten Auswirkungen der Finanzierungs- erleichterungen für den privaten Sektor.

## Tabelle 2

### Geschätzte Auswirkungen der ARF auf das BIP und die Inflation im Euroraum insgesamt

(Auswirkungen auf das BIP – Abweichung vom Basisszenario ohne NGEU in %; Auswirkungen auf die Inflation – Abweichung vom Basisszenario ohne NGEU in Prozentpunkten)

	Auswirkungen auf das BIP		Auswirkungen auf die Inflation
	Bis 2026	Bis 2031	
Finanzpolitische Maßnahmen	0,3 bis 0,8	0,2 bis 0,6	0,1
Strukturreformen	0,1	0,6	-
<b>Insgesamt</b>	<b>0,4 bis 0,9</b>	<b>0,8 bis 1,2</b>	-

Quellen: EZB und Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: Die Schätzungen der EZB zu den Auswirkungen von finanzpolitischen Maßnahmen basieren auf dem EAGLE- sowie dem ECB-MC-Modell. Die Schätzungen zu den Auswirkungen von Strukturreformen stammen von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems. Sie berücksichtigen nur die Produktivitätskomponente des Produktionspotenzials (totale Faktorproduktivität, siehe Abbildung 9), um eine Doppelerfassung mit den langfristigen Effekten von finanzpolitischen Maßnahmen zu vermeiden. Die Schätzungen werden als Bandbreiten ausgewiesen, weil sie auf verschiedenen Annahmen zu a) der Produktivität des Kapitals (mittel, hoch und niedrig) und b) dem Abruf von ARF-Mitteln (hoch oder niedrig) gründen. Die Angaben zur Inflation stellen die Höchstwerte dar.

## Auswirkungen des Fiskalkanals auf das BIP und die Inflation

### Die makroökonomischen Simulationen weisen darauf hin, dass der NGEU-bedingte Fiskalimpuls zu erheblichen Steigerungen der euroraumweiten Produktion führen kann (siehe Tabelle 3). Diese Zuwächse werden laut

Projektionen bis 2026 – dem letzten Umsetzungsjahr – 0,3 % bis 0,8% betragen. Die dauerhaften Effekte bis 2031 dürften sich auf 0,2 % bis 0,6 % belaufen. Die anhaltenden Auswirkungen sind Ausdruck der Nachhaltigkeit der durch NGEU finanzierten Investitionsprojekte. Diese stellen vor allem auf staatliche Investitionen ab und tragen zur langfristigen Produktionskapazität bei. Besonders ausgeprägt sind die Effekte in den Hauptempfängerländern, darunter Italien und Spanien. Dort sind die Zuwächse zwei- bis dreimal so hoch wie der Durchschnitt des Euroraums.

**Von großer Bedeutung sind hierbei die Annahmen bezüglich des Abrufs von ARF-Mitteln und der Produktivität, wobei dem Mittelabruf eine entscheidende Rolle zukommt.** Im Szenario eines niedrigen Mittelabrufs, in dem die Umsetzung weiterhin so langsam erfolgt wie schon in der Vergangenheit, fällt der Produktionsanstieg nur halb so groß aus wie im Szenario eines vollständigen Mittelabrufs (siehe Tabelle 3, untere Zeile). In beiden Fällen wird von einer mittleren

Produktivität ausgegangen. Auch die Annahmen zur Produktivität beeinflussen die endgültigen Ergebnisse erheblich. So weisen die Szenarien mit niedriger und hoher Produktivität merkbare Unterschiede zum zentralen Szenario auf (siehe Tabelle 3, obere Zeilen). Wenn die Regierungen eine maximale Programmwirkung anstreben, sollten sie effiziente Projekte mit den höchsten wirtschaftlichen Erträgen priorisieren.

**Tabelle 3**

**Geschätzte Auswirkungen des Fiskalkanals der ARF auf das BIP – Euroraum, Italien und Spanien**

(Abweichung vom Basisszenario ohne Aufbauprogramm in %)

Annahme 1: Abruf von ARF- Mitteln	Annahme 2: Produktivität der ARF-finanzierten Ausgaben	Bis 2026			Bis 2031		
		Euroraum	Italien	Spanien	Euroraum	Italien	Spanien
Hoch (2024-2026)	Hoch	0,8	1,9	1,7	0,6	1,5	1,4
	Mittelhoch	0,5	1,4	1,4	0,3	0,7	0,9
	Niedrig	0,5	1,3	1,2	0,2	0,6	0,7
Niedrig (2024-2026)	Mittelhoch	0,3	0,9	0,5	0,2	0,4	0,5

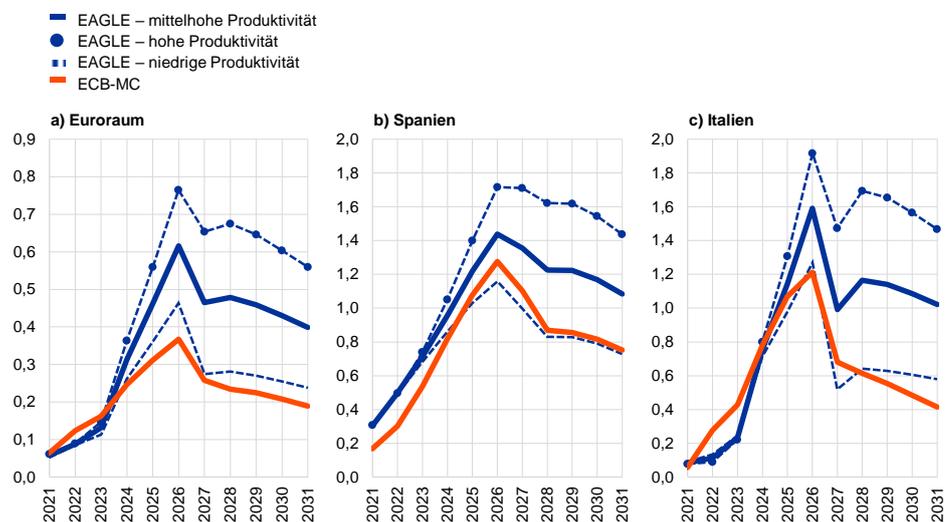
Quelle: EZB-Berechnungen auf Grundlage von Daten der Working Group on Public Finance des ESZB.  
Anmerkung: Für die vorliegende Analyse wird der ursprüngliche, von der Working Group on Public Finance entwickelte Datensatz herangezogen. Dieser bildet das zeitliche Profil der Ausgaben, ihre Zusammensetzung und den Grad der additiven bzw. substitutiven Ausprägung ab. Die Unsicherheit im Zusammenhang mit den quantitativen Schätzungen wird berücksichtigt durch a) Verwendung von zwei unterschiedlichen EZB-Modellen (ein zukunftsgerichtetes DSGE-Modell mit zukunftsorientierten rationalen Erwartungen (EAGLE) sowie ein semistrukturelles Modell mit rückwärtsgewandten Erwartungen (ECB-MC)); b) Anwendung verschiedener Multiplikatoren je nach Ausgabenposition (im Einklang mit der Literatur); c) Einstufung der Produktivität des öffentlichen Kapitalstocks als hoch, mittel oder niedrig; d) Annahme eines hohen bzw. niedrigen Mittelabrufs während der verbleibenden Laufzeit von NGEU. Für den niedrigen Mittelabruf im Zeitraum 2024-2026 wurde hier die gleiche Ausgabenrate für die ARF-Auszahlungen wie in der Zeit von 2021 bis 2023 angesetzt.

**Die NGEU-bedingten Produktionszuwächse sind größtenteils noch nicht eingetreten; dies sollte geschehen, sobald die Umsetzungsverzögerungen aufgeholt wurden.** Im Vergleich zur vorherigen Analyse dürfte das Programm seine Wirkung erst erheblich später entfalten, sodass die positiven Produktionseffekte bislang moderat ausfallen. Für die kommenden Jahre ist allerdings ein umfassender Mitteleinsatz zu erwarten. Sobald die Verzögerungen bei der Umsetzung aufgeholt wurden, dürften die Produktionssteigerungen nahezu doppelt so hoch ausfallen wie bisher (siehe Abbildung 6). Dies gilt unter der Annahme, dass die restlichen Mittel in großem Umfang abgerufen werden.

## Abbildung 6

### Geschätzte Auswirkungen der ARF auf das BIP bei vollständigem Mittelabruf – Euroraum, Spanien und Italien

(Abweichung vom Basisszenario ohne Aufbauprogramm in %)



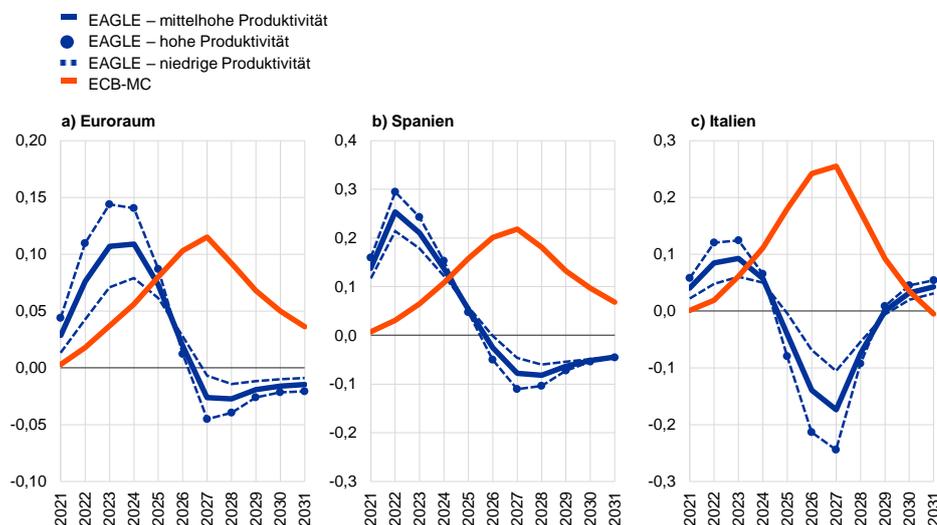
Quelle: EZB-Berechnungen.

**Mit Blick auf die Inflation ergibt die Analyse euroraumweit einen moderaten Einfluss** (siehe Abbildung 7). Die Simulationsrechnungen deuten auf eine maximale Differenz von rund 0,1 Prozentpunkten gegenüber dem Basisszenario ohne Aufbauprogramm hin. In den Hauptempfängerländern Italien und Spanien könnten sich die Effekte vorübergehend auf 0,3 Prozentpunkte belaufen. Die Inflationsentwicklung hängt sehr stark vom gewählten Modell ab. Zukunftsgerichtete Modelle wie EAGLE weisen auf einen rapiden nachfragebedingten Preisauftrieb hin, der durch die erwarteten Produktivitätsgewinne aufgewogen wird. Rückwärtsgewandte Modelle wie ECB-MC zeigen indes allmähliche Anpassungen der Preise an den Nachfragedruck an.

## Abbildung 7

### Geschätzte Auswirkungen der ARF auf die Inflation bei vollständigem Mittelabruf – Euroraum, Spanien und Italien

(Abweichung vom Basisszenario ohne Aufbauprogramm in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.

**Die aktuelle Analyse wird durch deutliche Verschiebungen des Zeitprofils im Vergleich zur vorherigen Beurteilung beeinflusst.** So wurde 2021 von einer ehrgeizigen und raschen Umsetzung ausgegangen, die frühzeitig Produktionssteigerungen bewirkt hätte.<sup>12</sup> Aufgrund der Umsetzungsverzögerungen wird NGEU jedoch primär erst in der zweiten Hälfte des Förderzeitraums durchgeführt. Dadurch verschiebt sich auch der Zeitpunkt, zu dem das Programm seine Wirkung entfaltet. Trotz der Verzögerungen entspricht der Gesamteffekt von NGEU allerdings weitgehend den ursprünglichen Schätzungen.

## Auswirkungen von Strukturreformen auf das Produktionspotenzial

**Aktualisierte Schätzungen eines ESZB-Expertenteams deuten darauf hin, dass NGEU das Produktionspotenzial im Euroraum bis 2031 um 1,0 % und bis 2033 um 1,3 % erhöhen könnte, wenn die Aufbau- und Resilienzpläne vollständig umgesetzt werden.** Dabei beziehen sich die Fachleute auf die Auswirkungen von Staatsausgaben und Strukturreformen. Die Schätzungen unterscheiden sich dergestalt von den im vorherigen Abschnitt für den Fiskalkanal dargelegten Berechnungen, dass sie auf einer anderen Methodik beruhen und das Produktionspotenzial anstatt die tatsächliche Produktion betreffen.<sup>13</sup> Das Potenzialwachstum könnte im Zeitraum 2020-2033 um 0,10 bis 0,15 Prozentpunkte pro Jahr gesteigert werden (siehe Abbildung 8). Bis etwa 2027 dürfte sich ein erheblicher Teil der Auswirkungen aus vermögenswirksamen Ausgaben für

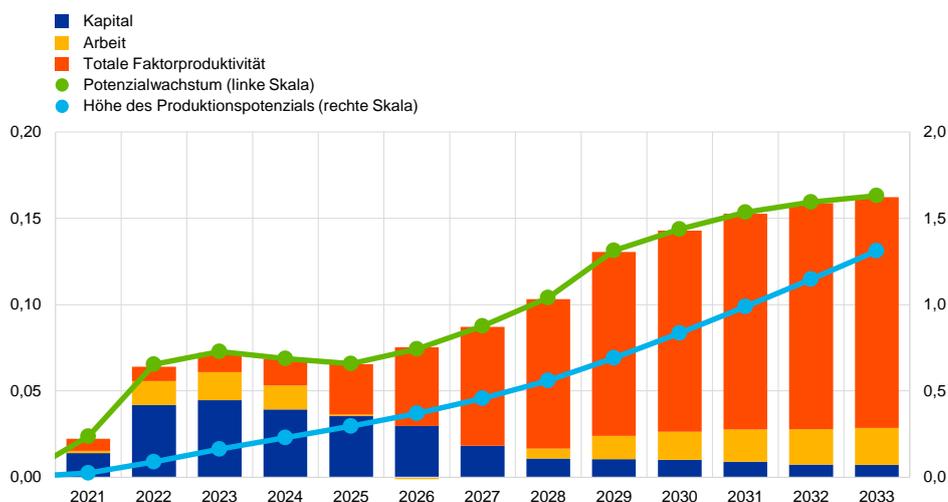
<sup>12</sup> Siehe Bańkowski et al. (2022), a. a. O.

<sup>13</sup> Die Effekte auf die potenzielle und die tatsächliche Produktion sollten sich einander langfristig annähern, da die langfristige Wirkung auf die Produktionslücke – d. h. die Differenz zwischen potenzieller und tatsächlicher Produktion – null betragen sollte.

Investitionen ergeben. Danach dürften hauptsächlich Strukturreformen zum Tragen kommen, die sich in erster Linie im Beitrag der totalen Faktorproduktivität zum Potenzialwachstum und bis zu einem gewissen Grad auch im Beitrag des Faktors Arbeit niederschlagen. Diese Schätzungen betreffen die Auswirkungen sowohl von Reformen als auch von Investitionen.<sup>14</sup> Zudem beziehen sie sich auf die ARF und die anderen NGEU-Instrumente.

**Abbildung 8**  
Auswirkungen von NGEU auf das Produktionspotenzial im Euroraum-11

(linke Skala: Abweichung vom kontrafaktischen Szenario in Prozentpunkten; rechte Skala: Abweichung vom kontrafaktischen Szenario in %)



Quelle: Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: Das Euroraum-Aggregat wird aus dem gewichteten Durchschnitt der folgenden elf Länder gebildet: Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien.

**Die aktualisierten Schätzungen deuten darauf hin, dass sich NGEU im Zeitraum von 2020 bis 2030 weniger stark auf das Produktionspotenzial auswirkt, als im Jahr 2022 erwartet wurde.**<sup>15</sup> Seinerzeit wurde ex ante damit gerechnet, dass sich der Effekt auf die euroraumweite Höhe des Produktionspotenzials im Jahr 2024 auf 0,5 % belaufen werde. In der aktuellen Analyse wird der Effekt für 2024 nur auf 0,2 % geschätzt, und der langfristige Effekt von 1,3 % tritt erst 2033 anstatt 2030 ein (siehe Abbildung 9, Grafik a). Auch bezüglich des Potenzialwachstums ergibt sich eine verzögerte Wirkung. So fällt der für 2022-2023 geschätzte Wachstumseffekt etwa halb so groß aus wie ursprünglich erwartet. In der langen Frist, d. h. 2025-2030, ist ebenfalls mit einem niedrigeren Wachstumseffekt zu rechnen (siehe Abbildung 9, Grafik b). Der geringere erwartete Einfluss auf das Potenzialwachstum ist auch darauf zurückzuführen, dass die für 2022-2023 geschätzten Folgewirkungen von Investitionen kaum eintraten; 2024 bildet ein Übergangsjahr. Ab 2025 ist mit stärkeren Effekten auf das Potenzialwachstum zu rechnen, da sich die Strukturreformen auszuwirken beginnen. In der jüngsten Schätzung treten diese Effekte jedoch ebenfalls langsamer ein. Da die Auswirkungen von Investitionen und Strukturreformen geringer sind und sie sich im

<sup>14</sup> Die Schätzungen zu den Auswirkungen der Investitionen stammen von den NZBen. Sie ähneln jedoch stark den modellbasierten Schätzungen der EZB, die im vorherigen Abschnitt vorgestellt wurden.

<sup>15</sup> Siehe Kasten 6 in [The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective](#), a. a. O.

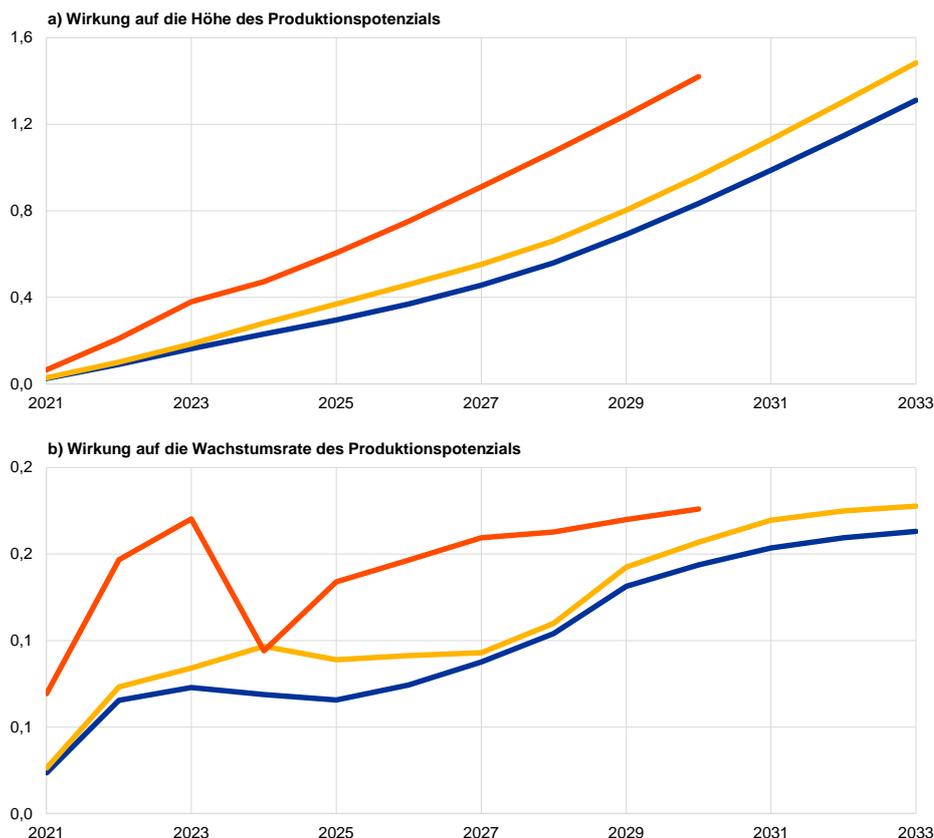
Fall der Investitionen zudem verzögern, ergibt sich insgesamt ein niedrigerer Effekt auf das kurzfristige Potenzialwachstum als zunächst geschätzt.

### Abbildung 9

#### Auswirkungen von NGEU auf das Produktionspotenzial im Euroraum – Analysen 2022 und 2024

(Abweichung vom kontrafaktischen Szenario in %)

- Analyse 2024 – 11 Länder
- Analyse 2024 – 7 Länder
- Analyse 2022 – 7 Länder



Quelle: Berechnungen des Eurosystems.

Anmerkung: In der Analyse 2024 wird das Euroraum-Aggregat aus dem gewichteten Durchschnitt der folgenden elf Länder gebildet: Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien. Im Jahr 2022 blieben Kroatien, Malta, die Niederlande und Österreich außer Acht.

#### Die Revisionen des geschätzten Produktionspotenzials sind in erster Linie dadurch bedingt, dass zuvor erwartete Effekte aufgrund von Umsetzungsverzögerungen erst im späteren Programmzeitraum auftreten.

Sowohl in der früheren als auch in der aktuellen Analyse liegt die langfristige Schätzung der Wachstumsrate des Produktionspotenzials auf einem ähnlichen Niveau.<sup>16</sup> Unterschiede ergeben sich vor allem in der kurzen bis mittleren Frist. Dies spiegelt die Annahme der ESZB-Expertengruppe wider, dass die ARF-Pläne trotz der Verzögerungen während der ersten Hälfte des Programmzeitraums letztendlich vollständig umgesetzt werden. Dennoch haben diese Verzögerungen dazu geführt,

<sup>16</sup> In den Vorausberechnungen des Eurosystems wirkt sich NGEU langfristig auf die Wachstumsrate des Produktionspotenzials aus, wenngleich dieser Effekt auf sehr lange Sicht nachlassen könnte. Im EAGLE-Modell wird das gleichgewichtige bzw. langfristige Wachstum nicht durch NGEU beeinflusst.

dass die Abwärtsrisiken, mit denen die Basisszenarien für das Produktionspotenzial behaftet sind, seit 2022 zugenommen haben.

## **Auswirkungen auf die Staatsverschuldung und die Qualität der öffentlichen Finanzen**

**Die Auswirkungen der ARF auf die Staatsschuldenquoten werden für die Hauptempfängerländer sowie für den gesamten Euroraum als günstig und signifikant eingeschätzt.** Ausgangspunkt der Analyse des Schuldeneffekts sind die gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2024. Es wird unterstellt, dass alle derzeit erwarteten Effekte der ARF – so auch die auf dem BNE basierende Tilgung ab 2028 – zum Tragen kommen (siehe Abschnitt 2.1).<sup>17</sup> Ein kontrafaktisches Szenario ohne ARF wird durch Subtraktion aller schuldensenkenden und -steigernden Effekte der Fazilität erstellt. Für Italien und Spanien wird die schuldensenkende Gesamtwirkung der ARF im zentralen Szenario unter der Annahme einer mittelhohen Produktivität auf rund 7-8 Prozentpunkte geschätzt (siehe Abbildung 10). Bei der Annahme einer hohen oder niedrigen Produktivität ergibt sich keine wesentliche Änderung der Gesamtwirkung auf die Verschuldung. Auch auf Euroraumebene wird der Einfluss der ARF auf die Schuldenquote als günstig eingeschätzt.<sup>18</sup>

---

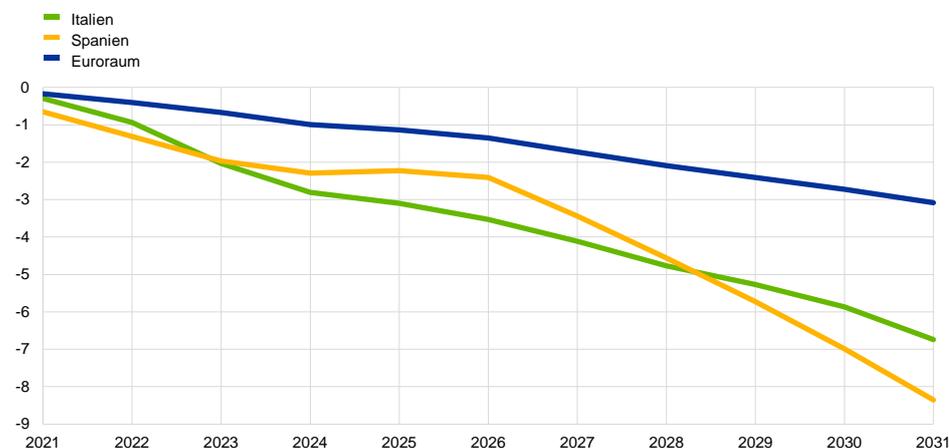
<sup>17</sup> Die Stabsprojektionen beziehen sich auf den Zeitraum von 2024 bis 2026. Für die Zeit danach werden mit Blick auf die projizierte Staatsverschuldung und das vom ESZB geschätzte Potenzialwachstum die langfristigen Standardannahmen verwendet, die das ESZB seinen Schuldentragfähigkeitsanalysen zugrunde legt.

<sup>18</sup> Wir definieren die Staatsverschuldung im Euroraum als gewichtete Summe der nationalen Schuldenquoten, einschließlich ARF-Krediten, jedoch ohne die zwischenstaatliche Kreditgewährung der Euro-Länder und die EU-Verschuldung für NGEU-Transfers.

## Abbildung 10

### Geschätzte Auswirkungen auf die Staatsverschuldung – Italien, Spanien und Euroraum

(Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen anhand des ESZB-Instruments für die Schulden tragfähigkeitsanalyse.

Anmerkung: Die Auswirkungen auf die am BIP gemessene Staatsverschuldung werden anhand des BIP- und Inflationseffekts berechnet, der aus dem Szenario der vermögenswirksamen Ausgaben bei mittelhoher Produktivität abgeleitet wird. Für den Euroraum wurden lediglich die nationalen Schuldenquoten ohne zwischenstaatliche Kreditgewährung (z. B. bilaterale Kredite an Griechenland) aggregiert. Die auf EU-Ebene eingegangene Verschuldung bleibt hier unberücksichtigt, da sich der Anteil des Euroraums nicht herausrechnen lässt.

### Wie Abbildung 11 zeigt, wirkt die ARF über vier Hauptkanäle auf die Staatsschuldenquoten. Diese sind:

1. Ein **direkter Kanal** mit zwei gegenläufigen Effekten – a) einem günstigen Effekt durch die ARF-Transfers (auf der Einnahmenseite erfasst und mit deutlichem Einfluss auf den Finanzierungssaldo der Hauptempfängerländer) und b) einem schuldensteigernden Effekt durch die ARF-Kredite. Letzterer ist der einzige schulden erhöhende Faktor, obgleich er geringere Grenzkosten mit sich bringt, als wenn sich die einzelnen Staaten – vor allem jene mit hohen Schuldenständen – über den Kapitalmarkt finanzierten. Aufgrund dieses zweiten Effekts führt der direkte Kanal per saldo in den beiden Hauptempfängerländern zu einem Anstieg der Staatsschuldenquote (siehe Abbildung 11, gelbe Balken).<sup>19</sup>
2. Ein **Vertrauenkanal** in Form niedrigerer Risikoaufschläge auf Staatsanleihen und damit geringerer Finanzierungskosten für die Staaten. Dieser Effekt ist bei Italien deutlicher ausgeprägt; hier weitete sich der Risikoaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen zu Beginn der COVID-19-Krise stärker aus. Daher genügte die bloße Ankündigung der NGEU-Vereinbarung im Mai 2020, um die gesamte Zinsstrukturkurve italienischer Staatsanleihen auch am langen Ende deutlich nach unten zu verschieben (siehe Abbildung 11, rote Balken).
3. Die **nachfragebedingte stimulierende Wirkung auf die Wirtschaft**; sie lässt die Staatseinnahmen und das reale BIP im Nenner der Staatsschuldenquote

<sup>19</sup> Die gestreiften Balken stehen für die lockerere Haushaltsposition, die sich bei einer allmählichen anstelle einer abrupten Beendigung der NGEU-Förderung ergibt und automatisch zu einem weiteren Anstieg der Schuldenquote führt. Besonders deutlich ist dieser Effekt für Italien. Bei Spanien ist er hingegen kaum erkennbar.

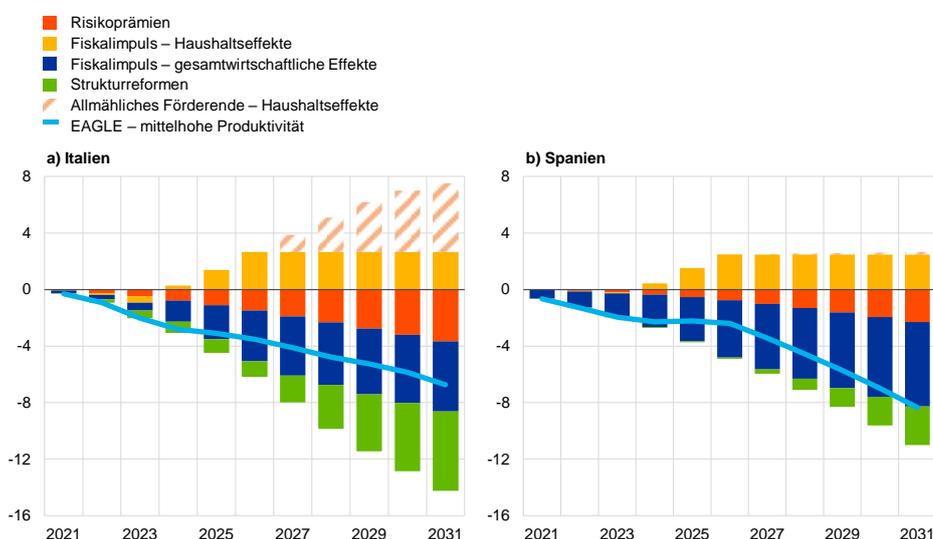
ansteigen. Dies steht mit der Wirkung auf BIP und Inflation in Einklang, wie sie in Abbildung 6 und 7 unter Zugrundelegung unterschiedlicher Produktivitätsannahmen mit dem EAGLE-Modell geschätzt wird (siehe Abbildung 11, blaue Balken).

- Die **Auswirkungen auf die Angebotsseite**, d. h. auf das BIP-Potenzial, durch Investitionen und Reformen. Die im Vergleich zu Spanien günstigere geschätzte Wirkung auf das Potenzialwachstum Italiens gleicht teilweise die größeren schuldensteigernden Effekte einer stärkeren Aufnahme von ARF-Krediten aus (siehe Abbildung 11, grüne Balken).

### Abbildung 11

#### Zerlegung der geschätzten Auswirkungen auf die Staatsverschuldung Italiens und Spaniens

(Abweichung vom Basisszenario in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen anhand des ESZB-Instruments für die Schuldenragfähigkeitsanalyse.

Anmerkung: Die Auswirkungen auf die Schuldenquote ergeben sich aus vier Haupteffekten, die hier im Szenario der mittleren Produktivität abgebildet werden, nämlich a) gelbe Balken = direkte Haushaltswirkung additiver Kredite (schuldenerhöhend) und substitutiver Transfers (schuldenverringend); b) rote Balken = Zinsersparnis aufgrund niedrigerer Risikoprämien; c) blaue Balken = NGEU-Konjunkturimpuls für die Gesamtwirtschaft, der die Staatseinnahmen und den Nenner der Schuldenquote erhöht; d) grüne Balken = Wirkung auf die Angebotsseite (BIP-Potenzial) aufgrund von Investitionen und Strukturereformen. Die gestreiften Balken stehen für den Effekt einer langsameren Haushaltskonsolidierung nach dem NGEU-Förderzeitraum (ab 2027), welche die neuen Fiskalregeln der EU widerspiegelt.

**Trotz nach wie vor deutlich günstiger Auswirkungen auf die Schuldenquote der Hauptempfängerlande ergibt sich aus der vorliegenden Analyse eine signifikante Abwärtsrevision gegenüber den anfänglichen Schätzungen der EZB-Fachleute.** So wurde die für Italien und Spanien bis 2031 projizierte Wirkung von 12-14 Prozentpunkten (Bańkowski et al., 2022) auf 7-8 Prozentpunkte gesenkt. Dies ist vor allem auf eine verzögerte Umsetzung zurückzuführen, die den Effekt auf die Haushaltsergebnisse und das BIP reduziert. Vor allem aber ist durch diese Verzögerung das projizierte BIP-Potenzial deutlich gesunken. Dies schlägt sich in den langfristigen Schuldenprojektionen nieder.

**Die Umsetzung der ARF könnte in gewissem Maße auch die Qualität der öffentlichen Finanzen auf nationaler Ebene verbessern.** Vorläufige Erkenntnisse zur veränderten Zusammensetzung der öffentlichen Ausgaben in den

Hauptempfängerländern deuten darauf hin, dass die Umsetzung der ARF eine stärkere Gewichtung wachstumswirksamerer Positionen wie z. B. erneuerbare Energien, Ladestationen für Elektrofahrzeuge, Digitalisierung kleiner und mittlerer Unternehmen und künstliche Intelligenz zur Folge hat.<sup>20</sup>

## 4 Schlussbemerkungen

### **NGEU dürfte sich langfristig positiv auf die Produktion im Euroraum auswirken, während die Effekte auf die Inflation relativ gedämpft sein dürften.**

Modellbasierte Schätzungen deuten darauf hin, dass die öffentlichen Ausgaben und Strukturreformen mit NGEU-Bezug das BIP des Euroraums bis 2026 um rund 0,4 % bis 0,9 % und bis 2031 um rund 0,8 % bis 1,2 % erhöhen könnten. Die Bandbreiten der Schätzungen spiegeln die vorherrschende Unsicherheit hinsichtlich der zentralen Annahmen wider. Ungewiss ist vor allem, ob die geplanten Investitionen und Reformen vollständig und wirksam umgesetzt werden. Die günstigen Auswirkungen von NGEU dürften zu einem Rückgang der Staatsschuldenquote der Hauptempfängerländer beitragen. Aufgrund gegenläufiger Nachfrage- und Angebotseffekte dürfte NGEU in nominaler Rechnung nur einen gedämpften Einfluss auf die Inflation im Euroraum haben.

### **Die erwarteten positiven Auswirkungen auf die Produktion dürften jedoch später als zunächst erwartet eintreten und mit Abwärtsrisiken behaftet sein.**

Selbst die Obergrenze der aktualisierten Schätzungen zur Wirkung von NGEU auf das Produktionsniveau im Euroraum im Jahr 2031 liegt unter den Schätzungen der EZB von Anfang 2022. Diese Absenkung spiegelt weitgehend die verzögerte Umsetzung der nationalen Investitions- und Reformpläne wider. Die Verzögerungen wiederum sind vor allem auf beschränkte Verwaltungskapazitäten und die Auswirkungen des Energiepreisschocks infolge des russischen Ukraine-Krieges zurückzuführen. Trotz des sprunghaften Inflationsanstiegs ist der reale Wert des Programms annähernd stabil geblieben, da sich gleichzeitig die ARF-bezogenen Investitionstransfers an die Euro-Länder erhöht haben. Die projizierten langfristigen Auswirkungen von NGEU auf das Produktionswachstum im Euroraum stehen ebenfalls weitgehend im Einklang mit den vorherigen Schätzungen. Daher ergibt sich aus den Revisionen der Produktionsschätzungen insgesamt keine Neueinschätzung, sondern eine zeitliche Verschiebung der langfristigen Wirksamkeit von NGEU. Angesichts der damit einhergehenden Transmissionsverzögerungen lassen sich derzeit wohl noch keine belastbaren Schlüsse zur Wirksamkeit NGEU-bezogener Investitionen und Reformen ziehen. Gleichwohl ist die Gefahr, dass die Umsetzung der Investitionen und Reformen unwirksam oder unvollständig ist, seit 2022 gestiegen. Aufgrund der bislang beobachteten Umsetzungsverzögerungen und des festen Enddatums von NGEU erscheint es möglich, dass einige Projekte auf Kosten der Qualität überstürzt durchgeführt oder sogar storniert werden.

---

<sup>20</sup> Siehe K. Bańkowski et al., [Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 362, 2024.

**Durch gezielte politische Maßnahmen können die Euro-Länder sicherstellen, dass NGEU-bezogene Investitionen und Reformen wirksamer umgesetzt werden.** Vor allem könnten die Mitgliedstaaten Verwaltungsressourcen umleiten, die auf EU-Ebene verfügbare technische Unterstützung intensiver nutzen und prüfen, welche gezielten regulatorischen Änderungen die Durchführung ihrer NGEU-Projekte erleichtern würde. Solche Korrekturmaßnahmen könnten einen etwaigen Zielkonflikt zwischen Umsetzungsgeschwindigkeit und -qualität in der zweiten Hälfte des Programmzeitraums, d. h. in der Zeit bis August 2026, verringern. Politische Anstrengungen dieser Art sind allgemein von entscheidender Bedeutung, damit NGEU sein Transformationspotenzial entfalten und als Katalysator für die Modernisierung und Stärkung der Volkswirtschaften des Euroraums wirken kann.

# Statistik

# Statistik

## Inhaltsverzeichnis

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

## Zusätzliche Informationen

Die Statistiken der EZB können im ECB Data Portal abgerufen werden:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Ausführliche Tabellen finden sich im Abschnitt „Publications“ im ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodische Definitionen sowie allgemeine und technische Erläuterungen zu den Statistiktabelle (General Notes, Technical Notes) 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](http://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 <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (HVPI)	
							Insgesamt	Ohne Energie und Nahrungsmittel						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	6,8	6,1	8,6	2,7	8,4	6,3	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6	
2022	3,3	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4	
2023	3,4	2,9	0,3	1,5	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4	
2023 Q4	0,7	0,8	-0,3	0,2	1,3	0,0	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7	
2024 Q1	0,8	0,4	0,7	-0,6	1,5	0,3	5,7	6,4	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6	
Q2	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,2	5,7	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5	
Q3	0,7	0,7	0,1	0,3	0,9	0,4	4,8	5,2	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2	
2024 Juni	-	-	-	-	-	-	5,6	5,9	3,0	2,0	2,8	0,2	2,5	
Juli	-	-	-	-	-	-	5,3	5,5	2,9	2,2	2,8	0,5	2,6	
Aug.	-	-	-	-	-	-	4,7	5,2	2,5	2,2	3,0	0,6	2,2	
Sept.	-	-	-	-	-	-	4,4	5,1	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7	
Okt.	-	-	-	-	-	-	4,5	5,0	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0	
Nov.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,3	

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

1) Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt.

2) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 1.2 Wichtigste Handelspartner, Einkaufsmanagerindex und Welthandel

	Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes; saisonbereinigt)									Wareneinfuhr <sup>1)</sup>			
	Zusammengesetzter Einkaufsmanagerindex						Globaler Einkaufsmanagerindex <sup>2)</sup>			Global	Industrie-länder	Schwellen-länder	
	Global <sup>2)</sup>	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	
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,1	9,4	12,8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,7	-3,9	2,5	
2023 Q4	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,7	0,8	0,6	
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,6	-0,6	
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,3	1,9	0,7	
Q3	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,3	48,4	1,2	1,9	0,6	
2024 Juni	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,2	53,1	49,3	1,3	1,9	0,7	
Juli	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	0,5	1,4	-0,3	
Aug.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	1,3	2,1	0,5	
Sept.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,2	52,9	47,5	1,2	1,9	0,6	
Okt.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	.	.	.	
Nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	.	.	.	

Quellen: S&P Global Market Intelligence (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 <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
					Zusammen	Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	12 612,9	12 106,2	6 453,7	2 785,8	2 734,4	1 403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6 111,6	5 605,0
2022	13 724,0	13 446,3	7 228,9	2 941,9	3 018,2	1 558,7	869,2	584,1	257,3	-277,8	7 395,1	7 117,4
2023	14 594,5	14 077,8	7 736,2	3 093,3	3 195,0	1 641,8	925,8	621,1	53,3	-516,7	7 375,6	6 858,9
2023 Q4	3 706,5	3 570,3	1 960,5	791,7	814,6	411,8	230,6	170,6	3,5	-136,2	1 834,4	1 698,2
2024 Q1	3 738,8	3 564,1	1 981,3	796,5	798,9	413,6	226,6	157,1	-12,7	-174,7	1 852,2	1 677,5
Q2	3 764,1	3 577,5	1 989,6	810,3	781,9	410,6	227,9	141,8	-4,3	-186,6	1 894,9	1 708,3
Q3	3 800,2	3 638,3	2 009,0	818,3	802,4	412,2	225,2	163,3	8,7	-161,9	1 871,0	1 709,2
<i>In % des BIP</i>												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,2	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	-0,4	-2,0	11,1	-	-	0,3	0,2
2024 Q1	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
Q2	0,2	-0,1	0,0	1,2	-2,4	-0,9	0,3	-10,5	-	-	1,5	1,1
Q3	0,4	1,3	0,7	0,5	2,0	-0,1	-1,8	14,8	-	-	-1,5	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	6,3	5,1	4,7	4,3	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,3
2023	0,4	0,1	0,6	1,6	1,6	0,5	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2023 Q4	0,1	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,2	-0,7	9,3	-	-	-2,5	-3,0
2024 Q1	0,4	0,0	1,0	1,9	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
Q2	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
Q3	0,9	0,8	1,0	2,4	-1,3	-1,5	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q4	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	-	-
2024 Q1	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
Q2	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
Q3	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,8	2,6	0,2	0,5	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2023 Q4	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,4	-1,5	0,2	-	-
2024 Q1	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
Q2	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
Q3	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (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
In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)												
2021	11 253,2	185,1	2 158,3	592,5	2 017,7	602,8	521,9	1 275,7	1 363,7	2 208,1	327,5	1 359,7
2022	12 339,7	217,9	2 421,3	647,1	2 342,5	633,0	543,3	1 341,1	1 490,9	2 324,5	377,9	1 384,3
2023	13 203,5	225,2	2 584,7	721,4	2 440,3	678,4	605,2	1 477,4	1 602,1	2 460,1	408,7	1 391,0
2023 Q4	3 350,4	55,8	643,3	182,7	616,4	172,5	154,3	379,0	410,3	632,7	103,4	356,0
2024 Q1	3 370,0	55,8	631,9	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,0	368,8
Q2	3 389,8	56,0	627,5	184,7	628,5	177,2	159,4	386,9	418,4	645,4	105,9	374,3
Q3	3 417,9	56,7	632,2	185,1	632,3	179,6	160,6	386,9	422,9	654,6	107,1	382,3
In % der Wertschöpfung												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)												
Veränderung gegen Vorquartal in %												
2023 Q4	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 Q1	0,2	0,6	-0,6	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
Q2	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
Q3	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2021	6,2	2,6	8,1	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,1	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,2
2023	0,7	0,7	-1,5	1,2	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 Q4	0,5	0,4	-2,4	1,7	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 Q1	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
Q2	0,6	-2,1	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
Q3	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten												
2023 Q4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 Q1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
Q2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 Q4	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2024 Q1	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
Q2	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
Q3	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.3 Beschäftigung<sup>1)</sup>

(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
<b>Zahl der Erwerbstätigen</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	85,9	14,1	3,0	14,3	6,3	24,0	3,2	2,4	1,0	14,0	25,1	6,6
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	1,6	1,7	0,7	0,5	0,0	3,2	0,6	4,4	0,4	1,3	3,0	2,2	1,0
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,9	1,7	1,3	1,0
2023 Q4	1,3	1,4	0,9	-0,9	0,5	1,7	1,6	2,9	0,6	1,2	1,2	1,5	1,4
2024 Q1	1,1	1,1	0,8	-0,5	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
Q2	0,9	1,0	0,9	-0,5	0,5	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,6	0,9
Q3	0,9	0,9	0,8	-1,0	0,2	0,7	1,0	1,6	0,8	-1,8	1,0	1,6	1,0
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,0	18,0	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,3	8,6	4,3	6,5
2022	3,5	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,4	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-1,9	0,6	0,9	1,7	3,5	0,1	1,5	1,7	1,5	1,6
2023 Q4	1,4	1,6	0,4	-1,0	0,5	1,6	1,5	3,3	0,4	0,4	1,4	1,8	1,5
2024 Q1	0,7	0,7	0,4	-2,0	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,0	-0,7	1,1	1,0	0,4
Q2	0,8	0,9	0,5	-0,9	0,3	0,9	0,4	2,0	0,4	-1,9	1,1	1,4	1,5
Q3	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,6	0,6	-2,6	1,0	0,8	1,1
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	4,5	4,1	6,5	1,0	4,9	5,8	6,5	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,5
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,5	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,5	-0,7	3,4
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	0,0	0,1	0,5
2023 Q4	0,1	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,2	-0,8	0,3	0,4	0,1
2024 Q1	-0,4	-0,4	-0,5	-1,6	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	0,2	-0,4	0,0
Q2	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	0,3	-0,2	0,6
Q3	-0,5	-0,4	-0,9	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,9	0,0	-0,8	0,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit <sup>1)</sup>											Vakanz- quote <sup>3)</sup>
			Insgesamt		Langzeit- arbeitslose in % der Erwerbs- personen <sup>2)</sup>	Nach Alter				Nach Geschlecht				
			In Mio.	In % der Er- werbs- per- sonen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165.075	3,4	12.822	7,8	3,2	10.344	6,9	2.479	16,9	6.547	7,4	6.275	8,2	2,5
2022	167.962	3,1	11.400	6,8	2,7	9.147	6,0	2.252	14,6	5.732	6,4	5.668	7,2	3,2
2023	170.273	2,9	11.183	6,6	2,4	8.886	5,8	2.297	14,5	5.649	6,2	5.535	6,9	3,0
2023 Q4	171.064	2,9	11.161	6,5	2,3	8.793	5,7	2.367	14,8	5.649	6,2	5.511	6,9	2,9
2024 Q1	171.606	2,9	11.195	6,5	2,3	8.870	5,7	2.325	14,5	5.660	6,2	5.535	6,9	2,9
Q2	171.896	2,8	11.115	6,5	2,1	8.787	5,6	2.329	14,6	5.629	6,2	5.487	6,8	2,6
Q3	.	.	.	6,3	.	.	5,4	.	14,9	.	6,2	.	6,5	2,5
2024 Mai	-	-	11.083	6,4	-	8.744	5,6	2.339	14,6	5.640	6,2	5.442	6,8	-
Juni	-	-	11.076	6,4	-	8.735	5,6	2.341	14,6	5.676	6,2	5.400	6,7	-
Juli	-	-	10.957	6,4	-	8.574	5,5	2.383	14,9	5.702	6,2	5.256	6,5	-
Aug.	-	-	10.834	6,3	-	8.450	5,4	2.384	14,9	5.630	6,1	5.204	6,5	-
Sept.	-	-	10.844	6,3	-	8.452	5,4	2.392	14,9	5.629	6,1	5.215	6,5	-
Okt.	-	-	10.841	6,3	-	8.414	5,4	2.427	15,0	5.612	6,1	5.229	6,5	-

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. Bei der Einführung der neuen integrierten Haushaltsbefragungen in Deutschland, die auch die Arbeitskräfteerhebung beinhalten, traten technische Probleme auf. Daher umfassen die Angaben für den Euroraum ab dem ersten Quartal 2020 Daten aus Deutschland, die keine direkte Schätzung der Mikrodaten aus der Arbeitskräfteerhebung sind. Vielmehr basieren diese Daten auf einer größeren Stichprobe, 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 Organisationen und Körperschaften).

### 2.5 Konjunkturstatistiken

	Produktion im produzierenden Gewerbe ohne Baugewerbe						Produktion im Bau- gewerbe	Einzelhandelsumsätze				Produktion im Dienst- leistungs- sektor <sup>1)</sup>	Pkw- Neuzulas- sungen
	Insgesamt		Hauptgruppen					Ins- gesamt	Nahrungs- mittel, Getränke, Tabak- waren	Sonstige Waren	Kraft- stoffe		
	Ins- gesamt	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 % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,4	0,9	8,7	9,1	7,9	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	3,4	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-2,2	-1,7	-5,6	2,4	-1,6	-5,5	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,6	14,6
2023 Q4	-3,9	-4,2	-4,7	-2,5	-6,5	-0,6	1,5	-0,6	-0,5	0,1	-4,1	1,7	4,1
2024 Q1	-4,7	-4,9	-2,9	-6,0	-5,6	-1,8	-0,3	-0,1	-0,5	0,2	-0,6	2,7	4,6
Q2	-3,7	-4,0	-2,5	-7,2	0,3	-0,1	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,6	1,8	4,1
Q3	-1,8	-2,2	-2,9	-3,9	2,0	1,9	-2,0	1,9	0,5	2,7	2,3	1,4	-9,5
2024 Mai	-3,6	-3,9	-3,4	-7,7	1,4	0,2	-2,4	0,4	0,5	0,6	0,3	1,9	-3,7
Juni	-4,2	-4,7	-1,6	-8,4	-0,1	2,0	-1,4	-0,8	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	11,9
Juli	-2,1	-2,4	-3,0	-4,3	1,0	1,1	-2,3	0,2	-0,2	0,2	0,0	1,2	-8,2
Aug.	-0,1	-0,4	-3,1	0,4	1,0	2,6	-2,5	2,5	1,4	2,4	4,8	1,7	-12,8
Sept.	-2,8	-3,3	-2,6	-6,4	3,9	1,9	-1,6	3,0	0,2	5,5	2,1	1,2	-7,3
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	1,9	0,6	2,7	1,9	.	.
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2024 Mai	-0,9	-0,9	-0,9	-2,7	1,2	0,6	-0,9	0,2	1,1	-0,4	0,0	-0,3	-6,4
Juni	0,1	0,0	0,7	0,8	-1,1	1,7	0,6	-0,7	-0,4	-0,6	-0,4	-1,2	13,8
Juli	-0,3	-1,0	-1,5	-1,0	1,0	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,8	-0,1	1,0	-11,3
Aug.	1,5	1,4	-0,3	3,8	0,4	0,3	0,0	1,1	1,1	1,3	1,2	0,5	0,0
Sept.	-2,0	-2,1	0,0	-3,8	1,2	-1,5	-0,1	0,5	-0,7	1,3	-0,6	-0,5	3,1
Okt.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	0,1	-0,9	-0,3	.	.

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

1) Ohne Handels- und Finanzdienstleistungen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.6 Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (soweit nicht anders angegeben, Salden in %)							Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (Diffusionsindizes)				
	Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe		Vertrauensindikator für die Verbraucher	Vertrauensindikator für das Baugewerbe	Vertrauensindikator für den Einzelhandel	Dienstleistungsbranchen		Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe	Produktion im verarbeitenden Gewerbe	Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor	Zusammengesetzter EMI für die Produktion
		Vertrauensindikator für die Industrie	Kapazitätsauslastung (in %)				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor	Kapazitätsauslastung (in %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	.	.	.	.
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	.	.	.	.
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2024	.	.	78,5	.	.	.	.	90,2	.	.	.	.
2024 Q1	96,0	-9,2	79,4	-15,4	-5,2	-6,2	7,1	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
Q2	95,9	-10,2	79,0	-14,3	-6,3	-7,1	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,2	-10,4	78,3	-13,2	-6,0	-8,3	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
Q4	.	.	77,3	.	.	.	.	90,4	.	.	.	.
2024 Juni	96,0	-10,2	.	-14,0	-6,8	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9
Juli	95,9	-10,5	78,3	-13,0	-6,3	-9,0	5,1	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
Aug.	96,4	-9,9	.	-13,5	-6,2	-7,9	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0
Sept.	96,3	-10,8	.	-13,0	-5,5	-8,2	6,8	.	45,0	44,9	51,4	49,6
Okt.	95,7	-12,6	77,3	-12,5	-4,8	-7,2	6,8	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
Nov.	95,8	-11,1	.	-13,7	-4,8	-4,4	5,3	.	45,2	45,1	49,5	48,3

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) (Spalten 1-8) und S&P Global Market Intelligence (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 <sup>2)</sup>	Immobilienvermögen	Gewinnquote <sup>3)</sup>	Sparquote (brutto)	Schuldenquote <sup>1)</sup>	Geldvermögensbildung	Sachvermögensbildung (brutto)	Finanzierung
	In % des bereinigten verfügbaren Bruttoeinkommens <sup>1)</sup>	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	
2021	17,2	94,3	2,4	3,5	17,9	7,7	7,5	36,8	7,5	79,2	5,8	10,2	3,5
2022	13,6	91,3	0,5	2,3	12,7	2,3	8,2	37,7	5,4	74,5	5,1	10,0	3,4
2023	14,1	85,3	1,2	1,9	3,0	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	1,7	0,8
2023 Q3	13,9	86,5	0,5	1,8	1,3	1,6	-0,6	36,5	5,6	70,7	2,4	-11,4	1,2
Q4	14,1	85,3	1,4	1,9	2,2	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	-0,7	0,8
2024 Q1	14,5	84,1	2,8	2,0	-3,3	2,2	-0,7	34,9	4,6	69,4	1,9	-6,3	0,8
Q2	14,9	83,4	2,1	2,3	-1,8	2,9	0,9	34,3	3,9	69,3	2,1	-8,1	1,0

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, Schulverschreibungen, 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 <sup>1)</sup>	
	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	
2023 Q4	1 410,0	1 331,3	78,7	694,0	620,0	346,3	314,8	320,7	303,9	49,2	92,6	62,4	41,1
2024 Q1	1 430,2	1 327,2	103,0	704,9	600,5	368,5	336,4	310,8	310,8	46,1	79,6	18,9	31,6
Q2	1 490,9	1 360,2	130,7	716,8	613,9	390,7	339,8	336,7	316,1	46,6	90,3	25,4	22,1
Q3	1 487,9	1 375,2	112,7	722,9	618,9	380,8	328,7	339,7	340,2	44,5	87,4	18,3	15,5
2024 April	498,0	454,9	43,1	240,3	205,8	128,9	112,8	112,6	106,6	16,3	29,6	6,9	8,7
Mai	493,6	458,7	34,9	237,7	205,0	129,5	110,4	112,5	113,9	13,9	29,3	8,2	7,6
Juni	499,2	446,6	52,7	238,8	203,1	132,4	116,5	111,6	95,6	16,4	31,4	10,3	5,8
Juli	497,1	456,9	40,2	240,7	204,1	127,2	109,6	114,0	114,2	15,2	28,9	6,4	6,7
Aug.	500,1	464,7	35,4	242,0	207,5	130,6	111,9	112,7	115,3	14,8	30,0	7,3	3,9
Sept.	490,7	453,7	37,0	240,2	207,2	123,1	107,2	112,9	110,7	14,5	28,5	4,6	4,9
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 Sept.	5 819,0	5 393,9	425,1	2 838,5	2 453,3	1 486,3	1 319,6	1 307,8	1 271,0	186,4	349,9	125,1	110,4
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 Sept.	38,8	35,9	2,8	18,9	16,3	9,9	8,8	8,7	8,5	1,2	2,3	0,8	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

### 2.9 Außenhandel des Euroraums (Warenverkehr)<sup>1)</sup>, Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>2)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	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>													
2023 Q4	-4,8	-16,4	708,7	333,8	144,4	215,5	586,0	671,6	384,3	108,2	159,4	476,6	81,3
2024 Q1	-2,7	-11,8	715,2	336,6	142,8	219,1	590,6	655,8	372,0	105,8	159,0	467,9	75,8
Q2	1,7	-4,5	717,5	338,7	136,7	223,5	592,9	671,5	383,8	109,1	162,0	480,2	78,9
Q3	2,4	0,2	711,7	.	.	.	589,2	674,4	.	.	.	486,9	.
2024 April	14,0	1,9	243,9	114,6	46,5	76,3	201,0	225,6	130,1	36,4	55,0	160,5	28,0
Mai	-0,8	-6,3	236,8	112,9	44,8	73,6	196,0	225,2	128,6	36,6	53,5	160,6	27,2
Juni	-6,4	-8,7	236,8	111,1	45,3	73,6	195,9	220,7	125,1	36,2	53,5	159,0	23,8
Juli	9,3	3,7	237,4	112,7	45,2	73,5	196,0	224,4	127,3	37,4	54,0	162,2	26,5
Aug.	-2,8	-2,7	236,8	113,0	44,8	73,5	196,9	226,0	127,0	36,6	55,3	163,2	25,9
Sept.	0,6	-0,6	237,6	.	.	.	196,3	224,1	.	.	.	161,5	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q3	-4,3	-10,3	96,3	94,4	96,4	102,4	95,8	106,5	104,6	111,8	110,7	109,0	172,5
Q4	-3,8	-8,7	96,2	93,3	96,2	103,1	95,3	104,4	102,0	105,3	109,2	106,0	164,9
2024 Q1	-3,5	-6,6	96,7	94,3	93,5	104,2	95,5	102,9	100,4	102,1	108,1	103,3	164,3
Q2	-0,9	-4,3	95,6	93,3	88,7	105,4	94,4	103,7	101,3	105,2	108,5	104,7	168,8
2024 März	-9,9	-7,0	96,1	93,7	92,4	105,3	95,0	103,7	100,5	104,6	111,4	105,4	165,4
April	11,4	3,8	97,1	94,5	90,6	107,3	95,9	105,1	103,0	104,7	110,1	106,1	172,6
Mai	-3,6	-6,9	95,0	93,3	87,6	104,3	93,8	103,1	101,0	105,1	107,6	103,8	172,1
Juni	-8,7	-9,2	94,8	92,1	88,0	104,4	93,6	103,0	99,8	105,7	107,7	104,2	161,8
Juli	5,6	0,8	93,8	92,5	86,4	102,3	92,5	103,0	100,2	107,3	107,5	105,1	160,9
Aug.	-5,1	-4,3	95,5	92,8	86,7	106,4	94,9	104,3	101,6	106,5	110,4	106,7	167,9

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 Systematik der Güter nach großen Wirtschaftskategorien (Broad Economic Categories).

## 3 Preise und Kosten

### 3.1 Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

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

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %) <sup>2)</sup>						Administrierte Preise	
	Index: 2015 =100	Insgesamt		Waren	Dienst- leistungen	Insgesamt	Ver- arbeitete Nahrungs- mittel	Unver- arbeitete Nahrungs- mittel	Industrie- erzeugnis- se ohne Energie	Energie (nicht saison- berei- nigt)	Dienst- leistungen	HVPI insgesamt ohne ad- ministrierte Preise	Adminis- trierte Preise
		Ins- gesamt	Insgesamt ohne Energie und Nahrungs- mittel										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2024)	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
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
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	0,6	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 Q1	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,4	-0,3	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
Q3	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	1,0	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
2023 Juni	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,8	0,3	2,4	3,4
Juli	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1
Aug.	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0
Sept.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9
Okt.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1
Nov. <sup>3)</sup>	126,7	2,3	2,7	.	3,9	0,1	0,2	0,3	0,1	0,6	-0,1	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungs- dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten- übermittlung	Freizeitdienst- leistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusam- men	Verar- beitete Nahrungs- mittel	Unverar- beitete Nahrungs- mittel	Zusam- men	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Ins- gesamt	Woh- nungs- mieten				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
Gewichte in % (2024)	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
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
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 Q4	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2024 Q1	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
Q2	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
Q3	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
2023 Juni	2,4	2,7	1,3	0,6	0,7	0,2	3,3	2,8	4,3	-0,4	5,1	4,1
Juli	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0
Aug.	2,3	2,7	1,1	-0,5	0,4	-3,0	3,3	2,9	5,0	-0,6	4,8	4,0
Sept.	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0
Okt.	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0
Nov. <sup>3)</sup>	2,8	2,9	2,4	.	0,7	-1,9	.	.	.	.	.	.

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).

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 <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter						
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,5	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,8	-0,2	5,2	8,3	8,3	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,1
2023 Q4	128,1	-8,4	-1,1	0,0	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,0
2024 Q1	124,9	-8,0	-1,6	-1,3	-5,3	2,0	1,5	-0,3	1,4	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
Q2	122,9	-4,4	-0,2	-0,5	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,2	2,4	1,3	-6,8
Q3	124,4	-2,6	-0,6	0,4	-0,9	1,4	1,4	0,4	0,9	-8,9	3,0	.	.
2023 Mai	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,1	-11,8	-	-	-
Juni	123,2	-3,4	0,1	-0,2	-2,3	1,5	1,2	0,2	0,9	-9,8	-	-	-
Juli	124,2	-2,2	0,3	0,2	-1,1	1,3	1,2	0,1	0,9	-7,3	-	-	-
Aug.	124,9	-2,3	-0,7	0,4	-0,8	1,4	1,3	0,3	0,8	-7,7	-	-	-
Sept.	124,2	-3,4	-1,6	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	0,9	-11,5	-	-	-
Okt.	124,7	-3,2	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,0	1,3	1,1	-11,2	-	-	-

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen sowie 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: 2020 = 100)	Insge- samt	Inländische Verwendung					Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>	Importgewichtet <sup>2)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>2)</sup>		
			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	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	102,1	2,1	2,8	2,2	2,0	4,0	5,9	8,0	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 Q4	115,4	5,0	3,9	4,0	2,9	2,5	-1,7	-4,2	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 Q1	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,7	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
Q2	116,6	2,9	2,6	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
Q3	117,2	2,7	2,2	2,1	2,5	1,8	1,3	0,2	.	9,8	11,3	8,2	10,8	12,2	9,1
2023 Mai	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,1	13,5	12,6	11,8	11,4	12,2
Juni	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,2	15,6	10,7	12,0	12,7	11,2
Juli	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,0	14,0	10,0	12,2	13,4	10,8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,4	11,5	9,2	11,6	12,8	10,1
Sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7,0	8,4	5,6	8,7	10,5	6,5
Okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,8	13,3	12,3	12,6	12,3	13,0

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

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

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

## 3 Preise und Kosten

### 3.4 Preisbezogene Meinungsumfragen (saisonbereinigt)

	Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission (Salden in %)					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
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 Q4	3,7	18,6	17,5	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 Q1	4,6	16,5	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	6,1	13,9	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,5	13,0	12,3	2,0	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
2023 Juni	6,2	13,6	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
Juli	6,8	14,7	12,3	2,0	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
Aug.	6,3	12,8	12,5	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
Sept.	6,4	11,4	12,2	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Okt.	6,7	11,9	13,9	2,0	46,5	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov.	7,1	14,0	12,7	4,1	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und S&P Global Market Intelligence.

### 3.5 Arbeitskostenindizes

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

	Insgesamt (Index: 2020 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Für ausgewählte Wirtschaftszweige		Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>1)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Privatwirtschaft (produzierendes Gewerbe und marktbestimmte Dienstleistungen)	Nicht marktbestimmte Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7
Gewichte in % (2020)	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	101,1	1,1	1,2	0,8	1,0	1,2	1,4
2022	105,8	4,7	3,9	7,2	5,0	4,0	2,9
2023	110,7	4,6	4,5	4,8	4,9	3,7	4,4
2023 Q4	118,4	3,7	3,6	4,0	4,2	2,7	4,5
2024 Q1	108,5	5,4	5,5	4,9	5,1	6,0	4,8
Q2	119,8	5,0	4,9	5,6	4,9	5,2	3,5
Q3	112,1	4,6	4,5	4,9	4,6	3,7	5,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

## 3 Preise und Kosten

### 3.6 Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitseinsatz und Arbeitsproduktivität

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

	Insgesamt (Index: 2020= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaft- liche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2021	99,7	-0,3	1,6	-3,0	4,8	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,3	4,4	7,9	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,5	6,6	5,1	2,3
2023 Q4	111,9	6,4	3,9	8,5	4,5	7,2	3,1	8,5	3,0	4,7	5,5	3,9
2024 Q1	113,2	5,5	3,3	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
Q2	114,1	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,4	0,2	3,5	5,1	4,7
Q3	114,8	4,3	4,9	4,7	7,2	4,5	2,0	5,5	-0,1	3,5	4,4	4,0
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,2	4,7	2,6	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,2
2023 Q4	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,1	5,1
2024 Q1	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	3,9	5,1	4,0	5,1	5,3	6,3
Q2	119,5	4,7	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	5,8	3,7	4,7	4,9	5,0
Q3	120,5	4,4	4,2	4,2	4,6	4,4	4,2	5,2	3,7	4,3	4,5	4,1
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2021	104,7	4,7	2,0	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	0,9	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,4	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,8	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,4	-0,2	-0,3	2,9
2023 Q4	104,6	-1,2	1,3	-2,9	0,0	-1,8	1,7	-2,5	1,1	0,7	-0,4	1,1
2024 Q1	104,6	-0,6	0,7	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
Q2	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,1	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
Q3	104,9	0,0	-0,7	-0,5	-2,5	0,0	2,1	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,0	0,7	-1,5
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,7	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,6	6,3	4,5	4,5
2023 Q4	110,8	4,9	5,4	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,0	4,9	4,7	4,6
2024 Q1	112,2	5,2	5,8	5,3	4,1	4,6	4,2	5,9	4,4	5,0	5,8	6,5
Q2	113,1	4,9	3,5	4,9	4,2	5,1	3,7	6,1	4,2	4,4	5,2	4,2
Q3	114,2	4,7	3,8	4,8	4,3	4,8	4,1	5,3	2,9	4,5	5,2	3,7
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2021	100,2	0,2	1,0	2,9	-5,0	1,0	2,9	3,4	-3,9	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,2	0,0	0,4	-0,4	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,5	1,8	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,6	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 Q4	98,7	-1,2	1,4	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,9	0,4	-0,7	1,0
2024 Q1	98,9	-0,2	2,3	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	0,0	2,8	0,7	0,1	1,3
Q2	98,9	-0,3	-1,2	-2,1	-2,8	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,0	0,0	-0,3
Q3	99,3	0,5	0,1	0,0	-2,3	0,5	2,2	-0,1	4,7	0,8	0,8	0,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.1 Geldmarktsätze

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

	Euroraum <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Euro Short-Term Rate (€STR) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	SOFR 6	TONAR 7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024 Juni	3,75	3,63	3,72	3,71	3,65	5,33	0,08
Juli	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
Aug.	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23
Sept.	3,29	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
Okt.	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
Nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23

Quellen: LSEG und EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

### 4.2 Zinsstrukturkurven

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

	Kassazinssätze					Spreads			Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	Euroraum <sup>1)</sup>					Euroraum <sup>1), 2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Euroraum <sup>1), 2)</sup>			
	3 Monate 1	1 Jahr 2	2 Jahre 3	5 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre - 1 Jahr 6	10 Jahre - 1 Jahr 7	10 Jahre - 1 Jahr 8	1 Jahr 9	2 Jahre 10	5 Jahre 11	10 Jahre 12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 Juni	3,41	3,10	2,80	2,42	2,50	-0,60	-0,73	-0,51	2,74	2,31	2,22	2,91
Juli	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
Aug.	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87
Sept.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
Okt.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
Nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59

Quelle: EZB-Berechnungen.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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 1	Euro STOXX 50 2	Grundstoffe 3	Verbrauchernahe Dienstleistungen 4	Konsumgüter 5	Erdöl und Erdgas 6	Finanzsektor 7	Industrie 8	Technologie 9	Versorgungsunternehmen 10	Telekommunikation 11	Gesundheitswesen 12	13	14
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	414,6	3 757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4 098,5	27 257,8
2023	452,0	4 272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4 285,6	30 716,6
2024 Juni	510,0	4 952,0	997,7	309,2	160,7	125,2	231,2	951,1	1 159,0	377,0	288,9	772,9	5 415,1	38 858,9
Juli	506,3	4 913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1 138,0	374,7	295,7	780,5	5 538,0	40 102,9
Aug.	494,1	4 788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1 055,6	380,0	303,8	819,4	5 478,2	36 873,3
Sept.	505,0	4 877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1 029,0	402,8	320,1	843,4	5 621,3	37 307,4
Okt.	511,2	4 948,4	1 000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1 036,0	402,4	327,0	840,7	5 792,3	38 843,8
Nov.	497,5	4 795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5 929,9	38 617,4

Quelle: LSEG.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.4 Zinssätze der MFIs für Kredite an und Einlagen von privaten Haushalten (Neugeschäft)<sup>1), 2)</sup> (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 <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung			Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten			
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,99	16,76	7,21	7,90	8,53	5,57	4,93	4,32	3,90	3,70	4,36	4,03
Dez.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,89	7,47	7,71	8,42	5,38	4,91	4,24	3,81	3,63	4,34	3,98
2024 Jan.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,91	7,93	8,02	8,72	5,37	4,88	4,08	3,67	3,52	4,16	3,88
Febr.	0,38	1,70	3,18	3,07	8,19	16,86	7,61	7,93	8,62	5,30	4,85	4,02	3,64	3,49	4,13	3,85
März	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,54	5,15	4,82	4,00	3,57	3,44	4,05	3,81
April	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,04	7,85	8,57	5,20	4,84	3,98	3,59	3,43	4,05	3,81
Mai	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,97	3,62	3,42	4,05	3,81
Juni	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,42	7,71	8,45	5,15	4,82	3,96	3,64	3,39	4,03	3,78
Juli	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Aug.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,05	4,70	3,88	3,62	3,37	4,00	3,73
Sept.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,56	7,76	8,53	4,89	4,59	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
Okt.	0,36	1,74	2,73	2,62	8,05	16,90	7,24	7,71	8,47	4,65	4,37	3,70	3,47	3,22	3,79	3,55

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)<sup>1), 2)</sup> (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	
2023 Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,78	5,94	5,79	5,53	5,32	4,54	5,12	5,18	4,39	5,25
Dez.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,75	5,68	5,45	5,12	4,51	5,26	5,10	4,37	5,24
2024 Jan.	0,89	3,70	3,37	5,38	5,38	5,72	5,65	5,47	5,25	4,43	5,15	5,00	4,21	5,20
Febr.	0,89	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,10	4,83	4,00	5,16
März	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20
April	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,63	5,38	5,11	4,30	5,19	5,01	4,15	5,20
Mai	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,18	5,12
Juni	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,23	5,02	5,05	4,14	5,08
Juli	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	5,00	4,13	5,06
Aug.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,48	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
Sept.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,01	4,64	4,04	4,72	4,47	3,87	4,80
Okt.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,65	4,29	3,86	4,68

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 <sup>1)</sup>							
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs			Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten		
			Insgesamt	FMKGs				Insgesamt						FMKGs	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>Kurzfristig</b>															
2021	1 414,2	431,4	128,4	52,5	89,6	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8	
2022	1 383,1	478,8	142,7	52,0	94,6	667,0	621,7	480,5	182,7	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1	
2023	1 553,4	612,7	152,7	63,9	86,2	701,8	659,1	502,6	212,6	113,6	39,4	48,8	127,5	103,8	
2024															
Mai	1 512,6	559,6	166,1	56,8	93,0	693,9	639,8	451,8	172,7	104,8	39,5	41,4	132,9	101,9	
Juni	1 529,2	566,0	162,2	56,5	89,2	711,8	658,2	426,6	162,2	94,0	40,0	39,7	130,7	94,2	
Juli	1 544,1	564,0	174,5	57,5	94,6	711,1	651,1	495,3	183,0	120,5	45,3	48,8	142,9	114,7	
Aug.	1 552,2	560,4	174,1	54,0	94,5	723,2	659,5	445,5	190,1	102,0	40,8	30,5	123,0	101,3	
Sept.	1 547,3	588,6	168,6	51,3	84,1	706,0	642,4	475,1	202,4	90,6	37,1	38,2	143,9	112,8	
Okt.	1 532,3	569,0	167,0	52,4	83,6	712,6	655,4	453,9	156,1	120,7	41,0	38,1	139,0	124,0	
<b>Langfristig</b>															
2021	19 863,2	4 124,5	3 357,1	1 377,6	1 617,9	10 763,7	9 942,7	3 16,6	68,5	83,4	34,0	23,2	141,5	128,0	
2022	17 813,1	3 911,3	3 218,4	1 372,8	1 412,7	9 270,7	8 558,7	295,3	76,9	71,1	29,7	16,9	130,4	121,0	
2023	19 457,7	4 450,3	3 382,2	1 380,5	1 524,2	10 101,0	9 361,3	325,6	94,1	72,2	28,2	21,2	138,2	129,7	
2024															
Mai	19 765,2	4 620,3	3 505,8	1 377,4	1 548,0	10 091,2	9 341,0	399,1	76,0	106,6	23,3	35,1	181,5	163,3	
Juni	19 903,9	4 624,5	3 535,6	1 388,8	1 563,3	10 180,5	9 425,9	321,7	70,1	81,6	29,1	30,7	139,2	130,9	
Juli	20 149,7	4 667,9	3 564,4	1 380,1	1 565,5	10 351,9	9 588,3	317,9	83,4	97,4	18,2	15,9	121,2	116,9	
Aug.	20 247,3	4 686,0	3 566,5	1 375,0	1 569,5	10 425,2	9 657,6	212,3	43,9	56,2	13,9	10,5	101,7	97,0	
Sept.	20 557,9	4 739,6	3 627,6	1 384,5	1 595,5	10 595,1	9 819,3	372,1	85,1	97,8	25,6	38,9	150,4	143,2	
Okt.	20 461,2	4 745,5	3 623,8	1 366,9	1 594,2	10 497,7	9 723,4	339,6	78,4	83,8	15,0	23,5	153,9	143,8	

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	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten					
			Insgesamt	FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Umlauf</b>												
2021	21 277,4	4 556,0	3 485,6	1 430,1	1 707,5	11 528,4	10 617,5	10 357,1	600,3	1 484,6	8 271,2	
2022	19 196,2	4 390,0	3 361,1	1 424,8	1 507,3	9 937,7	9 180,4	8 701,5	525,2	1 285,9	6 889,8	
2023	21 011,1	5 063,1	3 534,9	1 444,4	1 610,4	10 802,8	10 020,4	9 672,7	619,7	1 411,8	7 640,7	
2024												
Mai	21 277,8	5 179,9	3 671,8	1 434,2	1 641,0	10 785,1	9 980,8	10 363,6	740,0	1 565,3	8 057,9	
Juni	21 433,1	5 190,5	3 697,8	1 445,3	1 652,5	10 892,3	10 084,0	10 058,5	687,2	1 515,2	7 855,6	
Juli	21 693,8	5 231,9	3 738,8	1 437,6	1 660,1	11 063,0	10 239,5	10 114,4	724,0	1 533,7	7 856,2	
Aug.	21 799,5	5 246,4	3 740,6	1 429,0	1 664,1	11 148,4	10 317,1	10 246,0	723,8	1 557,5	7 964,2	
Sept.	22 105,2	5 328,2	3 796,2	1 435,8	1 679,6	11 301,2	10 461,6	10 410,1	746,5	1 560,7	8 102,4	
Okt.	21 993,4	5 314,5	3 790,8	1 419,3	1 677,8	11 210,3	10 378,8	10 097,2	751,1	1 548,1	7 797,5	
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>												
2024												
März	5,9	11,5	4,7	2,8	2,4	4,3	4,6	-1,4	-3,1	0,9	-1,6	
April	5,7	10,3	4,4	1,1	3,0	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,5	-1,6	
Mai	5,4	8,7	3,6	-2,0	2,9	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,4	-1,3	
Juni	4,7	7,2	3,4	-2,6	3,4	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-0,9	-0,3	
Juli	4,3	5,5	4,0	-3,1	2,5	4,2	4,2	-0,3	-3,5	-0,6	0,0	
Aug.	4,5	5,1	4,3	-2,9	3,1	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,5	0,0	
Sept.	4,6	5,9	4,5	-2,7	3,0	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,4	0,0	
Okt.	4,6	5,3	3,9	-4,1	3,1	4,6	4,6	0,3	-2,2	-0,3	0,6	

Quelle: EZB.

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

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.8 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

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

	EWK-19						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2021	99,6	93,7	93,7	89,3	69,6	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,5	64,4	82,3	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	89,0	66,5	85,9	121,8	94,7
2023 Q4	98,3	94,2	98,3	89,8	66,5	86,8	123,0	95,0
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,7	67,5	86,8	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,8	67,1	86,9	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,7	.	.	.	125,1	95,6
2024 Juni	98,5	94,5	98,3	-	-	-	124,0	95,0
Juli	99,0	95,1	98,8	-	-	-	124,8	95,5
Aug.	99,0	95,0	98,7	-	-	-	125,2	95,7
Sept.	98,8	94,8	98,6	-	-	-	125,2	95,5
Okt.	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
Nov.	97,5	93,6	97,4	-	-	-	123,5	94,1
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2024 Nov.	-0,7	-0,8	-0,7	-	-	-	-0,7	-1,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2024 Nov.	-1,2	-1,1	-1,3	-	-	-	0,1	-1,3

Quelle: EZB.

1) Zur Abgrenzung der Handelspartnergruppen und zu weiteren Informationen siehe den Abschnitt „Methodology“ im ECB Data Portal.

### 4.9 Bilaterale Wechselkurse

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

	Chinesischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tschechische Krone 3	Dänische Krone 4	Ungarischer Forint 5	Japanischer Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumänischer Leu 9	Schwedische Krone 10	Schweizer Franken 11	US-Dollar 12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 Q4	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2024 Q1	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
Q2	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
Q3	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
2024 Juni	7,805	.	24,779	7,459	394,763	169,813	4,321	0,846	4,9767	11,285	0,962	1,076
Juli	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
Aug.	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
Sept.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
Okt.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
Nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2024 Nov.	-0,9	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	0,3	-0,1	0,0	1,6	-0,3	-2,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2024 Nov.	-1,9	.	3,3	0,0	7,9	0,9	-1,6	-4,2	0,1	0,3	-2,9	-1,6

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <sup>1)</sup>			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
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2023 Q3	32 639,4	32 277,1	362,3	12 689,0	10 401,4	12 038,4	13 986,1	-41,8	6 840,2	7 889,6	1 113,6	16 574,5
Q4	32 481,5	32 087,7	393,8	12 196,3	9 946,6	12 472,2	14 559,1	-29,0	6 694,2	7 582,0	1 147,8	16 225,4
2024 Q1	33 769,5	33 180,7	588,8	12 451,0	10 032,5	13 140,5	15 297,8	-26,0	6 989,0	7 850,4	1 215,1	16 671,9
Q2	34 313,4	33 303,1	1 010,3	12 443,6	9 914,5	13 567,6	15 592,8	-23,1	7 057,7	7 795,8	1 267,6	16 595,7
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2024 Q2	230,9	224,1	6,8	83,7	66,7	91,3	104,9	-0,2	47,5	52,5	8,5	111,7
<b>Transaktionen</b>												
2023 Q4	-324,7	-441,1	116,4	-323,5	-300,6	46,2	90,7	21,9	-75,7	-231,2	6,4	-
2024 Q1	571,6	461,0	110,6	140,1	49,4	167,1	189,3	13,0	250,1	222,3	1,2	-
Q2	163,7	32,5	131,2	-51,3	-117,5	180,1	261,3	12,2	18,9	-111,2	3,7	-
Q3	444,4	281,3	163,2	45,4	22,4	157,3	144,9	-7,4	253,0	114,0	-3,9	-
2024 April	71,7	48,5	23,2	-3,2	-29,1	28,6	42,6	12,7	32,8	34,9	0,8	-
Mai	100,0	82,1	17,8	-31,6	-39,4	77,1	75,2	-1,5	54,3	46,4	1,6	-
Juni	-8,0	-98,1	90,2	-16,5	-49,0	74,4	143,5	1,0	-68,2	-192,6	1,3	-
Juli	122,2	61,2	61,0	20,8	-0,1	55,5	33,1	-3,2	52,2	28,1	-3,2	-
Aug.	115,9	88,3	27,6	3,7	11,2	37,7	37,0	1,2	76,3	40,1	-3,0	-
Sept.	206,4	131,8	74,6	20,9	11,3	64,1	74,7	-5,4	124,5	45,8	2,4	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2024 Sept.	855,0	333,6	521,4	-189,2	-346,3	550,7	686,0	39,8	446,3	-6,1	7,4	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2024 Sept.	5,7	2,2	3,5	-1,3	-2,3	3,7	4,6	0,3	3,0	0,0	0,0	-

Quelle: EZB.

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

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.1 Geldmengenaggregate<sup>1)</sup>

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

	M3											Insgesamt	
	M2			M2-M1				Zusammen	M3-M2				
	M1		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	Zusammen	Repogeschäfte		Geldmarktfondsanteile	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Zusammen		
	Bargeldumlauf	Täglich fällige Einlagen						1					2
<b>Bestände</b>													
2021	1 469,1	9 820,7	11 289,7	913,0	2 505,7	3 418,7	14 708,4	117,8	644,2	25,5	787,5	15 495,9	
2022	1 538,9	9 758,1	11 297,0	1 366,9	2 565,3	3 932,2	15 229,2	123,0	646,3	49,8	819,1	16 048,2	
2023	1 535,6	8 809,5	10 345,1	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16 095,2	
2023 Q4	1 535,6	8 809,5	10 345,1	2 294,1	2 460,4	4 754,6	15 099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16 095,2	
2024 Q1	1 526,2	8 740,0	10 266,3	2 440,1	2 431,0	4 871,1	15 137,4	192,4	786,5	72,9	1 051,8	16 189,3	
Q2	1 533,9	8 792,8	10 326,7	2 535,8	2 425,4	4 961,3	15 288,0	210,4	814,8	59,3	1 084,4	16 372,4	
Q3 <sup>(p)</sup>	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	857,4	47,3	1 142,1	16 541,8	
2024 Mai	1 530,0	8 733,1	10 263,1	2 509,5	2 427,2	4 936,7	15 199,8	206,7	792,6	66,2	1 065,5	16 265,4	
Juni	1 533,9	8 792,8	10 326,7	2 535,8	2 425,4	4 961,3	15 288,0	210,4	814,8	59,3	1 084,4	16 372,4	
Juli	1 536,5	8 746,8	10 283,3	2 540,8	2 424,8	4 965,6	15 248,9	226,0	825,9	57,9	1 109,8	16 358,7	
Aug.	1 538,8	8 791,8	10 330,5	2 558,5	2 426,5	4 985,0	15 315,5	242,4	838,6	52,0	1 133,0	16 448,5	
Sept.	1 541,7	8 842,5	10 384,2	2 590,7	2 424,8	5 015,5	15 399,7	237,3	857,4	47,3	1 142,1	16 541,8	
Okt. <sup>(p)</sup>	1 545,6	8 894,8	10 440,3	2 557,3	2 427,6	4 984,9	15 425,2	248,9	853,1	50,2	1 152,2	16 577,4	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2021	106,5	905,3	1 011,9	-123,6	66,0	-57,5	954,3	11,9	20,2	13,6	45,7	1 000,0	
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5	
2023	-4,7	-969,2	-973,9	920,7	-99,5	821,2	-152,7	40,3	93,8	23,6	157,7	5,1	
2023 Q4	0,7	-144,5	-143,8	204,9	-6,5	198,5	54,7	31,5	26,5	-5,1	52,9	107,6	
2024 Q1	-8,8	-75,0	-83,8	144,1	-28,9	115,2	31,4	9,9	46,7	7,1	63,7	95,1	
Q2	7,7	52,0	59,7	71,4	-5,6	65,9	125,5	17,6	25,2	-13,3	29,5	155,0	
Q3 <sup>(p)</sup>	7,8	28,0	35,8	59,5	-0,5	58,9	94,7	28,2	38,7	-11,1	55,8	150,6	
2024 Mai	-1,2	5,1	3,9	36,4	-1,5	34,9	38,8	2,5	-3,1	-4,6	-5,2	33,5	
Juni	3,9	57,4	61,3	13,7	-1,8	12,0	73,2	3,3	20,8	-8,6	15,4	88,6	
Juli	2,6	-44,0	-41,5	5,7	-0,7	4,9	-36,5	15,8	9,9	-1,9	23,8	-12,7	
Aug.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,1	11,4	-5,8	22,7	66,0	
Sept.	3,0	53,4	56,3	33,3	-1,7	31,6	87,9	-4,7	17,4	-3,3	9,4	97,3	
Okt. <sup>(p)</sup>	3,9	45,4	49,3	-36,9	2,7	-34,2	15,1	10,6	-5,3	3,5	8,8	23,9	
<b>Wachstumsraten</b>													
2021	7,8	10,2	9,8	-12,0	2,7	-1,7	6,9	11,8	3,2	165,7	6,2	6,9	
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	457,9	11,1	3,7	
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0	
2023 Q4	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0	
2024 Q1	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,5	16,7	-0,3	68,7	18,1	-16,8	20,7	0,9	
Q2	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2	
Q3 <sup>(p)</sup>	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2	
2024 Mai	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,9	14,7	0,6	64,7	14,6	-21,7	17,6	1,6	
Juni	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2	
Juli	0,2	-3,6	-3,0	30,7	-3,3	11,5	1,2	65,4	18,3	-26,1	21,4	2,4	
Aug.	0,3	-2,5	-2,0	26,2	-2,2	10,5	1,7	79,0	19,0	-37,6	22,6	2,9	
Sept.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2	
Okt. <sup>(p)</sup>	0,7	0,1	0,2	16,9	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,5	-37,2	20,0	3,4	

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.2 In M3 enthaltene Einlagen<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>					Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>2)</sup>	Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen	Sonstige öffentliche Haushalte <sup>4)</sup>
	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			
<b>Bestände</b>													
2021	3 228,3	2 802,0	290,9	128,2	7,3	8 087,9	5 381,4	372,4	2 333,3	0,7	1 264,5	225,6	550,9
2022	3 361,5	2 721,2	499,5	134,7	6,2	8 374,2	5 542,6	437,9	2 392,9	0,9	1 282,8	231,5	563,3
2023	3 334,2	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2023 Q4	3 334,2	2 419,5	771,8	131,3	11,6	8 421,5	5 110,8	1 015,9	2 293,3	1,4	1 223,9	227,0	542,3
2024 Q1	3 337,8	2 381,4	817,8	127,8	10,9	8 457,8	5 056,9	1 133,0	2 266,9	1,0	1 243,9	223,6	540,4
Q2	3 380,3	2 409,1	833,1	127,3	10,8	8 529,0	5 060,9	1 203,4	2 263,4	1,3	1 299,6	221,8	533,8
Q3 <sup>(p)</sup>	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,9	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
2024 Mai	3 358,1	2 390,6	831,4	127,1	9,0	8 499,7	5 051,9	1 182,5	2 264,3	1,0	1 275,4	216,0	527,3
Juni	3 380,3	2 409,1	833,1	127,3	10,8	8 529,0	5 060,9	1 203,4	2 263,4	1,3	1 299,6	221,8	533,8
Juli	3 364,7	2 398,2	830,0	126,9	9,6	8 550,5	5 057,8	1 227,8	2 264,0	0,9	1 268,2	215,3	539,7
Aug.	3 363,8	2 395,9	831,9	126,3	9,7	8 589,4	5 089,2	1 232,9	2 266,3	1,0	1 304,4	218,0	543,5
Sept.	3 364,8	2 404,7	823,6	125,6	11,0	8 618,9	5 091,3	1 260,4	2 266,2	1,0	1 330,8	230,1	550,8
Okt. <sup>(p)</sup>	3 378,1	2 422,2	815,8	127,5	12,7	8 658,6	5 122,7	1 267,6	2 267,3	0,9	1 320,6	220,5	550,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2021	246,2	270,9	-21,2	-6,9	3,4	423,0	411,7	-65,1	76,5	-0,2	151,2	-10,0	49,3
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,5	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2023 Q4	20,4	-10,4	34,0	-0,3	-2,9	72,3	-88,3	165,2	-5,3	0,6	-9,6	17,7	-15,3
2024 Q1	2,4	-40,1	45,1	-3,0	0,3	33,4	-54,8	115,1	-26,5	-0,4	20,1	-3,9	-1,9
Q2	40,1	27,7	12,9	-0,4	-0,2	70,5	3,7	70,0	-3,4	0,2	34,9	-2,1	-7,9
Q3 <sup>(p)</sup>	-9,4	-0,6	-7,3	-1,9	0,4	60,8	0,1	58,1	2,9	-0,3	37,9	9,3	16,5
2024 Mai	10,5	6,6	5,9	0,0	-2,0	14,8	-8,6	23,9	-0,5	0,0	15,5	4,9	-3,2
Juni	17,7	17,5	-1,7	0,2	1,7	28,3	8,5	20,5	-0,9	0,3	14,6	5,6	6,3
Juli	-14,2	-9,9	-2,6	-0,6	-1,1	21,9	-2,9	24,6	0,6	-0,3	-30,5	-6,4	5,9
Aug.	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
Sept.	1,8	9,2	-8,0	-0,7	1,3	30,8	3,0	27,9	-0,1	0,0	28,2	12,6	6,8
Okt. <sup>(p)</sup>	9,3	14,9	-9,1	1,9	1,6	36,4	28,8	6,6	1,0	0,0	-13,2	-10,1	-0,6
<b>Wachstumsraten</b>													
2021	8,3	10,7	-6,8	-5,0	99,3	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,2	13,5	-4,3	9,9
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2023 Q4	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024 Q1	0,1	-8,3	36,4	-3,2	38,9	0,9	-7,1	101,7	-4,6	11,9	1,3	-2,0	-6,0
Q2	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Q3 <sup>(p)</sup>	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
2024 Mai	1,8	-5,3	31,6	-3,1	-11,2	1,6	-5,7	81,4	-3,9	10,9	2,9	-5,4	-6,8
Juni	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
Juli	1,7	-2,7	18,0	-3,0	2,4	2,2	-4,1	62,4	-3,2	10,5	5,6	-3,0	-4,8
Aug.	1,8	-2,0	15,5	-3,8	10,4	2,3	-3,4	51,9	-2,1	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sept.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Okt. <sup>(p)</sup>	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,2	-1,2	39,1	-0,9	25,2	8,0	3,6	0,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.3 Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum<sup>1)</sup>

(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 <sup>3)</sup>	An private Haushalte <sup>4)</sup>	An nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen <sup>3)</sup>			An Versicherungsgesellschaften und Pensionseinrichtungen
					Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2021	6 523,3	991,9	5 529,7	14 804,4	12 338,2	12 720,1	4 862,0	6 372,3	943,6	160,2	1 578,1	888,1
2022	6 352,0	1 001,3	5 325,7	15 389,8	12 987,5	13 174,9	5 126,5	6 631,8	1 082,5	146,7	1 565,9	836,4
2023	6 305,3	990,6	5 289,3	15 493,3	13 034,1	13 253,2	5 123,2	6 648,1	1 124,8	138,0	1 560,8	898,4
2023 Q4	6 305,3	990,6	5 289,3	15 493,3	13 034,1	13 253,2	5 123,2	6 648,1	1 124,8	138,0	1 560,8	898,4
2024 Q1	6 220,9	977,6	5 217,8	15 545,4	13 045,5	13 276,9	5 115,5	6 642,2	1 150,6	137,2	1 569,9	930,1
Q2	6 195,5	978,6	5 191,1	15 572,5	13 101,2	13 339,7	5 127,6	6 644,8	1 197,9	130,9	1 554,2	917,1
Q3	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6
2024 Mai	6 181,8	974,2	5 181,9	15 538,0	13 070,7	13 305,8	5 117,2	6 641,9	1 180,9	130,6	1 546,3	921,0
Juni	6 195,5	978,6	5 191,1	15 572,5	13 101,2	13 339,7	5 127,6	6 644,8	1 197,9	130,9	1 554,2	917,1
Juli	6 222,2	973,9	5 222,6	15 597,0	13 125,3	13 357,4	5 124,8	6 645,6	1 222,7	132,2	1 547,0	924,7
Aug.	6 234,1	976,8	5 231,7	15 614,8	13 133,2	13 366,9	5 128,0	6 655,4	1 216,5	133,3	1 556,4	925,2
Sept.	6 255,1	975,4	5 253,9	15 633,8	13 143,5	13 377,8	5 138,7	6 661,4	1 210,6	132,8	1 561,7	928,6
Okt.	6 245,7	986,6	5 233,4	15 660,4	13 165,4	13 415,3	5 143,5	6 661,0	1 225,2	135,7	1 565,7	929,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2021	660,6	-1,9	672,1	562,9	475,4	508,5	176,4	261,6	47,4	-9,9	77,8	9,6
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-160,8	-17,4	-143,7	55,6	24,6	72,4	-5,7	7,7	30,8	-8,2	-15,1	46,1
2023 Q4	-3,8	3,7	-7,9	32,8	38,0	62,4	6,0	15,9	16,0	0,2	-20,5	15,3
2024 Q1	-61,1	-11,6	-49,6	59,2	28,6	42,1	-2,1	-2,4	33,9	-0,8	9,0	21,6
Q2	-4,7	1,5	-6,4	19,8	38,9	49,1	14,2	4,9	26,3	-6,5	-14,7	-4,4
Q3	-4,2	-3,2	-1,0	68,6	59,6	53,5	10,2	20,0	27,3	2,1	4,1	4,9
2024 Mai	-23,3	0,0	-23,4	-2,8	5,8	7,2	7,1	0,1	4,3	-5,6	-10,2	1,6
Juni	8,4	4,2	4,1	26,8	19,8	25,1	10,3	4,1	5,3	0,1	7,6	-0,6
Juli	-8,6	-4,5	-4,0	23,5	29,1	23,0	-0,1	1,5	26,2	1,4	-9,8	4,2
Aug.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,1	15,8	7,2	10,7	-3,9	1,2	9,6	-1,3
Sept.	-5,0	-1,6	-3,5	21,6	15,4	14,7	3,0	7,8	5,0	-0,4	4,3	1,9
Okt.	7,9	9,6	-1,7	26,8	20,7	38,9	5,5	0,1	12,2	2,8	3,5	2,6
<b>Wachstumsraten</b>												
2021	11,2	-0,2	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2023 Q4	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2024 Q1	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,4	-1,3	0,5	7,1
Q2	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
Q3	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
2024 Mai	-1,4	-1,4	-1,4	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,4	5,2
Juni	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
Juli	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,2	4,3
Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,5	0,4	0,5	10,2	1,5	-1,5	4,0
Sept.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
Okt.	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,6	0,6	0,5	8,6	0,3	-0,5	3,8

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 Euroraum<sup>1)</sup>

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

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>					Private Haushalte <sup>3)</sup>				
	Insgesamt		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt		Konsumtenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>				Insgesamt	Bereinigte Kredite <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2021	4 862,0	4 992,8	882,4	1 004,6	2 975,1	6 372,3	6 637,6	696,1	4 970,4	705,9
2022	5 126,5	5 127,5	960,0	1 076,9	3 089,6	6 631,8	6 832,5	715,1	5 214,2	702,6
2023	5 123,2	5 139,6	907,3	1 090,3	3 125,6	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2023 Q4	5 123,2	5 139,6	907,3	1 090,3	3 125,6	6 648,1	6 866,2	731,3	5 228,8	688,0
2024 Q1	5 115,5	5 132,8	890,3	1 088,1	3 137,1	6 642,2	6 873,7	738,9	5 221,4	682,0
Q2	5 127,6	5 145,7	899,9	1 087,7	3 140,1	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Q3	5 138,7	5 159,3	912,4	1 088,8	3 137,4	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
2024 Mai	5 117,2	5 131,8	889,0	1 086,7	3 141,6	6 641,9	6 878,6	739,5	5 223,1	679,3
Juni	5 127,6	5 145,7	899,9	1 087,7	3 140,1	6 644,8	6 880,6	737,5	5 227,1	680,1
Juli	5 124,8	5 141,0	898,6	1 086,8	3 139,5	6 645,6	6 883,9	739,4	5 230,7	675,5
Aug.	5 128,0	5 135,5	898,0	1 086,3	3 143,6	6 655,4	6 890,7	741,5	5 239,5	674,3
Sept.	5 138,7	5 159,3	912,4	1 088,8	3 137,4	6 661,4	6 899,2	742,4	5 245,1	674,0
Okt.	5 143,5	5 159,0	919,5	1 089,2	3 134,8	6 661,0	6 907,5	743,0	5 240,6	677,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	176,4	207,7	-0,3	2,2	174,5	261,6	267,5	10,5	254,8	-3,8
2022	269,0	308,7	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,3	-43,9	10,3	27,9	7,7	26,8	18,9	10,1	-21,3
2023 Q4	6,0	27,5	3,3	4,0	-1,3	15,9	4,8	4,0	15,7	-3,8
2024 Q1	-2,1	0,5	-14,9	-1,1	13,9	-2,4	9,7	8,4	-6,1	-4,7
Q2	14,2	16,6	13,5	-1,2	2,0	4,9	10,5	0,4	5,9	-1,4
Q3	10,2	12,0	6,2	3,5	0,5	20,0	20,9	7,2	17,9	-5,1
2024 Mai	7,1	3,9	8,8	-0,2	-1,6	0,1	3,8	1,0	-0,1	-0,8
Juni	10,3	15,2	10,1	1,0	-0,9	4,1	3,7	-1,0	3,9	1,3
Juli	-0,1	-2,0	-0,3	-0,5	0,8	1,5	4,1	2,8	3,0	-4,3
Aug.	7,2	-1,7	1,3	0,5	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sept.	3,0	15,7	5,2	3,5	-5,7	7,8	9,3	1,9	5,9	0,0
Okt.	5,5	3,1	5,9	0,4	-0,8	0,1	8,9	2,8	-3,2	0,5
<b>Wachstumsraten</b>										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 Q4	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 Q1	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,0
Q2	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Q3	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
2024 Mai	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,8
Juni	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
Juli	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7
Aug.	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5
Sept.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
Okt.	0,6	1,2	1,6	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,8

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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)<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euroraum					Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	Sonstige		
		Zusammen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen		Zusammen	Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>	Reverse-Repogeschäfte mit zentralen Kontrahenten <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2021	736,6	6 888,2	1 839,9	37,0	1 999,1	3 012,3	1 376,0	416,9	128,5	136,8
2022	639,4	6 732,9	1 783,0	45,7	2 110,7	2 793,4	1 332,5	346,2	137,2	147,2
2023	447,4	7 326,8	1 827,5	90,2	2 416,7	2 992,4	1 858,3	212,6	155,0	152,6
2023 Q4	447,4	7 326,8	1 827,5	90,2	2 416,7	2 992,4	1 858,3	212,6	155,0	152,6
2024 Q1	395,4	7 457,1	1 828,2	103,9	2 492,2	3 032,8	2 049,8	225,6	178,0	174,2
Q2	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 530,1	3 057,9	2 242,6	298,4	182,6	176,5
Q3 <sup>(p)</sup>	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 488,9	246,2	184,9	188,5
2024 Mai	441,5	7 490,2	1 823,9	108,5	2 518,8	3 039,0	2 219,9	257,3	159,1	165,0
Juni	410,5	7 526,1	1 828,2	109,9	2 530,1	3 057,9	2 242,6	298,4	182,6	176,5
Juli	404,8	7 578,3	1 821,5	111,6	2 528,5	3 116,8	2 341,3	181,3	166,9	154,9
Aug.	419,2	7 608,9	1 822,6	112,7	2 537,4	3 136,3	2 396,4	231,3	193,2	170,7
Sept.	402,8	7 679,4	1 833,1	114,3	2 541,1	3 190,9	2 488,9	246,2	184,9	188,5
Okt. <sup>(p)</sup>	445,3	7 750,8	1 831,7	115,7	2 561,0	3 242,3	2 598,8	268,6	169,6	172,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	21,2	-37,9	-74,8	-5,0	-39,8	81,7	-112,6	-127,5	-8,3	-4,3
2022	-93,4	39,5	-88,8	-4,6	0,4	132,5	-69,0	-218,7	10,4	18,0
2023	-198,2	338,4	25,2	40,0	231,0	42,2	459,3	-208,8	19,7	9,0
2023 Q4	-7,3	62,2	-11,1	16,4	63,4	-6,5	166,5	-32,9	1,2	-10,7
2024 Q1	-51,7	112,3	3,4	13,6	89,3	5,9	138,7	18,8	25,6	21,5
Q2	15,7	43,3	-0,1	6,0	32,7	4,7	149,6	49,3	4,6	2,3
Q3 <sup>(p)</sup>	-7,7	68,4	7,5	4,4	40,7	15,9	173,6	-26,7	2,4	12,0
2024 Mai	2,3	11,8	-2,0	1,8	6,6	5,4	58,0	15,7	-4,5	-12,4
Juni	-31,1	18,5	3,5	1,4	4,9	8,8	4,7	36,2	23,5	11,4
Juli	-5,7	8,8	-6,0	1,6	6,1	7,1	66,0	-90,5	-15,7	-21,6
Aug.	14,4	26,7	2,4	1,1	20,7	2,5	46,3	28,0	26,4	15,8
Sept.	-16,4	32,9	11,1	1,6	13,9	6,3	61,3	35,9	-8,3	17,8
Okt. <sup>(p)</sup>	42,9	8,7	-3,1	1,4	5,1	5,3	43,9	-3,1	-15,3	-16,3
<b>Wachstumsraten</b>										
2021	3,0	-0,5	-3,9	-12,0	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-12,7	0,6	-4,8	-13,0	-0,1	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 Q4	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 Q1	-31,8	5,1	1,4	89,7	12,0	0,7	-	-	20,3	7,1
Q2	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
Q3 <sup>(p)</sup>	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
2024 Mai	-10,7	4,5	0,6	84,9	11,2	0,2	-	-	-6,1	-8,6
Juni	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
Juli	-12,7	4,1	0,2	72,2	9,3	0,9	-	-	11,3	1,0
Aug.	-4,6	4,0	0,2	63,4	9,5	0,7	-	-	19,5	7,6
Sept.	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
Okt. <sup>(p)</sup>	0,7	3,7	0,1	47,0	8,7	0,8	-	-	5,6	13,7

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
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 Q3	-3,8	.	.	.	.	-2,0
Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 Q1	-3,5	.	.	.	.	-1,7
Q2	-3,4	.	.	.	.	-1,6

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Sozial- ausgaben	
		Ins- gesamt	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Nettosozial- beiträge			Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorleistungen	Zins- ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 Q3	45,9	45,1	13,2	12,4	14,5	0,8	49,6	44,3	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
Q4	45,9	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 Q1	45,9	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
Q2	46,1	45,3	13,3	12,3	14,6	0,8	49,5	44,3	9,9	5,9	1,8	22,6	5,2

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

### 6.3 Verschuldung

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

	Insge- samt	Schuldart			Gläubiger			Ursprungslaufzeit		Restlaufzeit			Währung	
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Schuld- verschrei- bungen	Gebietsansässige		Gebiets- fremde	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder Euro- Vorgänger- währungen	Andere Währungen
					Ins- gesamt	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 Q3	88,4	2,5	12,1	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87,8	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88,1	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.4 Jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren<sup>1)</sup>

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Veränderung der Schuldenquote <sup>2)</sup>	Primär-saldo	Deficit-Debt-Adjustments									Zins-Wachstums-Differenz	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	
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5	
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0	
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7	
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6	
2023 Q3	-2,5	2,0	-0,3	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,4	-4,2	2,8	
Q4	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6	
2024 Q1	-1,5	1,7	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-2,7	2,6	
Q2	-0,7	1,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,0	-2,1	2,8	

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

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

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

### 6.5 Staatliche Schuldverschreibungen<sup>1)</sup>

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

	Schuldendienst – Fälligkeit bis zu 1 Jahr <sup>2)</sup>					Durchschnittliche Restlaufzeit in Jahren <sup>3)</sup>	Nominale Durchschnittsrenditen <sup>4)</sup>							
	Insgesamt	Tilgung		Zinsausgaben			Bestände					Transaktionen		
		Ins-gesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Ins-gesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Ins-gesamt	Variable Verzinsung	Null-kupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung	
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2021	13,8	12,6	4,1	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5	
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5	
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2023 Q4	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9	
2024 Q1	12,8	11,4	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5	
Q2	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7	
Q3	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,7	3,7	2,9	
2024 Mai	12,7	11,3	3,2	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6	
Juni	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7	
Juli	12,9	11,5	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,4	2,1	2,1	1,6	3,7	2,8	
Aug.	13,1	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,8	
Sept.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,7	3,7	2,9	
Okt.	13,1	11,7	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,7	3,6	2,9	

Quelle: EZB.

1) Nennwertangaben ohne Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates.

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

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										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 Q3	-4,1	-3,1	-2,1	1,4	-1,4	-4,3	-5,4	-0,4	-7,1	2,3
Q4	-4,3	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 Q1	-4,1	-2,6	-3,0	1,5	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
Q2	-4,4	-2,5	-3,6	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Verschuldung										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 Q3	107,7	63,8	18,7	43,0	170,7	107,4	111,4	63,3	135,5	75,1
Q4	105,2	62,9	20,2	43,3	167,5	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2024 Q1	108,4	62,6	24,1	42,5	165,4	106,3	110,6	62,0	135,2	72,6
Q2	108,0	61,9	23,8	42,8	163,6	105,3	112,2	60,1	137,0	70,5
Finanzierungssaldo										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 Q3	-3,5	-1,0	-0,6	-3,4	-0,5	-3,2	0,4	-2,9	-3,6	-2,2
Q4	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 Q1	-1,9	-0,6	0,0	-3,8	-0,3	-2,9	0,9	-2,1	-5,1	-3,4
Q2	-1,8	-0,9	0,1	-3,4	0,1	-3,4	1,3	-2,0	-5,5	-4,0
Verschuldung										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 Q3	44,2	36,7	25,7	46,9	44,4	78,2	106,3	71,0	58,3	74,7
Q4	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	77,7	97,9	68,4	56,1	77,1
2024 Q1	46,3	39,1	27,1	47,2	43,9	79,8	99,4	70,1	60,6	78,1
Q2	46,4	37,4	26,8	46,7	43,2	81,6	100,6	69,6	60,4	80,0

Quelle: Eurostat.

© Europäische Zentralbank, 2025

Postanschrift 60640 Frankfurt am Main, Deutschland  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://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 11. Dezember 2024.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-24-008-DE-N (Online-Version)