



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 7 / 2024



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>4</b>
Zusammenfassung	4
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2    Konjunktorentwicklung	14
3    Preise und Kosten	22
4    Finanzmarktentwicklungen	28
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	34
<b>Kästen</b>	<b>41</b>
1    Geopolitische Fragmentierung von Greenfield-Direktinvestitionen weltweit und im Euroraum	41
2    Der Zusammenhang zwischen Ölpreisen und US-Dollar: Erkenntnisse und wirtschaftliche Auswirkungen	48
3    Auswirkungen von Zweckgesellschaften auf die grenzüberschreitenden Finanzverflechtungen im Euroraum	54
4    Wesentliche Erkenntnisse aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen	60
5    Hauptursache der jüngsten Inflationsentwicklung aus Verbrauchersicht: Wie hat sich die Wahrnehmung im Zeitverlauf verändert?	66
6    Prognosegüte der Projektionen des Eurosystems und der EZB für das Wirtschaftswachstum seit der Covid-19-Pandemie	70
7    Was sagen Revisionen der Leitzinserwartungen aus? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten	76
8    Zur Haushaltsposition 2024 im Euroraum	80
<b>Aufsätze</b>	<b>85</b>
1    Rechenschaftslegung der EZB gegenüber dem Europäischen Parlament in der Legislaturperiode 2019-2024: Verpflichtung in Zeiten des Wandels	85

2	Welche Erkenntnisse liefert die SAFE-Umfrage über die Geldpolitik, die Wirtschafts- und Finanzierungsbedingungen und die Inflationserwartungen?	105
---	---	-----

<b>Statistik</b>		<b>125</b>
------------------	--	------------

# 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

## Zusammenfassung

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 17. Oktober 2024, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere der Beschluss zur Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität – der Zinssatz, mit dem der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs steuert – spiegelte die aktualisierte Beurteilung der Inflationsaussichten durch den EZB-Rat, die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und die Stärke der geldpolitischen Transmission wider. Die aktuellen Daten zur Inflation zeigen, dass der Disinflationsprozess gut voranschreitet. Die Inflationsaussichten wurden zudem durch aktuelle Konjunkturindikatoren beeinflusst, die schwächer ausfielen als erwartet. Die Finanzierungsbedingungen blieben unterdessen restriktiv.

Die Inflation dürfte in den kommenden Monaten anziehen, bevor sie im Lauf des nächsten Jahres auf den Zielwert zurückgeht. Die Binneninflation ist weiterhin hoch, da die Löhne nach wie vor in einem erhöhten Tempo ansteigen. Zugleich wird sich der Arbeitskostendruck wohl weiterhin allmählich abschwächen, wobei die Unternehmensgewinne seine Auswirkungen auf die Inflation teilweise abfedern.

Der EZB-Rat ist entschlossen, für eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Er wird die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv halten, um dieses Ziel zu erreichen. Die Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. Die Zinsbeschlüsse des Rates werden vor allem 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.

## Konjunkturentwicklung

Die aktuellen Daten deuten darauf hin, dass die konjunkturelle Entwicklung etwas schwächer ausgefallen ist als erwartet. Während sich die Industrieproduktion über die Sommermonate hinweg besonders volatil zeigte, lassen Umfrageergebnisse darauf schließen, dass sich das verarbeitende Gewerbe weiter rückläufig entwickelt hat. Für den Dienstleistungssektor zeigen die Umfragen einen Anstieg im August, vermutlich getragen von einer starken Tourismussaison im Sommer. Die jüngsten Daten deuten jedoch auf ein eher schleppendes Wachstum hin. Die Unternehmen erhöhen ihre Investitionen nur langsam, während die Wohnungsbauinvestitionen weiter zurückgehen. Die Exporte haben sich abgeschwächt, vor allem bei Waren.

Obgleich die Einkommen im zweiten Quartal gestiegen sind, haben die privaten Haushalte entgegen den Erwartungen weniger konsumiert.<sup>1</sup> Die Sparquote lag im zweiten Quartal bei 15,7 % und damit deutlich über dem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt von 12,9 %. Zugleich deuten aktuelle Umfrageergebnisse auf eine allmähliche Erholung der Ausgaben der privaten Haushalte hin.

Der Arbeitsmarkt bleibt robust. Die Arbeitslosenquote lag im August weiterhin auf ihrem historischen Tiefstand von 6,4 %. Umfrageergebnisse deuten jedoch auf ein sich verlangsamendes Beschäftigungswachstum und eine weitere Abschwächung der Nachfrage nach Arbeitskräften hin.

Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Konjunktur im Laufe der Zeit anziehen wird, da steigende Realeinkommen es den privaten Haushalten ermöglichen, mehr zu konsumieren. Konsum und Investitionen dürften von den allmählich nachlassenden Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik profitieren. Die Exporte dürften angesichts einer steigenden globalen Nachfrage zur Erholung beitragen.

Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf ausgerichtet sein, die Wirtschaft produktiver, wettbewerbsfähiger und widerstandsfähiger zu machen. Dies würde auf mittlere Sicht dazu beitragen, das Potenzialwachstum zu steigern und den Preisdruck zu senken. Aus diesem Grund ist es von entscheidender Bedeutung, den Vorschlägen von Mario Draghi zur Steigerung der europäischen Wettbewerbsfähigkeit und denen von Enrico Letta zur Stärkung des Binnenmarktes rasch konkrete und ehrgeizige strukturpolitische Maßnahmen folgen zu lassen. Eine vollständige, transparente und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU wird den Regierungen dabei helfen, ihre Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Die Regierungen sollten nun in ihrer mittelfristigen Planung zur Finanz- und Strukturpolitik entschlossen diese Richtung einschlagen.

## Inflation

Die jährliche Inflationsrate fiel im September weiter auf 1,7 % und damit auf den niedrigsten Stand seit April 2021. Die Energiepreise sanken mit einer Jahresänderungsrate von -6,1 % deutlich. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln erhöhte sich leicht auf 2,4 %. Der Preisauftrieb bei Waren blieb mit 0,4 % verhalten, während sich der Preisauftrieb bei Dienstleistungen leicht auf 3,9 % verringerte.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation gingen entweder zurück oder blieben unverändert. Die Binneninflation ist immer noch erhöht, da der Lohndruck im Euroraum nach wie vor stark ist. Das Wachstum der Tarifverdienste

---

<sup>1</sup> Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 16. Oktober 2024, mit Ausnahme der HVPI-Daten (Stichtag: 17. Oktober 2024). Am 18. Oktober veröffentlichte Eurostat die aktualisierte Schätzung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum. Demnach wurde das Wachstum der privaten Konsumausgaben für das zweite Quartal 2024 nach oben revidiert und liegt nun mit 0,1 % im positiven Bereich.

wird im weiteren Jahresverlauf hoch und volatil bleiben, da Einmalzahlungen eine bedeutende Rolle spielen und die Lohnanpassungen stufenweise erfolgen.

Es wird erwartet, dass die Inflation in den kommenden Monaten ansteigt. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass vorangegangene starke Rückgänge der Energiepreise aus den Jahreswachstumsraten herausfallen werden. Im Lauf des nächsten Jahres dürfte die Inflation dann auf den Zielwert zurückgehen. Unterstützt werden dürfte der Inflationsrückgang durch den nachlassenden Arbeitskostendruck und die vorangegangene geldpolitische Straffung, die allmählich auf die Verbraucherpreise durchschlägt. Die meisten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %.

## Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Ein geringeres Vertrauen könnte dazu führen, dass sich die Konsum- und Investitionsausgaben nicht so rasch erholen wie erwartet. Dies könnte durch geopolitische Risiken verstärkt werden, die etwa von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten ausgehen. Dadurch könnten auch Energielieferungen und der Welthandel beeinträchtigt werden. Eine geringere Nachfrage nach Exporten des Euroraums, beispielsweise aufgrund einer schwächeren Weltwirtschaft oder einer Verschärfung der Handelsspannungen zwischen großen Volkswirtschaften, würde das Wachstum im Euroraum weiter belasten. Sollten die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung stärker zu spüren sein als erwartet, könnte dies ebenfalls ein niedrigeres Wachstum zur Folge haben. Das Wachstum könnte höher ausfallen, wenn die Weltwirtschaft kräftiger wächst als angenommen oder wenn günstigere Finanzierungsbedingungen und eine sinkende Inflation zu einem rascheren Anstieg der Konsum- und Investitionsausgaben führen.

Die Inflation könnte höher ausfallen als antizipiert, 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 zu einem Anstieg der Nahrungsmittelpreise führen. 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, die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt überraschend eintrübt.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die kürzerfristigen Marktzinsen sind seit der EZB-Ratssitzung am 12. September 2024 zurückgegangen. Dies ist vor allem auf schwächere Wirtschaftsdaten für den

Euroraum und den weiteren Inflationsrückgang zurückzuführen. Bei nach wie vor restriktiven Finanzierungsbedingungen sanken die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Immobilienkredite im August leicht auf 5,0 % bzw. 3,7 %.

Die Richtlinien für Unternehmenskredite blieben im dritten Quartal unverändert, wie die Umfrage zum Kreditgeschäft vom Oktober 2024 zeigt. Zuvor waren sie über mehr als zwei Jahre nach und nach verschärft worden. Zudem erhöhte sich die Nachfrage nach Unternehmenskrediten erstmals seit zwei Jahren. Insgesamt fiel die Kreditvergabe an Unternehmen mit einer Jahreswachstumsrate von 0,8 % im August weiterhin verhalten aus.

Die Richtlinien für Immobilienkredite wurden vor allem aufgrund des stärkeren Wettbewerbs zwischen Banken das dritte Quartal in Folge gelockert. Niedrigere Zinsen und bessere Wohnungsmarktaussichten ließen die Nachfrage nach Immobilienkrediten kräftig ansteigen. Dementsprechend erhöhte sich die Vergabe von Immobilienkrediten leicht bei einer Jahreswachstumsrate von 0,6 %.

## Geldpolitische Beschlüsse

Der Zinssatz für die Einlagefazilität sowie die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden mit Wirkung vom 23. Oktober 2024 auf 3,25 %, 3,40 % bzw. 3,65 % gesenkt.

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

Das Eurosystem legt 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. €. Der EZB-Rat beabsichtigt, die Wiederanlage der Tilgungsbeträge aus dem PEPP zum Jahresende 2024 einzustellen.

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

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

## Fazit

Der EZB-Rat beschloss auf seiner Sitzung am 17. Oktober 2024, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 25 Basispunkte zu senken. Insbesondere 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 zeitnahe Rückkehr der Inflation zum mittelfristigen Ziel von 2 % zu sorgen. Er wird die Leitzinsen so lange wie erforderlich ausreichend restriktiv halten, um dieses Ziel zu erreichen. Die Festlegung der angemessenen Höhe und Dauer des restriktiven Niveaus wird auch in Zukunft von der Datenlage abhängen und von Sitzung zu Sitzung erfolgen. Die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats werden vor allem 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 die Inflation zum mittelfristigen Zielwert zurückkehrt, und um die reibungslose Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission aufrechtzuerhalten.

## 1 Außenwirtschaftliches Umfeld

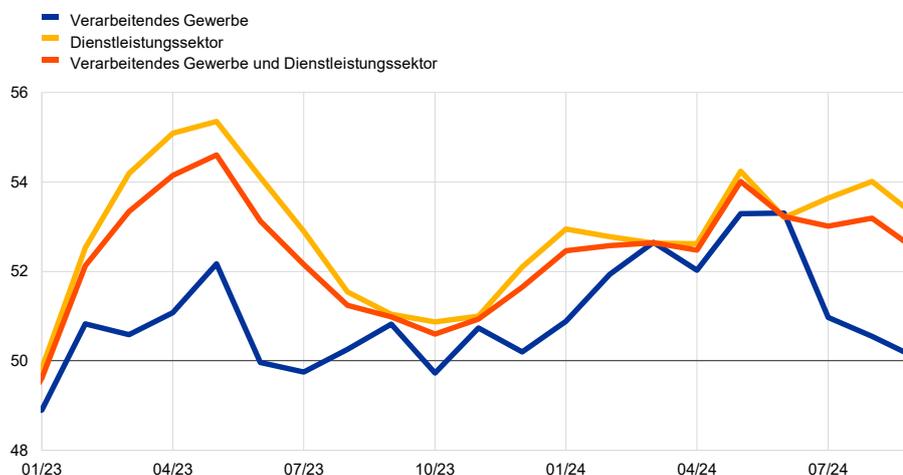
*Die Weltwirtschaft hat sich weiter stabil entwickelt, wenngleich auf Sektorebene Unterschiede zu verzeichnen waren. Umfragedaten deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe uneinheitlich darstellt. So war im verarbeitenden Gewerbe eine geringere Nachfrage zu verzeichnen, nachdem im früheren Jahresverlauf Aufträge vorgezogen worden waren. Diese nachlassende Nachfrage belastete auch den Warenhandel, was in der Folge zu einer weiteren Normalisierung der Frachtkosten beitrug. Die Inflation schwächt sich nach wie vor ab, doch der Druck auf die Dienstleistungspreise hält an.*

**Die Weltwirtschaft hat sich weiter stabil entwickelt, wenngleich auf Sektorebene Unterschiede zu verzeichnen waren.** Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) hielt sich im September 2024 mit 52,5 Punkten im expansiven Bereich, nachdem er sich im August noch auf 53,2 Punkte belaufen hatte (siehe Abbildung 1). Allerdings nahmen die Unterschiede zwischen den Sektoren merklich zu. So wies die Dienstleistungskomponente im dritten Quartal trotz eines leichten Rückgangs nach wie vor auf eine Expansion hin, während sich der Index für das verarbeitende Gewerbe im selben Zeitraum weiter auf 50,5 Punkte abschwächte. Damit fiel er weit unter den Durchschnittswert des zweiten Quartals von 52,9 Zählern. Der Rückgang des EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe war über die Regionen hinweg breit angelegt. In China und den Vereinigten Staaten war er indes besonders augenfällig. Die Umfragedaten stehen mit den harten Daten im Einklang. Aus diesen geht hervor, dass die globale Industrieproduktion im Juli um 0,2 % gegenüber dem Vormonat sank, was durch eine geringere Industrieproduktion in den Industrieländern und einen weltweiten Produktionsrückgang bei den Gebrauchsgütern bedingt war. Die Konjunkturschwäche im globalen verarbeitenden Gewerbe war offenbar die Folge einer Umkehr des Lageraufbaus, der im ersten Halbjahr 2024 stattgefunden hatte. Insgesamt deuten die Nowcasting-Modelle der EZB auf ein stabiles Wachstum im dritten Quartal von rund 0,9 % gegenüber dem Vorquartal hin.

## 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 September 2024.

#### Die veränderte Nachfrage nach gewerblichen Erzeugnissen spiegelte sich auch in schwächeren Handelsdaten wider.

In der ersten Jahreshälfte wurde das Wachstum des Welthandels durch eine starke Nachfrage nach importierten Waren gestützt. Die hohe Nachfrage war darauf zurückzuführen, dass Bestellungen aufgrund von Sorgen über mögliche Unterbrechungen der Schifffahrtswege im Roten Meer und Verzögerungen im Vorfeld der Jahresendfeiertage vorgezogen wurden. In der zweiten Jahreshälfte dürfte die Importnachfrage wieder abnehmen, da das Vorziehen von Importaufträgen nun an Wirkung verliert. Dies geht auch aus Umfragedaten hervor. Der globale EMI für den Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes (ohne Euroraum) fiel im dritten Quartal 2024 mit 49,0 Punkten in den Kontraktionsbereich. Dies war zugleich der niedrigste Wert seit dem vierten Quartal 2023. Gleichwohl dürfte die stabile Weltkonjunktur im dritten und vierten Quartal des laufenden Jahres unter dem Strich zu einer Ausweitung des Handels beitragen. Angesichts eines etwas schwächeren Handels mit gewerblichen Erzeugnissen gingen die Frachtkosten gegenüber ihren bisherigen Höchstwerten weiter zurück. Die Verteuerung der Frachtkosten im zweiten Quartal 2024 hatte sich aus einer erhöhten Nachfrage ergeben, die wiederum mit dem bereits erwähnten Vorziehen von Importen zu Jahresbeginn zusammenhing. Da sich diese Entwicklung nun umkehrt und die Nachfrage zurückgegangen ist, normalisieren sich auch die Frachtkosten allmählich wieder.

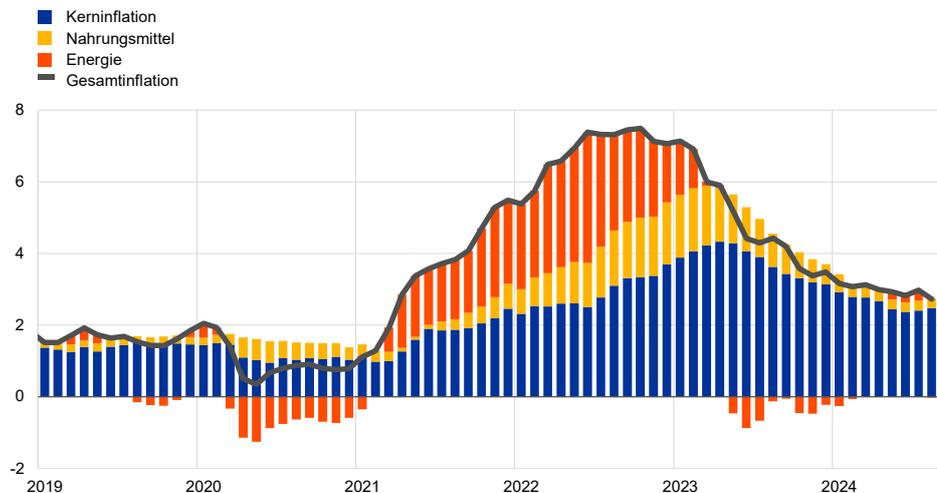
#### Die Inflation in den OECD-Ländern schwächt sich weiter ab, doch der zugrunde liegende Preisdruck hält an.

Die am VPI gemessene jährliche Gesamtteuerungsrate in den OECD-Ländern (ohne die Türkei) verringerte sich im August auf 2,7 %, verglichen mit 3,0 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag die Kerninflation im OECD-Raum unverändert bei 3,2 %. Der Rückgang der Gesamtinflation war zum Großteil durch einen geringeren Preisauftrieb im Bereich Energie bedingt, während die Nahrungsmittelpreise weitgehend stabil blieben. Der zugrunde liegende Preisdruck

wird insbesondere durch die Dienstleistungskomponente aufrechterhalten, die der Gesamtinflation tendenziell stärker nachläuft als andere Komponenten (beispielsweise Energie, Nahrungsmittel und Waren).<sup>2</sup> Die Teuerung der Dienstleistungen ist wiederum eng mit dem Lohnwachstum verknüpft. Da das Lohnwachstum im Jahr 2025 vor dem Hintergrund der sich abkühlenden Arbeitsmärkte nachlassen dürfte, ist von einer weiteren Normalisierung der Gesamtinflation auszugehen.

**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 August 2024.

**Die Preise für Rohöl der Sorte Brent sind seit der September-Sitzung des EZB-Rats angesichts der jüngsten geopolitischen Spannungen und einer ersten Zinssenkung der US-Notenbank um 3,0 % gestiegen.**<sup>3</sup> Haupttreiber der Ölpreisentwicklung waren die erhöhten Spannungen im Nahen Osten nach dem Raketenangriff des Iran auf Israel am 1. Oktober 2024 und die verbesserte Einschätzung der Wachstumsaussichten nach dem Zinsschritt der Federal Reserve. Diese Faktoren verstärkten die bereits bestehende Stützung der Ölpreise, die ihrerseits aus der vorangegangenen Entscheidung der OPEC+ resultierte, die Ausweitung der Ölförderung aufzuschieben. Dessen ungeachtet wirken Sorgen über eine konjunkturelle Abschwächung in China dem Aufwärtsdruck auf die Ölpreise teilweise entgegen. Die europäischen Gaspreise haben sich seit der Sitzung des EZB-Rats vom September um 6,9 % erhöht. Dieser Anstieg war auf Bedenken der Investoren in Bezug auf das Transitabkommen für russisches Gas zwischen der Ukraine und Russland zurückzuführen, das am Jahresende ausläuft. Dabei steht die ukrainische Regierung einer Verlängerung der Vereinbarung ablehnend gegenüber. Durch die sich verschärfenden Spannungen im Nahen Osten und

<sup>2</sup> Siehe auch die jüngsten Äußerungen von P. R. Lane, in: [Underlying inflation: an update](#), Rede anlässlich der von der Federal Reserve Bank of Cleveland und der EZB organisierten Konferenz „Inflation: Drivers and Dynamics“, 24. Oktober 2024.

<sup>3</sup> Der Stichtag für die im vorliegenden Wirtschaftsbericht enthaltenen Daten war der 16. Oktober 2024.

Temperaturprognosen unterhalb des Durchschnittswerts hat sich die Verteuerung von Gas weiter beschleunigt. Die Sorgen über mögliche Lieferstörungen dürften erst abklingen, wenn neue LNG-Kapazitäten ans Netz angeschlossen sind. Damit wird nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2025 gerechnet. Die Metallnotierungen stiegen um 7,9 %, was unter anderem dem Einfluss der Zinssenkung in den Vereinigten Staaten geschuldet war. Unterdessen zogen die Nahrungsmittelpreise in erster Linie aufgrund von Dürreperioden in Brasilien um 3,8 % an.

**In den Vereinigten Staaten schwächt sich die Konjunktur zwar ab, doch die Wirtschaftstätigkeit nimmt weiter solide zu.** Im zweiten Quartal 2024 erhöhte sich das reale BIP mit einer anhaltend robusten Rate von 0,7 % gegenüber dem Vorquartal. Zur Belebung der Konjunktur trugen nach wie vor die Vorratsveränderungen und kräftige Konsumausgaben bei, wenngleich sie sich seit dem zweiten Halbjahr 2023 deutlich abgeschwächt haben. Der Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten kühlt sich weiter ab, bleibt dabei aber im Großen und Ganzen stabil. Ohne die Landwirtschaft wurden in den vorangegangenen drei Monaten durchschnittlich 116 000 neue Stellen pro Monat geschaffen, verglichen mit einem Monatsdurchschnitt von 202 000 im Jahr 2023. Die Arbeitslosenquote gab von 4,2 % im August auf 4,1 % im September nach, ist jedoch seit Jahresbeginn ausgehend von einem Wert von 3,7 % insgesamt gestiegen. Inzwischen ist auch das Verhältnis der offenen Stellen zur Arbeitslosenquote wieder auf das Vorpandemieniveau gesunken. Das Lohnwachstum schwächte sich im zweiten Quartal 2024 auf 3,9 % gegenüber dem Vorjahr ab, lag damit aber erneut über der Bandbreite von 3 % bis 3,5 %, die nach Ansicht der Federal Reserve mit ihrem Inflationsziel vereinbar ist. Die VPI-Gesamtinflation sank im September auf 2,4 %, während sich die Kerninflation geringfügig von 3,2 % im August auf 3,3 % erhöhte. Der anhaltende Druck auf die Wohnraumpreise bleibt bestehen, wenngleich davon auszugehen ist, dass er sich in den kommenden Monaten weiter normalisieren wird. Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve beschloss auf seiner Sitzung im September, den Leitzins um 50 Basispunkte zurückzunehmen. In diesem Zusammenhang verwies er auf Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung sowie auf ausgewogene Risiken für die Beschäftigungs- und Inflationsziele. Verglichen mit den Projektionen des Offenmarktausschusses vom Juni wurde die Medianprognose für den Leitzins in den September-Projektionen für die Jahre 2024-2025 um 75 Basispunkte und für 2026 um 25 Basispunkte nach unten revidiert.

**In China ist das Wirtschaftswachstum nach wie vor von einer schwachen Dynamik geprägt.** In den letzten Monaten wurde das langsamere Wachstum der Einzelhandelsumsätze (vor allem im Automobilssektor) durch eine Eintrübung der Verbraucherstimmung verschärft. Die Infrastrukturinvestitionen verlangsamten sich aufgrund stärkerer finanzieller Beschränkungen auf lokaler Ebene merklich. Zugleich belastet der Immobilienmarkt die gesamtwirtschaftliche Entwicklung nach wie vor erheblich. Zwar gibt es erste Anzeichen einer Stabilisierung beim Verkauf neuer Wohnimmobilien, bei den Wohnungsbaubeginnen und den Mitteln für die Immobilienentwicklung, doch sinken die Preise für neue und bestehende Wohnbauten weiter, und der Bestand an unverkauftem Wohnraum ist nach wie vor hoch. Darauf reagierte die People's Bank of China im September mit der Einführung des umfangreichsten Maßnahmenpakets seit der Pandemie. Es beinhaltet eine

Senkung des Schlüsselzinssatzes (für 7-Tage-Repos) um 20 Basispunkte auf 1,5 %, eine Verringerung des Mindestreservesatzes um 50 Basispunkte, ein erweitertes Refinanzierungsprogramm sowie eine Senkung der Zinsen für bestehende Hypothekarkredite um 50 Basispunkte. Welche Auswirkungen dieses Paket haben wird, ist indes ungewiss, da es die zugrunde liegenden Probleme wie geringe Einkommenserwartungen und Bedenken hinsichtlich der Fertigstellung von Wohnraum möglicherweise nicht in vollem Umfang aufgreift. Im Oktober kündigte das Finanzministerium Pläne für einen zusätzlichen fiskalischen Impuls an, um den privaten Konsum zu stützen und den Immobilienmarkt zu stabilisieren. Die Einzelheiten des Plans sind allerdings zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch unklar. Insgesamt zeigen sich die politischen Entscheidungsträger ernsthaft besorgt hinsichtlich einer etwaigen Eintrübung der Konjunktur und der erhöhten Wahrscheinlichkeit, das Wachstumsziel von 5 % im Jahr 2024 zu verfehlen.

**Im Vereinigten Königreich hat sich die Konjunktur abgekühlt, und die Kerninflation zog aufgrund von Basiseffekten leicht an.** Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich hat im Juli den zweiten Monat in Folge ein BIP-Wachstum von null verzeichnet. Sofern dies nicht revidiert wird, ergibt sich daraus eine vierteljährliche Wachstumsrate für das dritte Quartal 2024 von lediglich 0,1 %. Infolgedessen nahm die Bank of England ihre Wachstumsprognose für das dritte Quartal auf 0,3 % zurück. Trotz der schwachen Daten für den Monat Juli sind die Indikatoren, darunter auch der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor und das Unternehmerv Vertrauen, dank kräftiger Einzelhandelsumsätze und steigender Reallöhne nach wie vor positiv. Allerdings ging das Verbrauchervertrauen im September zurück. Die Regierung wird im Oktober ihren Haushaltsplan vorlegen, der nach weit verbreiteter Ansicht die finanzpolitischen Belastungen erhöhen wird. Den Prognosen zufolge wird das Wachstum im zweiten Halbjahr 2024 aufgrund der restriktiven Finanz- und Geldpolitik moderat ausfallen. Die Gesamtinflation betrug im August unverändert 2,2 %, während sich die Kerninflation infolge des Preisauftriebs im Dienstleistungssektor auf 3,6 % erhöhte. Die Bank of England beließ ihren Leitzins auf ihrer Sitzung im September bei 5,0 %. Darüber hinaus beschloss sie, das Tempo der quantitativen Straffung unverändert beizubehalten und die Anleihebestände im kommenden Jahr weiterhin um 100 Mrd. GBP zu reduzieren. Sie beabsichtigt, dies vorwiegend über fällig werdende Wertpapiere zu realisieren.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Das reale BIP im Euroraum stieg im ersten Halbjahr 2024 moderat an, nachdem es 2023 das ganze Jahr über weitgehend stagniert hatte. Im dritten Quartal des laufenden Jahres dürfte die Wirtschaftstätigkeit jedoch etwas schwächer ausgefallen sein als erwartet. Auf sektoraler Ebene deuten die aktuellen Daten auf eine anhaltende Schwäche im verarbeitenden Gewerbe hin, die auf eine geringe Nachfrage nach Waren, einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und steigende regulatorische Kosten zurückzuführen ist. Die Aktivität im Dienstleistungssektor belebt sich – getragen von einer starken Tourismussaison im Sommer – weiter, wenngleich die jüngsten Daten nunmehr ein langsames Wachstum signalisieren. Was die Nachfragekomponenten angeht, so sind die Unternehmensinvestitionen nach wie vor gedämpft. Ursachen hierfür sind eine hohe Unsicherheit und die anhaltenden Effekte der zurückliegenden geldpolitischen Straffung. Die Wohnungsbauinvestitionen sinken weiter. Trotz eines Einkommensanstiegs im zweiten Quartal ging der private Konsum entgegen der Erwartungen zurück. Allerdings weisen neueste Umfrageergebnisse auf eine schrittweise Erholung der Ausgaben privater Haushalte hin.<sup>4</sup> Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Konjunktur im Laufe der Zeit wieder anziehen, da steigende Realeinkommen den privaten Haushalten höhere Konsumausgaben ermöglichen. Die allmählich nachlassenden Effekte der restriktiven Geldpolitik dürften den Konsum und die Investitionen stützen. Überdies dürften die Exporte im Zuge der steigenden weltweiten Nachfrage zur Erholung beitragen.*

**Die Wirtschaft im Euroraum verzeichnete im ersten Halbjahr 2024 einen moderaten Zuwachs, nachdem sie in den vorangegangenen Quartalen weitestgehend stagniert hatte** (siehe Abbildung 3). Im ersten Quartal 2024 betrug das Wachstum des realen BIP gegenüber dem Vorquartal 0,3 %. Im zweiten Quartal schwächte es sich aufgrund des Rückgangs der privaten Binnennachfrage auf 0,2 % ab. Erneut war es der Dienstleistungssektor, der diese moderate Zunahme begünstigte, während die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe schwach blieb. Darüber hinaus fiel die Wachstumsdynamik im zweiten Quartal in den größten Volkswirtschaften des Euroraums uneinheitlich aus. So erhöhte sich das BIP in den Niederlanden um 1,0 %, in Spanien um 0,8 % und in Frankreich und Italien um jeweils 0,2 %. In Deutschland hingegen schrumpfte es um 0,1 %.

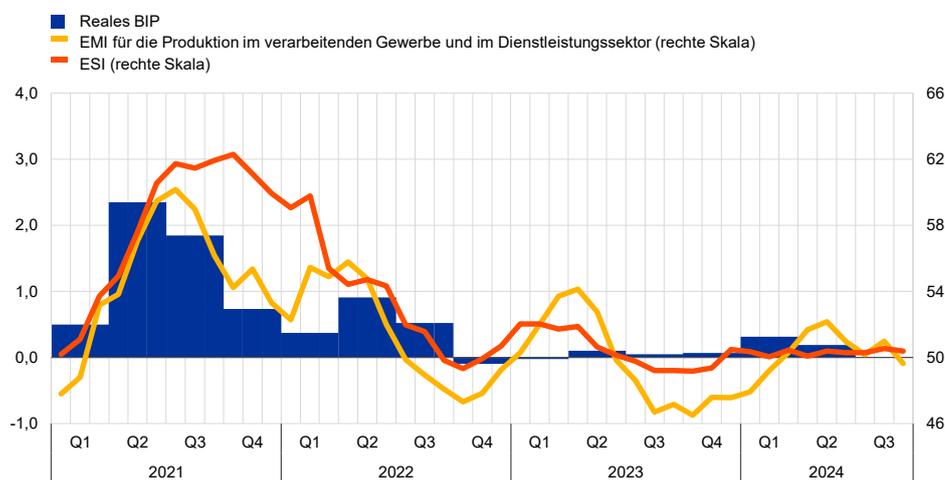
**Die verfügbaren Daten legen nahe, dass sich die Konjunktur gegen Ende des dritten Quartals 2024 erneut abgeschwächt hat.** Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor gab im September nach, sodass der Indikator für das dritte Quartal im Durchschnitt auf die neutrale Schwelle von 50 Punkten fiel. Dies deutet darauf hin, dass sich die Wirtschaft im Euroraum im Großen und Ganzen in einer Stagnation befindet.

<sup>4</sup> Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 16. Oktober 2024, mit Ausnahme der HVPI-Daten (Stichtag: 17. Oktober 2024). Am 18. Oktober veröffentlichte Eurostat die aktualisierte Schätzung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum. Demnach wurde das Wachstum der privaten Konsumausgaben für das zweite Quartal 2024 nach oben revidiert und liegt nun mit 0,1 % im positiven Bereich.

### Abbildung 3

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

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



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und S&P Global.

Anmerkung: Die beiden Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Der von der Europäischen Kommission erstellte ESI wurde standardisiert und reskaliert, um denselben Mittelwert und dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (reales BIP) bzw. September 2024 (EMI und ESI).

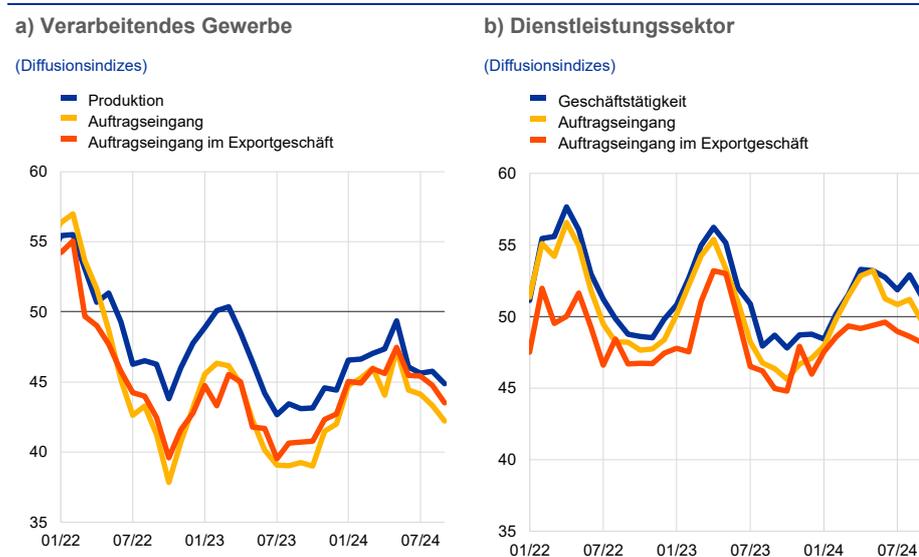
#### Ursache für das gedämpfte Wirtschaftswachstum ist der anhaltende Abwärtstrend im verarbeitenden Gewerbe. So liegt der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe seit April 2023 im kontraktiven Bereich (siehe

Abbildung 4, Grafik a). Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) war in den Sommermonaten besonders volatil. Zwar stieg sie im Zeitraum von Juli bis August gegenüber dem zweiten Quartal 2024 um durchschnittlich 0,3 % an, befindet sich aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Im weiteren Verlauf gaben der EMI für den Auftragseingang und der EMI für die künftige Aktivität im verarbeitenden Gewerbe im September abermals nach. Dies deutet auf eine anhaltende Verschlechterung der Rahmenbedingungen in diesem Sektor hin. Auch gemäß dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung (ESI) ging das Unternehmensvertrauen in der Industrie im September stark zurück. Während die angebotsseitigen Engpässe nachgelassen haben, hat sich die schwache Nachfrage inzwischen zum größten Belastungsfaktor für europäische Hersteller entwickelt. Bestätigt wurde dies durch die Rückmeldungen, die die EZB bei ihrem Dialog mit Unternehmen im September erhielt. Zunehmend Sorgen bereiteten den Unternehmen auch der ökologische Wandel, die Wettbewerbsfähigkeit und die globale politische Unsicherheit (siehe Kasten 4). Diese Faktoren seien dafür verantwortlich, dass Investitionen zurückgehalten würden und das Vertrauen gering sei.

**Der Dienstleistungssektor setzte seine Expansion – wenn auch verlangsamt – fort.** Nachdem der EMI für die Geschäftstätigkeit im Dienstleistungssektor im August von den Olympischen Spielen 2024 in Paris vorübergehend Auftrieb erhalten hatte, ging er im September wieder zurück (siehe Abbildung 4, Grafik b). Folglich dürfte im dritten Quartal unter dem Strich eine moderate Expansion zu Buche stehen

(52,1 Punkte). Dies steht im Einklang mit der laut den befragten Unternehmen weiterhin kräftigen Entwicklung kontaktintensiver Dienstleistungen, die auf eine robuste Nachfrage der Verbraucherinnen und Verbraucher nach Tourismusdienstleistungen zurückgeht, wohingegen andere Dienstleistungen stärker durch die erhöhte Unsicherheit beeinträchtigt wurden. Im September zeigte sich der ESI für den Dienstleistungssektor nach wie vor widerstandsfähig. Indessen weist der EMI für die Geschäftserwartungen im Dienstleistungssektor in den nächsten zwölf Monaten zwar seit Mai einen Abwärtstrend auf, lag aber im September weiterhin deutlich oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten.

**Abbildung 4**  
EMIs für einzelne Sektoren



Quelle: S&P Global Market Intelligence.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

**Die Arbeitslosenquote ist immer noch niedrig, doch zeigt der Arbeitsmarkt erste Anzeichen einer Abkühlung.** Die Arbeitslosenquote blieb im August mit 6,4 % gegenüber Juli unverändert und lag damit erneut auf dem niedrigsten Wert seit Einführung des Euro (siehe Abbildung 5). Dennoch zeichnet sich am Arbeitsmarkt weiterhin eine Abkühlung ab. Der Anstieg der Erwerbsbevölkerung, der seit der Pandemie wesentlich zum Beschäftigungswachstum beiträgt, schwächte sich erneut ab, zumal die implizite Erwerbspersonenzahl<sup>5</sup> von Juli bis August konstant blieb. Gleichzeitig geht die Nachfrage nach Arbeitskräften zurück. Die Quote der Stellenausschreibungen der Online-Jobbörse Indeed<sup>6</sup>, eine Messgröße für den Anteil offener Stellen im Euroraum, fiel im August weiter und erreichte ihren niedrigsten Stand seit September 2021.

**Die kurzfristigen Indikatoren legen den Schluss nahe, dass sich der Arbeitsmarkt im dritten Quartal weiter abkühlen wird.** Der monatliche EMI für die

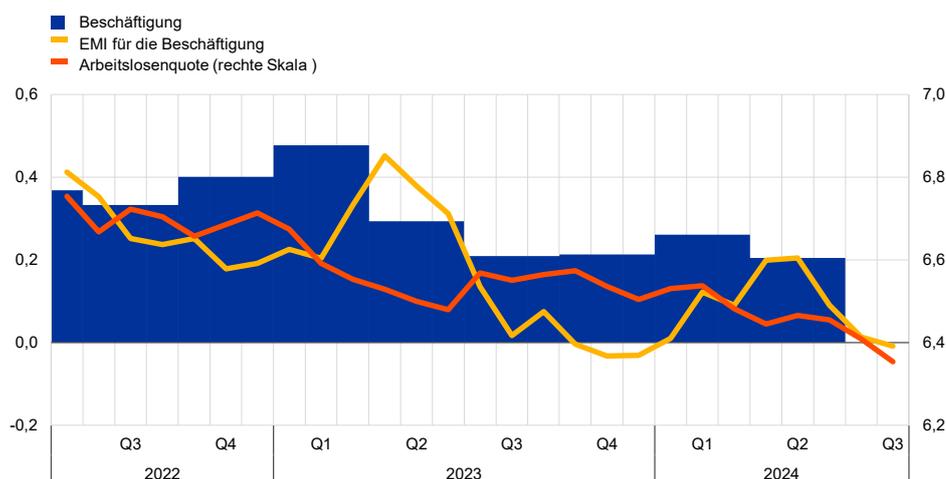
<sup>5</sup> Die implizite Erwerbspersonenzahl lässt sich aus der monatlichen Arbeitslosenquote und der Zahl der Arbeitslosen ableiten.

<sup>6</sup> Die Quote der Stellenausschreibungen ist definiert als die Zahl der Stellenausschreibungen dividiert durch die Summe aus der Zahl der Stellenausschreibungen und der Zahl der Erwerbstätigen.

Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor sank von 49,9 Punkten im August auf 49,7 Zähler im September. Damit bewegte er sich im dritten Quartal 2024 weiterhin um die neutrale Schwelle von 50 Punkten (siehe Abbildung 5). Ursache für die zunehmend negative Einschätzung des Beschäftigungswachstums ist das verarbeitende Gewerbe, das im September weiter in den kontraktiven Bereich fiel. Der EMI für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor lag mit 51,0 Punkten zwar nach wie vor im expansiven Bereich, blieb damit aber deutlich unter den Werten, die im früheren Jahresverlauf verzeichnet worden waren. Die sich aus den EMIs ergebenden Hinweise auf verhaltene Beschäftigungsaussichten decken sich mit den Erkenntnissen aus dem jüngsten Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen (siehe Kasten 4). Insgesamt betrachtet dürfte eine schwächere Beschäftigungsdynamik künftig eine allmähliche Erholung der Arbeitsproduktivität begünstigen.

**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. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Beschäftigung), September 2024 (EMI für die Beschäftigung) bzw. August 2024 (Arbeitslosenquote).

### Die realen privaten Konsumausgaben blieben im zweiten Quartal 2024

#### schwach, doch lassen Umfragen auf kurze Sicht auf eine stärkere Dynamik

**schließen.** Trotz eines Einkommensanstiegs im zweiten Quartal ging der private Konsum entgegen der Erwartungen zurück. Die Sparquote der privaten Haushalte erhöhte sich im Zuge eines weiterhin gedämpften Verbrauchervertrauens, erhöhter Unsicherheit, restriktiver Finanzierungsbedingungen und einer verhaltenen Kreditaufnahme auf 15,7 %. Der schwache Konsum im zweiten Quartal war auf den Einbruch bei Verbrauchsgütern (siehe Abbildung 6, Grafik a) – größtenteils bei Nahrungsmitteln und Energieerzeugnissen – zurückzuführen, die am stärksten vom Inflationsanstieg im Zeitraum von 2022 bis 2023 betroffen waren. Die weitere Abschwächung des Preisauftriebs bei Energie und Nahrungsmitteln im dritten Quartal 2024 in Verbindung mit der allmählichen Ausgabenanpassung der privaten Haushalte an ihre zunehmende Kaufkraft legt nahe, dass der Warenkonsum in den Sommermonaten gestiegen ist. Hierfür spricht auch die leichte Belegung des

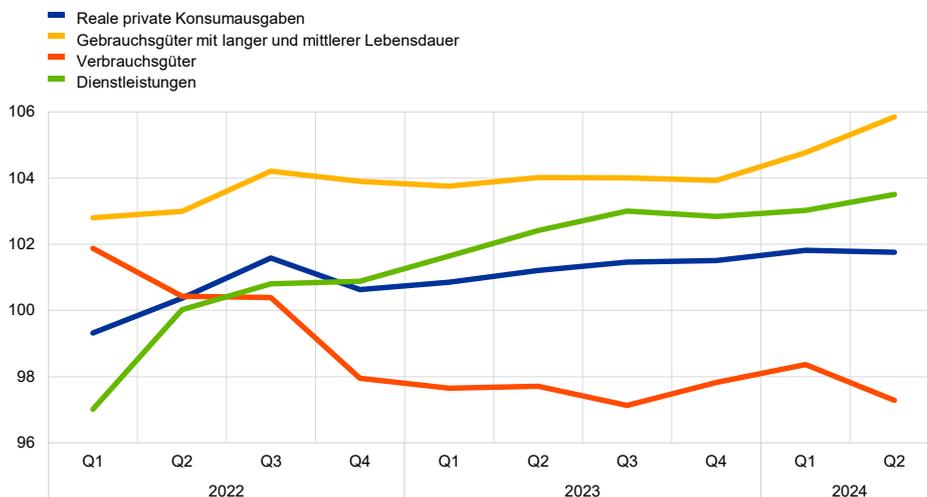
Einzelhandels im August. Zwar sind die Erwartungen in den einzelnen Sektoren im September moderat geblieben, doch deuten Umfragen auf ein zunehmendes Wachstum der privaten Konsumausgaben hin. Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher, der hauptsächlich wegen schwacher Konjunkturerwartungen noch immer verhalten ausfällt, setzte seinen Aufwärtstrend im September fort (siehe Abbildung 6, Grafik b). Wenngleich die Geschäftserwartungen in Bezug auf die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen in den nächsten drei Monaten gesunken sind, blieben sie im historischen Vergleich erhöht. Gleichzeitig hellten sich die Einzelhandelserwartungen für die nächsten drei Monate abermals auf und näherten sich ihrem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnitt weiter an. Die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich größerer Anschaffungen in den nächsten zwölf Monaten schwächten sich im September zwar ab, standen aber weiterhin mit ihrem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswert im Einklang.

## Abbildung 6

### Reale private Konsumausgaben, Verbrauchervertrauen und -erwartungen

#### a) Entwicklung der realen privaten Konsumausgaben und ihrer Komponenten

(Indizes: Q4 2019 = 100)



#### b) Verbrauchervertrauen und -erwartungen

(standardisierte Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik a beziehen sich die realen privaten Konsumausgaben auf das Inländerkonzept und die Komponenten auf das Inländerkonzept des Konsums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024. In Grafik b beziehen sich die Geschäftserwartungen für die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und die Einzelhandelserwartungen auf die nächsten drei Monate. Die Verbrauchererwartungen für größere Anschaffungen beziehen sich hingegen auf die nächsten zwölf Monate. Aufgrund der Datenverfügbarkeit ist die erste Zeitreihe für den Zeitraum von Januar 2005 bis Januar 2019 standardisiert, die drei anderen Zeitreihen in der Grafik hingegen für den Zeitraum von 1999 bis 2019. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

#### Das Wachstum der Unternehmensinvestitionen war im zweiten Quartal 2024 moderat und dürfte sich kurzfristig verlangsamen.

Nachdem das Wachstum der Unternehmensinvestitionen (ohne Berücksichtigung der volatilen immateriellen Investitionen in Irland) im zweiten Quartal 2024 gegenüber dem Vorquartal um 0,7 % zugenommen hat, dürfte es im dritten Quartal 2024 gemäß den Kurzfristindikatoren für den Investitionsgütersektor gedämpft ausgefallen sein (siehe Abbildung 7, Grafik a). Der EMI für die Produktion und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Investitionsgütersektor bis September

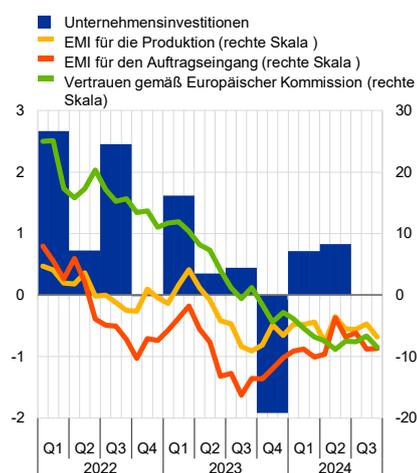
haben sich in den letzten Monaten weitgehend stabilisiert, während der EMI für den Auftragseingang leicht gesunken ist. Seit Beginn des geldpolitischen Straffungszyklus Ende 2021 fällt die Dynamik in den einzelnen Investitionskategorien unterschiedlich aus. Insgesamt betrachtet sind die kumulierten Ausrüstungsinvestitionen in diesem Zeitraum zurückgegangen, wohingegen Investitionen in immaterielle Vermögenswerte weiter gestiegen sind. Erkenntnisse aus dem Dialog der EZB mit nichtfinanziellen Unternehmen im September deuten auf eine steigende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem ökologischen Wandel und auf Bedenken bezüglich der Wettbewerbsfähigkeit hin, die zu einem Stillstand der Ausrüstungsinvestitionen führen. Die befragten Unternehmen gaben zudem an, dass die Auslands- und Binnennachfrage vor dem Hintergrund erhöhter (geo-)politischer und regulatorischer Unsicherheit niedriger sei als noch vor drei Monaten. Auch hohe Energie- und Lohnkosten belasteten die Investitionen (siehe Kasten 4). Gleichwohl berichteten Unternehmen, dass das erwartete niedrigere Inflations- und Zinsniveau die Nachfrage im Allgemeinen etwas stütze, was schlussendlich die Investitionen fördern dürfte. In Kombination mit der noch unvollständigen Absorption der Mittel aus dem Programm „Next Generation EU“ und der langsamen Umsetzung der Pläne für klimafreundliche und digitale Investitionen könnte das schwache Wachstum der Nachfrage alles in allem dazu führen, dass die allmähliche Beschleunigung der Unternehmensinvestitionen später eintritt als erwartet.

### Abbildung 7

#### Entwicklung der realen privaten Investitionen und Umfrageergebnisse

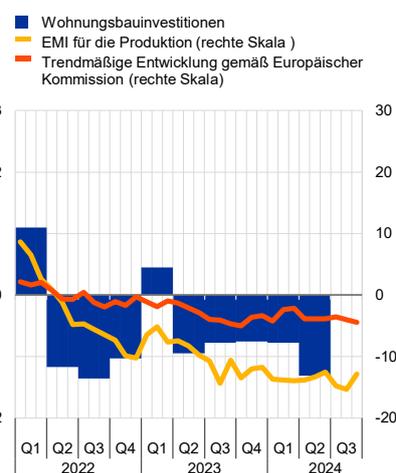
##### a) Unternehmensinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindizes und Salden in %)



##### b) Wohnungsbauinvestitionen

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Diffusionsindex und Salden in %)



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

Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. Die EMIs sind als Abweichung von 50 Indexpunkten ausgedrückt. In Grafik a werden die Unternehmensinvestitionen anhand der Investitionen ohne Bau gemessen (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland). Die monatlichen Daten spiegeln den Investitionsgütersektor wider. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Unternehmensinvestitionen) bzw. September 2024 (EMIs und von der Europäischen Kommission veröffentlichter Vertrauensindikator). In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung die Einschätzung des konjunkturellen Trends in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. September 2024 (EMI und von der Europäischen Kommission veröffentlichter Indikator der trendmäßigen Entwicklung).

**Die Wohnungsbauinvestitionen sanken im zweiten Quartal 2024 und aller Wahrscheinlichkeit nach auch im dritten Quartal** (siehe Abbildung 7, Grafik b).

Die Wohnungsbauinvestitionen verringerten sich im zweiten Quartal um 1,3 % gegenüber dem Vorquartal. Grund hierfür war, dass die günstigen Sondereffekte, die sich aus der milden Witterung in Deutschland und den starken fiskalischen Anreizen in Italien ergeben hatten, nachließen, was die negative Dynamik der Nachfrage nach Wohnimmobilien verstärkte. Des Weiteren verharrte die Zahl der Baugenehmigungen für Wohngebäude im zweiten Quartal auf historischen Tiefständen. Dies legt nahe, dass von in Planung befindlichen Projekten nur ein begrenzter Druck ausging. Umfragebasierte Konjunkturindikatoren wie der EMI für die Produktion im Wohnungsbau und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten blieben bis September gedämpft. Insgesamt deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass die Wohnungsbauinvestitionen im dritten Quartal wahrscheinlich gesunken sind. Mit Blick auf die Zukunft geht aus den jüngsten Umfragen der EZB hervor, dass sich der Rückgang in den kommenden Quartalen verlangsamen wird. Laut der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom August haben sich die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf den Wohnungsmarkt deutlich aufgehellt. Darin spiegelt sich die gestiegene Attraktivität von Wohnimmobilien als gute Wertanlage wider. Im September berichteten die Unternehmen aus dem Baugewerbe im Rahmen des Dialogs mit der EZB von einer anhaltend gedämpften Aktivität, doch im Laufe des Jahres 2025 sei eine Erholung zu erwarten. Gemäß der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Oktober dürfte sich die Entwicklung bei den Kreditrichtlinien und der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiter verbessern (siehe Abschnitt 5).

**Trotz des Wachstums der weltweiten Importe gingen die Exporte des Euroraums im Juli 2024 zurück.** Der Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes verringerte sich im September erneut deutlich, und auch der Dienstleistungssektor fiel in den kontraktiven Bereich. Am Rückgang des Exportwachstums zeigt sich, dass sich der allgemeinere Trend sinkender Exportmarktanteile des Euroraums fortsetzt. Hintergrund sind anhaltende Probleme der Hersteller im Euroraum in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit und die zunehmende Konkurrenz aus China. Unterdessen schrumpften die Importe im Juli im Dreimonatsvergleich angesichts eines trägen inländischen Konsums um 1,1 %.

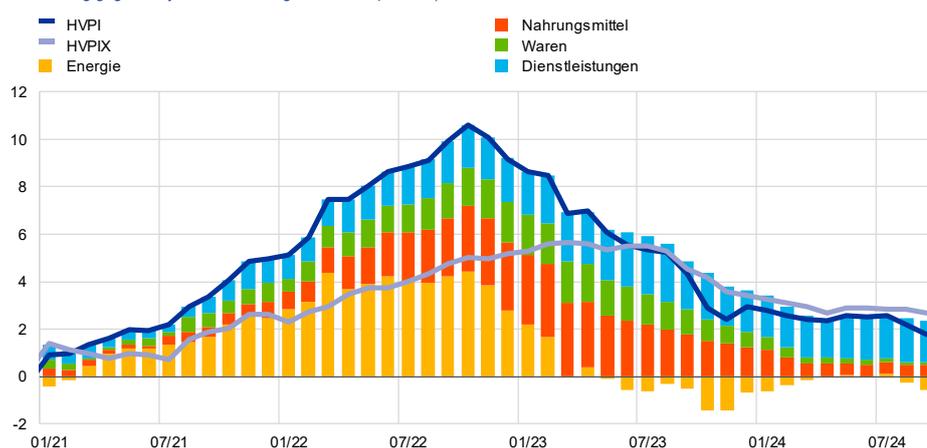
**Insgesamt dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum mit der Zeit verstärken.** Die Aussichten für die Wirtschaft bleiben mit Unsicherheit behaftet, wobei Geopolitik und Handelskonflikte Abwärtsrisiken mit sich bringen. Dennoch haben die Faktoren, die eine mittelfristige Erholung stützen, weiterhin Bestand. So steigen die Realeinkommen, der Arbeitsmarkt ist trotz einer Abschwächung nach wie vor robust, und der Effekt der zurückliegenden geldpolitischen Straffung dürfte nachlassen, was den Konsum und die Investitionen künftig stützen wird. Auch die Exporte dürften im Zuge einer steigenden weltweiten Nachfrage zur Erholung beitragen.

Die Gesamtinflation im Euroraum verringerte sich im September 2024 auf 1,7 % und damit auf das niedrigste Niveau seit April 2021. Maßgeblich für den Rückgang von 2,2 % im August war der nachlassende Preisauftrieb bei Energie, wobei auch die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel im September leicht auf 2,7 % abnahm. Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation sind zuletzt gefallen oder bewegten sich seitwärts. Der Indikator der Binneninflation bleibt hoch, da die Löhne nach wie vor in erhöhtem Tempo steigen. Der Arbeitskostendruck hat jedoch insgesamt nachgelassen und dürfte sich weiter sukzessive abschwächen, wobei die Gewinne die Auswirkungen der Arbeitskosten auf die Inflation teilweise abfedern. Die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen lagen weitgehend unverändert bei rund 2 %, während jene der kürzerfristigen Inflationserwartungen gesunken sind.

**Die am HVPI gemessene Gesamtinflation im Euroraum ging von 2,2 % im August auf 1,7 % im September zurück** (siehe Abbildung 8). Ausschlaggebend hierfür waren im Wesentlichen die niedrigere Teuerungsrate für Energie und in geringerem Maße die Abschwächung des HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX). Es wird weiterhin damit gerechnet, dass die Gesamtinflation aufgrund von aufwärtsgerichteten Basiseffekten bei den Energiepreisen bis Jahresende wieder geringfügig steigt. Doch die jüngste Preisentwicklung bei Energierohstoffen an den Kassa- und Terminmärkten impliziert, dass sie auf kurze Sicht niedriger ausfällt, als dies von den Fachleuten der EZB in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2024 erwartet wurde.

**Abbildung 8**  
Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Waren beziehen sich auf Industrieerzeugnisse ohne Energie. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

**Die Teuerungsrate für Energie ging deutlich von -3,0 % im August auf -6,1 % im September zurück.** Hauptverantwortlich für den Rückgang waren niedrigere Änderungsraten der Kraftstoff- und Strompreise. Die Jahresänderungsrate der Gaspreise stieg indes an. Die rückläufigen Wachstumsraten der Energiepreise sind auf einen abwärtsgerichteten Basiseffekt infolge einer deutlichen Erhöhung der

Energiepreise im September 2023 sowie auf die zuletzt gesunkenen Rohölpreise und den Einbruch der Raffineriemargen bei Benzin zurückzuführen.

**Die Teuerung bei Nahrungsmitteln stieg geringfügig von 2,3 % im August auf 2,4 % im September.** Zuzuschreiben war dies einer höheren Inflationsrate für unverarbeitete Nahrungsmittel (1,6 % im September nach 1,1 % im August), während jene für verarbeitete Nahrungsmittel im September leicht auf 2,6 % zurückging, nachdem sie im August bei 2,7 % gelegen hatte. Die höhere Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel resultierte aus einer im Vormonatsvergleich außergewöhnlich hohen Zunahme der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel, insbesondere für Obst. Dies dürfte unter anderem ungünstigen Witterungseffekten zuzuschreiben sein.

**Die Inflation nach dem HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) verringerte sich leicht von 2,8 % im August auf 2,7 % im September.** Grund hierfür war eine etwas geringere Preissteigerung bei Dienstleistungen, die im September bei 3,9 % lag nach 4,1 % im August. Die Teuerung der Dienstleistungen schwankt seit November 2023 um den Wert von 4,0 %. Die zuletzt verzeichneten monatlichen Entwicklungen weisen indes auf eine nachlassende Dynamik hin. Maßgeblich für den Rückgang waren niedrigere Jahresänderungsraten der Preise für Verkehrs- und Kommunikationsdienstleistungen sowie der Preise in der Gastronomie. Die Preissteigerungsrate für Industrieerzeugnisse ohne Energie belief sich im September unverändert auf 0,4 %, nachdem sie im Juli 0,7 % betragen hatte. Die im September verzeichnete Entwicklung der Teuerung von Industrieerzeugnissen ohne Energie spiegelt für alle Hauptkomponenten eine weitgehend unveränderte Jahresteuerrate wider, wobei die Gebrauchsgüter den niedrigsten Wert aufweisen.

**Die Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation haben sich seitwärts bewegt oder sind leicht gefallen** (siehe Abbildung 9). Ihre Bandbreite verringerte sich weiter in Richtung ihres historischen Durchschnitts, wobei sich die meisten Indikatoren um Werte zwischen 1,9 % und 2,8 % bewegten.<sup>7</sup> Die meisten auf Ausschluss basierenden Messgrößen wie der HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, der HVPIXX (HVPIX ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) und der um 10 % getrimmte Mittelwert sanken im September um 0,1 Prozentpunkte. Gleichzeitig blieb der um 30 % getrimmte Mittelwert unverändert, und der gewichtete Median stieg leicht auf 2,4 % nach 2,3 % im August.<sup>8</sup> Der Indikator der Binneninflation, der vor allem Dienstleistungspositionen umfasst, sank im September auf 4,3 % und damit auf niedrigsten Stand seit August 2022. Er weist jedoch nach wie vor ein erhöhtes

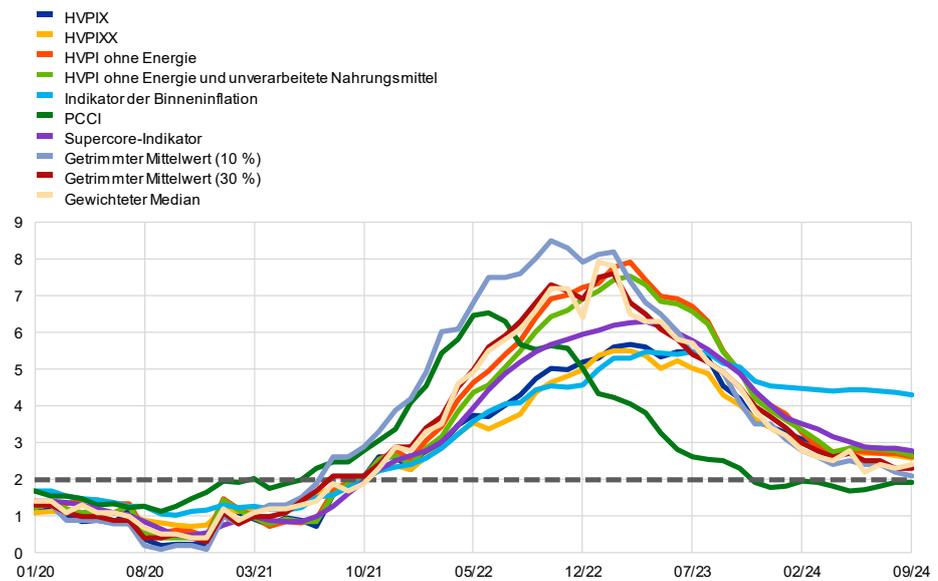
<sup>7</sup> Weitere Informationen finden sich in: P. R. Lane, [Underlying inflation: an update](#), Rede anlässlich der von der Europäischen Zentralbank und dem Center for Inflation Research der Federal Reserve Bank of Cleveland am 24. Oktober 2024 gemeinsam abgehaltenen Konferenz „Inflation: Drivers and Dynamics 2024“.

<sup>8</sup> Bei dem um 10 % (30 %) getrimmten Mittelwert werden die oberen und unteren 5 % (15 %) der jährlichen Änderungsrate der Verteilung der 93 Preisveränderungen innerhalb des HVPI jeden Monat gekappt und die jährlichen Änderungsrate unter Verwendung neu skalierten Gewichte aggregiert. Der (gewichtete) Median stellt eine Extremform des getrimmten Mittelwerts dar, denn bei ihm wird alles außer der (gewichteten) Mitte der Verteilung der Preisveränderungen gekappt. Siehe auch M. Silver, Core inflation: Measurement and statistical issues in choosing among alternative measures, Staff Papers des IWF, Bd. 54, Nr. 1, 2007.

Niveau auf, was auf den verzögerten Effekt von Preisadjustierungen bei einigen dienstleistungsbezogenen Positionen sowie auf die Auswirkungen des weiterhin hohen Lohnwachstums zurückzuführen war. Sowohl der Supercore-Indikator, der konjunkturreaktive HVPI-Komponenten umfasst, als auch die persistente und gemeinsame Komponente der Inflation (PCCI) waren im September unverändert und lagen bei 2,8 % bzw. 1,9 %.

**Abbildung 9**  
Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat und EZB-Berechnungen.

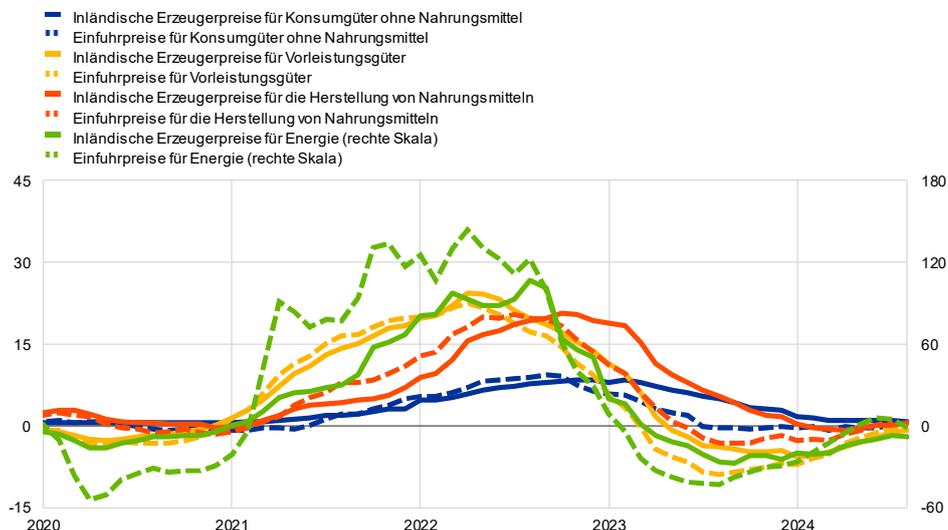
Anmerkung: Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

**Die meisten Indikatoren, die auf den Preisdruck bei Waren auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette hinweisen, entwickelten sich auch im August verhalten** (siehe Abbildung 10). Auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette lag die Änderungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter nach wie vor im negativen Bereich, wenngleich etwas weniger stark als im Vormonat (-0,8 % im August nach -1,1 % im Juli). Auf den nachgelagerten Stufen verringerte sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel geringfügig von 0,9 % im Juli auf 0,8 % im August. Unterdessen erhöhte sich die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Nahrungsmittel von 0,1 % auf 0,4 %. Damit bestätigten sich vorangegangene Hinweise, dass die allmähliche Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette in diesem Segment zum Ende gekommen ist. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Konsumgüter und Konsumgüter ohne Nahrungsmittel bewegten sich nach oben, blieben aber insgesamt moderat. Die Jahresänderungsrate der Einfuhrpreise für Energie ging unterdessen deutlich auf -1,8 % im August zurück (nach 5,0 % im Juli), was auf eine erneute Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Produktions- und der Wertschöpfungskette hindeutet.

## Abbildung 10

### Indikatoren des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette

(Veränderung gegenüber Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

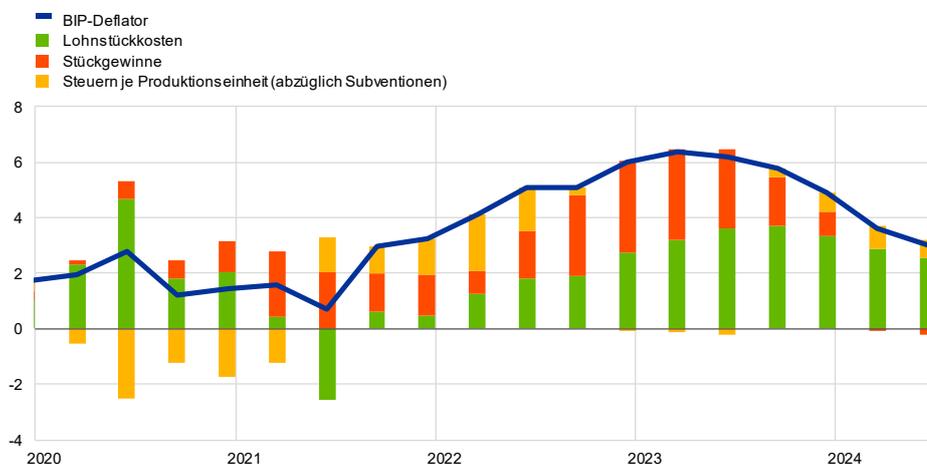
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2024 (Einfuhrpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel und Einfuhrpreise für die Herstellung von Nahrungsmitteln) bzw. August 2024 (übrige Angaben).

**Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck verringerte sich im zweiten Quartal 2024 weiter auf 3,0 % nach 3,6 % im Vorquartal** (siehe Abbildung 11). Dies zeigt einen deutlichen Inflationsrückgang gegenüber dem Höchststand von 6,4 % im ersten Quartal 2023. Dennoch war die Inflationsrate immer noch fast doppelt so hoch wie der vor der Pandemie verzeichnete langfristige Durchschnitt von 1,6 %. Maßgeblich für den Rückgang im zweiten Quartal 2024 war in erster Linie ein schwächerer Anstieg der Lohnstückkosten, wobei auch das Wachstum der Stückgewinne etwas geringer ausfiel. Grund für die langsamere Zunahme der Arbeitskosten war vor allem ein niedrigeres Lohnwachstum. Die Daten zu den Tarifverdiensten deuten zwar auf eine gewisse Volatilität der Lohnentwicklung in der zweiten Jahreshälfte hin, aber die erwartete konjunkturgetriebene Erholung des Produktivitätswachstums dürfte zusammen mit einer geringeren Lohndrift dazu beitragen, dass sich das Wachstum der Arbeitskosten weiter abschwächt.

## 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 zweite Quartal 2024. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer trägt positiv zu den Veränderungen der Lohnstückkosten bei, während von der Arbeitsproduktivität ein negativer Beitrag ausgeht.

### Die umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen und die marktbasieren Messgrößen des längerfristigen Inflationenausgleichs lagen zumeist bei rund 2,0 % und blieben somit weitgehend stabil

(siehe Abbildung 12). Laut dem von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das vierte Quartal 2024 waren die durchschnittlichen längerfristigen Inflationserwartungen mit 2,0 % unverändert. Gleiches gilt gemäß der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA-Umfrage) vom Oktober 2024 für den Median der längerfristigen Inflationserwartungen. Die längerfristigen marktbasieren Messgrößen des Inflationenausgleichs (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren beruhen) fielen im Berichtszeitraum geringfügig höher aus. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren betrug rund 2,2 %. Nach Bereinigung um modellbasierte Schätzungen der Inflationsrisikoprämien zeigt sich indes, dass die Marktteilnehmer längerfristig mit einer Inflation von rund 2,0 % rechnen.

### Die an Inflation-Fixings gemessenen marktbasieren Messgrößen der kurzfristigen Inflationentwicklung im Euroraum sind zurückgegangen.

Sie legen den Schluss nahe, dass die Anleger für den restlichen Jahresverlauf einen Anstieg der Teuerung auf über 2,0 % erwarten, bevor sich diese 2025 auf einen Wert unter 2,0 % einpendelt. Jenseits der sehr kurzen Frist lag der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr im Berichtszeitraum unverändert bei rund 1,8 %. Was die Verbraucherseite anbelangt, so ging der Median der in den vergangenen zwölf Monaten wahrgenommenen Inflation laut Umfrage der EZB vom September 2024 zu den Verbrauchererwartungen (CES-Umfrage) deutlich von 3,9 % im August auf 3,4 % im September zurück. Beim Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten wie auch bei jenem in drei Jahren hielt die rückläufige Entwicklung an. Ersterer fiel von 2,7 % im August auf 2,4 % im September, Letzterer im gleichen Zeitraum von 2,3 % auf 2,1 %. Der Anteil

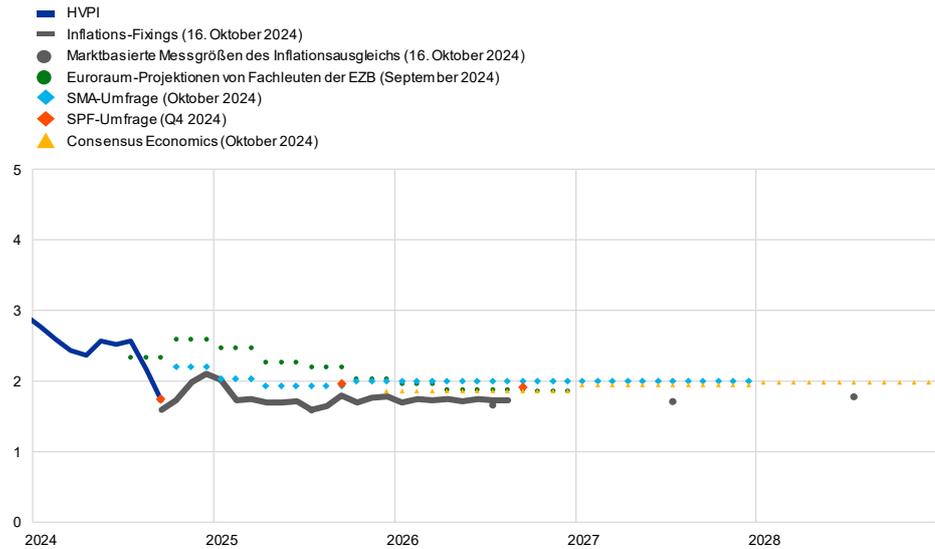
der Verbraucherinnen und Verbraucher mit einer Inflationswahrnehmung und -erwartung von nahe 2 % ist im September abermals gestiegen.

### Abbildung 12

#### Gesamtinflation sowie Inflationsprojektionen und -erwartungen

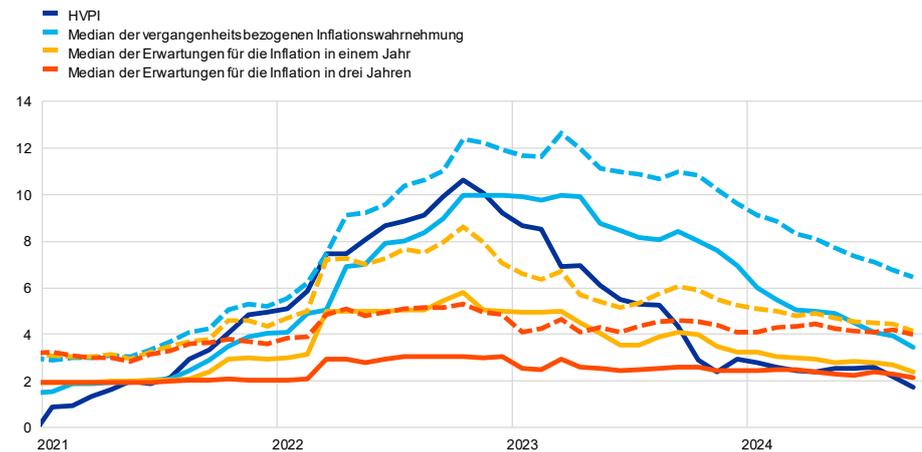
##### a) Gesamtinflation, umfragebasierte Indikatoren der Inflationserwartungen, Inflationsprojektionen und marktbasierter Indikatoren des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Umfrage zu den Verbrauchererwartungen, SPF-Umfrage, SMA-Umfrage, Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2024 und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: In Grafik a basiert die Zeitreihe der marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs auf der einjährigen Kassa-Inflationsrate, dem einjährigen Terminalsatz in einem Jahr, dem einjährigen Terminalsatz in zwei Jahren und dem einjährigen Terminalsatz in drei Jahren. Die Angaben zu den marktbasierten Indikatoren des Inflationsausgleichs beziehen sich auf den 16. Oktober 2024. Inflation-Fixings sind Swap-Kontrakte, die an bestimmte monatliche Veröffentlichungen der jährlichen HVPI-Inflationsrate ohne Tabakwaren im Euroraum gekoppelt sind. Die SPF-Umfrage für das vierte Quartal 2024 wurde vom 1. bis zum 3. Oktober 2024 durchgeführt. Stichtag für die langfristigen Prognosen von Consensus Economics war Oktober 2024. Für die in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Fachleuten der EZB enthaltenen Daten war der Stichtag der 16. August 2024. In Grafik b stellen bei der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

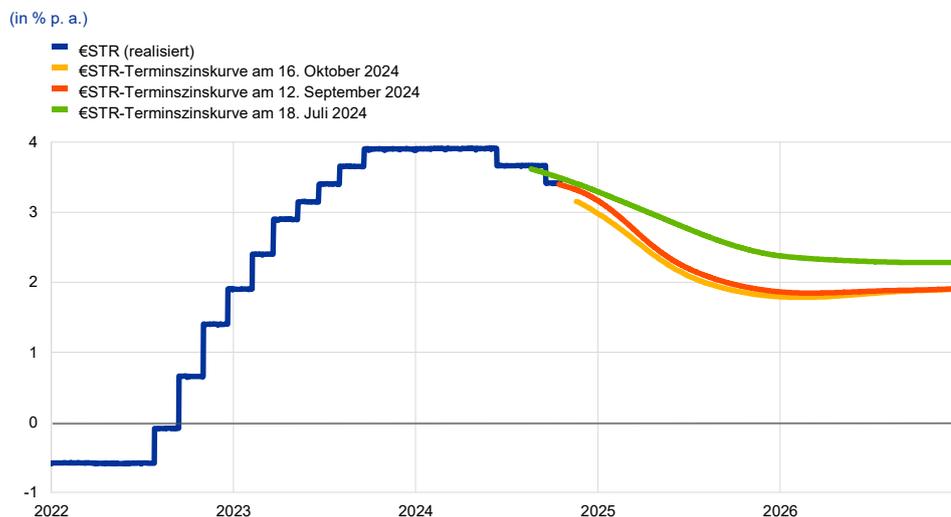
## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Die Entwicklung an den Finanzmärkten des Euroraums stand im Berichtszeitraum (12. September bis 16. Oktober 2024) unter dem Einfluss der eingehenden Wirtschaftsdaten und veränderter Erwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Pfads. Die kurzfristigen Zinssätze im Eurogebiet gaben nach, denn die Marktteilnehmer gehen inzwischen davon aus, dass die Leitzinsen im weiteren Jahresverlauf 2024 und Anfang 2025 rascher gesenkt werden. Die Terminzinssätze implizierten am Ende des Berichtszeitraums kumulierte Leitzinssenkungen um rund 49 Basispunkte bis zum Jahresende. Dabei wurde eine Senkung um 25 Basispunkte auf der Oktober-Sitzung des EZB-Rats nahezu vollständig eingepreist. Die langfristigen risikofreien Nominalzinssätze im Eurogebiet zeigten sich im Berichtszeitraum schwankungsanfällig, weil die eingehenden Daten für das Eurogebiet und die Bedenken hinsichtlich der Spannungen im Nahen Osten zu Unsicherheit bezüglich der Konjunkturaussichten führten. Unter dem Strich stand schließlich ein leichter Rückgang zu Buche. Die Renditen von Staatsanleihen gingen im Einklang mit der Neubewertung der risikofreien Zinssätze überwiegend zurück. Die Preise risikoreicher Vermögenswerte stiegen an. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Risikobereitschaft erholten sich die Aktienkurse weiter von der im Sommer verzeichneten Verkaufswelle. Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten sich sowohl im Investment-Grade-Segment als auch im Hochzinsbereich. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar etwas ab. Auch in handelsgewichteter Rechnung verlor er an Wert, jedoch weniger stark.*

**Die Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) hat sich seit der September-Sitzung des EZB-Rats am kurzen Ende nach unten verschoben, da die Marktteilnehmer inzwischen mit rascheren Leitzinssenkungen rechnen** (siehe Abbildung 13). Nachdem der EZB-Rat im September beschlossen hatte, den Zinssatz für die Einlagefazilität um 25 Basispunkte herabzusetzen, notierte der Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) im Berichtszeitraum im Schnitt bei 3,5 %. Mit dem Zinsschritt vom September wurde der Abstand zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz und dem Einlagesatz auf 15 Basispunkte verringert. Dies hatte der EZB-Rat bereits am 13. März 2024 angekündigt. Die Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um rund 87 Mrd. € auf 2 981 Mrd. € zurück. Geschuldet war dies vor allem Rückzahlungen der im Rahmen der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) aufgenommenen Mittel im September sowie der Reduzierung der zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierbestände, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der Wertpapiere aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) bei Fälligkeit nicht mehr und jene aus dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) nur noch teilweise reinvestiert. Das kurze Ende der €STR-basierten OIS-Terminzinskurve hat sich seit den September-Beschlüssen des EZB-Rats nach unten verschoben. Gründe hierfür waren die schwächeren gesamtwirtschaftlichen Daten für den Euroraum sowie die Erwartung, dass die großen Zentralbanken ihre Geldpolitik auf kurze Sicht lockern werden. Am 16. Oktober hatten die Märkte eine Zinssenkung der EZB um 25 Basispunkte auf der Oktober-Sitzung fast vollständig eingepreist und rechneten für Dezember mit einer weiteren Herabsetzung um 25 Basispunkte. Während am

12. September noch kumulierte Zinssenkungen um insgesamt rund 33 Basispunkte bis zum Jahresende 2024 eingepreist wurden, waren es am 16. Oktober Zinssenkungen um insgesamt rund 49 Basispunkte.

**Abbildung 13**  
€STR-Terminzinssätze



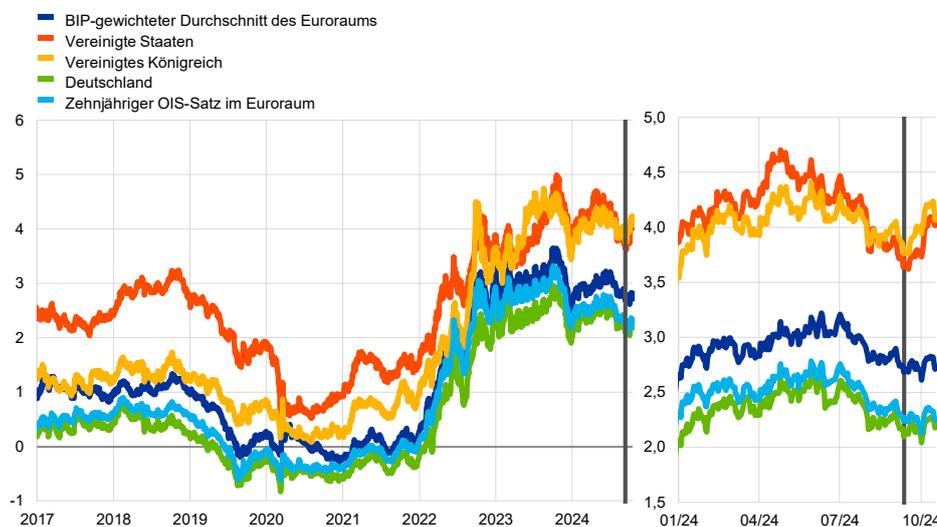
Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Terminzinsskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

**Seit den September-Beschlüssen des EZB-Rats sind die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum geringfügig gesunken. Anders verhielt es sich bei den entsprechenden Zinssätzen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich** (siehe Abbildung 14). Der zehnjährige OIS-Satz im Eurogebiet zeigte sich im Berichtszeitraum schwankungsanfällig, weil die eingehenden Daten für das Eurogebiet und die Bedenken hinsichtlich der Spannungen im Nahen Osten zu Unsicherheit bezüglich der Konjunkturaussichten führten. Unter dem Strich sank er um 3 Basispunkte auf rund 2,3 %. Der leichte Rückgang der langfristigen risikofreien Nominalzinssätze im Euroraum spiegelte die Erwartungen der Märkte hinsichtlich des geldpolitischen Pfads der EZB wider. Dagegen stiegen die risikofreien Zinssätze in den Vereinigten Staaten an. Dort war eine kräftige Zunahme der langfristigen Nominalzinsen zu verzeichnen: Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen erhöhte sich um 34 Basispunkte auf 4,0 %. Dieser Anstieg war darauf zurückzuführen, dass die Arbeitsmarktdaten für die USA stärker als erwartet ausfielen, die Inflationserwartungen zunahmen und die Märkte ihre Erwartungen in Bezug auf das künftige Niveau der US-Nominalzinssätze über alle Laufzeiten hinweg anpassten. In der Folge vergrößerte sich die Differenz zwischen den langfristigen risikofreien Zinssätzen im Euroraum und jenen in den Vereinigten Staaten um etwa 36 Basispunkte. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs erhöhte sich um 28 Basispunkte auf 4,1 %.

## Abbildung 14

### 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 16. Oktober 2024.

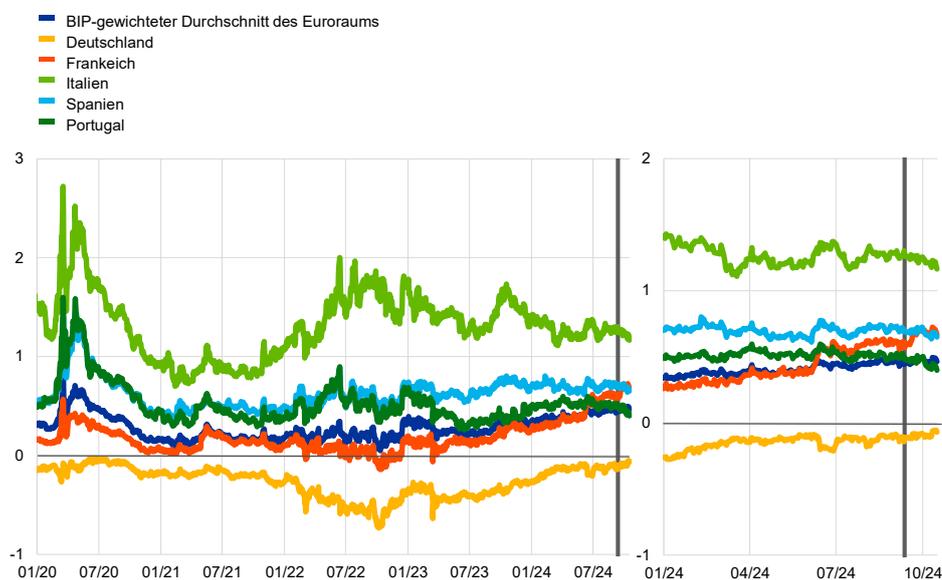
#### Die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus dem Euroraum gaben im Einklang mit den risikofreien Zinssätzen überwiegend nach (siehe

Abbildung 15). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet sank bis zum Ende des Berichtszeitraums um 1 Basispunkt und belief sich auf rund 2,7 %. Ihr Abstand zum OIS-Satz vergrößerte sich um 2 Basispunkte. Lediglich bei zehnjährigen französischen Staatsanleihen weitete sich der Renditeabstand gegenüber dem zehnjährigen OIS-Satz im Berichtszeitraum aus, und zwar um 9 Basispunkte. Ursächlich hierfür war die Unsicherheit über die Haushaltsaussichten Frankreichs. Bei zehnjährigen deutschen Staatsanleihen wurde der Abstand unterdessen um 5 Basispunkte weniger negativ. Bei griechischen, spanischen, italienischen und portugiesischen Staatsanleihen verringerten sich die Renditeabstände um 5 bis 11 Basispunkte. Ausschlaggebend hierfür waren eine verstärkte Risikobereitschaft an den Finanzmärkten und eine positivere Stimmung bezüglich der Haushaltsaussichten für einige dieser Länder. Beispielsweise verbesserte Fitch den Ausblick für das Rating Portugals (aktuell A-) von „stabil“ auf „positiv“, da die Agentur einen weiteren Rückgang der portugiesischen Schuldenquote erwartet.

### Abbildung 15

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 16. Oktober 2024.

**Im Einklang mit der Entwicklung der Aktienkurse verringerten sich die Renditeabstände von Unternehmensanleihen sowohl bei Investment-Grade-Papieren als auch im Hochzinsbereich.** Die Renditeabstände von

Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating wiesen Schwankungen auf, verkleinerten sich aber bis zum Ende des Berichtszeitraums um insgesamt 7 Basispunkte. Diese Verringerung war bei Anleihen finanzieller wie auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu beobachten, wobei sie bei Finanzunternehmen jedoch stärker ausfiel. Auch im Hochzinssegment verengten sich die Spreads im Zuge der höheren Risikoneigung, und zwar um 8 Basispunkte. Hochverzinsliche Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen entwickelten sich im Berichtszeitraum dynamischer als entsprechende Anleihen von Finanzunternehmen.

**An den Börsen im Eurogebiet wurden im Berichtszeitraum aufgrund der gestiegenen Risikobereitschaft Gewinne erzielt** (siehe Abbildung 16). Damit

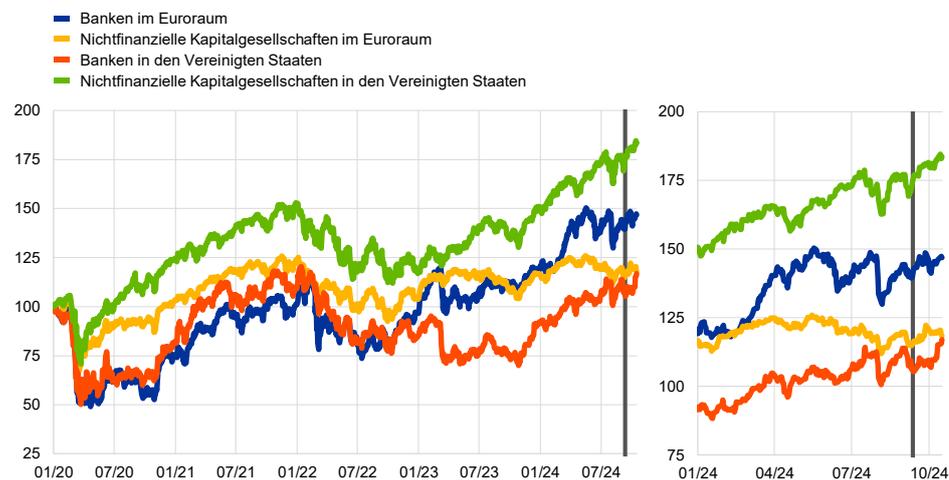
setzte sich der allgemeine Erholungstrend fort, der nach der Verkaufswelle im Sommer eingesetzt hatte. Trotz niedrigerer Gewinnerwartungen waren die Anleger verstärkt bereit, Risiken einzugehen. Dabei trug die Aktienrisikoprämie maßgeblich zum Anstieg der Aktienkurse bei. Die marktbreiten Aktienindizes im Eurogebiet legten um 2,1 % zu. Die Kurse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erhöhten sich um 2,1 % und die Notierungen von Banken um 3,3 %. In den Vereinigten Staaten wurden noch höhere Kursgewinne erzielt als im Euroraum, da die veröffentlichten Wirtschaftsdaten für die USA besser ausfielen als prognostiziert und damit den Erwartungen einer stärkeren Entwicklung der Wirtschaft Auftrieb verliehen. So stieg der marktweite Aktienkursindex in den USA um 4,7 %, wobei die Notierungen

nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften rund 4,4 % und Bankwerte rund 11,1 % zulegte.

### Abbildung 16

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

(Index: 1. Januar 2020 = 100)



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

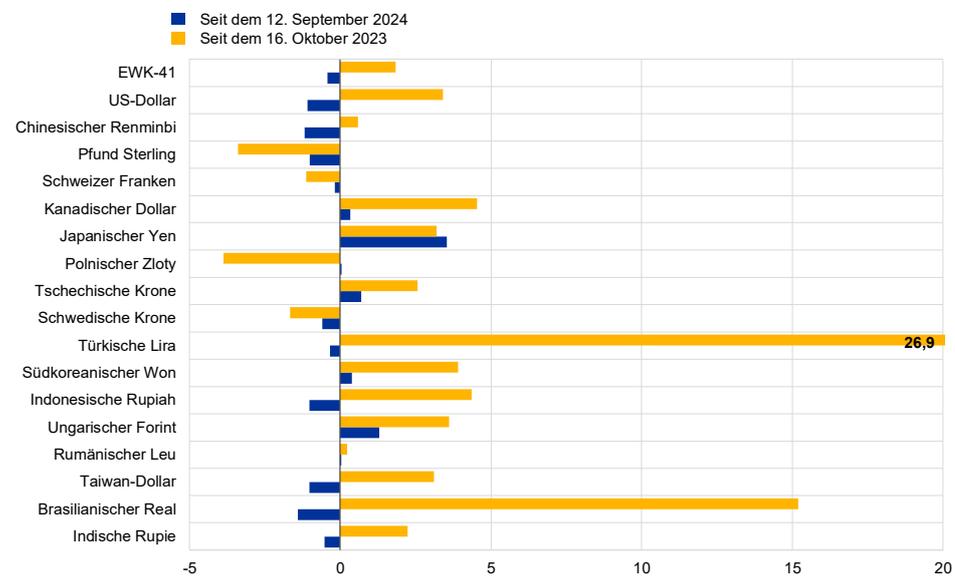
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 12. September 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 16. Oktober 2024.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar etwas ab. Auch in handelsgewichteter Rechnung verlor er an Wert, jedoch weniger stark** (siehe Abbildung 17). Die wichtigsten Währungen blieben innerhalb der in letzter Zeit verzeichneten Handelsspannen und zeigten nur eine geringe Volatilität. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, gab im Berichtszeitraum geringfügig (um 0,4 %) nach. Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro moderat ab (-1,1 %). Dies war im Wesentlichen auf Schwankungen der globalen Risikoneigung zurückzuführen, die den US-Dollar insgesamt stärker beeinflussten, sowie auf überraschend positive Wirtschaftsdaten, die den Euro belasteten, den US-Dollar hingegen stützten. Der japanische Yen erholte sich kurzzeitig, wertete dann aber wieder auf breiter Front ab und büßte gegenüber dem Euro 3,5 % ein. In Relation zum chinesischen Renminbi gab der Euro um 1,2 % nach. Grund hierfür war die Ankündigung eines Konjunkturpakets der chinesischen Regierung, das gezielte Maßnahmen zur Stützung des Aktienmarkts vorsieht. Darüber hinaus wertete die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Schweizer Franken ab (-0,2 %), da die Märkte ihre Erwartungen bezüglich Zinssenkungen der Schweizerischen Nationalbank in den kommenden Monaten zurückschraubten. Auch gegenüber dem Pfund Sterling verlor der Euro an Wert (-1,0 %) – vor allem, nachdem die September-Beschlüsse der Bank of England von den Märkten als leicht restriktiv interpretiert wurden.

### Abbildung 17

#### 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 16. Oktober 2024.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

*Die kürzerfristigen Marktzinsen sind seit der Sitzung des EZB-Rats im September 2024 zurückgegangen. Verantwortlich hierfür waren vor allem schwächere Wirtschaftsdaten für den Euroraum und der weitere Inflationsrückgang. Bei nach wie vor restriktiven Finanzierungsbedingungen sanken die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Immobilienkredite im August leicht auf 5,0 % bzw. 3,7 %. Der Indikator der Finanzierungskosten der Banken und die Zinsen für Bankkredite im Euroraum lagen im August weiterhin auf einem restriktiven Niveau. Die Dynamik der Bankkreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte war angesichts der hohen Kreditzinsen, des schwachen Wirtschaftswachstums und der strengen Kreditrichtlinien nach wie vor gedämpft. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2024 blieben die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im dritten Quartal dieses Jahres unverändert, nachdem sie zuvor mehr als zwei Jahre lang kontinuierlich verschärft worden waren. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden indessen weiter gelockert. Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten stieg im dritten Quartal, blieb aber insgesamt gering, während sich die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten deutlich erholte. Vor dem Hintergrund eines leichten Rückgangs des langfristigen risikofreien Zinssatzes und einer sinkenden Aktienrisikoprämie verbilligten sich im Zeitraum vom 12. September bis zum 16. Oktober 2024 die marktbasierende Fremdfinanzierung der Unternehmen wie auch ihre Finanzierung über Eigenkapital. 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 waren weiterhin hoch.** Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken liegt seit Januar 2024 stabil auf einem hohen Niveau und verzeichnete lediglich im August eine geringfügige Abnahme (siehe Abbildung 18, Grafik a). Davor war er zuletzt im Herbst 2023 zurückgegangen. Die Finanzierungskosten der Banken sind nach wie vor hoch, da sich die Refinanzierung im Zuge der Anpassung an das höhere Zinsumfeld und der schrittweisen Einstellung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs) weiter in Richtung teurerer Finanzierungsquellen verlagert. Die Zinssätze für Termineinlagen sanken im August leicht, während die Zinsen für täglich fällige Einlagen und für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist weitgehend unverändert und somit in der Nähe der Höchststände des aktuellen Zyklus blieben. Die Renditen von Bankanleihen, die eine teurere Finanzierungsquelle darstellen als Einlagen, sanken deutlich (siehe Abbildung 18, Grafik b). Grund hierfür war der Rückgang des langfristigen risikofreien Zinssatzes (siehe Abschnitt 4).

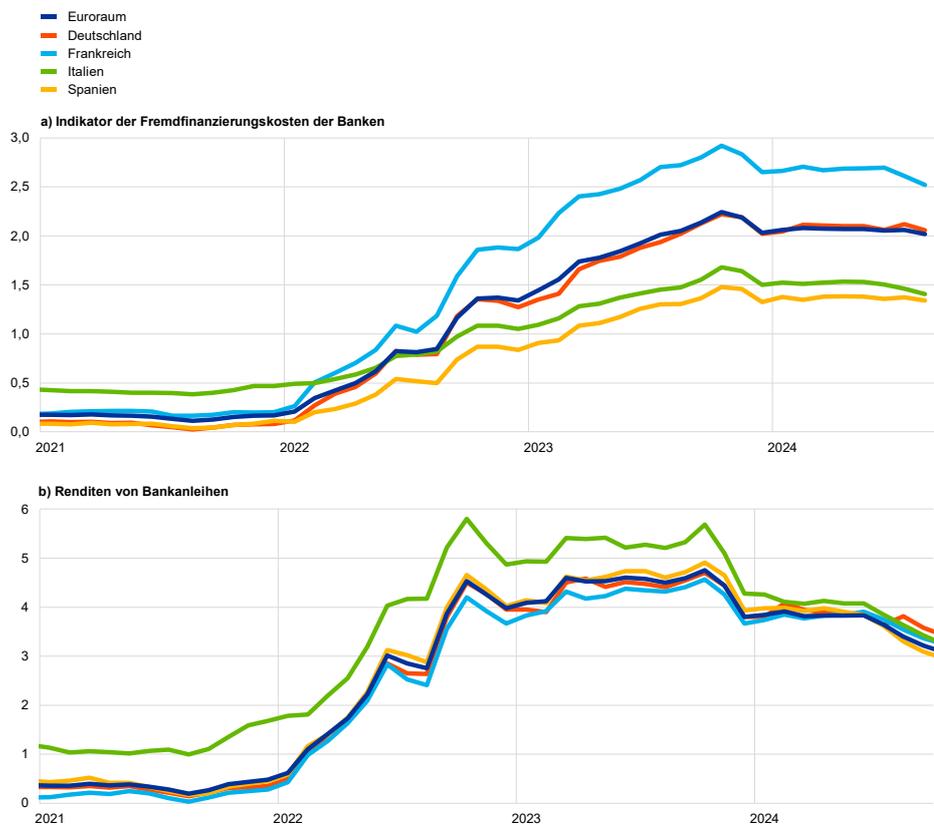
**Die Bankbilanzen erwiesen sich trotz des schwachen wirtschaftlichen Umfelds und der zunehmenden Unsicherheit insgesamt als widerstandsfähig.** Im zweiten Quartal 2024 stockten die Banken ihre Kapitalausstattung weiter auf, sodass ihre Eigenkapitalquoten deutlich über den Anforderungen für das harte Kernkapital (CET 1) blieben. Die Rentabilität der Banken war im zweiten Quartal vor dem Hintergrund solider Zinserträge und relativ geringer Rückstellungen für Kreditverluste

weiter hoch. Die Bestände an notleidenden Krediten (NPL-Bestände) veränderten sich gegenüber dem niedrigen Niveau vom ersten Quartal 2024 kaum. Allerdings stieg der Anteil der Kredite mit erhöhtem Ausfallrisiko (Stufe-2-Kredite) im Vergleich zum Vorjahr leicht an, insbesondere bei den Ausleihungen an kleine Unternehmen. Perspektivisch deutet dies auf eine Verschlechterung der Aktivaqualität und einen höheren Rückstellungsbedarf der Banken hin.

### Abbildung 18

#### 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 August 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken in Grafik a) bzw. den 16. Oktober 2024 (Renditen von Bankanleihen in Grafik b).

**Die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte sanken geringfügig, lagen aber immer noch in der Nähe der Höchststände der vergangenen zwölf Jahre.** Die Zinsen für neue Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gingen im August um 6 Basispunkte auf 5,01 % zurück (siehe Abbildung 19, Grafik a). Dabei waren jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern und Laufzeiten zu beobachten. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte lagen im August bei 3,72 %, verglichen

mit 3,75 % im Juli (siehe Abbildung 19, Grafik b). Allerdings gab es auch hier Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.

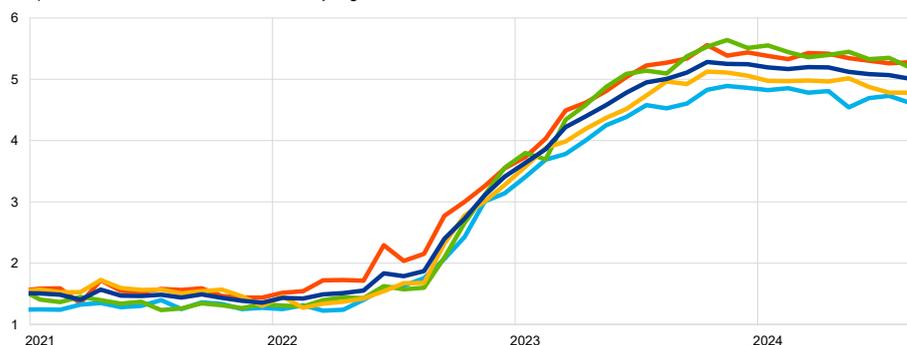
### Abbildung 19

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

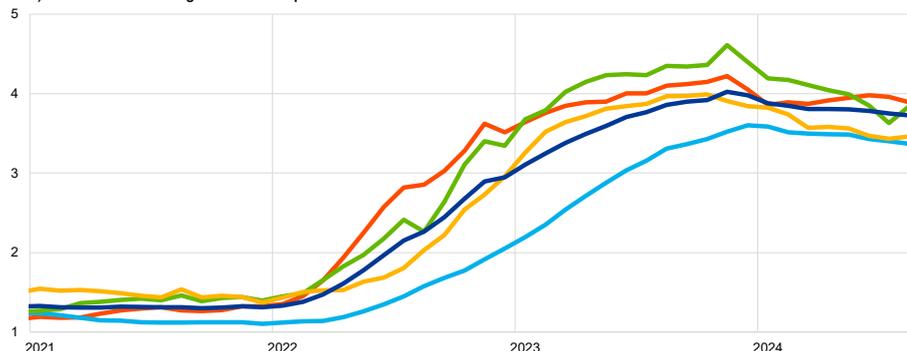
(in % p. a.)



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 August 2024.

**In der Zeit vom 12. September bis zum 16. Oktober 2024 verringerten sich die Kosten der Unternehmen für die marktbasierende Fremdfinanzierung und die Finanzierung über Eigenkapital.** Auf Basis der verfügbaren Monatswerte beliefen sich die Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (d. h. die Kosten der Bankkreditaufnahme, der marktbasierenden Fremdfinanzierung und der Finanzierung über Eigenkapital) im August auf 6,1 %.<sup>9</sup> Sie waren damit etwas niedriger als im Juli und lagen auch unter dem Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 20). Zurückzuführen war dies auf eine Verbilligung aller Kostenkomponenten, insbesondere aber der Eigenkapitalfinanzierung. Die Tageswerte vom 12. September bis zum 16. Oktober 2024 bestätigen, dass die Kosten sowohl der marktbasierenden Fremdfinanzierung als auch der

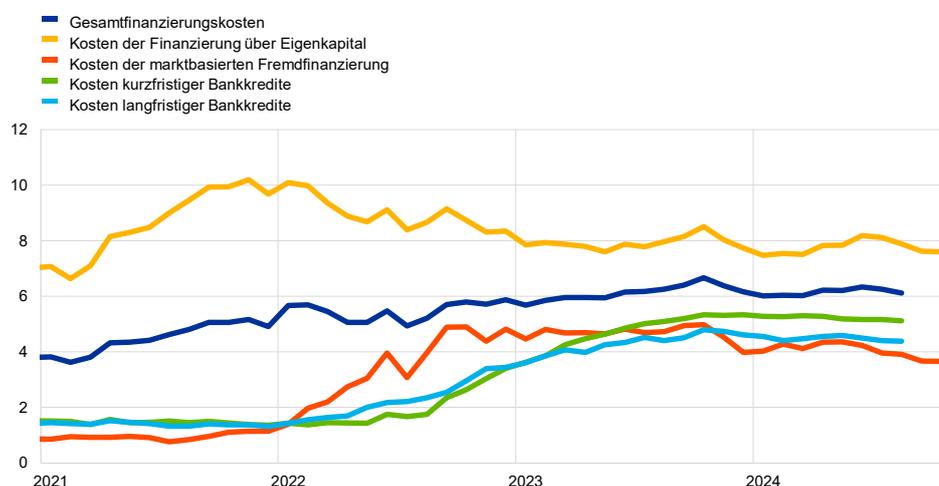
<sup>9</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis August 2024 vor.

Eigenkapitalfinanzierung weiter abnahmen. Dies geschah vor dem Hintergrund eines leichten Rückgangs des langfristigen risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps (OIS-Satz) bestimmt). Die sinkenden Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung waren auf eine deutliche Abwärtsverlagerung der OIS-Kurve im Bereich der Laufzeiten von bis zu zwei Jahren und die etwas geringeren Renditeabstände von Unternehmensanleihen zurückzuführen. Die günstigere Finanzierung über Eigenkapital war indessen eher der niedrigeren Aktienrisikoprämie als dem leichten Rückgang des langfristigen risikofreien Zinssatzes zuzuschreiben.

### Abbildung 20

#### 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 16. Oktober 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf August 2024 (Monatswerte).

#### Die Kreditdynamik blieb im August schwach, wobei die Kreditvergabe an private Haushalte jedoch erste Anzeichen einer Verbesserung aufwies.

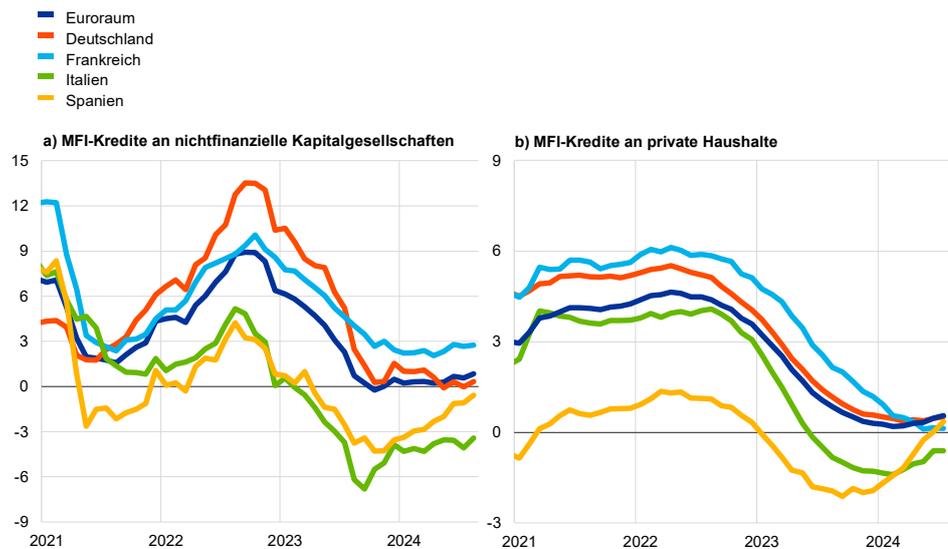
Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen erhöhte sich im August auf 0,8 % nach 0,6 % im Juli (siehe Abbildung 21). Dies war allerdings einem großen Basiseffekt geschuldet. Es wurden weniger kurzfristige Kredite an Unternehmen vergeben, was nur teilweise durch eine lebhaftere Gewährung von Krediten mit längeren Laufzeiten (von mehr als einem Jahr) ausgeglichen wurde. Indessen begaben die Unternehmen im August per saldo mehr Anleihen, wodurch der negative Nettoabsatz vom Juli weitgehend wettgemacht wurde. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte erhöhte sich leicht von 0,5 % im Juli auf 0,6 % im August, weil sich die kurzfristige Dynamik der Kernkomponenten im Sommer aufgrund einer regeren Vergabe von Wohnungsbaukrediten etwas belebte. So stieg die Jahreswachstumsrate der Wohnungsbaukredite im August auf 0,6 %, während die Jahreswachstumsrate der Konsumentenkredite stabil bei 2,8 % blieb. Die sonstigen Kredite an private Haushalte wiesen unterdessen weiterhin ein

negatives Wachstum auf. Ihre Jahresänderungsrate lag im August bei -2,5 %. In der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom August 2024 meldeten unter dem Strich noch immer viele Befragte, dass der Zugang zu Krediten in den vergangenen zwölf Monaten schwieriger geworden sei und sich in den nächsten zwölf Monaten sogar noch weiter verschlechtern dürfte.

### Abbildung 21

#### MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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 August 2024.

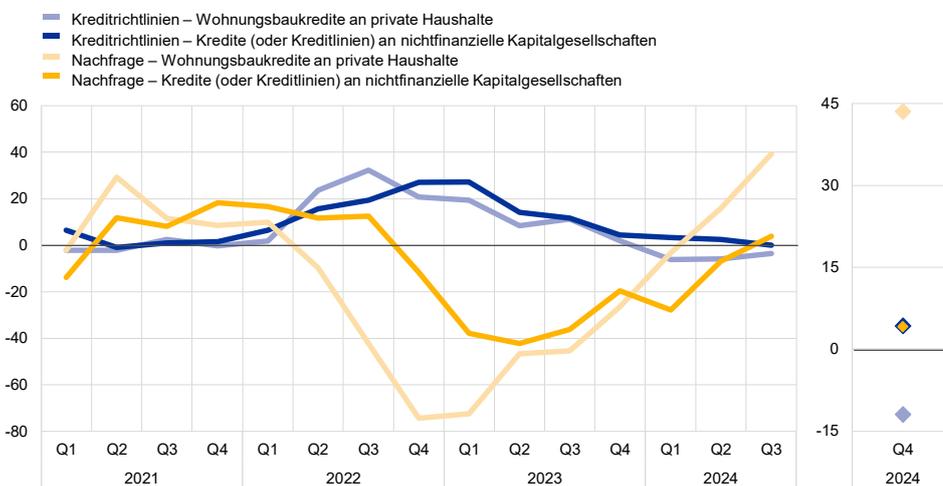
**Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum vom Oktober 2024 blieben die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten im dritten Quartal dieses Jahres unverändert, nachdem sie zuvor mehr als zwei Jahre lang kontinuierlich verschärft worden waren. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite wurden indessen weiter gelockert** (siehe Abbildung 22).

Die Banken beließen ihre Richtlinien für Kredite an Unternehmen im dritten Quartal unverändert, nachdem sie sie zuvor mehr als zwei Jahre lang immer restriktiver ausgestaltet hatten. Der Risikowahrnehmung schrieben sie allerdings nach wie vor einen leicht verschärfenden Effekt zu. Die Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte wurden etwas stärker gelockert als erwartet. Grund hierfür war in erster Linie der Wettbewerbsdruck durch andere Banken. Unterdessen wurden die Richtlinien für Konsumentenkredite restriktiver gestaltet als erwartet, wofür hauptsächlich höhere wahrgenommene Risiken verantwortlich waren. Für das vierte Quartal 2024 erwarten die Banken eine Verschärfung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmens- und Konsumentenkrediten. Bei den Wohnungsbaukrediten rechnen sie hingegen mit einer erneuten Lockerung.

## Abbildung 22

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

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



Quelle: Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum.

Anmerkung: Bei den Fragen zu den Kreditrichtlinien ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich verschärft“ oder „leicht verschärft“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „etwas gelockert“ oder „deutlich gelockert“ angaben. Bei den Fragen zur Kreditnachfrage ist der Nettoanteil definiert als die Differenz zwischen der Summe der jeweiligen Prozentsätze der Banken, die mit „deutlich gestiegen“ oder „leicht gestiegen“ antworteten, und der Summe der Prozentsätze der Banken, die „leicht gesunken“ oder „deutlich gesunken“ angaben. Die Rauten stellen die Erwartungen der Banken in der aktuellen Erhebung dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das dritte Quartal 2024.

**Im dritten Quartal 2024 meldeten die Banken erstmals seit dem dritten Quartal 2022 eine moderat gestiegene Kreditnachfrage der Unternehmen. Insgesamt blieb ihre Nachfrage jedoch gering. Bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte war indes eine kräftige Erholung der Nachfrage zu beobachten.** Die gestiegene Kreditnachfrage der Unternehmen war auf die niedrigen Zinsen zurückzuführen, während die Anlageinvestitionen nur eine geringe Rolle spielten. Was die privaten Haushalte anbelangt, so war deren Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten vor allem den sinkenden Zinsen und verbesserten Aussichten am Wohnimmobilienmarkt zuzuschreiben. Ihre Nachfrage nach Konsumentenkrediten wurde durch das gestiegene Verbrauchervertrauen und die Ausgaben für Gebrauchsgüter gestützt. Für das vierte Quartal 2024 erwarten die Banken eine regere Nachfrage in allen Darlehenskategorien und insbesondere bei den Wohnungsbaukrediten.

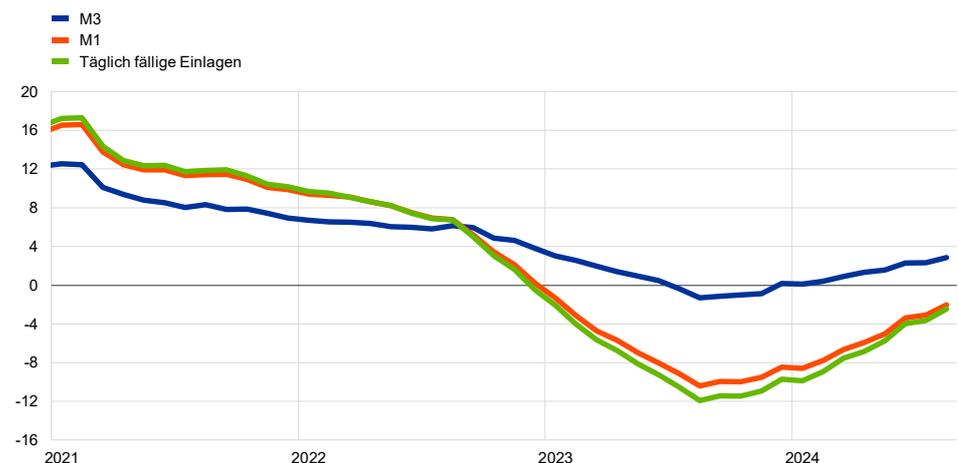
**Aus den Antworten auf die Zusatzfragen der Umfrage geht hervor, dass die Leitzinsentscheidungen der EZB das Zinsergebnis der Banken erstmals seit Ende 2022 negativ beeinflussten.** Die Banken berichteten, dass die Zinsschritte der EZB ihre Nettozinssmargen in den vergangenen sechs Monaten gedämpft hätten. Die Wirkung auf das Volumen der zinstragenden Aktiva und Passiva sei weiterhin negativ. Die Banken gehen davon aus, dass sich die negativen Auswirkungen der EZB-Zinspolitik auf ihre Margen noch verstärken werden. In der Folge dürfte sich auch ihre Ertragslage insgesamt gegenüber den hohen Erträgen während des geldpolitischen Straffungszyklus 2022-2023 verschlechtern. Zudem erwarten die Banken, dass steigende Rückstellungen und Wertminderungen die Ertragslage geringfügig belasten werden. Der Abbau des geldpolitischen Wertpapierportfolios

der EZB hatte in den letzten sechs Monaten ebenfalls einen leicht negativen Effekt auf die Marktfinanzierungsbedingungen der Banken im Euroraum. Die Banken gaben überdies an, dass sich das Auslaufen der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) weiterhin negativ auf ihre Liquiditätsposition auswirkte. In Anbetracht der geringen Beträge, die bei diesen Geschäften noch ausstehen, berichteten die Banken jedoch von weitgehend neutralen Auswirkungen auf ihre allgemeinen Finanzierungsbedingungen sowie von einem neutralen Effekt auf ihre Kreditbedingungen und das Kreditvolumen.

**Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) erholte sich weiter. Die Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland leisteten dabei erneut den größten Beitrag zur Geldschöpfung.** Im August stieg das jährliche Wachstum von M3 auf 2,9 % nach 2,3 % im Juli (siehe Abbildung 23). Die Jahresänderungsrate der eng gefassten Geldmenge (M1), welche die liquidesten Komponenten von M3 umfasst, war zwar nach wie vor negativ, aber das Tempo des Rückgangs verlangsamte sich weiter, und zwar von -3,1 % im Juli auf -2,1 % im August. Auch die täglich fälligen Einlagen nahmen zuletzt weniger stark ab. Ihre Jahresänderungsrate stieg von -3,6 % im Juli auf -2,5 % im August. Den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum leisteten nach wie vor die Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland. Die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen trug hingegen weiterhin nur marginal zur Geldschöpfung bei. Gedämpft wurde die Geldmengendynamik indessen durch die fortwährende Verkürzung der Bilanz des Eurosystems sowie dadurch, dass die Banken angesichts des Auslaufens der GLRGs bis Ende 2024 verstärkt langfristige Bankanleihen emittierten, die nicht zu M3 zählen.

**Abbildung 23**  
M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024.

# Kästen

## 1 Geopolitische Fragmentierung von Greenfield-Direktinvestitionen weltweit und im Euroraum

Lukas Boeckelmann, Lorenz Emter, Isabella Moder, Giacomo Pongetti und Tajda Spital

**Der vorliegende Kasten befasst sich mit der jüngsten Entwicklung von Greenfield-Direktinvestitionen auf globaler Ebene und im Euroraum. Dabei wird auch untersucht, welchen Einfluss die Geopolitik diesbezüglich ausübt.**

Unternehmen und politische Entscheidungsträger suchen zunehmend nach Möglichkeiten, die Anfälligkeit ihrer Lieferketten zu verringern. Vor diesem Hintergrund ist es dringend erforderlich, die Entwicklung der Greenfield-Investitionen der jüngeren Zeit zu verstehen, denn sie könnte Vorbote einer Neuordnung internationaler Handelsnetzwerke sein. Käme es hier zu einer Fragmentierung, hätte dies für den Euroraum besonders schwerwiegende Konsequenzen.<sup>1</sup> Greenfield-Direktinvestitionen bezeichnen Investitionen von Unternehmen im Ausland mit dem Ziel, neue Produktionskapazitäten aufzubauen oder bestehende zu erweitern. In den vergangenen zehn Jahren beliefen sich die jährlichen Direktinvestitionsab- und -zuflüsse im Euroraum auf 1,4 % bzw. 0,6 % des BIP und weltweit (ohne Euroraum) auf 1,0 % bzw. 1,2 % des BIP. Mit einem Anteil von 19 % der globalen Direktinvestitionsabflüsse war das Eurogebiet in den vergangenen zwei Jahren der wichtigste Ausgangspunkt für Greenfield-Direktinvestitionen, gefolgt von den Vereinigten Staaten mit 15 %. Die in diesem Kasten verwendeten Angaben zu angekündigten Greenfield-Direktinvestitionsprojekten wurden einem Datensatz von fDi Markets entnommen.<sup>2</sup>

**Welche Auswirkungen eine geopolitische Fragmentierung auf die Richtung der Direktinvestitionsströme hätte, lässt sich im Vorhinein nicht sagen.** Einerseits

könnten Unternehmen und politische Entscheidungsträger bestrebt sein, die Produktion in Länder zu verlagern, die ihrem Land politisch nahestehen („Friendshoring“) oder die geografisch in der Nähe liegen („Nearshoring“). Ziel solcher Verlagerungen ist es, die Anfälligkeit der Lieferketten für geopolitische Spannungen zu verringern oder Vermögenswerte gegen etwaige künftige Verletzungen von Eigentumsrechten abzusichern. Andererseits wäre auch denkbar, dass Unternehmen ihre Investitionen in geopolitisch entfernten Ländern, also in Staaten, die in außenpolitischen Fragen einen deutlich anderen Standpunkt vertreten, erhöhen. Dies könnte dann geschehen, wenn Unternehmen vermuten,

<sup>1</sup> Eine geoökonomische Fragmentierung des Handels würde das Eurogebiet belasten, denn das BIP würde um mehr als 2 % sinken und die Verbraucherpreise um nahezu 4 % steigen. Siehe auch EZB, [Friendshoring globaler Wertschöpfungsketten: eine modellbasierte Bewertung](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 2/2023.

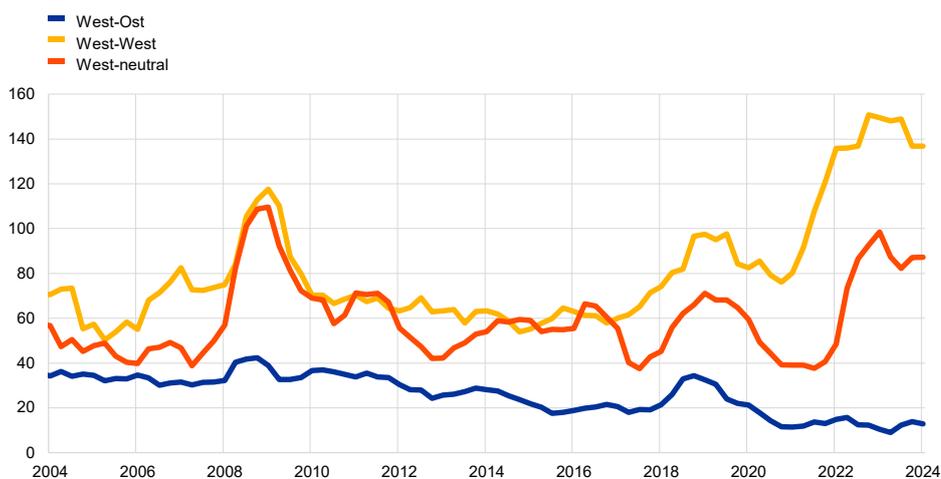
<sup>2</sup> Die Daten stammen überwiegend aus öffentlich verfügbaren Quellen (z. B. Medien, Industrieverbänden und Wirtschaftsinformationsdiensten zur Investitionsförderung). Sie liefern Informationen zu einzelnen Direktinvestitionen für mehr als 300 000 angekündigte Greenfield-Projekte in 186 Ländern im Zeitraum ab Januar 2003.

dass Handelsspannungen ihren Zugang zu lokalen Märkten in Zukunft behindern könnten.

**Die aggregierten Greenfield-Direktinvestitionsströme weisen bereits jetzt vermehrt Anzeichen einer Fragmentierung entlang geopolitischer Bruchlinien auf.** Westliche Unternehmen weiten ihre Investitionen in politisch nahestehenden (westlichen) Ländern aus und fahren zugleich ihre Investitionen in geopolitisch entfernten (östlichen) Ländern zurück.<sup>3</sup> Die Greenfield-Direktinvestitionsströme innerhalb des westlichen Blocks sind seit 2016 im Steigen begriffen. Die Zu- und Abflüsse zwischen dem östlichen und dem westlichen Block haben dagegen abgenommen, was darauf hindeutet, dass westliche Unternehmen bei der Planung ihrer Produktionskapazitäten zunehmend Friend- oder Nearshoring betreiben (siehe Abbildung A). Der Anstieg der Greenfield-Investitionen innerhalb der Blöcke steht im Einklang mit den Erkenntnissen aus Earnings Calls. Im Rahmen dieser Informationsveranstaltungen wurde erheblich häufiger auf den Begriff Friendshoring verwiesen.

**Abbildung A**  
Weltweite Greenfield-Direktinvestitionsströme

(gleitender Vierquartalsdurchschnitt; in Mrd. USD)



Quellen: fDi Markets und EZB-Berechnungen.

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

**Bei den Direktinvestitionen des Eurogebiets in Nicht-Euro-Ländern ist dieser Trend ebenfalls zu beobachten. So fließen Greenfield-Investitionen mehr und mehr in geopolitisch nahestehende Länder wie die Vereinigten Staaten.** Die Direktinvestitionsabflüsse des Euroraums scheinen zunehmend Ländern des westlichen Blocks, insbesondere den USA, zuzufließen. Ein Grund hierfür könnte das Gesetz zur Inflationsbekämpfung (Inflation Reduction Act – IRA) in den Vereinigten Staaten sein. Es bietet den Unternehmen im Euroraum Anreize, ihre

<sup>3</sup> Zu Analysezielen wird hier angenommen, dass sich die Weltwirtschaft in drei Blöcke untergliedert: einen „westlichen“ Block (ausgerichtet auf die Vereinigten Staaten), einen „östlichen“ Block (ausgerichtet auf China) und einen „neutralen“ Block, der die übrigen Länder umfasst, die sich keinem Block zuordnen lassen. Diese Klassifizierung basiert auf dem geopolitischen Index, der in einem Sonderbeitrag mit dem Titel [Geopolitical fragmentation risks and international currencies](#) in: EZB, The international role of the euro, Juni 2023, beschrieben wurde.

Produktionsanteile in den USA zu erhöhen (Local Content).<sup>4</sup> Ein erheblicher Teil der Greenfield-Direktinvestitionsströme in den Euroraum stammt wiederum aus den USA. Im Jahr 2023 waren es mehr als 30 %. Die zuletzt verzeichnete Zunahme der Investitionen im Eurogebiet ist offenbar Teil eines allgemeineren Trends, bei dem US-Investitionen aus China abgezogen werden und politisch näherstehenden sowie neutralen Ländern zufließen.

**Die Direktinvestitionsströme zwischen den rivalisierenden Blöcken sind relativ gering. Dennoch gibt es auch Hinweise darauf, dass Unternehmen ihre Investitionen zwischen den geopolitischen Blöcken in Erwartung von protektionistischen Maßnahmen und Vergeltungszöllen ausgeweitet haben.**

Die verfügbaren Daten lassen darauf schließen, dass die Direktinvestitionen Chinas im neutralen und im westlichen Block etwa zu der Zeit sprunghaft zunahm, als das IRA verabschiedet wurde. Dies legt nahe, dass chinesische Unternehmen ihre Produktion aufgrund der verschärften Local-Content-Anforderungen des IRA verlagert haben (siehe Abbildung B, Grafik a), um Handelsbeschränkungen für ihre Waren zu umgehen. Eine ähnliche Entwicklung war auch nach 2016 zu beobachten. Zu jener Zeit kam es zeitgleich mit der Androhung höherer US-Zölle auf chinesische Waren zu einem Anstieg der chinesischen Direktinvestitionsströme in den westlichen und den neutralen Block. Während zudem die Greenfield-Direktinvestitionen des Euroraums in China in der Gesamtbetrachtung tendenziell immer weiter zurückgehen, haben deutsche Unternehmen, vor allem aus dem Automobilsektor, ihre Investitionen in China in den vergangenen Jahren ausgeweitet. Unterdessen gibt es Belege dafür, dass chinesische Unternehmen ihre Produktionsanteile in der EU erhöhen (siehe Abbildung B, Grafik b). Dies geschieht zumeist in Ländern außerhalb des Euroraums, insbesondere in Ungarn, und könnte auch damit zusammenhängen, dass die Unternehmen ihre Produktion vorsorglich verlagern, da sie mit zunehmenden Handelsspannungen rechnen.

---

<sup>4</sup> Mit dem IRA werden die Anstrengungen der USA im Kampf gegen den Klimawandel deutlich verstärkt. Das Gesetz soll den Vereinigten Staaten dazu verhelfen, wichtige klimafreundliche Technologien für sich zu gewinnen. Dabei werden beträchtliche finanzielle Anreize (z. B. Steuergutschriften für den Erwerb von Elektrofahrzeugen und Ausrüstungsinvestitionen im Bereich der erneuerbaren Energien) gewährt, die an Local-Content-Anforderungen geknüpft sind.

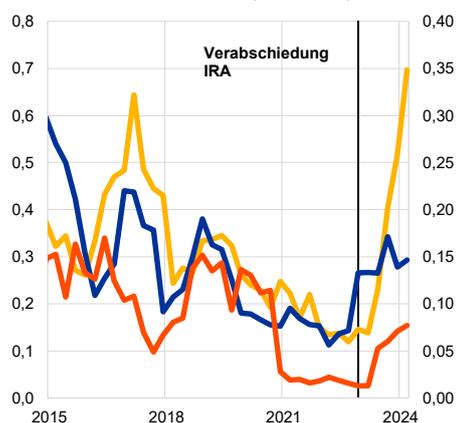
## Abbildung B

### Greenfield-Direktinvestitionen aus China

#### a) Chinesische Direktinvestitionsströme nach geopolitischen Blöcken

(Vierteljahrsumme, in % des chinesischen BIP)

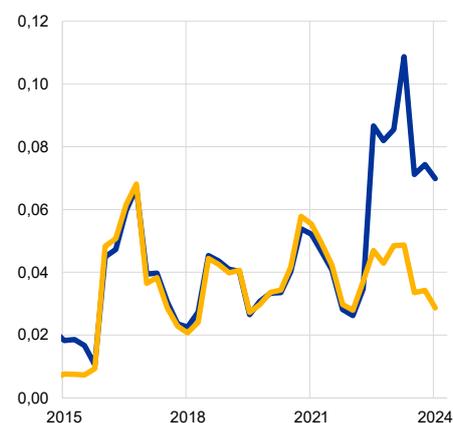
- China in westlichen Block (rechte Skala)
- China in neutralen Block
- China in östlichen Block (rechte Skala)



#### b) Chinesische Direktinvestitionsströme in die EU und den Euroraum

(Vierteljahrsumme, in % des EU-/euroraumweiten BIP)

- China in die EU
- China in den Euroraum



Quellen: fDi Markets und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die vertikale Linie in Grafik a markiert das dritte Quartal 2022, den Zeitpunkt der Verabschiedung des Gesetzes zur Inflationsbekämpfung (IRA). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024.

#### Eine formale ökonomische Analyse legt nahe, dass sich die Fragmentierung entlang der geopolitischen Bruchlinien mit der Zeit verstärkt hat.

Anhand eines Gravitationsmodells werden die Direktinvestitionsströme innerhalb des westlichen und des östlichen Blocks sowie die Ströme zwischen diesen Blöcken untersucht.<sup>5</sup> Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Entwicklung der weltweiten Direktinvestitionsflüsse entlang der geopolitischen Bruchlinien (siehe Abbildung A) nicht durch länderspezifische Merkmale (z. B. das Wirtschaftswachstum) bestimmt wurde, sondern dass sie die zunehmende geopolitische Zersplitterung widerspiegelt. Schätzungen zufolge waren die Direktinvestitionen innerhalb der geopolitischen Blöcke (unabhängig von der geografischen Entfernung) in den drei Jahren bis zum ersten Quartal 2024 annähernd dreimal so hoch wie die Direktinvestitionen zwischen den Blöcken (siehe Abbildung C).

<sup>5</sup> Mithilfe eines Gravitationsmodells werden die vierteljährlichen Greenfield-Direktinvestitionsströme im Zeitraum vom ersten Quartal 2003 bis zum ersten Quartal 2024 für knapp 200 Herkunfts- und Zielländer geschätzt. Für die Direktinvestitionen innerhalb und zwischen den geopolitischen Blöcken werden Dummy-Variablen verwendet. Mit dem Gravitationsmodell lassen sich die Ströme innerhalb der Blöcke und zwischen dem westlichen und dem östlichen Block im Vergleich zu einer dritten Kategorie „Sonstige“ ermitteln. Darin erfasst sind die Direktinvestitionen zwischen den beiden genannten Blöcken und neutralen (d. h. keinem Block zugehörigen) Ländern sowie die Ströme zwischen den neutralen Ländern.

### Abbildung C

#### Direktinvestitionsströme innerhalb der Blöcke im Verhältnis zu solchen zwischen den Blöcken

(Verhältnis)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Hier werden die Koeffizienten der Direktinvestitionsströme innerhalb des westlichen und des östlichen Blocks im Verhältnis zu den Koeffizienten der Direktinvestitionsströme zwischen den beiden Blöcken dargestellt. Für die Schätzungen wird ein Gravitationsmodell für rollierende Zeitfenster von zwölf Quartalen im Zeitraum vom ersten Quartal 2003 bis zum ersten Quartal 2024 verwendet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (für die Schätzperiode vom zweiten Quartal 2021 bis zum ersten Quartal 2024).

#### Die ökonomische Evidenz belegt, dass sich geopolitische Zersplitterung insgesamt negativ auf Direktinvestitionen auswirkt.

Wie die Analyse zeigt, hat sich der Einfluss der geopolitischen Distanz auf die Greenfield-Direktinvestitionsströme weltweit und im Euroraum seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verstärkt (siehe Abbildung D).<sup>6</sup> Die Ergebnisse lassen darauf schließen, dass sich die globalen Direktinvestitionsströme durch die Ausweitung der geopolitischen Distanz schätzungsweise um rund 3 % (bzw. 30 Mrd. €) verringert haben.<sup>7</sup> Auch die Unternehmen im Euroraum planen deutlich geringere Greenfield-Direktinvestitionen in geopolitisch entfernteren Zielländern. Diese negative Beziehung hat sich seit dem russischen Angriff auf die Ukraine noch einmal deutlich verstärkt und manifestiert sich in einem Rückgang der Investitionsströme um jährlich 14 Mrd. €. Außerdem geht aus der Analyse hervor, dass die zunehmende geopolitische Kluft zwischen dem Euroraum und China im selben Zeitraum dazu

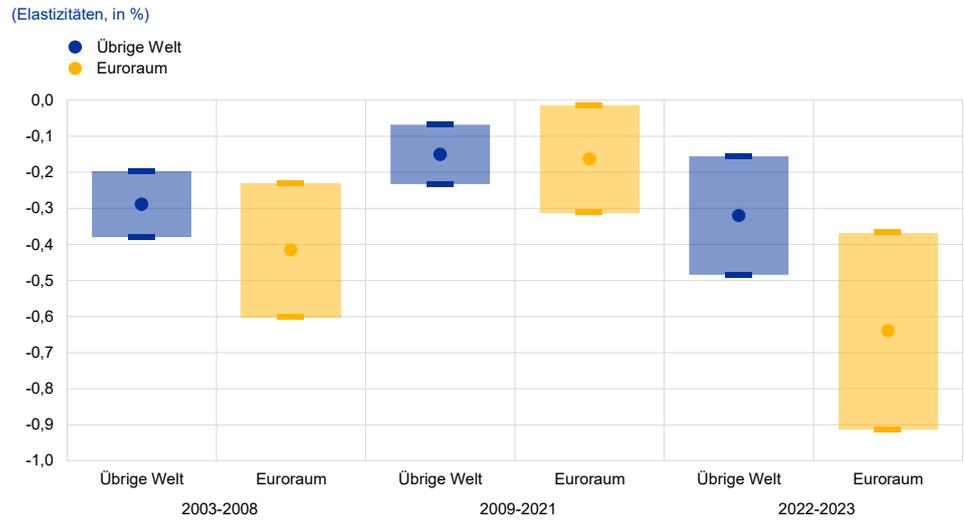
<sup>6</sup> Anstatt wie oben Dummy-Variablen für die geopolitische Orientierung zu verwenden, wird hier die geopolitische Distanz gemessen anhand des Index in: M. A. Bailey, A. Strezhnev und E. Voeten, Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data, *The Journal of Conflict Resolution*, Bd. 61, Nr. 2, 2017, S. 430-456. Dabei wird die geopolitische Distanz näherungsweise anhand des Abstimmungsverhaltens in der Generalversammlung der Vereinten Nationen bestimmt. Siehe hierzu S. Aiyar, D. Malacrino und A. F. Presbitero, Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows, *European Journal of Political Economy*, Bd. 83, 2024.

<sup>7</sup> Diese Effekte beziehen sich auf ein kontrafaktisches Szenario ohne geopolitische Spannungen, jedoch nicht zwangsweise auf ein kontrafaktisches Szenario, in dem die Unternehmen nicht optimal mit einer Diversifikation ihrer Lieferketten und Produktion sowie dem Erwerb eines Versicherungsschutzes gegen künftige Schocks auf die entsprechenden Risiken reagieren.

fürte, dass sich Direktinvestitionen zwischen den beiden Wirtschaftsräumen dem Wert nach um rund 20 % verringerten.<sup>8</sup>

### Abbildung D

Effekt der geopolitischen Distanz auf den Wert bilateraler Greenfield-Direktinvestitionsströme im Zeitverlauf



Quellen: fDi Markets und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Abgebildet sind die Koeffizienten für die geopolitische Distanz für den Euroraum und die übrige Welt resultierend aus Schätzungen eines Gravitationsmodells nach Aiyar et al., a. a. O. Die Punkte bilden Punktschätzungen ab, und die Balken beziehen sich auf das Konfidenzintervall von 95 %. Ohne Direktinvestitionsflüsse innerhalb des Euroraums.

### Es ist nach wie vor unklar, welche Auswirkungen die Verschiebung der Direktinvestitionsströme auf den Handel und die Produktion im Euroraum haben wird.

Einerseits könnte die heimische Produktion leiden, wenn Unternehmen im Eurogebiet ihre Produktion zunehmend in die Vereinigten Staaten oder andere Länder verlagern, beispielsweise als Reaktion auf Local-Content-Anforderungen. Andererseits könnten höhere Direktinvestitionsabflüsse die allgemeine Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Exporteure sichern. Außerdem könnten zum Beispiel durch verstärkte Direktinvestitionserträge in gewissem Umfang Arbeitsplätze im Inland (insbesondere hoch qualifizierte Jobs bei Unternehmensdienstleistungen) erhalten werden. Darüber hinaus scheinen die Euro-Länder und andere EU-Staaten auch von Direktinvestitionszuflüssen profitiert zu haben. Diese liegen seit 2022 im Durchschnitt bei 0,7 % des BIP und übertreffen damit die Vorpandemiewerte.<sup>9</sup> Sollte sich die Veränderung der globalen Greenfield-Direktinvestitionsflüsse entlang der geopolitischen Bruchlinien als Vorbote einer beschleunigten Fragmentierung des internationalen Handels erweisen, könnten sich die hier festgestellten Trends allgemein als nachteilig für die Produktion weltweit und im Euroraum erweisen.

<sup>8</sup> Diese Ergebnisse sind auch bei einer Herausnahme Russlands aus der Stichprobe robust. Damit lässt sich ausschließen, dass die höheren Schätzungen der Koeffizienten für die jüngste Vergangenheit durch eine allgemeine Entkopplung zwischen dem Westen (insbesondere dem Euroraum) und Russland bedingt sein könnten. Außerdem findet die Möglichkeit, dass der Euroraum – aufgrund seiner Nähe zum Konflikt oder des damit zusammenhängenden Energiepreisschocks – als Investitionsstandort generell weniger attraktiv geworden ist, durch die zeitvariablen fixen Effekte der Zielländer Berücksichtigung.

<sup>9</sup> Diese Entwicklung ist mit der in den Vereinigten Staaten vergleichbar, wo die Direktinvestitionszuflüsse seit 2022 durchschnittlich 0,6 % des BIP betragen und damit ebenfalls über dem vor der Pandemie verzeichneten Wert lagen.

Angesichts seiner größeren Handelsoffenheit und stärkeren Einbindung in globale Wertschöpfungsketten wäre eine solche Fragmentierung für das Eurogebiet mit größeren Nachteilen verbunden als für andere große Volkswirtschaften.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Siehe EZB, [Friendshoring globaler Wertschöpfungsketten: eine modellbasierte Bewertung](#), a. a. O.

## Der Zusammenhang zwischen Ölpreisen und US-Dollar: Erkenntnisse und wirtschaftliche Auswirkungen

Martino Ricci

**In den vergangenen Jahren ging ein Anstieg der Ölpreise oftmals mit einer Aufwertung des US-Dollar einher, was die Inflationsdynamik im Euroraum verstärkt haben könnte.** Historisch gesehen besteht kein eindeutiger

Zusammenhang zwischen den Ölpreisen und dem US-Dollar (siehe Abbildung A, Grafik a). In der Zeit nach der globalen Finanzkrise war die Korrelation tendenziell negativ. Wahrscheinlich handelte es sich hierbei nicht um einen kausalen Zusammenhang, sondern um das Ergebnis spezifischer Schocks, vor allem einer veränderten globalen Risikoaversion, wodurch sich die Ölpreise und der US-Dollar entgegengesetzt entwickelten (siehe Abbildung A, Grafik b).<sup>1</sup> Allerdings legen neuere Studien nahe, dass die Entwicklung der Vereinigten Staaten zu einem Ölexporteur dazu beigetragen hat, dass die Korrelation durchweg positiv wurde.<sup>2</sup> Da Rohöl vorwiegend in US-Dollar gehandelt wird, würde eine systematische positive Korrelation implizieren, dass die Ölpreise in Landeswährung volatiler sind als in US-Dollar. Dies könnte die preistreibenden Effekte von Ölschocks bei Nettoimporteuren wie dem Euroraum verstärken. Wie die hier vorgestellten empirischen Modelle zeigen, dürfte der Gleichlauf beider Variablen nach wie vor größtenteils auf spezifische Schocks zurückzuführen sein, die eine Entwicklung in dieselbe Richtung bewirkt haben, und nicht etwa auf eine strukturelle Veränderung des Zusammenhangs zwischen den Ölpreisen und dem US-Dollar.

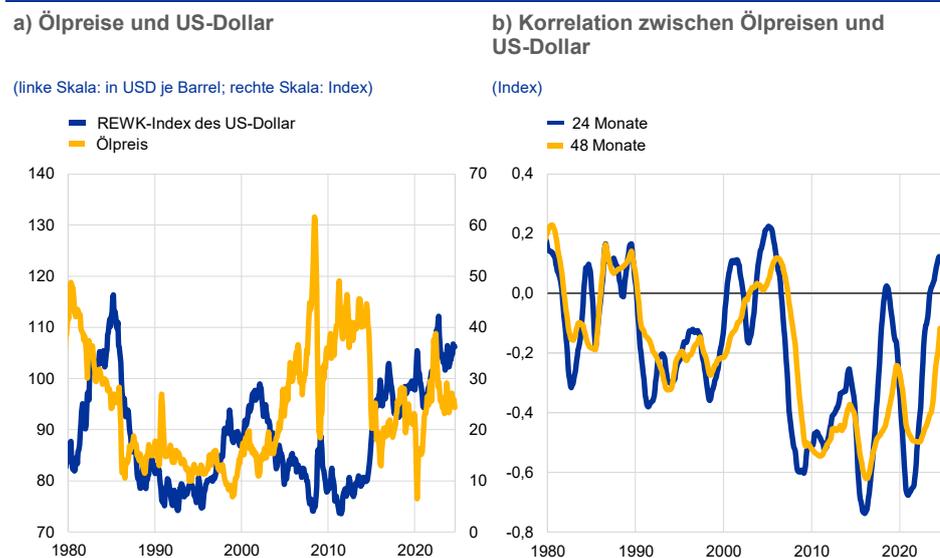
---

<sup>1</sup> Frühere Studien haben gezeigt, dass sich die negative Korrelation rund um den Zeitpunkt der globalen Finanzkrise im Großen und Ganzen durch den sprunghaften Anstieg der globalen Risikoaversion erklären lässt. Siehe M. Fratzscher, D. Schneider und I. Van Robays, [Oil prices, exchange rates and asset prices](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1689, 2014.

<sup>2</sup> Siehe B. Hofmann, D. Igna und D. Rees, [The changing nexus between commodity prices and the dollar: causes and implications](#), BIS Bulletin, Nr. 74, BIZ, 2023; D. Rees, [Commodity prices and the US Dollar](#), Working Papers der BIZ, Nr. 1083, 2023. Diese positive Korrelation ist allerdings keine neue Entwicklung. Sie war bereits vor 2007 zeitweise zu beobachten, als die Vereinigten Staaten noch Nettoimporteur von Rohöl waren.

## Abbildung A

### Entwicklung der Ölpreise und des US-Dollar und ihre Korrelation



Quellen: J.P. Morgan, U.S. Energy Information Administration und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024. In Grafik a steht „REWK-Index des US-Dollar“ für den eng gefassten Index des realen effektiven Wechselkurses des US-Dollar. „Ölpreis“ bezieht sich auf den Kassakurs der Rohölsorte West Texas Intermediate je Barrel in US-Dollar deflationiert um den Verbraucherpreisindex der Vereinigten Staaten. In Grafik b werden die über 24 und 48 Monate rollierenden Korrelationen anhand der monatlichen Veränderung der Variablen berechnet.

**Der Zusammenhang zwischen den Ölpreisen und dem US-Dollar könnte sich verändert haben, als die Vereinigten Staaten begannen, Öl in großem Umfang zu fördern und zu exportieren.** In den vergangenen 15 Jahren hat sich die Rohölförderung der Vereinigten Staaten mehr als verdoppelt (siehe Abbildung B, Grafik a). Grund hierfür sind der Schieferöl-Boom und die Aufhebung des Exportverbots für Rohöl durch den US-Kongress im Jahr 2015. Infolgedessen wurden die Vereinigten Staaten Ende 2019 zum Nettoexporteur von Öl.<sup>3</sup> Dies könnte den Zusammenhang zwischen den Ölpreisen und dem US-Dollar in zweierlei Hinsicht beeinflusst haben: Erstens könnte sich dadurch der Effekt von Ölangebotschocks auf die Terms of Trade in den Vereinigten Staaten verändert haben, die über die Handelsbilanz mit den Wechselkursen zusammenhängen. Bis 2015 bestand in den Vereinigten Staaten ein enger Gleichlauf zwischen den Ölpreisen und den Terms of Trade für Rohstoffe. Danach entkoppelte sich ihre Entwicklung allmählich. Als das Land schließlich zum Nettoexporteur wurde, wechselte die Korrelation das Vorzeichen (siehe Abbildung B, Grafik b). Zweitens könnte die deutliche Zunahme der Ölförderung in den USA die Reaktion der gesamtwirtschaftlichen Binnennachfrage auf Ölangebotschocks verändert haben. So könnten etwa Investitionen in den Ölsektor durch höhere Ölpreise attraktiver werden, was die Binnennachfrage stützen und in der Folge den US-Dollar stärken würde.

<sup>3</sup> Laut Daten der U.S. Energy Information Administration sind die Vereinigten Staaten Netto-Ölexporteur, wenn auch Erdölprodukte berücksichtigt werden. Wird jedoch nur Rohöl betrachtet, sind sie Nettoimporteur.

## Abbildung B

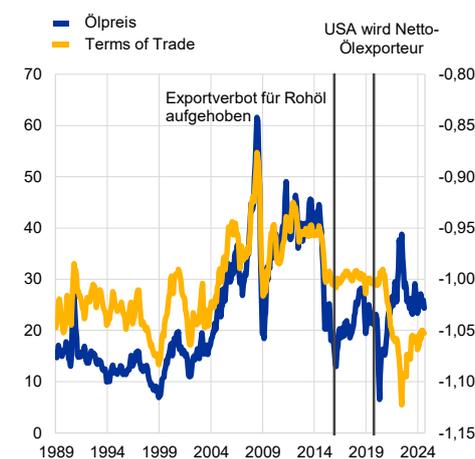
### Rohölförderung in den Vereinigten Staaten, Ölpreise und Terms of Trade für Rohstoffe in den Vereinigten Staaten

#### a) Rohölförderung in den Vereinigten Staaten b) Ölpreise und Terms of Trade für Rohstoffe in den Vereinigten Staaten

(in Tsd. Barrel/Tag)



(linke Skala: in USD je Barrel; rechte Skala: Index, invertierte Skala)



Quellen: Internationale Energieagentur, U.S. Energy Information Administration, Citi und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024. In Grafik b bezieht sich „Ölpreis“ auf den Kassakurs der Rohölsorte West Texas Intermediate deflationiert um den Verbraucherpreisindex der Vereinigten Staaten. „Terms of Trade“ bezieht sich auf den Citi Commodity Terms of Trade Index.

**Die hier vorgestellten empirischen Ergebnisse deuten darauf hin, dass die strukturelle Veränderung des US-Ölmarkts nicht ausreicht hat, um die Korrelation zwischen dem Ölpreis und dem US-Dollar systematisch ins Positive zu kehren.** Um zu untersuchen, wie sich der Zusammenhang zwischen Ölpreisen und US-Dollar im Laufe der Zeit geändert hat, werden monatliche lokale Projektionen verwendet, die geschätzte Ölangebotsschocks enthalten. Der Schätzzeitraum ist in drei Phasen unterteilt. Jede Phase umfasst einen Entwicklungsschritt der Vereinigten Staaten hin zum Nettoexporteur von Öl.<sup>4</sup>

Um zu untersuchen, wie sich der Zusammenhang zwischen Ölpreisen und US-Dollar im Laufe der Zeit geändert hat, werden monatliche lokale Projektionen verwendet, die geschätzte Ölangebotsschocks enthalten. Der Schätzzeitraum ist in drei Phasen unterteilt. Jede Phase umfasst einen Entwicklungsschritt der Vereinigten Staaten hin zum Nettoexporteur von Öl.<sup>4</sup>

- Von 1989 bis 1999, als die Ölförderung in den Vereinigten Staaten niedrig war und das Land noch zu den Netto-Ölimporturen zählte, hatten ölpreissteigernde Angebotsschocks – wie für ein ölimportierendes Land zu erwarten – eine Verschlechterung der Terms of Trade und eine Abschwächung des US-Dollar zur Folge (siehe Abbildung C, linke Spalte).
- Von 2000 bis 2010, als die Ölförderung allmählich gesteigert wurde, das Land aber überwiegend Ölimporteur blieb, stützten Ölangebotsschocks erstmals die inländische Industrieproduktion, wenn auch in nicht nennenswertem Umfang. Da die Vereinigten Staaten noch immer Nettoimporteur von Öl waren, blieb der

<sup>4</sup> In dem auf lokalen Projektionen beruhenden Modell werden die in Abbildung C dargestellten Variablen auf Ölangebotsschocks regressiert. Die Schätzungen zu den Ölangebotsschocks stammen dabei aus C. Baumeister und J. D. Hamilton, [Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks](#), *American Economic Review*, Bd. 109, Nr. 5, 2019, S. 1873-1910. Unter Verwendung von sechs Verzögerungen werden in dem Modell die Variablen Wirtschaftstätigkeit, Inflation und Geldpolitik berücksichtigt. Die Stichprobe umfasst Januar 1989 bis März 2023.

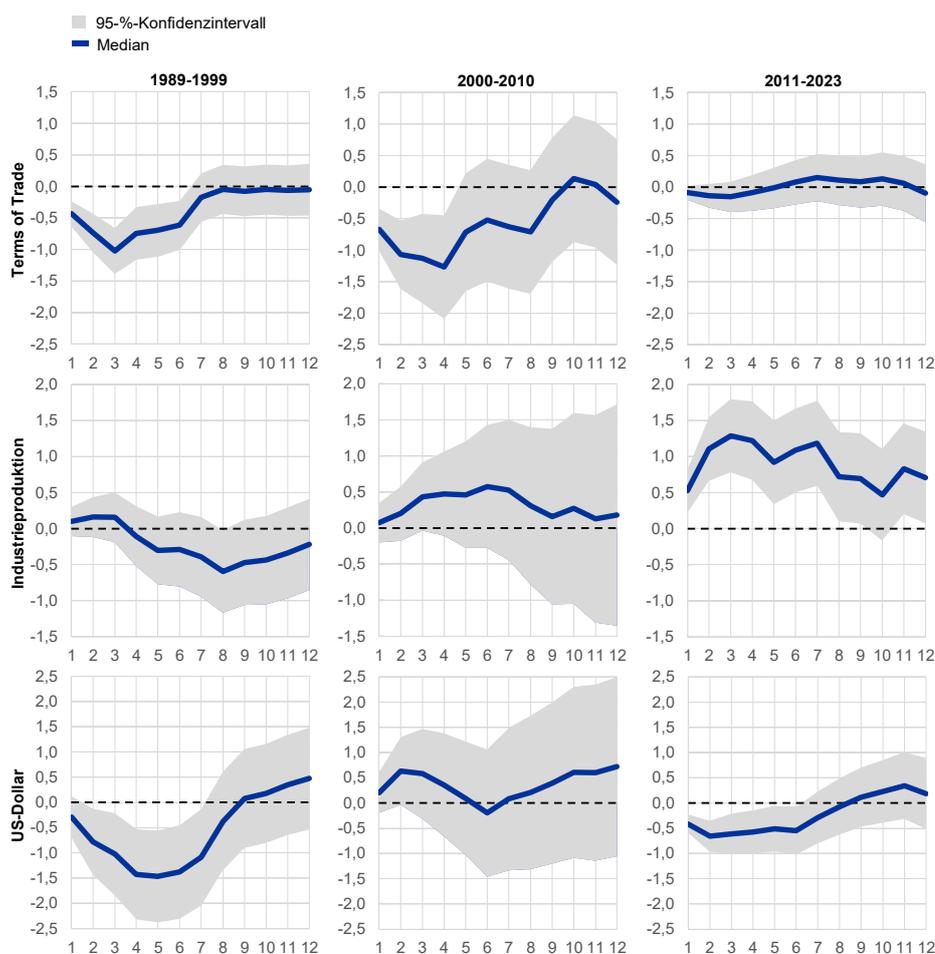
Effekt auf die Terms of Trade allerdings negativ. In dieser Phase reagierte der US-Dollar folglich weniger negativ bzw. sogar kaum auf einen Ölangebotsschock (siehe Abbildung C, mittlere Spalte).

- Im jüngsten Zeitraum von 2011 bis 2023, als die USA große Mengen an Rohöl förderten und zum Nettoexporteur wurden, verschlechterten sich die Terms of Trade nach preissteigernden Ölangebotsschocks nicht mehr. Im Einklang mit der heimischen Ölförderung nahm auch die Industrieproduktion zu. Insgesamt waren diese Veränderungen dem Modell zufolge jedoch nicht wirkungsvoll genug, um den US-Dollar signifikant zu stärken und eine systematisch positive Korrelation zwischen den beiden Variablen herbeizuführen. Dies lässt sich an der in diesem Zeitraum negativen Reaktion des US-Dollar auf Ölangebotsschocks ablesen (siehe Abbildung C, rechte Spalte).

### Abbildung C

Reaktion der Vereinigten Staaten auf Ölangebotsschocks im Zeitverlauf anhand ausgewählter Variablen

(in %)



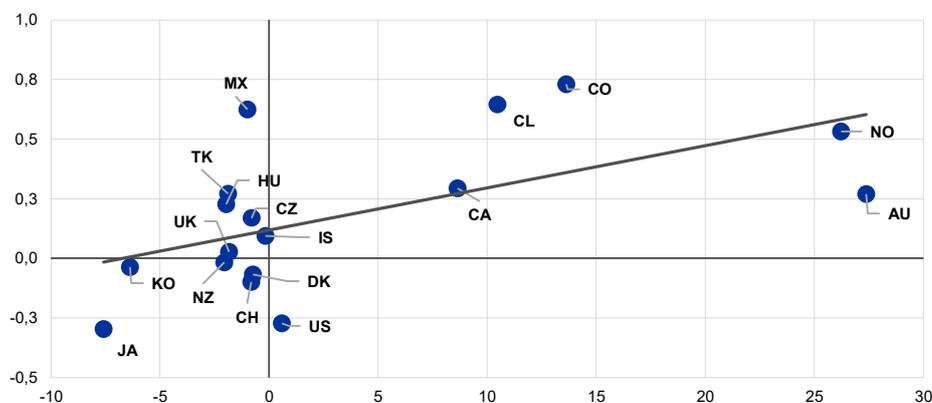
Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Dargestellt sind die Reaktionen der Terms of Trade und der Industrieproduktion der Vereinigten Staaten sowie des US-Dollar (realer effektiver Wechselkurs) auf Ölangebotsschocks, die einen Ölpreisanstieg von 10 % im ersten Monat bewirken.

**Dass ein stärkerer positiver Effekt auf den US-Dollar ausbleibt, lässt sich möglicherweise durch zwei wesentliche Faktoren erklären.** Erstens sind die Netto-Ölexporte der Vereinigten Staaten (gemessen als Anteil an den gesamten Ausfuhren) im Vergleich zu Ländern mit „Rohstoffwährungen“ wie Norwegen und Australien noch immer gering. Rohstoffwährungen werten nach Ölangebotsschocks deutlich auf (siehe Abbildung D). Zweitens bremsen höhere Ölpreise den Welthandel, der stark vom Dollar geprägt ist, sodass negative Auswirkungen auf den US-Dollar die Folge sind.<sup>5</sup>

**Abbildung D**  
Reaktion der Wechselkurse auf Ölangebotsschocks und Nettoexporte von Rohstoffen

(y-Achse: Impulsantworten der Wechselkurse im ersten Monat in %; x-Achse: Nettoexporte von Rohstoffen als Anteil am gesamten Handel)



Quellen: EZB-Berechnungen und „The Growth Lab“ der Harvard University.  
Anmerkung: Dargestellt wird die Reaktion des realen Wechselkurses im ersten Monat nach einem Ölangebotsschock, durch den der Ölpreis um 10 % steigt. Der Schock stammt von Baumeister und Hamilton.<sup>1</sup> Gemäß dem *Atlas of Economic Complexity* der Harvard Kennedy School of Government werden Rohstoffe als Mineralien definiert und umfassen Energie und Metalle.  
1) Siehe C. Baumeister und J. D. Hamilton, Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks, *American Economic Review*, Bd. 109, Nr. 5, 2019, S. 1873-1910.

**Die positive Korrelation scheint immer noch durch eine Kombination von Schocks erklärt werden zu können und nicht durch eine strukturelle Veränderung des Zusammenhangs zwischen den Ölpreisen und dem US-Dollar.** Anhand eines täglichen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells, das die Haupttriebkkräfte der Ölpreisschwankungen und der Bewegungen des US-Dollar ermittelt, lässt sich die Bedeutung von Ölschocks im Vergleich zu anderen Treibern der Entwicklung des US-Dollar beurteilen.<sup>6</sup> Diesem Modell zufolge ist die positive Korrelation zwischen den Ölpreisen und dem US-Dollar vor allem auf eine bestimmte, in der Vergangenheit aufgetretene Schockkonstellation zurückzuführen, wodurch sich die Ölpreise und der US-Dollar in dieselbe Richtung entwickelten. Dies ergibt sich aus einer Zerlegung der Ölpreise und des US-Dollar in deren

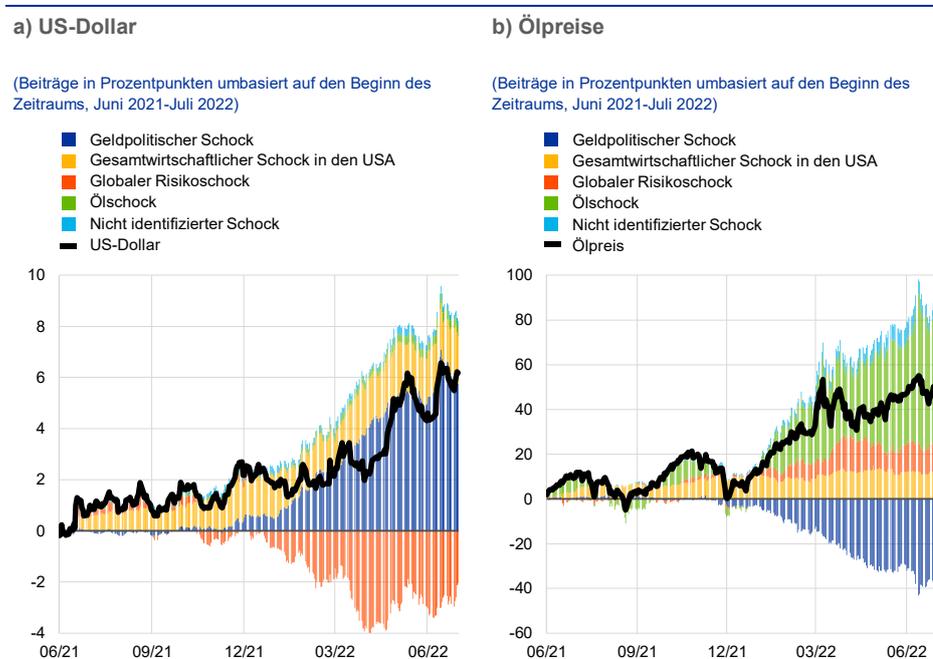
<sup>5</sup> Siehe E. Boz, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, H. Le Mezo, A. Mehl und T. Nguyen, *Patterns of invoicing currency in global trade: New evidence*, *Journal of International Economics*, Elsevier, Bd. 136, 2022.

<sup>6</sup> Folgende Variablen werden im Modell berücksichtigt: nominaler effektiver Wechselkurs des US-Dollar, Ölpreise, Terms of Trade für Rohstoffe, US-Aktien (ohne Ölsektor) und US-Zweijahresrenditen. Die Bestimmung der Schocks erfolgt anhand von Vorzeichenrestriktionen und narrativen Restriktionen. Die Stichprobe deckt den Zeitraum von 2015-2024 ab, um die beobachtete strukturelle Veränderung der US-Wirtschaft zu berücksichtigen.

Haupttriebkräfte, wobei eine Phase der jüngeren Vergangenheit betrachtet wird, die von einer anhaltend hohen positiven Korrelation geprägt war (siehe Abbildung E).

- Von Juni 2021 bis Juni 2022, als sich die Wirtschaft in den Vereinigten Staaten vom Covid-19-Schock erholte, die Federal Reserve ihren geldpolitischen Straffungszyklus einleitete und Russland in die Ukraine einmarschierte, war ein Großteil der Stärke des US-Dollar auf die straffere Geldpolitik der US-amerikanischen Notenbank und eine unerwartet starke Wirtschaft in den Vereinigten Staaten zurückzuführen (siehe Abbildung E, Grafik a). Zugleich stiegen die Ölpreise sprunghaft an. Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie Angebotsstörungen im Zusammenhang mit geopolitischen Risiken (siehe Abbildung E, Grafik b).

**Abbildung E**  
Historische Zerlegung des US-Dollar und der Ölpreise in ausgewählten Phasen



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Grafiken zeigen die historische Zerlegung der zyklischen Komponente des nominalen breit gefassten US-Dollar-Index und des Ölpreises anhand eines täglichen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells mit Vorzeichenrestriktionen und narrativen Restriktionen. Das Modell wird für den Zeitraum von 2015 bis 2024 geschätzt.

**Alles in allem deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass die häufig beobachtete positive Korrelation zwischen den Ölpreisen und dem US-Dollar nicht systematisch sein dürfte.** Die Korrelation spiegelt immer noch eine bestimmte Schockkonstellation wider. Eine Aufwertung des US-Dollar könnte den preistreibenden Effekt höherer Ölpreise in ölimportierenden Ländern zeitweise verstärken, während eine Abwertung diesen dämpfen könnte. Mit der Entwicklung der Vereinigten Staaten hin zu einem größeren Netto-Ölexporteur könnte sich die Korrelation zwischen Ölschocks und dem US-Dollar im Zeitverlauf weiter in den positiven Bereich bewegen.

## Auswirkungen von Zweckgesellschaften auf die grenzüberschreitenden Finanzverflechtungen im Euroraum

Lorenz Emter, Fausto Pastoris, Carmen Picón Aguilar und Martin Schmitz

**Aus neu veröffentlichten Daten der EZB zu Zweckgesellschaften geht hervor, dass diese erhebliche Auswirkungen auf die grenzüberschreitenden Finanzverflechtungen des Euroraums haben.** Im Zusammenhang mit der Außenwirtschaftsstatistik sind Zweckgesellschaften definiert als von gebietsfremden Investoren kontrollierte juristische Personen ohne Entscheidungsautonomie und ohne nennenswerte Geschäftstätigkeit in dem Land, in dem sie gegründet wurden.<sup>1</sup> Die wachsende Bedeutung von Finanzzentren und die immer komplexeren Finanzintermediationsketten haben die Interpretation globaler grenzüberschreitender Statistiken in den vergangenen Jahrzehnten erschwert.<sup>2</sup> Insbesondere multinationale Unternehmen nutzen im Rahmen ihrer Bestrebungen zur Steueroptimierung und Gewinnmaximierung häufig komplexe Organisationsstrukturen, die eine Vielzahl von Unternehmen (darunter auch Zweckgesellschaften) umfassen. Für eine angemessene Analyse der finanziellen Verflechtungen des Euroraums sind somit Daten zu Zweckgesellschaften unerlässlich. In den neu veröffentlichten Daten der EZB sind die grenzüberschreitenden Transaktionen und Positionen von Zweckgesellschaften separat erfasst. Damit ist es möglich, den Einfluss von Zweckgesellschaften auf die grenzüberschreitenden finanziellen Verbindungen der einzelnen Euro-Länder und des Euroraums insgesamt zu untersuchen.<sup>3</sup>

**Obwohl Zweckgesellschaften in hohem Maße zu grenzüberschreitenden Finanzverflechtungen beitragen, haben sie tendenziell nur sehr begrenzte Auswirkungen auf die Realwirtschaft im Sitzland.** Sie werden von Gebietsfremden zu dem Zweck gegründet, Vorteile im Rechtssystem des Sitzlands zu nutzen. Dazu zählen eine geringere regulatorische oder steuerliche Belastung,

- 
- <sup>1</sup> Gemäß der international vereinbarten Definition von Zweckgesellschaften für die Außenwirtschaftsstatistik (siehe IWF, [Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities](#), Committee on Balance of Payments Statistics, 2018) weisen solche Unternehmen folgende Merkmale auf: a) Sie haben höchstens fünf Beschäftigte, b) sie weisen keine oder eine nur geringe physische Präsenz und Produktionsleistung im Sitzland auf, c) sie tätigen Geschäfte fast ausschließlich mit dem Ausland und d) ihre Bilanz besteht überwiegend aus grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten.
- <sup>2</sup> Ein aktueller Überblick über die Herausforderungen bei der Erhebung statistischer Daten zu grenzüberschreitenden Investitionen findet sich in: P. R. Lane, [Euro area international financial flows: analytical insights and measurement challenges](#), Keynote-Rede auf der gemeinsamen Konferenz der Banco de España, des Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics und der EZB zum Thema „External statistics after the pandemic: addressing novel analytical challenges“, 12. Februar 2024, Madrid.
- <sup>3</sup> Diese Statistiken werden im Einklang mit der geänderten [Leitlinie der EZB zu außenwirtschaftlichen Statistiken \(EZB/2022/23\)](#) gemeldet. Sie enthalten zusätzliche Aufschlüsselungen der vierteljährlichen Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus für gebietsansässige Zweckgesellschaften. Im April 2024 wurden erstmals vierteljährliche Zeitreihen zu Zweckgesellschaften für alle Euro-Länder und für den Euroraum insgesamt veröffentlicht. Weitere Informationen hierzu finden sich auf der [Website der EZB](#).

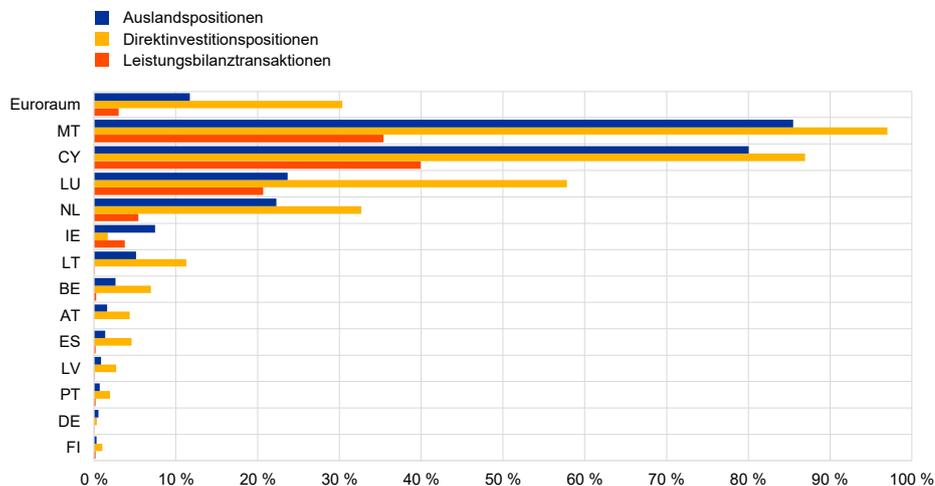
ein leichter Zugang zu Kapitalmärkten und Finanzdienstleistungen oder auch ein hoher Anlegerschutz. Zweckgesellschaften im Euroraum umfassen passive Holdinggesellschaften, Unternehmen, die in den konzerninternen Kreditverkehr eingebunden sind, Conduits sowie Unternehmen, die konzerninterne Konzessions- und Lizenzgebühren erheben. Zweckgesellschaften weisen häufig umfangreiche Kapitalströme auf, die als Durchlaufposten jedoch nicht in die inländische Wirtschaft fließen, sondern lediglich die globalen grenzüberschreitenden Investitionen aufblähen. Zudem erschweren solche Kapitalströme die geografische Analyse der internationalen Finanzverflechtungen, da Zweckgesellschaften überproportional Finanzzentren in Anspruch nehmen. Darüber hinaus können Zweckgesellschaften den Zusammenhang zwischen grenzüberschreitenden Kapitalströmen und der realwirtschaftlichen Aktivität verwischen.

**Auf Zweckgesellschaften entfallen mehr als 10 % der gesamten grenzüberschreitenden Finanzverflechtungen des Euroraums und 30 % der Direktinvestitionen des Eurogebiets, was auf einige Finanzzentren im Euroraum zurückzuführen ist.** Zweckgesellschaften machen auch rund 20 % der Bruttoerträge aus Direktinvestitionen im Euroraum aus. Dabei handelt es sich hauptsächlich um Gewinne oder Zinserträge, die von ausländischen Tochtergesellschaften über diese Zweckgesellschaften als Durchlaufposten an ausländische Muttergesellschaften weitergeleitet werden. Nach Ländern betrachtet ist die Relevanz von Zweckgesellschaften für die Außenwirtschaftsstatistik in Malta und Zypern (vor allem im Hinblick auf Direktinvestitionen) besonders hoch, aber auch in Luxemburg, den Niederlanden und Irland spielen sie eine wesentliche Rolle (siehe Abbildung A).

## Abbildung A

### Relevanz von Zweckgesellschaften für die Außenwirtschaftsstatistik im Euroraum

(Anteil der Zweckgesellschaften an den jeweiligen Gesamtwerten)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei den Auslands- und Direktinvestitionspositionen handelt es sich um den Stand am Ende des zweiten Quartals 2024, bei den Leistungsbilanztransaktionen um die Summen der vier Quartale bis zum Ende des zweiten Quartals 2024. Bei den einzelnen Ländern basieren die Daten zu den Auslands- und Direktinvestitionspositionen auf der Summe der Aktiva und Passiva und für die Leistungsbilanztransaktionen auf der Summe der Gutschriften und Abbuchungen. Es sind nur Euro-Länder mit Zweckgesellschaften abgebildet, die übrigen Euro-Länder ohne Zweckgesellschaften sind nicht ausgewiesen. Die Werte für den Euroraum insgesamt beziehen sich nur auf Positionen und Transaktionen gegenüber Geschäftspartnern außerhalb des Euroraums. Der Wert für die Direktinvestitionspositionen von Zweckgesellschaften in Malta ist eine Schätzung, die auf detaillierten jährlichen Direktinvestitionsdaten von Eurostat und dem maltesischen Statistikamt basiert. Die Angaben zu den Auslands- und Direktinvestitionspositionen für Litauen beinhalten nur Verbindlichkeiten.

### Obwohl Zweckgesellschaften die Brutto-Auslandspositionen des Euroraums aufblähen, haben sie nur geringe Auswirkungen auf den Netto-

**Auslandsvermögensstatus.** Zweckgesellschaften tragen mehr als 4 Bio. € und somit 12 % zu den Bruttoauslandsforderungen und -verbindlichkeiten des Euroraums bei (siehe Abbildung B, Grafik a). Ohne die durch Zweckgesellschaften bedingten Verflechtungen fallen die hohen Bruttositionen von Direktinvestitionen der Niederlande und Luxemburgs deutlich geringer aus (siehe Abbildung B, Grafik b). Die umfangreichen Bruttositionen von Direktinvestitionen Irlands sind hingegen nicht Zweckgesellschaften geschuldet, da sie in erster Linie auf Tochterunternehmen ausländischer multinationaler Unternehmen mit einer gewissen physischen Präsenz und Produktionsleistung vor Ort zurückzuführen sind.<sup>4</sup> Malta und Zypern, die gemessen am BIP kleinsten Länder des Euroraums, weisen aufgrund von Zweckgesellschaften ebenfalls unverhältnismäßig hohe Bruttositionen von Direktinvestitionen auf. Trotz dieser umfangreichen Brutto-Auslandspositionen ist der Netto-Auslandsvermögensstatus der Zweckgesellschaften sowohl im Hinblick auf den Euroraum insgesamt als auch auf die einzelnen Euro-Länder tendenziell ausgeglichen (siehe Abbildung B, Grafik a). Dies liegt daran, dass Zweckgesellschaften definitionsgemäß vor allem Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden halten.

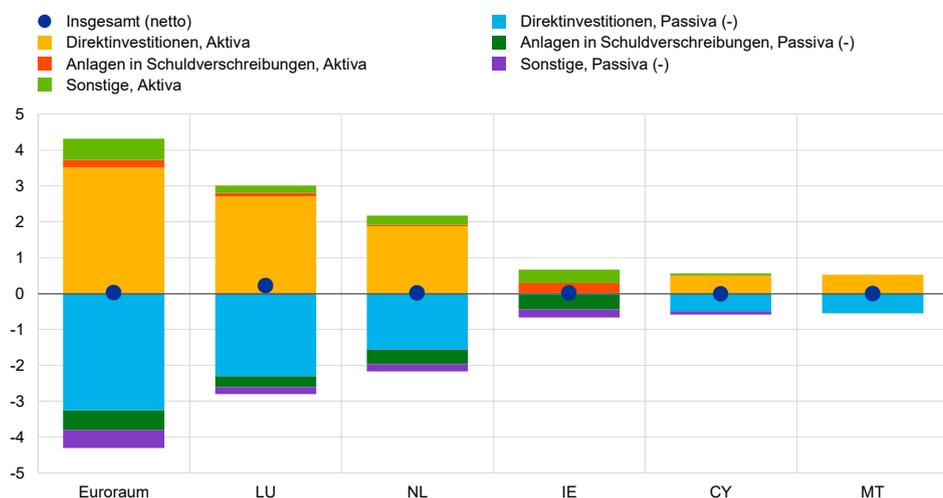
<sup>4</sup> Da irische Zweckgesellschaften hauptsächlich Schuldverschreibungen emittieren, schlägt sich ihre Tätigkeit in den Verbindlichkeiten Irlands aus Schuldverschreibungen nieder.

## Abbildung B

### Zweckgesellschaften erhöhen die Auslandspositionen der Finanzzentren im Euroraum

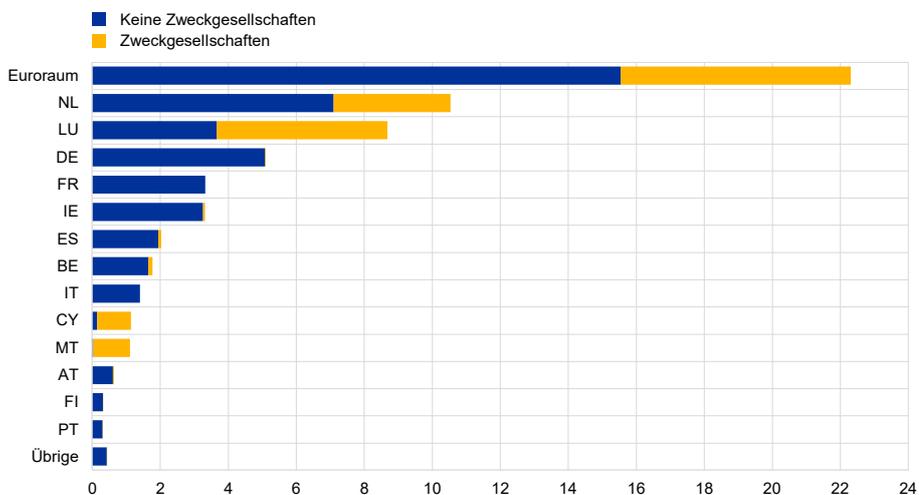
#### a) Auslandsaktiva und -passiva von Zweckgesellschaften

(in Bio. €; Ende Q2 2024)



#### b) Beitrag von Zweckgesellschaften zu Bruttositionen von Direktinvestitionen

(in Bio. €; Ende Q2 2024)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Werte für den Euroraum insgesamt beziehen sich nur auf Positionen gegenüber Geschäftspartnern außerhalb des Euroraums. Die Werte für Aktiva und Passiva aus Direktinvestitionen von Zweckgesellschaften in Malta sind Schätzungen, die auf detaillierten jährlichen Direktinvestitionsdaten von Eurostat und dem maltesischen Statistikamt basieren. In Grafik a werden Passiva mit einem negativen Vorzeichen dargestellt. „Sonstige“ umfasst Anlagen in Aktien, Finanzderivate und übrige Kapitalanlagen. Grafik b zeigt den zusammengefassten Bestand an Aktiva und Passiva aus Direktinvestitionen. „Übrige“ umfasst alle Länder des Euroraums, die in der Abbildung nicht einzeln aufgeführt sind.

**Die Beiträge der Zweckgesellschaften zu den gesamten Auslandsaktiva und -passiva des Euroraums sind zuletzt ausgehend von einem hohen Niveau gesunken. Zuzuschreiben ist dies nationalen und globalen Initiativen, die sich auf das regulatorische und steuerliche Umfeld multinationaler Unternehmen auswirken.** Anfang 2020 entfielen auf Zweckgesellschaften mehr als 15 % der gesamten Auslandsaktiva und -passiva des Euroraums. Seitdem hat sich dieser Anteil sukzessive verringert. Am Ende des zweiten Quartals 2024 lag er bei 12 %.

Grund hierfür ist vor allem die Entwicklung der Direktinvestitionen. Gemessen an den gesamten Aktiva und Passiva ist der Anteil der Zweckgesellschaften hier nämlich gesunken. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass ausländische Investoren ihre Tochtergesellschaften im Euroraum verkleinert oder geschlossen oder ausstehende konzerninterne Kredite getilgt haben. Im Quartalsprofil der zugrunde liegenden Transaktionen weisen der Abbau der Aktiva und jener der Passiva von Zweckgesellschaften eine enge Korrelation auf, was die Hypothese stützt, dass ausländische Investoren die Bilanzen der Zweckgesellschaften im Euroraum verringert haben.<sup>5</sup> Dies könnte darauf hindeuten, dass die multinationalen Unternehmen ihre globalen Aktivitäten und Unternehmensstrukturen als Reaktion auf die jüngsten Initiativen zur Unternehmenssteuerreform, die auf internationaler, EU- und nationaler Ebene ergriffen wurden, umstrukturiert haben. Zu diesen Initiativen zählen etwa das Inclusive Framework on BEPS der OECD und G20 zur Gewinnkürzung und Gewinnverlagerung, die EU-Richtlinie zur globalen Mindestbesteuerung für multinationale Unternehmensgruppen und Gesetzesänderungen bei der nationalen Körperschaftsteuer.<sup>6</sup>

**Die jüngste Phase des Direktinvestitionsabbaus im Euroraum hing mit den Zweckgesellschaften und sonstigen Finanzinstituten mit ähnlichen Merkmalen zusammen, während sich das Anlageverhalten nichtfinanzieller**

**Kapitalgesellschaften als robuster erwies.** In den vergangenen zwei Jahren war bei sonstigen Finanzinstituten, die gewisse Merkmale von Zweckgesellschaften aufweisen, aber nicht alle Kriterien einer Zweckgesellschaft gemäß Definition erfüllen, ein hoher Anteil an Veräußerungen zu verzeichnen (siehe Abbildung C). Dabei handelt es sich zumeist um firmeneigene Finanzierungseinrichtungen, die für die konzerninternen Beteiligungen und Finanzierungstätigkeiten multinationaler Unternehmen maßgeblich sind und ähnlichen Umstrukturierungsüberlegungen unterliegen könnten wie Zweckgesellschaften. Im Gegensatz dazu sind nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften tendenziell mit traditionelleren Formen von Direktinvestitionen verbunden (wie etwa Greenfield-Investitionen, Investitionen in die Kapazitätsausweitung sowie Fusionen und Übernahmen), und die Dynamik ihrer Investitionstätigkeit korreliert in der Regel enger mit dem im Euroraum und auf internationaler Ebene beobachteten Konjunktur- und Finanzzyklus.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> So deuten die Transaktionsdaten darauf hin, dass Zweckgesellschaften in Luxemburg im Zeitraum vom ersten Quartal 2020 bis zum zweiten Quartal 2024 einen Abbau sowohl der Aktiva als auch der Passiva von insgesamt rund 600 Mrd. € verzeichneten. In den Niederlanden belief sich der Abbau im selben Zeitraum auf rund 250 Mrd. €.

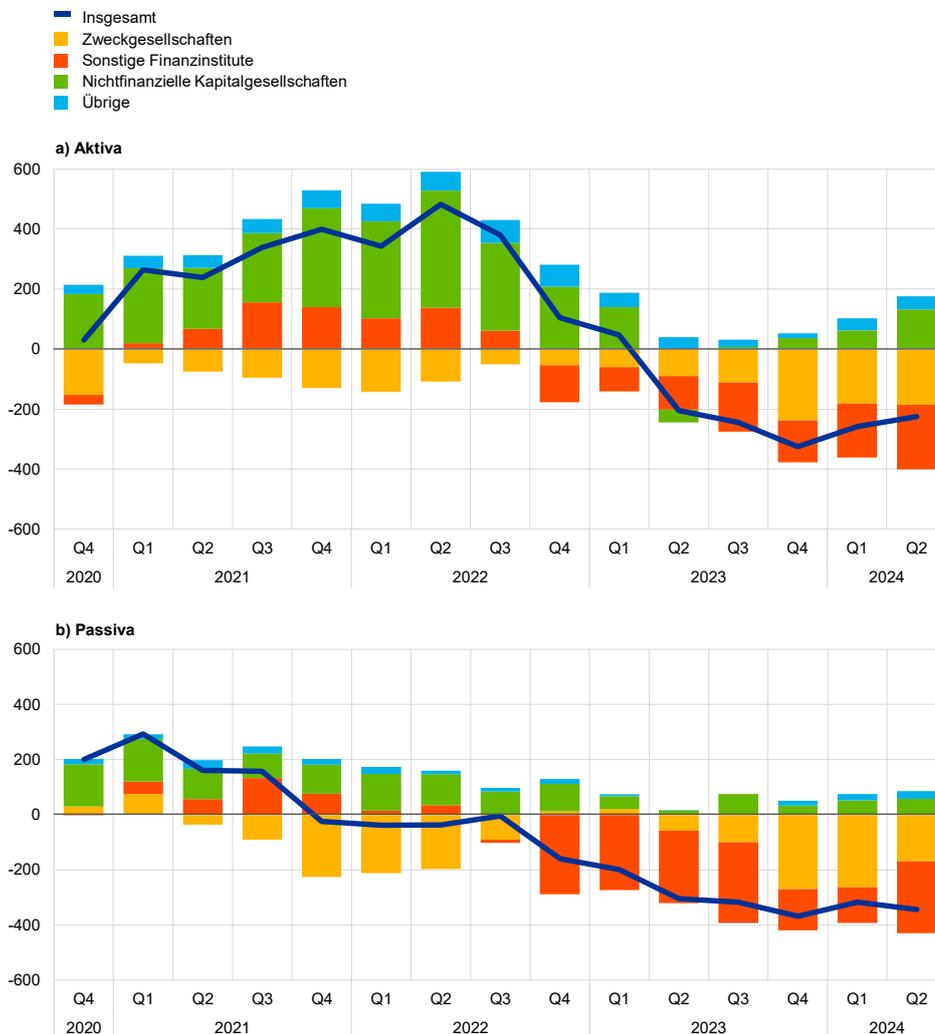
<sup>6</sup> Ein Überblick über die Erwägungen zu einer globalen Mindestbesteuerung von Unternehmen in Höhe von 15 % für große multinationale Unternehmen auf Basis des Inclusive Framework on BEPS der OECD und G20 findet sich in: OECD, [Tax Incentives and the Global Minimum Corporate Tax](#), Oktober 2022.

<sup>7</sup> Siehe Kasten 1 im vorliegenden Wirtschaftsbericht zur Evidenz, wie sich die geopolitische Orientierung auf Greenfield-Direktinvestitionen weltweit und im Euroraum auswirkt.

## Abbildung C

### Aufschlüsselung der Direktinvestitionen im Euroraum nach Sektoren

(in Mrd. €; kumulierte Vierquartalsströme)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf der x-Achse sind für jedes Quartal die kumulierten Ströme für die vier Quartale bis zum Ende des betreffenden Quartals abgebildet. „Sonstige Finanzinstitute“ umfasst Finanzinstitute, die keine Banken, Geldmarktfonds, Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften oder Pensionseinrichtungen sind und nicht als Zweckgesellschaften eingestuft werden. „Übrige“ umfasst alle übrigen gebietsansässigen Sektoren.

**Die hier angeführte Evidenz verdeutlicht die große Bedeutung, die den Zweckgesellschaften mit Blick auf die Finanzverflechtungen im Euroraum, vor allem auf die Entwicklung der Direktinvestitionen in Finanzzentren, zukommt.**

Bei vielen wirtschafts- und geldpolitisch relevanten Fragestellungen ist es sinnvoll, die Daten um die Beiträge von Zweckgesellschaften und sonstigen Finanzinstituten mit ähnlichen Merkmalen zu bereinigen. Weitere Verbesserungen der verfügbaren Statistiken, etwa Informationen dazu, welche Länder eine Direktinvestitionsbeziehung letztlich kontrollieren, könnten zu einem noch besseren Verständnis der grenzüberschreitenden finanziellen Entwicklungen im Euroraum beitragen.

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

Gwenaël Le Breton, Richard Morris und Moreno Roma

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse zusammengefasst, die die EZB aus dem jüngsten Dialog mit Vertreterinnen und Vertretern von 95 führenden nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum gewinnen konnte. Die Umfrage fand im Zeitraum vom 16. bis zum 26. September 2024 statt.<sup>1</sup>

**Den befragten Unternehmen zufolge verlor die Wirtschaftstätigkeit in den Sommermonaten an Dynamik, und zwar besonders im Industriesektor** (siehe Abbildung A und Abbildung B, Grafik a). Gründe hierfür waren hauptsächlich die wachsenden Sorgen über die Wettbewerbsfähigkeit, die zunehmende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem ökologischen Umbau der Wirtschaft sowie die politische Entwicklung auf europäischer und globaler Ebene. Dies führte dazu, dass die Unternehmen ihre Investitionen drosselten und sich um Kostensenkungen bemühten. Dadurch wurde auch das Verbrauchervertrauen in Mitleidenschaft gezogen. Im Großen und Ganzen stand die Entwicklung dennoch weiterhin im Einklang mit einem moderaten gesamtwirtschaftlichen Wachstum, da die rückläufige Produktion im verarbeitenden Gewerbe durch den anhaltenden Zuwachs im Dienstleistungssektor kompensiert wurde. Die Gesamtkonjunktur blieb vor allem in Deutschland und Frankreich tendenziell hinter den Erwartungen zurück, erwies sich aber andernorts insgesamt als widerstandsfähiger.

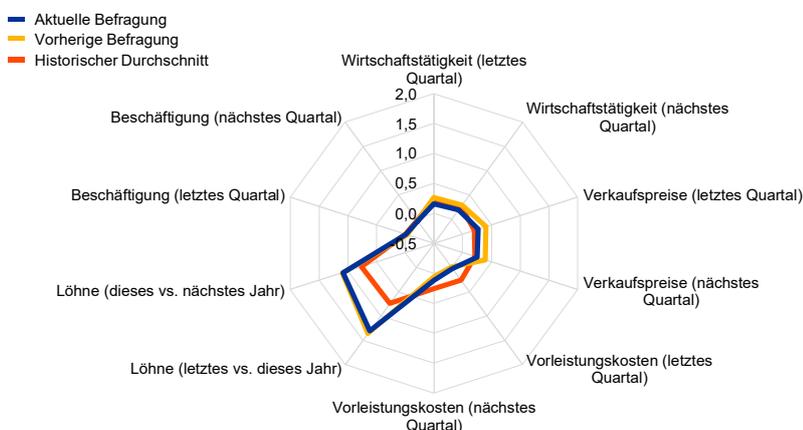
---

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

## Abbildung A

### Überblick über die Einschätzungen zu Wirtschaftstätigkeit, Beschäftigung, Preisen und Kosten

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



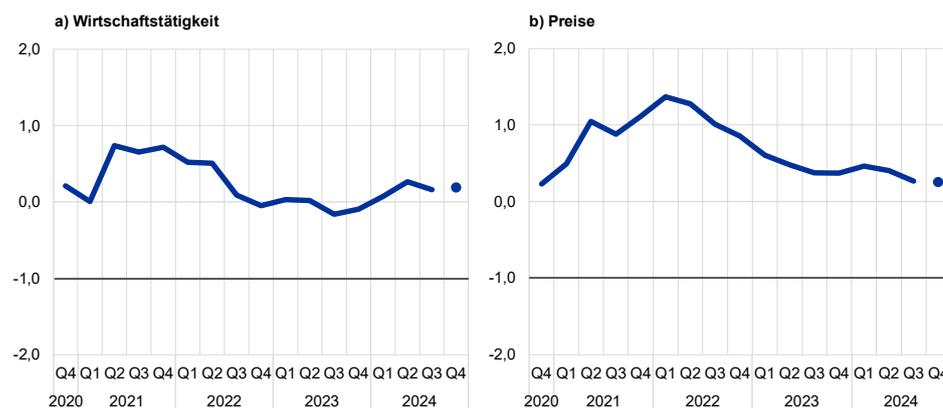
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage), der Vorleistungskosten (Material-, Energie-, Transportkosten usw.) und der Verkaufspreise sowie die Antworten zur jährlichen Lohnentwicklung durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung. Für die aktuelle Befragung bezieht sich die Bezeichnung „letztes Quartal“ auf das dritte und „nächstes Quartal“ auf das vierte Quartal 2024. Für die vorherige Befragung beziehen sich die Begriffe auf das zweite bzw. dritte Quartal 2024. Im Hinblick auf die Lohnentwicklung werden die Unternehmen im Januar und im März/April in der Regel danach gefragt, wie sie die Aussichten für das laufende Jahr im Vergleich zum Vorjahr einschätzen. Im Juni/Juli sowie im September/Oktober liegt der Schwerpunkt dann auf den Aussichten für das nächste Jahr im Vergleich zum laufenden Jahr. Der historische Durchschnitt wird mithilfe von Zusammenfassungen vergangener Dialogrunden (bis ins Jahr 2008 zurückreichend) ermittelt.

## Abbildung B

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

(Durchschnitt der von den Fachleuten der EZB vergebenen Werte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Werte spiegeln wider, wie die Fachleute der EZB die Antworten der befragten Unternehmen zur vierteljährlichen Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit (Umsatz, Produktion, Auftragslage) und der Preise durchschnittlich einschätzen. Die Skala reicht von -2 (deutlicher Rückgang) bis +2 (deutlicher Anstieg). Ein Wert von 0 bedeutet keine Veränderung. Der Punkt zeigt die Erwartungen für das nächste Quartal an.

**Mit Blick auf die Entwicklung der Konsumausgaben waren die Rückmeldungen der Unternehmen recht unterschiedlich. Die Antworten deuten darauf hin, dass die Erholung bislang noch immer eher gedämpft verläuft.** Die meisten Befragten aus der Konsumgüterbranche und dem Einzelhandel beschrieben weiterhin eine

gewisse Spaltung am Markt. So weise die Nachfrage vermögender Kunden nach Produkten der obersten Preisklasse nach wie vor ein gesundes Wachstum auf, wohingegen andere Verbraucher weiterhin zu günstigeren Produktvarianten griffen und dadurch versuchten, Geld zu sparen. Im Lebensmitteleinzelhandel kam dies erneut den Discountern und Eigenmarken zugute und ging zulasten der Vollsortimenter und Markenprodukte. Die Nachfrage jüngerer Verbraucher nach Online-Angeboten wurde zunehmend durch Plattformen aus Nicht-EU-Ländern gedeckt, die Produkte zu Tiefstpreisen anbieten. Dass die Verbraucher noch immer bestrebt sind, ihre Ausgaben anzupassen, zeigte sich auch an den kleineren Einkaufsmengen und den robusten Umsätzen im Bereich der Kreislaufwirtschaft. Diese Art der Wiederverwendung steigert die Lebensdauer von Produkten und verringert Abfall. Zudem sind die Produkte erschwinglicher. Mehrere der befragten Unternehmen meldeten dagegen eine Belebung der Ausgaben für Konsumgüter, die sie auf den Inflationsrückgang und die Erholung der Realeinkommen zurückführten. Während sich diese Belebung vor allem auf den Kauf von Verbrauchsgütern bezog, meldeten andere Unternehmen eine allmähliche Erholung auch bei Gebrauchsgütern: So würden die Ausgaben für Küchengeräte gegenüber ihrem nach der Pandemie verzeichneten Tiefstand allmählich ansteigen, wenngleich die Nachfrage nach solchen Geräten aufgrund der anhaltenden Schwäche im Wohnungsbau unter dem Strich immer noch verhalten sei. Die Konsumausgaben für Dienstleistungen nahmen weiterhin stärker zu als die Ausgaben für Waren. Dies spiegelte sich in der kräftigen Entwicklung der tourismusbezogenen Dienstleistungen in den Sommermonaten und den sogar noch robusteren Trends bei den bisherigen Hotelbuchungen für die aktuelle Herbst- und Wintersaison wider. Gleichwohl gab es zunehmend Anzeichen dafür, dass die Nachfrage der Verbraucher nach Tourismusedienstleistungen immer sensibler auf hohe Preise reagiert. Ersichtlich wurde dies beispielsweise daran, dass die Nachfrage nach Hotelübernachtungen für die Nebensaison stärker stieg als für die Hauptsaison.

**Die Nachfrage im Automobilssektor hat sich den Befragten zufolge in den letzten Monaten abgeschwächt, was zu Übertragungseffekten in anderen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes führte.** Ursächlich hierfür waren die allgemein fehlende Nachfrage von Verbrauchern und Unternehmen sowie die noch immer fragile oder schwindende Nachfrage nach Elektrofahrzeugen. Die erneute Schwäche im Automobilssektor war die am häufigsten angeführte Ursache für den gemeldeten Rückgang der Wirtschaftsaktivität in vielen Bereichen des Investitions- und Vorleistungsgütersektors. Die sinkende Nachfrage nach Elektrofahrzeugen ließ vor dem Hintergrund der zu erreichenden Klimaziele zudem Fragen hinsichtlich der Umstellung dieses wichtigen Sektors aufkommen. Dies war symptomatisch für die allgemeine Unsicherheit im verarbeitenden Gewerbe und verstärkte sie zugleich.

**Hohe Kosten und politische Unsicherheit verstärkten die Sorgen in der gesamten Industrie, sodass die Unternehmen ihre Investitionen drosselten und sich auf Kostensenkungen konzentrierten.** Die befragten Unternehmen führten in diesem Zusammenhang die hohen und volatilen Energiepreise, steigende regulatorische Kosten und ein kräftiges Lohnwachstum als Faktoren an, die die Wettbewerbsfähigkeit vieler europäischer Firmen an den Weltmärkten beeinträchtigten. Viele der Befragten äußerten wachsende Bedenken, dass ein auf

komplexen Vorschriften und Berichtspflichten basierender Ansatz zur Verringerung der CO<sub>2</sub>-Emissionen letztlich die Kosten für die Unternehmen in die Höhe treibe. Hinzu kam Verunsicherung aufgrund mangelnder Konsistenz und Verlässlichkeit im politischen Entscheidungsprozess zu den entsprechenden Vorschriften und Subventionen. Außerdem meldeten die Unternehmen eine Eintrübung des globalen wirtschaftlichen und politischen Umfelds. Dabei wurde insbesondere auf die schwächelnde, zugleich aber immer autarker werdende chinesische Wirtschaft verwiesen. Dadurch werde die Exportnachfrage gedämpft und der Importwettbewerb verschärft. Zusammengenommen führten diese Faktoren immer häufiger dazu, dass sowohl kapazitäts- als auch klimabezogene Investitionen aufgeschoben wurden. Dies spiegelte sich zum einen in den Auftragseingängen wider, die in weiten Teilen des Investitionsgütersektors zurückgingen, und zum anderen in der anhaltend niedrigen (oder sogar noch immer sinkenden) Nachfrage nach Vorleistungsgütern wie Stahl und chemischen Erzeugnissen; Letztere waren ihrerseits von Überkapazitäten und einer beständig rückläufigen Nachfrage aus dem schrumpfenden Baugewerbe betroffen. Die verschobenen Investitionspläne und die Fokussierung auf Einsparungen schlugen sich bis zu einem gewissen Grad auch in einer geringeren Nachfrage nach Beratungsdienstleistungen nieder, führten aber gleichzeitig zu einer Belebung der Nachfrage nach bestimmten immateriellen Vermögenswerten wie effizienzsteigernder Software. Tiefbauunternehmen und Hersteller von Maschinen für die Luftfahrt- und Bahnindustrie berichteten von einer steigenden Produktion. Allerdings bezog sich dies auf vergangene Aufträge mit Lieferzeiten von mehreren Jahren. So gaben die gleichen Unternehmen an, dass neue Aufträge eher schleppend eingingen. Sie führten dies zum Teil auf einen politischen Stillstand und finanzpolitische Einschränkungen zurück.

**Die befragten Unternehmen rechneten auf kurze Sicht nicht mit einer nennenswerten Veränderung der insgesamt gedämpften Wachstumsdynamik.**

Dies stand in einem gewissen Widerspruch zu der Stimmung in den vorherigen Umfragerunden dieses Jahres, die von allmählich wachsendem Optimismus geprägt waren. Viele Befragte waren nach wie vor der Ansicht, dass ein Rückgang der Inflation, sinkende Zinsen und steigende Einkommen die Konsumausgaben letztlich stärker beleben würden. Tendenziell verschoben sich die Erwartungen für eine solche Erholung jedoch in das Jahr 2025. Zahlreiche Unternehmen wiesen zudem auf erhebliche strukturelle Abwärtsrisiken für die Industrie hin. Als Gründe dafür führten sie mangelnde Stabilität und ein schwerfälliges regulatorisches Umfeld an.

**Die Beschäftigungsaussichten wurden als trübe eingeschätzt, da sich viele Unternehmen um die Steigerung ihrer Effizienz und Produktivität bemühten.** In

einigen Teilen des verarbeitenden Gewerbes (Automobilsektor, chemische Erzeugnisse und Stahl) waren die Unternehmen nicht nur bei Neueinstellungen zögerlich, sondern strukturierten ihre Prozesse als Reaktion auf die schwache Nachfrage und/oder steigende Lohnkosten um. Die Folgen für die gesamtwirtschaftliche Beschäftigung dürften sich jedoch in Grenzen halten, denn in weiten Teilen des Dienstleistungssektors nahm die Beschäftigung weiter zu. Zudem sahen sich viele Unternehmen – sogar im verarbeitenden Gewerbe – noch immer mit einem Arbeitskräftemangel konfrontiert und hatten freie Stellen zu besetzen. Somit brachten die von einigen Firmen ergriffenen Sparmaßnahmen für andere

Unternehmen, die aus strukturellen Gründen nach wie vor mit einer angespannten Arbeitsmarktlage konfrontiert waren, Rekrutierungsmöglichkeiten mit sich.

**Die befragten Unternehmen berichteten insgesamt von einer weiteren**

**Mäßigung der Preissteigerungen** (siehe Abbildung A und Abbildung B, Grafik b).

Die Einzelhändler meldeten abermals einen starken Wettbewerb und preissensible Kunden. Dies schlägt sich in recht stabilen Preisen nieder. Während der Nahrungsmittelinzelhandel auch für das dritte und vierte Quartal im Schnitt noch von einem leichten Anstieg der Preise ausging, meldete der Einzelhandel ohne Nahrungsmittel überwiegend stabile oder sinkende Preise. Im verarbeitenden Gewerbe waren die Preise den befragten Unternehmen zufolge alles in allem recht stabil. Zwar wurde im Investitions- und Konsumgütersektor unter dem Strich von steigenden Preisen berichtet, doch wurde dies durch rückläufige Preise einiger Vorleistungsgüter, vor allem Stahl, ausgeglichen. Das insgesamt konstante Preisklima in der Industrie war auf die schwierige Wirtschaftslage, den starken Wettbewerb und die weitgehend unveränderten Energie- und Rohstoffpreise zurückzuführen und war damit Folge der allgemeinen Angebots- und Nachfragebedingungen an den Weltmärkten. Mehrere befragte Unternehmen wiesen erneut darauf hin, dass die Frachtkosten gestiegen seien, da sich der Transport von Waren zu Jahresbeginn aufgrund der Umleitung der Frachtschiffe zwischen Asien und Europa um die Südspitze Afrikas erheblich verteuert habe. Allerdings gingen die Frachtraten nun wieder zurück, weil die starke Zunahme der Transportkapazitäten derzeit die Nachfrage übersteige. In Anbetracht der erwähnten Krise im Roten Meer habe sich die Nachfrage dieses Jahr zeitlich etwas nach vorne verlagert. Die meisten Anbieter unternehmensbezogener und verbrauchernaher Dienstleistungen gaben weiterhin Preissteigerungen an. Dies zeigt, dass sie die gestiegenen Arbeitskosten weitergeben mussten, und zeugt zudem von einer anhaltend wachsenden Nachfrage. Insgesamt scheint die Dynamik in den letzten Monaten jedoch nachgelassen zu haben. Neben den Löhnen nannten die meisten befragten Unternehmen die Regulierung als Grund für den Kostenanstieg.

**Die Unternehmen gingen weiterhin davon aus, dass sich das Lohnwachstum im kommenden Jahr allmählich abschwächen wird** (siehe Abbildung C).

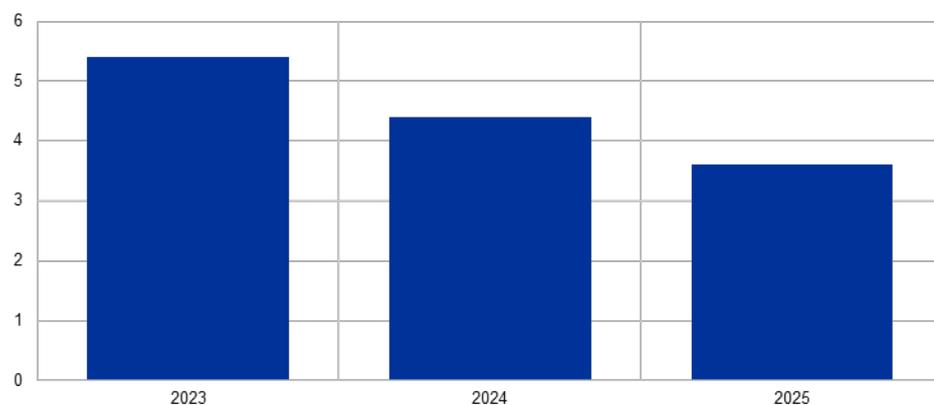
Nach Einschätzung der befragten Unternehmen wird das Lohnwachstum von 5,4 % im Jahr 2023 auf 4,4 % im Jahr 2024 sinken (auf Basis einfacher Durchschnittswerte der quantitativen Angaben). Für 2025 erwarten sie eine weitere Verringerung auf 3,6 %. Obwohl immer wieder andere Unternehmen an der Umfrage teilnehmen, sind die Erwartungen gegenüber der vorangegangenen Umfragerunde im Wesentlichen gleich geblieben. Ungeachtet dessen wiesen einige der befragten Unternehmen auf die zuletzt sehr hohen Lohnforderungen der Gewerkschaften hin. Ihrer Ansicht nach werden diese Forderungen dem derzeit schwierigen wirtschaftlichen Umfeld nicht gerecht und verstärken die Unsicherheit hinsichtlich der Lohn- wie auch der Beschäftigungsaussichten.

### Abbildung C

#### Quantitative Einschätzung des Lohnwachstums

---

(in %)



---

Quelle: EZB.

Anmerkung: Dargestellt sind die Durchschnittswerte des wahrgenommenen Lohnwachstums im eigenen Sektor in den Jahren 2023 und 2024 und die Erwartungen für 2025. Die Durchschnittswerte für 2023, 2024 und 2025 basieren auf den Angaben von 75, 81 bzw. 73 befragten Unternehmen.

## 5 Hauptursache der jüngsten Inflationsentwicklung aus Verbrauchersicht: Wie hat sich die Wahrnehmung im Zeitverlauf verändert?

Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouvavas, Pedro Neves und Katia Werkmeister

**Um Veränderungen der Inflationserwartungen auf Ebene der Verbraucherinnen und Verbraucher interpretieren zu können, ist es von zentraler Bedeutung zu verstehen, welche Faktoren aus ihrer Sicht für die Inflation verantwortlich sind. Inflationserwartungen können nämlich realwirtschaftliche Entscheidungen erheblich beeinflussen.**

Die Narrative, die Verbraucherinnen und Verbraucher zur Erklärung der Inflation entwickeln, beeinflussen ihre Erwartungen in hohem Maße. Die verschiedenen Bestimmungsfaktoren der Inflation – beispielsweise Löhne oder Gewinne – signalisieren dabei den jeweiligen Grad der Inflationspersistenz.<sup>1</sup> Um dies näher zu analysieren, befragte die EZB in ihrer Umfrage zu den Verbrauchererwartungen (Consumer Expectations Survey – CES) im Juni 2023 und März 2024 Verbraucherinnen und Verbraucher dazu, welcher Faktor aus ihrer Sicht die Hauptursache für den Inflationsschub im Zeitraum von 2022 bis 2023 war. Drei Antwortmöglichkeiten standen zur Auswahl: Unternehmensgewinne, Lohnkosten und sonstige Inputkosten. Während sich die Wahrnehmung der Verbraucherinnen und Verbraucher insbesondere in der Zeit vor Jahresbeginn 2024 noch veränderte, hat sie sich seither stabilisiert. Daher lassen die Umfragedaten vom März 2024 auf allgemeinere Trends schließen. Eine Analyse der Wahrnehmungsverschiebungen könnte dazu beitragen, die Anpassungen der Inflationserwartungen und die Auswirkungen veränderter gesamtwirtschaftlicher Narrative auf die zukünftige Inflationsdynamik zu erklären.

**Im März 2024 nannten die meisten Verbraucherinnen und Verbraucher im Euroraum die (sonstigen) Inputkosten als Hauptfaktor für den 2022 bis 2023 verzeichneten sprunghaften Anstieg der Inflation, gefolgt von den Gewinnen und den Löhnen.** In Abbildung A, Grafik a sind die prozentualen Anteile der Befragten für die einzelnen Antwortmöglichkeiten nach Land dargestellt. Demnach gaben 66 % der Befragten im Euroraum die sonstigen Inputkosten (z. B. Energie-, Rohstoff- oder sonstige Unternehmenskosten) als Hauptursache an, gefolgt von den Unternehmensgewinnen (20 %) und den Löhnen (14 %). Die Rangfolge der Antworten war zwar in allen Euro-Ländern gleich, doch die Häufigkeit der jeweils gewählten Antworten unterschied sich deutlich. In der Abbildung basiert die Reihenfolge der Länder auf dem prozentualen Anteil der Befragten, die die Löhne als Hauptursache der Inflation angaben. Am häufigsten genannt wurde dieser Faktor in den Niederlanden (27 %) und Belgien (22 %), dicht gefolgt von Österreich (19 %) und Deutschland (17 %), am seltensten in Frankreich (9 %), Finnland (8 %) und Griechenland (8 %). In Griechenland waren indes viele Verbraucherinnen und

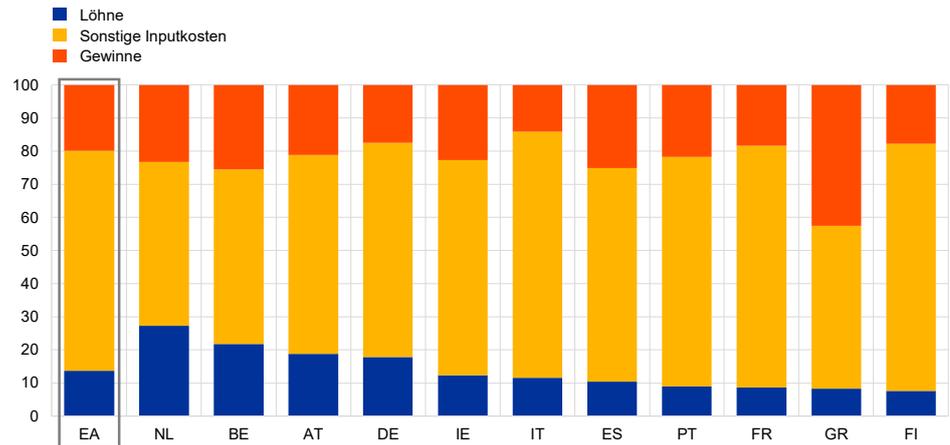
<sup>1</sup> Empirische Belege finden sich in: P. Andre et al., [Narratives about the Macroeconomy](#): Discussion Paper des CEPR, Nr. 17305, 2022.

Verbraucher (43 %) der Ansicht, dass die Unternehmensgewinne für die Inflation ausschlaggebend gewesen seien.

**Abbildung A**  
Wahrgenommene Hauptursache der Inflation

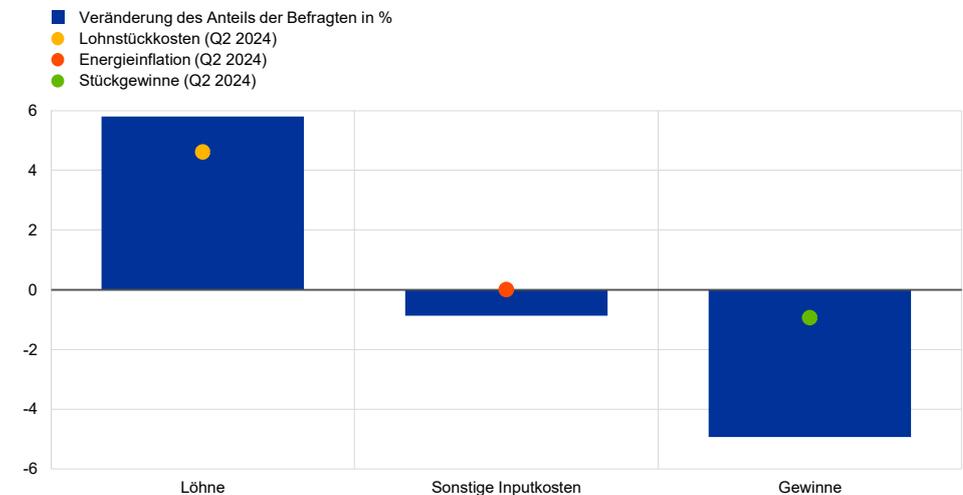
**a) Aufschlüsselung nach Land**

(Anteil der Befragten in %)



**b) Veränderung von Juni 2023 bis März 2024**

(Veränderung in Prozentpunkten; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen), Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt die gewichteten Schätzungen des Anteils der Befragten, die sich im März 2024 für die jeweilige Antwortmöglichkeit entschieden (aufgeschlüsselt nach Ländern). Die Frage in der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen lautete wie folgt: „Was ist aus Ihrer Sicht die Hauptursache für die Veränderung des allgemeinen Preisniveaus bei Waren und Dienstleistungen in Ihrem Land in den vergangenen zwölf Monaten?“ Die möglichen Antworten lauteten: „1. Die Hauptursache sind die Unternehmensgewinne“, „2. Die Hauptursache sind die Lohnkosten der Unternehmen“, „3. Die Hauptursache sind die sonstigen Inputkosten der Unternehmen (z. B. Energie-, Rohstoff- oder sonstige Unternehmenskosten).“ In Grafik b veranschaulichen die Balken die gewichteten Schätzungen, wie sich der prozentuale Anteil der Befragten, die die jeweilige Antwort auswählten, von Juni 2023 bis März 2024 verändert hat. Die farbigen Punkte stellen die jährlichen prozentualen Veränderungen im zweiten Quartal 2024 für die Lohnstückkosten, die Energieinflation und die Stückgewinne dar (auf Basis offizieller Daten).

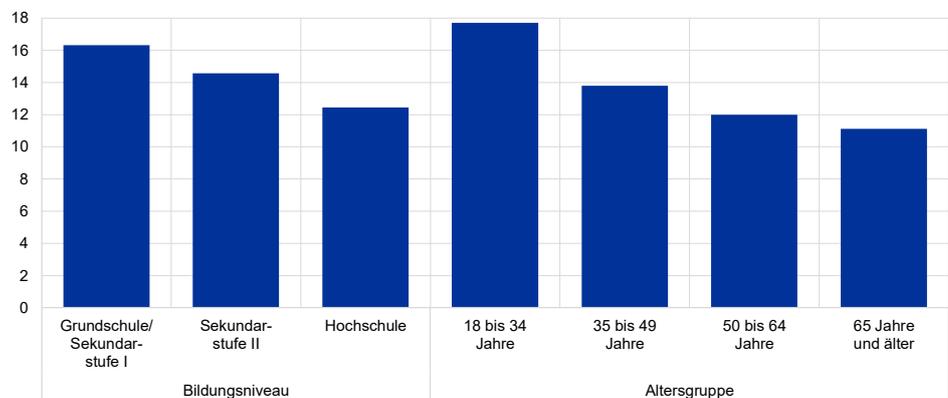
**Die Verbraucherwahrnehmung in Bezug auf die Hauptbestimmungsfaktoren der Inflation hat sich gegenüber Juni 2023 verändert und in Richtung der Löhne verlagert. Die sonstigen Inputkosten werden aber alles in allem immer noch als Hauptursache erachtet.** Die Frage nach der wahrgenommenen Hauptursache der Inflation wurde erstmals in der Umfrage zu den

Verbrauchererwartungen vom Juni 2023 und dann erneut in der Umfrage vom März 2024 gestellt.<sup>2</sup> Grafik b in Abbildung A zeigt, wie sich die Verteilung der gewählten Antworten von Juni 2023 bis März 2024 im Euroraum verändert hat. Der Anteil der Verbraucherinnen und Verbraucher, die die Unternehmensgewinne als Hauptursache der Inflation nannten, sank um 5 Prozentpunkte, während der Anteil derjenigen, die die Lohnkosten wählten, um 6 Prozentpunkte stieg. Dies deckt sich mit der Entwicklung des Lohnwachstums und der Stückgewinne in diesem Zeitraum. Der Anteil der Befragten, die die sonstigen Inputkosten angaben, blieb weitgehend konstant. Er veränderte sich lediglich um knapp 1 Prozentpunkt.

### Abbildung B Löhne als Hauptursache der Inflation

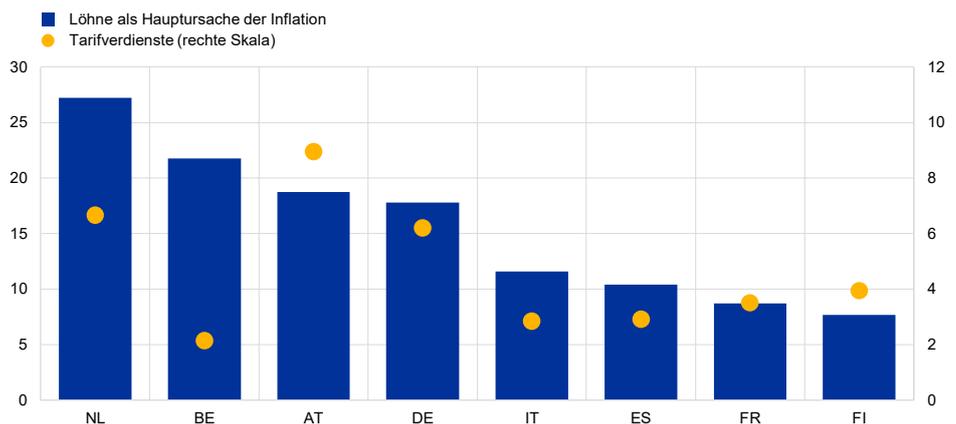
#### a) Aufschlüsselung nach Bildungsniveau und Alter der Befragten

(Anteil der Befragten in %)



#### b) Aufschlüsselung nach Land und Lohnwachstum

(Anteil der Befragten in %; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB (Umfrage zu den Verbrauchererwartungen).  
Anmerkung: Dargestellt sind die gewichteten Schätzungen des Anteils der Befragten, die im März 2024 die Löhne als Hauptursache der Inflation nannten (aufgeschlüsselt nach Land). „Tarifverdienste“ bezieht sich auf die Jahreswachstumsrate im ersten Quartal 2024 (einschließlich Einmalzahlungen).

<sup>2</sup> Eine Darstellung und Erörterung der Ergebnisse der Umfrage zu den Verbrauchererwartungen vom Juni 2023 findet sich in: EZB, [Was sind aus Verbrauchersicht die Haupttreiber der jüngsten Inflationsentwicklung?](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2023.

**Die Verbraucherinnen und Verbraucher, die die Löhne als Hauptursache der Inflation erachten, sind in der Regel jünger, haben keinen Hochschulabschluss und leben in Ländern, in denen das Lohnwachstum im vergangenen Jahr relativ hoch war.** In Abbildung B, Grafik a wird die Gruppe derjenigen, denen zufolge die Löhne ausschlaggebend für die Inflation sind, nach Bildungsniveau und Alter aufgeschlüsselt. Eine mögliche Erklärung für den obigen Befund lautet, dass die jüngsten Lohnzuwächse bei den Mindestlohnempfängern besonders hoch ausgefallen sind. Diese Beschäftigten haben meist ein geringeres Bildungsniveau und sind in der Regel jünger. Darüber hinaus wählt ein größerer Anteil der Befragten in den Ländern, die in der Vergangenheit ein starkes Lohnwachstum verzeichnet haben, tendenziell die Löhne als Hauptursache der Inflation (siehe Abbildung B, Grafik b).

**Die Verbraucherwahrnehmung in Bezug auf die Hauptursachen der Inflation verändert sich im Einklang mit aktuellen Entwicklungen.** Die Löhne haben in der Einschätzung der Befragten an Bedeutung gewonnen, wohingegen der Einfluss der Gewinne abgenommen hat. Dies entspricht der jüngsten Entwicklung der Löhne und der Stückgewinne. Solche Veränderungen zeigen, wie sich Inflationsnarrative in der Verbraucherwahrnehmung hinsichtlich der Hauptursachen der Inflation widerspiegeln. Diese Wahrnehmung könnte wiederum die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher beeinflussen. Das unterstreicht, wie wichtig es ist, Veränderungen der Inflationsnarrative zu beobachten.

## 6 Prognosegüte der Projektionen des Eurosystems und der EZB für das Wirtschaftswachstum seit der Covid-19-Pandemie

Adrian Page

**Die von Fachleuten des Eurosystems und der EZB erstellten Projektionen für das Wirtschaftswachstum weisen seit der Pandemie für die kurzen Zeithorizonte eine hohe Genauigkeit auf, obwohl in dieser Zeit große Schocks zu beobachten waren.** In früheren Ausgaben des EZB-Wirtschaftsberichts wurde umfassend dokumentiert, wie treffsicher die Inflationsprojektionen seit Ausbruch der Pandemie gewesen sind. Nun soll im vorliegenden Kasten untersucht werden, wie sich die Qualität der Projektionen in Bezug auf das Wachstum des realen BIP in dieser turbulenten Phase entwickelt hat.<sup>1</sup> Die Wachstumsschwankungen in der Anfangsphase der Pandemie im Jahr 2020 waren nicht vorhersehbar, sodass es zu nie dagewesenen Prognosefehlern kam.<sup>2</sup> Daher liegt der Schwerpunkt in diesem Kasten auf der Prognosegüte der Projektionen in der Zeit nach dem Ausbruch der Pandemie. Im betrachteten Zeitraum waren die Projektionen zum kurzfristigen Wirtschaftswachstum bemerkenswert treffsicher (siehe Abbildung A, Grafik a). Die Fehler in den Projektionen für das Wachstum des realen BIP im Folgequartal waren sogar geringer als üblich, obwohl in dieser Zeit unter anderem aufgrund von Lieferkettenstörungen und Russlands Krieg gegen die Ukraine große Schocks eintraten. Lediglich im Jahr 2021 gab es einige Ausnahmen, als das Wachstum nach wie vor durch die nicht vorhersehbare Entwicklung der Pandemie und die damit verbundenen Eindämmungsmaßnahmen beeinträchtigt wurde.

**In den Projektionen für den Zeithorizont von einem Jahr wurde das Wachstum ab Mitte 2022 jedoch zu hoch eingeschätzt.** Bei Betrachtung eines längeren Zeithorizonts fielen die Projektionen für das jährliche BIP-Wachstum im Folgejahr weniger genau aus. Die absoluten Projektionsfehler waren bisweilen höher als der historische Durchschnitt der absoluten Fehler für diesen Zeithorizont, vor allem im Jahr 2022 und im ersten Halbjahr 2023 (siehe Abbildung A, Grafik b).<sup>3</sup> In den von Mitte 2022 bis Mitte 2023 erstellten Projektionen wurde das Wachstum überschätzt und die Inflation unterschätzt. Hierzu passt, dass die größten Schocks in diesem Zeitraum auf Lieferengpässe und Energieangebotsstörungen zurückzuführen waren, wobei Letztere durch den Krieg Russlands gegen die Ukraine ausgelöst wurden.

<sup>1</sup> Siehe EZB, [Genauigkeit der jüngsten Projektionen von Fachleuten des Eurosystems bzw. der EZB zur kurzfristigen Inflationsentwicklung – ein Update](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 2/2024; EZB, [Erklärungen für die jüngsten Fehler in den Inflationsprojektionen des Eurosystems und der EZB](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 3/2022. Siehe auch EZB, [Analyse der empirischen Prognosegüte der Inflationsprojektionen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems seit dem Jahr 2000](#), Wirtschaftsbericht 5/2024.

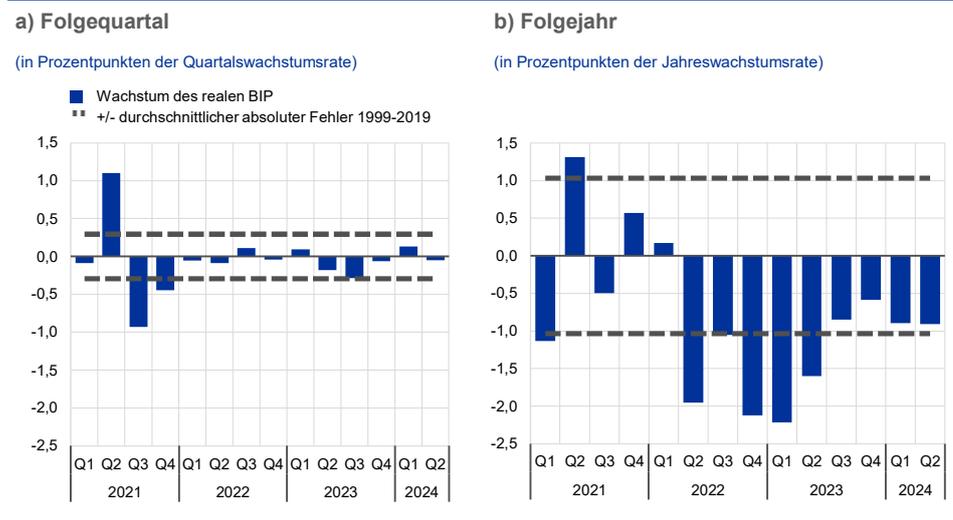
<sup>2</sup> Die in den Projektionen von Fachleuten der EZB vom März 2020 enthaltene Erwartung zum Wachstum im zweiten Quartal 2020 erwies sich als der historisch höchste Fehler für diesen Zeithorizont. Aufgrund der großflächigen pandemiebedingten Lockdowns verringerte sich das Wachstum um 11,1 %, verglichen mit einem projizierten Wert von 0,1 %.

<sup>3</sup> Auf Projektionsfehler bei längeren Zeithorizonten wie beispielsweise zwei Jahren wird hier der Kürze halber nicht eingegangen. Sie weisen jedoch ein sehr ähnliches Verlaufsmuster auf wie die in Abbildung 'A, Grafik b dargestellten Fehler, wobei die Wachstumsprojektion ab Mitte 2022 systematisch überzeichnet wird.

Aufgrund dieser Angebotsschocks erhöhte sich die Inflation, während das Wachstum zurückging. Wenngleich sich die Fehler in den Wachstumsprojektionen im vergangenen Jahr verringert haben, sind sie für den Zeithorizont von einem Jahr noch immer negativ; die Stärke der Erholung wird also dauerhaft überschätzt.

### Abbildung A

#### Projektionsfehler für das Wachstum des realen BIP seit 2021



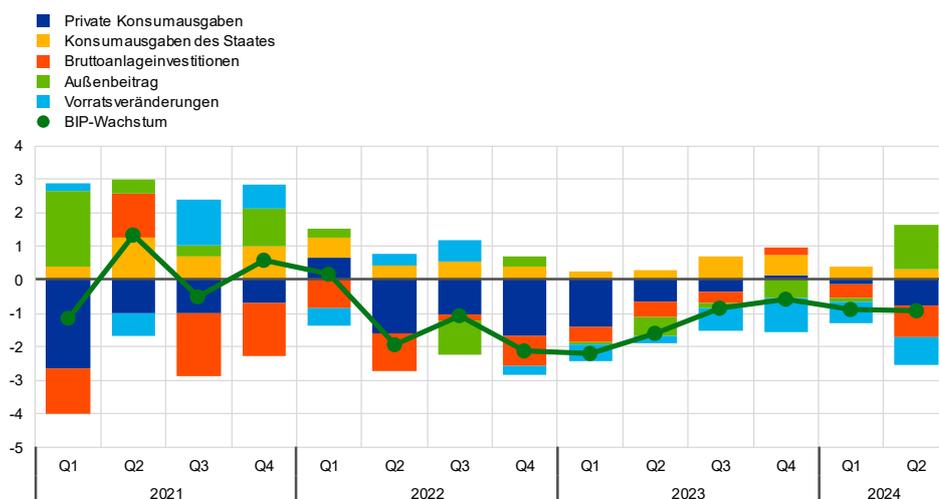
Quellen: Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der Fehler ergibt sich aus der Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert (gemäß der Veröffentlichung von Eurostat am 6. September 2024) und dem projizierten Wert. „Folgequartal“ bezieht sich auf die Projektion für die vierteljährliche Wachstumsrate des Quartals, das auf das Veröffentlichungsquartal einer Projektion folgt (d. h. in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der EZB vom März 2024 auf den Fehler für das zweite Quartal 2024). „Folgejahr“ bezieht sich auf die Projektion für die jährliche Wachstumsrate in einem Jahr (gleiches Quartal) nach der Veröffentlichung einer Projektion (d. h. in den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2023 auf den Fehler für das zweite Quartal 2024). Der durchschnittliche absolute Projektionsfehler für das Wachstum des realen BIP bezieht sich auf den Zeitraum 1999-2019 und lässt die Ausreißer während der weltweiten Finanzkrise unberücksichtigt.

**Über weite Strecken des Betrachtungszeitraums waren die Fehler bei den Projektionen für das Folgejahr vor allem auf die privaten Konsumausgaben und die Investitionen zurückzuführen. Zuletzt spielten auch der Außenbeitrag und Vorratsveränderungen eine Rolle.** Um die Entstehung der Projektionsfehler zu erklären, bietet sich eine Zerlegung der Fehler in die einzelnen Nachfragekomponenten des BIP an (siehe Abbildung B). Die Projektionen für das Jahr 2021, die im Vorjahr (d. h. in der Anfangsphase der Pandemie) erstellt wurden, waren mit hoher Unsicherheit behaftet. Dies führte zu großen Fehlern in den einzelnen Komponenten, die sich jedoch teilweise gegenseitig aufhoben. In den früheren Phasen der Pandemie verschob sich der Konsum deutlich in Richtung Waren und im weiteren Verlauf wieder zurück zu Dienstleistungen. Hieraus ergaben sich Störungen in den traditionellen Wirtschaftsbeziehungen und damit eine geringere Vorhersagbarkeit des Konsums, der Investitionen und des Handels. Als die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie nachzulassen begannen, kam es im Jahresverlauf 2021 zu Störungen der globalen Lieferketten, und mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine Anfang 2022 folgten Störungen des Energieangebots in Europa. Aufgrund dieser Schocks stieg die Inflation, was bis Mitte 2023 zu einem unerwarteten Rückgang der Realeinkommen und zu einer unerwartet schwachen Entwicklung der Konsumausgaben führte. Seitdem sind die Prognosefehler in Bezug auf die privaten Konsumausgaben gering, denn die positiven Überraschungen beim verfügbaren Einkommen schlugen sich nicht in

höheren Konsumausgaben, sondern in einer höheren Ersparnisbildung nieder. Auch die Investitionstätigkeit hat sich seit dem Ende der Pandemie verhaltener als erwartet entwickelt. Teilweise hängt dies mit der hohen Unsicherheit zusammen, die entgegen den Erwartungen nicht abnahm, sondern angesichts der aufeinanderfolgenden adversen Schocks weiter anhielt. Ein weiterer Faktor, der sich auf das Wachstum des realen BIP und mehrere Nachfragekomponenten auswirkte, war die Geldpolitik der EZB. Sie wurde aufgrund des kräftigen Inflationsanstiegs deutlich gestrafft, und dies in einem Maße, das von den Märkten nicht erwartet worden war. Auch der Außenbeitrag fiel tendenziell schlechter aus, da sich der Welthandel nicht so gut erholte wie erwartet. Hinzu kamen Wettbewerbseinbußen, denn die Energiepreisschocks trafen den Euroraum härter als andere wichtige Handelspartner. In den jüngsten Quartalen wurde das Wachstum entgegen den Erwartungen durch einen Lagerabbau beeinträchtigt, was an dem negativen Beitrag der Vorratsveränderungen ablesbar ist. Die einzige durchweg positiv überraschende Komponente im genannten Zeitraum waren die Konsumausgaben des Staates.<sup>4</sup>

**Abbildung B**  
 Zerlegung der Projektionsfehler für das Wachstum des realen BIP im Folgejahr:  
 Beiträge der Nachfragekomponenten

(in Prozentpunkten der Jahreswachstumsrate)



Quellen: Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und EZB-Berechnungen.

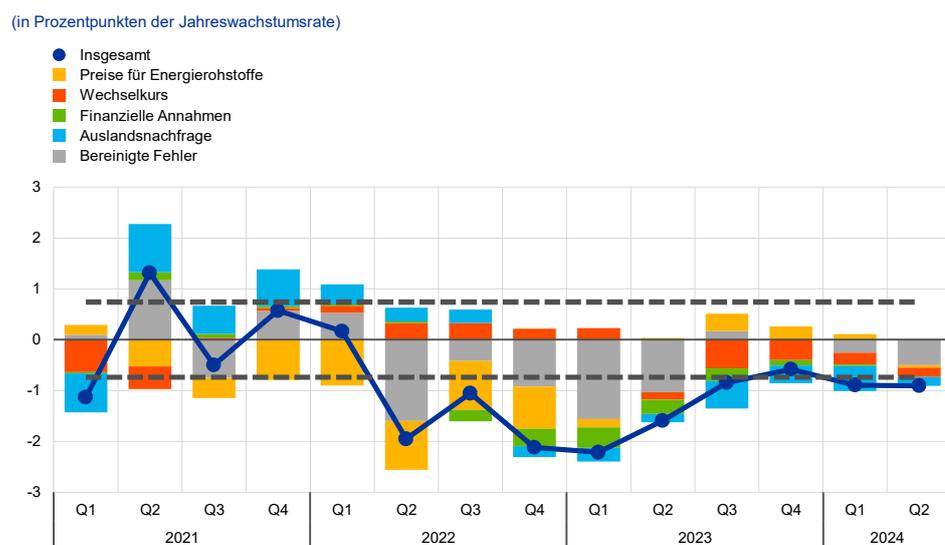
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A. Die im zweiten Quartal 2024 verzeichneten großen und sich teilweise gegenseitig aufhebenden Fehler in Bezug auf den Außenbeitrag und die Investitionen hängen unter anderem mit volatilen und unvorhersehbaren Entwicklungen zusammen, die Investitionen in geistiges Eigentum in Irland betreffen.

**Die Projektionsfehler, die über einen Großteil des Zeitraums nach der Pandemie auftraten, lassen sich überwiegend durch Fehler in den konditionierenden Annahmen erklären.** Eine weitere Möglichkeit, die Ursachen der Projektionsfehler zu beschreiben, besteht darin, die Bedeutung der technischen Annahmen und der Projektionen der Auslandsnachfrage nach Produkten des Euroraums zu untersuchen. Beide sind wesentliche Eingangsgrößen der

<sup>4</sup> Darin kommt zum Ausdruck, dass die Fiskalpolitik im betrachteten Zeitraum stärker gelockert wurde als zunächst erwartet. Die Staaten ergriffen fortlaufend neue Stimulierungsmaßnahmen bzw. erweiterten diese und verschoben die Haushaltskonsolidierung in die Zukunft.

Projektionsmodelle.<sup>5</sup> Abbildung C zeigt eine Zerlegung der Projektionsfehler für das BIP-Wachstum im Folgejahr in die durch technische Annahmen bedingten Fehler sowie in Fehler, die auf eine unerklärte Restgröße aus sonstigen Faktoren zurückzuführen sind. Der Einfluss lässt sich mithilfe von Elastizitäten schätzen, die den Projektionsmodellen des Eurosystems entnommen wurden. Der abrupte und unerwartete Anstieg der Öl- und insbesondere der Gaspreise ab der zweiten Jahreshälfte 2021 leistete einen maßgeblichen Beitrag zur Erklärung der unerwartet schwachen Entwicklung des Wirtschaftswachstums bis einschließlich Ende 2022. Ab Mitte 2022 kam auch den finanziellen Annahmen eine gewisse Bedeutung zu, insbesondere im Hinblick auf die bereits erwähnten Zinserhöhungen, die stärker ausfielen als erwartet. Fehler in den Wechselkursannahmen hatten im Lauf des Jahres 2022 hingegen einen geringfügigen positiven und somit gegenläufigen Effekt; ab Mitte 2023 trugen sie jedoch negativ zu den Projektionsfehlern in Bezug auf das Wachstum bei. Indes entwickelte sich die Auslandsnachfrage in der ersten Hälfte des Zeitraums nach der Pandemie zumeist besser als in den Projektionen erwartet. Ab Ende 2022 war sie dann mitverantwortlich für zu hohe Wachstumsprojektionen.

**Abbildung C**  
 Zerlegung der Projektionsfehler für das Wachstum des realen BIP im Folgejahr:  
 Bedeutung von Fehlern in den konditionierenden Annahmen



Quellen: Projektionen von Fachleuten des Eurosystems/der EZB und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A. Der Beitrag der in den konditionierenden Annahmen enthaltenen Fehler zum Projektionsfehler für das Wachstum des realen BIP basiert auf Elastizitäten, die aus makroökonomischen Modellen des Eurosystems abgeleitet wurden. Die Preise für Energierohstoffe beziehen sich auf Annahmen zu den Öl- und Gaspreisen. Unter dem Wechselkurs ist der nominale effektive Wechselkurs des Euro zu verstehen. Finanzielle Annahmen sind Annahmen zu den kurz- und langfristigen Zinssätzen sowie zu den Aktienkursen. Bei den bereinigten Fehlern handelt es sich um alle übrigen Fehlerquellen, die nicht die bereits erwähnten konditionierenden Annahmen betreffen. Die gestrichelten Linien kennzeichnen den Durchschnitt der absoluten Fehler innerhalb der Komponente der bereinigten Fehler über den Zeitraum von 2003 (Beginn der Verfügbarkeit der Zerlegung) bis 2019. Die Ausreißer während der weltweiten Finanzkrise bleiben unberücksichtigt.

**Nach Bereinigung um die in den konditionierenden Annahmen enthaltenen Fehler verringern sich die Projektionsfehler; dies könnte mit der anhaltenden Unsicherheit und einer möglicherweise unerwartet starken Wirkung der**

<sup>5</sup> Bei den technischen Annahmen handelt es sich um grundlegende Kennzahlen wie die Preise für Energierohstoffe und die Marktzinssätze, die auf den Terminpreisen basieren, sowie das Wechselkursniveau, für das eine konstante Fortschreibung des zum Erstellungszeitpunkt der Projektionen beobachteten Wert unterstellt wird.

**geldpolitischen Straffung zusammenhängen.** Die konditionierenden Annahmen beruhen weitgehend auf Marktpreisen und werden als exogene Faktoren der gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen behandelt. Nach Bereinigung um die in diesen Annahmen enthaltenen Fehler kann der verbleibende Anteil des Gesamtprojektionsfehlers (siehe die grauen Balken in Abbildung C) isoliert werden; dieser lässt sich dann den Modellen zuschreiben, die bei der Erstellung der Projektionen verwendet werden und den Einschätzungen der Fachleute zugrunde liegen.<sup>6</sup> Die bereinigten Fehler waren über den Großteil des Beobachtungszeitraums deutlich geringer, insbesondere ab Mitte 2023. Die gestrichelten Linien in Abbildung C stellen den historischen Durchschnitt der absoluten Werte dieser bereinigten Fehler in krisenfreien Zeiträumen dar. Lediglich in vier Quartalen übersteigen die bereinigten Fehler (graue Balken) in absoluter Betrachtung die Durchschnitte, obwohl der gesamte Betrachtungszeitraum von hoher Unsicherheit geprägt war. Welche Faktoren könnten zu diesen Fehlern geführt haben? Als einer dieser außerordentlichen Faktoren wirkte wie bereits erwähnt die deutliche Unterschätzung des abrupten Inflationsanstiegs (der sich nicht allein durch Fehler in den technischen Annahmen erklären ließ) sowie der damit verbundenen Belastung der verfügbaren Einkommen. Der Energiepreisschock führte zudem zu persistenten und unerwarteten Wettbewerbseinbußen, die nicht allein mit den Wechselkursannahmen begründet werden konnten. Geopolitische Spannungen, insbesondere in der Ukraine und zuletzt im Nahen Osten, hatten erhebliche Auswirkungen auf die Unsicherheit und das Vertrauen. Ein weiterer Faktor hängt womöglich mit der Wirkung der Geldpolitik zusammen. Die grünen Balken in Abbildung C stellen den Einfluss von Fehlern in den finanziellen Annahmen dar, wie er sich aus den Projektionsmodellen des Eurosystems ableiten lässt. Von anderen Modellen wird der Einfluss dieser Fehler indes höher geschätzt.<sup>7</sup> Aus der ungewöhnlich schnellen und starken Straffung der Geldpolitik bzw. dem Übergang von einem Umfeld lang anhaltender Niedrigzinsen zu einem Hochzinsumfeld ergaben sich überdies Nichtlinearitäten in Bezug auf die geldpolitische Transmission, die möglicherweise einen größeren Einfluss auf die Wirtschaft hatten als in den üblichen Projektionsmodellen vorhergesehen.

**Fazit: Trotz mehrerer aufeinanderfolgender großer Schocks, die in den letzten Jahren auf die Wirtschaft des Euroraums wirkten, ist das Ausmaß der Fehler in den Wachstumsprojektionen mit dem Vorpandemiedurchschnitt vergleichbar. Die Aussichten sind allerdings nach wie vor mit erheblicher Unsicherheit behaftet.** Die Fachleute prüfen ihre Prognosemodelle stetig auf Verbesserungsmöglichkeiten und nehmen ermessensbasierte Anpassungen vor, sofern die Modelle systematisch falsch liegen. Vom Erfolg dieser Bestrebungen zeugen die Projektionsfehler beim kurzfristigen Wachstum; diese sind – trotz der zuletzt beobachteten massiven Schocks – mittlerweile geringer als der historische Durchschnitt. Die Fehler in den Projektionen für das Folgejahr waren zwar durchweg negativ, doch dies lässt sich größtenteils durch Fehler in den konditionierenden Annahmen erklären. Die verbleibenden Fehler spiegeln wahrscheinlich die

<sup>6</sup> Siehe M. Ciccarelli, M. Darracq Paries, B. Landau und J. Sousa, [Why we need models to make projections](#), Der EZB-Blog, 5. Juli 2023.

<sup>7</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der geldpolitischen Straffung der EZB seit Dezember 2021: eine modellbasierte Auswertung](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 3/2023.

deutlichen und dauerhaften Veränderungen grundlegender Wirtschaftsbeziehungen wider, die in den letzten Jahren zu beobachten waren. Die hier vorgestellten Fehler betreffen die bis Juni 2023 veröffentlichten Projektionen. Die nach diesem Zeitpunkt eingegangenen negativen Daten wurden bereits berücksichtigt. Beispielsweise haben die Fachleute des Eurosystems in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2023 eine Anpassung der Wachstumsrate für 2024 von 1,5 % auf 0,8 % vorgenommen, denn den jüngsten Daten zufolge dürfte die Erholung schwächer ausfallen als erwartet. Gleichwohl sind die Projektionen zur wirtschaftlichen Entwicklung weiterhin mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Um die potenzielle Wirkung der wichtigsten Unsicherheitsquellen abzubilden, enthalten die Projektionen in der Regel auch Alternativszenarios, die wesentliche Risiken berücksichtigen, sowie allgemeinere Bandbreiten der Unsicherheit.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Zu den Unsicherheitsbändern der Projektionen für das reale BIP-Wachstum siehe Abbildung 1 in: EZB, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, September 2024. Siehe weiterhin EZB, [Alternative Szenarien für das Verbrauchervertrauen und die Folgen für die Wirtschaft](#), Kasten 2, Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB, September 2024.

## Was sagen Revisionen der Leitzinserwartungen aus? Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten

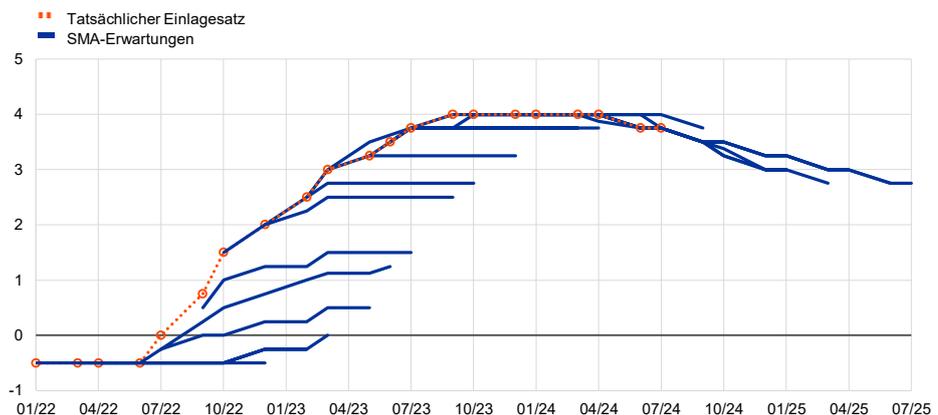
Yıldız Akkaya und Boryana Ilieva

**Während des Zinserhöhungszyklus in den Jahren 2022 und 2023 wurden die Erwartungen bezüglich der künftigen Entwicklung der EZB-Leitzinsen häufig und in beträchtlichem Umfang angepasst.** Von Juli 2022 bis September 2023 wurden die Zinserwartungen in der [Umfrage unter geldpolitischen Analysten \(Survey of Monetary Analysts – SMA\)](#) immer wieder revidiert. Der für den Einlagesatz erwartete Höchstwert stieg im genannten Zeitraum um 350 Basispunkte von 0,5 % auf 4 % (siehe Abbildung A).

### Abbildung A

Revisionen der laut SMA erwarteten Entwicklung des Einlagesatzes (Zeithorizont bis 1 Jahr) und tatsächlicher Einlagesatz

(in Prozentpunkten)



Quellen: SMA und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Entwicklung des Medians der SMA-Erwartungen (blaue Linien) und des Einlagesatzes (rote Punkte). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

**Für die geldpolitische Entscheidungsfindung ist es wichtig zu verstehen, warum die in der SMA befragten geldpolitischen Analysten ihre Erwartungen anpassen. Diese Gründe liefern nämlich Erkenntnisse dazu, inwieweit Veränderungen der konjunkturellen Einschätzung, der Inflationsprojektionen, der Marktstimmung und der Geldpolitik den erwarteten Leitzinspfad beeinflussen.** Mithilfe einer Regressionsanalyse der Antworten der einzelnen Befragten lassen sich die Revisionen der erwarteten Entwicklung des Einlagesatzes in verschiedene Einflussfaktoren aufschlüsseln.<sup>1</sup> Dabei handelt es sich erstens um Veränderungen der eigenen Einschätzung in Bezug auf die wirtschaftliche Lage – insbesondere der Erwartungen zur HVPI-Inflation in einem Jahr und zum BIP-

<sup>1</sup> Die Regression wurde anhand der SMA-Daten auf Ebene der einzelnen Befragten erstellt und trägt der Heteroskedastizität bei der Schätzung der Standardfehler Rechnung. Eine ähnliche Analyse, allerdings anhand aggregierter Umfragedaten, findet sich bei M. Bernardini und A. Lin, [Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor Rule](#), Economics Letters, Bd. 235, 2024.

Wachstum in einem Jahr – sowie in Bezug auf die langfristige Entwicklung des Einlagesatzes. Zweitens gehören dazu Veränderungen der Terminzinsstrukturkurve, die nicht auf die Inflations- und Wachstumserwartungen zurückzuführen sind, sondern auf die geldpolitische Kommunikation und die Finanzmarktstimmung (gemessen an der Entwicklung der „Meeting-to-Meeting“-Terminzinsstrukturkurve von Bloomberg). Die „Meeting-to-Meeting“-Terminzinsen werden in Bezug auf die Inflations- und BIP-Erwartungen der Befragten orthogonalisiert, damit sie Entwicklungen jenseits dieser Erwartungen erfassen. Eine dritte Gruppe von Einflussfaktoren umfasst die Abweichung der Analystenerwartungen von den jüngsten Inflationsprojektionen der Fachleute der EZB/des Eurosystems sowie unerwartete Leitzinsänderungen.<sup>2</sup> Zusammengefasst erklären diese Faktoren 50 % der sich aus den Revisionen der SMA-Teilnehmer ergebenden Erwartungsänderungen in Bezug auf den Pfad des Einlagesatzes.<sup>3</sup>

**Die Revisionen des erwarteten Zinspfades sind größtenteils auf die Erwartungen der einzelnen Befragten zur Inflationsentwicklung und zum BIP-Wachstum zurückzuführen** (siehe Abbildung B). Betrachtet man die Beiträge der einzelnen Faktoren seit Januar 2022, dann zeigt sich, dass in der Phase des Inflationsschubs in erster Linie veränderte Erwartungen zur HVPI-Inflation und zum BIP-Wachstum für die Revisionen der erwarteten Entwicklung des Einlagesatzes maßgeblich waren. Diese große Bedeutung der gesamtwirtschaftlichen Faktoren spricht dafür, dass die Analysten insbesondere in Zeiten erhöhter gesamtwirtschaftlicher Schwankungen eine konsistente Reaktionsfunktion der Geldpolitik wahrnahmen. In den Fällen, in denen Leitzinsänderungen nicht antizipiert wurden, stellt sich der unerwartete Zinsschritt naturgemäß als wesentlicher Bestimmungsfaktor der revidierten Erwartungen heraus.

---

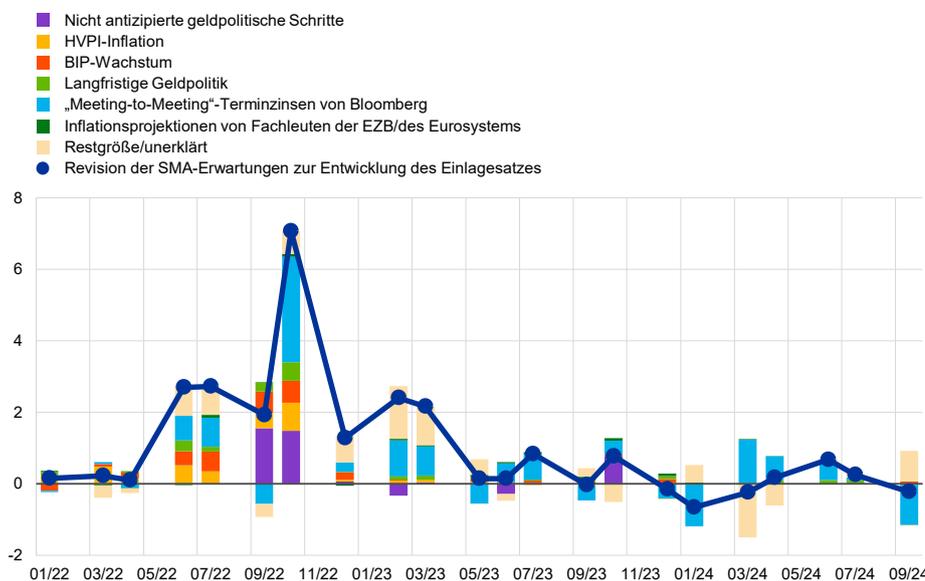
<sup>2</sup> Als zukunftsgerichteter Finanzmarktindikator wird in den Regressionen der wöchentliche Durchschnitt des erwarteten Einlagesatzes verwendet, ermittelt anhand der „Meeting-to-Meeting“-Terminzinsen von Bloomberg in der Woche vor dem Versand der SMA-Fragebögen. Die Terminzinsen werden in Bezug auf die eigenen Erwartungen der Befragten zur HVPI-Inflation und zum Wachstum des realen BIP orthogonalisiert. So lassen sich die Veränderungen der „Meeting-to-Meeting“-Terminzinsen auf Komponenten der Marktkurve zurückführen, z. B. auf die Auswirkungen der Kommunikation der EZB, der Marktstimmung sowie anderer Faktoren, die nicht mit der makroökonomischen Entwicklung zusammenhängen. Um die Abweichung zwischen den darin enthaltenen Projektionen zur HVPI-Inflation in einem Jahr und den eigenen Inflationserwartungen der befragten Analysten für diesen Zeitraum zu ermitteln, werden die aktuellen von Fachleuten der EZB/des Eurosystems erstellten Projektionen herangezogen.

<sup>3</sup> Eine frühere Analyse zu diesem Thema findet sich in: EZB, [Fehlerhafte geldpolitische Erwartungen während des jüngsten Straffungszyklus – Erkenntnisse aus der Umfrage der EZB unter geldpolitischen Analysten](#), Kasten 6, Wirtschaftsbericht 1/2024. Darin wird aufgezeigt, dass die Erwartungsfehler der SMA-Umfrageteilnehmer vorwiegend auf Revisionen ihrer gesamtwirtschaftlichen Erwartungen zurückzuführen waren. Dies legt nahe, dass die Analysten eine konsistente Reaktionsfunktion der Geldpolitik wahrnahmen. Die vorliegende Analyse kommt zu ähnlichen Ergebnissen, berücksichtigt aber auch eine Reihe zusätzlicher Kontrollvariablen wie die Inflationsprojektionen der EZB/des Eurosystems und die „Meeting-to-Meeting“-Terminzinsen von Bloomberg, die einen erheblichen Einfluss auf die Leitzinsprojektionen haben.

## Abbildung B

### Zerlegung der kumulierten Revisionen der laut SMA erwarteten Entwicklung des Einlagesatzes (Zeithorizont bis 1 Jahr)

(in Prozentpunkten)



Quellen: SMA und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die seit Januar 2022 erfolgten Revisionen der SMA-Erwartungen zur Entwicklung des Einlagesatzes und ihre Zerlegung. Die Größe der Effekte wird mithilfe der Koeffizienten einer Panelregression und des Mittelwerts der einzelnen Einflussfaktoren in jeder Umfragerunde ermittelt. As Regressoren dienen die unerwarteten Komponenten der im Text genannten Faktoren. Da die SMA immer im Vorfeld der EZB-Ratssitzungen durchgeführt wird, weisen die Angaben in der Abbildung stets einen Nachlauf gegenüber den Sitzungsterminen auf. Beispielsweise zeigt der Balken für September 2024 den Unterschied zwischen dem Wert vor und nach der EZB-Ratssitzung vom Juli an. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf September 2024.

### Neben Aktualisierungen der gesamtwirtschaftlichen Prognosen haben auch die Finanzmarkterwartungen großen Einfluss auf die Erwartungen der SMA-Befragten zum Einlagesatz.

Ein Großteil der Revisionen lässt sich durchweg mit Veränderungen der „Meeting-to-Meeting“-Terminzinsstrukturkurve erklären. Die Terminzinsen reagieren wiederum nicht nur auf die Erwartungen zur HVPI-Inflation und zum BIP-Wachstum, sondern auch auf eine breitere Palette an gesamtwirtschaftlichen Indikatoren sowie auf die Kommunikation der EZB. Die Korrelation zwischen den Revisionen der erwarteten Entwicklung des Einlagesatzes und den Terminzinsen zeigt, dass eine Vielzahl verschiedener Informationen in die Erwartungsbildung einfließen. Dies unterstreicht die Bedeutung alternativer, stärker nuancierter Indikatoren der geldpolitischen Ausrichtung, zumal keine explizite Forward Guidance zu den Leitzinsen erfolgt.

### Der sich wandelnde Einfluss von Finanzmarktdaten bestätigt, wie wichtig es ist, die Erwartungen der Marktteilnehmer zu verstehen und zu steuern.

Während des Inflationsschubs wurden die Erwartungen in Bezug auf den Einlagesatz stärker durch gesamtwirtschaftliche Erwartungen als durch Finanzmarktinformationen beeinflusst. Ab 2023 verringerte sich der Einfluss gesamtwirtschaftlicher Informationen jedoch. Diese Verschiebung fand statt, als sich die Schocks spürbar abschwächten und die Erwartungen einen zunehmenden Gleichlauf mit den aktuellen makroökonomischen Daten – insbesondere jenen zur Gesamtinflation – aufwiesen. Stattdessen erhöhte sich ab 2023 der Einfluss von Marktinformationen auf die Erwartungsbildung. Dies war auch in Bezug auf die

Leitzinsanhebung im September 2023 festzustellen. Die Analysten scheinen also ihre Leitzinserwartungen an die Finanzmarkerwartungen angepasst zu haben, die wiederum von einer Reihe von Faktoren beeinflusst worden sein könnten. Die Finanzmärkte reagieren auf ein breiteres Spektrum an gesamtwirtschaftlichen Informationen, als sie in der SMA erfasst werden. Zugleich werden die Terminzinsen aber durchaus auch von der Kommunikation der EZB beeinflusst. Insgesamt verdeutlicht die Evidenz, dass sich Marktinformationen maßgeblich in den Erwartungen der Befragten niederschlagen, insbesondere in einem komplexen und volatilen wirtschaftlichen Umfeld.

Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger und Philip Muggenthaler

**Die Länder des Euroraums haben über mehrere Jahre fiskalische Stützungsmaßnahmen ergriffen, um die Auswirkungen der Corona-Pandemie und der Energiekrise abzufedern. Für 2024 war eine deutliche Verbesserung der Haushaltspositionen geplant.** Im Zeitraum 2020-2023 war die im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) der EU enthaltene allgemeine Ausweichklausel aktiv. Sie sollte den notwendigen finanzpolitischen Spielraum schaffen, um die Volkswirtschaften bei der Bewältigung der negativen Auswirkungen der Pandemie und der Energiekrise zu unterstützen. Im Juni 2023 verabschiedete der Europäische Rat länderspezifische Empfehlungen für 2024, in denen er sich dafür aussprach, die Finanzpolitik mit dem Abklingen der Energiekrise zu normalisieren.<sup>1</sup> Zugleich wurde in den haushaltspolitischen Leitlinien berücksichtigt, dass 2024 ein Jahr des Übergangs sein würde, gefolgt von der Einführung des reformierten haushaltspolitischen Rahmens der EU. Der neue Rahmen trat am 30. April 2024 in Kraft und soll ab 2025 umgesetzt werden.<sup>2</sup> Aus diesem Anlass enthält der vorliegende Kasten einen Überblick über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum im Jahr 2024. Hierzu werden die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen des Eurosystems und der EZB über einen bestimmten Zeitraum betrachtet, in dem die für 2024 erwarteten Haushaltspositionen immer wieder revidiert wurden.

**Auf Euroraumebene dürfte sich der konjunkturbereinigte Primärsaldo 2024 den Projektionen zufolge weiter verbessern, dabei jedoch nach wie vor deutlich unterhalb seines Vorpandemiestands liegen** (siehe Abbildung A). Die Fachleute der EZB rechnen in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen von September 2024 mit einer Verbesserung dieses Saldos (d. h. des euroraumweiten Finanzierungssaldos bereinigt um konjunkturelle Einflüsse und Zinsausgaben) von -1,9 % des BIP im Jahr 2023 auf -1,4 % des BIP im Jahr 2024. War der Anstieg des konjunkturbereinigten Primärsaldos 2023 noch geringfügig, fällt er 2024 deutlicher aus. Dies hängt vor allem damit zusammen, dass der Großteil der Stützungsmaßnahmen ausläuft, welche die Regierungen zur Abfederung der Energiekrise und der hohen Inflation ergriffen hatten.<sup>3</sup> Trotz dieser Verbesserung dürfte der konjunkturbereinigte Primärsaldo auf Euroraumebene im Jahr 2024 den Vorpandemiestand von 2019 um mehr als 2 Prozentpunkte unterschreiten. Im Zeitraum von 2019 bis 2024 wies die Gruppe der hoch verschuldeten Länder

<sup>1</sup> In den Empfehlungen wurden auch länderspezifische Leitlinien zur Finanzpolitik für 2023 und 2024 formuliert, deren Hauptaugenmerk auf den energiebezogenen Maßnahmen lag. Die Regierungen sollten sie allmählich auslaufen lassen und mit den erzielten Einsparungen in den beiden Jahren so schnell wie möglich ihre Haushaltsdefizite verringern. Siehe Rat der Europäischen Union, [Europäisches Semester 2023: Einigung über länderspezifische Empfehlungen](#), Pressemitteilung vom 16. Juni 2023.

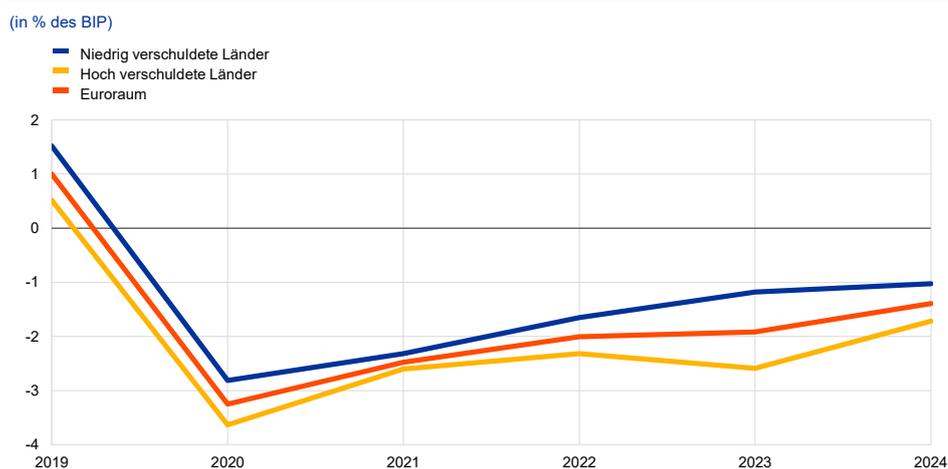
<sup>2</sup> Siehe S. Haroutunian et al., [The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 349, 2024.

<sup>3</sup> Siehe hierzu auch EZB, [Entwicklung der öffentlichen Finanzen](#), Abschnitt 6, Wirtschaftsbericht 6/2024.

tendenziell einen schlechteren konjunkturbereinigten Primärsaldo auf als die Gruppe der niedrig verschuldeten Länder, auch wenn für 2024 eine deutlichere Verbesserung projiziert wurde.<sup>4</sup>

### Abbildung A

#### Entwicklung des konjunkturbereinigten Primärsaldos – Euroraum sowie niedrig und hoch verschuldete Länder



Quelle: Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2024.  
Anmerkung: Dargestellt ist der mit dem BIP gewichtete konjunkturbereinigte Primärsaldo des Euroraum-Aggregats und der beiden nach Schuldenstand unterschiedenen Ländergruppen. „Hoch verschuldete Länder“ bezieht sich auf die Gruppe der Euro-Staaten, deren öffentliche Schuldenquote im Jahr 2023 bei über 90 % lag (Belgien, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien und Portugal). „Niedrig verschuldete Länder“ sind alle übrigen Euro-Staaten.

#### Eine Betrachtung früherer Projektionen des konjunkturbereinigten Primärsaldos im Euroraum für das Jahr 2024 zeigt, dass dieser seit September 2023 immer wieder abwärtsrevidiert wurde.

In der jüngsten Vergangenheit wurde der für 2024 projizierte mit dem BIP gewichtete Durchschnitt des konjunkturbereinigten Primärsaldos sowohl für die hoch verschuldeten als auch für die niedrig verschuldeten Länder schrittweise nach unten angepasst, wobei die Abwärtsrevisionen für die erste Gruppe deutlich umfangreicher waren (siehe Abbildung B, Grafik a).<sup>5</sup> Die Gruppe der hoch verschuldeten Länder verzeichnet zudem ein weitaus größeres Haushaltsdefizit (siehe Abbildung B, Grafik b), das zum Teil auf die Zinsausgaben zurückzuführen ist. Diese fallen deutlich höher aus als in den niedrig verschuldeten Ländern und wurden ab den früheren Projektionen stärker nach oben angepasst (siehe Abbildung B, Grafik c).

#### Das Haushaltsergebnis für 2024 wird nach wie vor von einer gewissen Unsicherheit und uneinheitlichen Signalen geprägt.

Einerseits könnten die Haushaltsspositionen etwas besser ausfallen als von den EZB-Fachleuten im September 2024 projiziert, da das BIP mehrerer Länder infolge der diesjährigen Generalrevision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wohl nach oben

<sup>4</sup> Staaten des Euroraums, deren öffentliche Schuldenquote 2023 mehr als 90 % betrug. Die Gruppenwerte werden als mit dem BIP gewichteter Durchschnitt angegeben.

<sup>5</sup> Für einige kleinere hoch verschuldete Länder mit geringem BIP-Gewicht, insbesondere Portugal, wurde der konjunkturbereinigte Primärsaldo im Zeitraum von September 2023 bis September 2024 nach oben revidiert.

korrigiert werden wird.<sup>6</sup> Ferner weisen einige Staaten (so auch Italien als eine der großen Volkswirtschaften) in den Übersichten über ihre Haushaltsplanung 2025 verbesserte Haushaltsergebnisse für 2024 aus. Andererseits liegt die jüngste amtliche Schätzung des Haushaltsdefizits von Frankreich im Jahr 2024 mit mehr als 6 % des BIP (mangels zusätzlicher Konsolidierungsmaßnahmen) über vorherigen Vorausberechnungen.

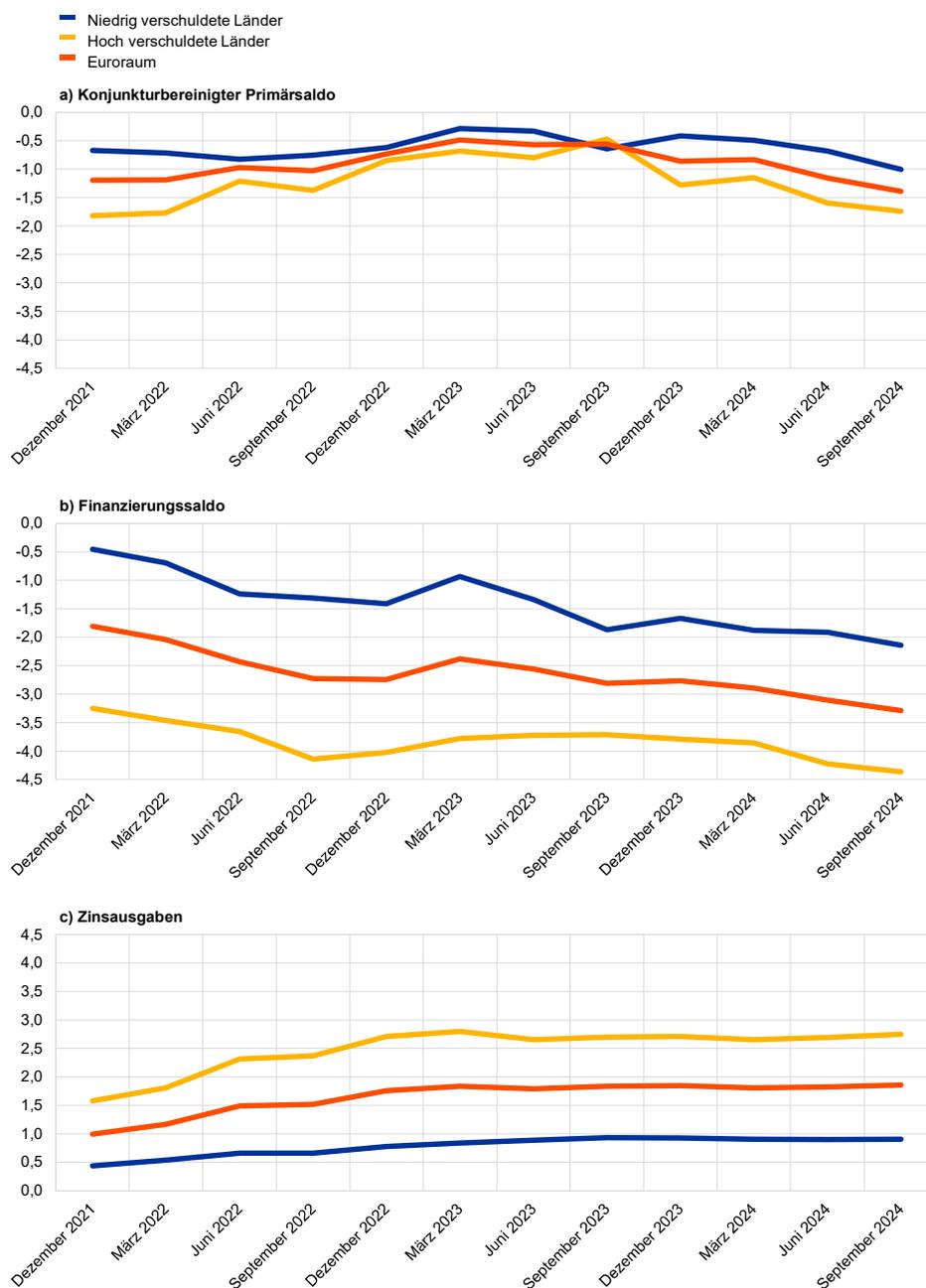
---

<sup>6</sup> Zur Generalrevision („Benchmark-Revision“) siehe auch Eurostat, [2024 benchmark revision of national accounts and balance of payments: Overview on motivation, main changes and implementation aspects](#), Pressemitteilung vom 29. Februar 2024. Bei einigen Ländern spiegeln die im September 2024 von der EZB projizierten Haushaltsspositionen zumindest teilweise die statistische Generalrevision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wider.

## Abbildung B

### Haushaltsindikatoren für 2024 zu verschiedenen Projektionszeitpunkten

(in % des BIP)



Quellen: Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2024 sowie vorherige Projektionen, beginnend mit den Stabsprojektionen des Eurosystems vom Dezember 2021 (erstmalig einschließlich 2024).

Anmerkung: Zur Berechnung der Aggregate siehe Abbildung A. Der Finanzierungssaldo lässt sich zerlegen in den konjunkturbereinigten Primärsaldo, Zinsausgaben (für die Staatsschulden) und die Konjunkturkomponente (sie hängt von der Produktionslücke und den Budgetelastizitäten ab; diese Komponente des Finanzierungssaldos ist hier nicht abgebildet). In dem konjunkturbereinigten Primärsaldo schlagen sich auch Struktureffekte nieder. Sie entstehen, wenn sich die gesamtwirtschaftlichen Steuerbemessungsgrundlagen in anderem Maße ändern als die geschätzte Produktionslücke.

**Ab 2025 gelten für die Staaten die Fiskalregeln des überarbeiteten EU-Steuerungsrahmens.** Die meisten Euro-Länder hatten zum 15. Oktober 2024 Übersichten über ihre Haushaltsplanung 2025 vorgelegt. In diesen geben die Staaten unter anderem an, wie sie ab dem kommenden Jahr die neuen Fiskalregeln einzuhalten gedenken. Den verfügbaren Plänen nach zu urteilen soll sich in rund der Hälfte der Länder, vor allem aber in Deutschland, Italien, Malta und der Slowakei, der konjunkturbereinigte Primärsaldo verbessern.<sup>7, 8</sup> In den hoch verschuldeten Ländern Griechenland und Portugal sind für 2025 Überschüsse geplant; der konjunkturbereinigte Primärsaldo bleibt gegenüber 2024 weitgehend unverändert.

**Die Europäische Kommission dürfte die Haushaltsplanungen der EU-Mitgliedstaaten im Zuge ihres Herbstpakets beurteilen.** Üblicherweise nimmt die Kommission Ende November Stellung zu den Übersichten über die Haushaltsplanung des Folgejahres. Dabei dürfte sie auch angeben, ob sie dem Europäischen Rat empfiehlt, die mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne zu billigen, welche die Länder nach den reformierten Regeln für den Zeitraum 2025-2028 erstmals vorzulegen haben.<sup>9</sup> Die Fiskalpläne zeigen die Entwicklung des Nettoausgabenwachstums auf, die es einem Land erforderlichenfalls gestattet, seine Schuldenquote in der mittleren Frist plausibel und nachhaltig zu senken.<sup>10</sup> Die Höhe des entsprechenden Ausgabenaggregats im Jahr 2024 müsste die Grundlage dieses Ausgabenpfads bilden. Differenzen zwischen den aktuell prognostizierten und den endgültigen Haushaltspositionen 2024 werden folglich dann zum Tragen kommen, wenn beurteilt wird, ob die Staaten ihre mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne hinreichend verwirklicht haben.

---

<sup>7</sup> Aufgrund unterschiedlicher Bereinigungsverfahren für Konjunkturreffekte sind die in den Haushaltsplanungen enthaltenen Schätzungen nicht vollständig mit den Projektionen der EZB vom September 2024 vergleichbar.

<sup>8</sup> Bei Abschluss dieses Berichts am 16. Oktober 2024 waren die Haushaltsübersichten von Belgien, Spanien, Frankreich, Kroatien, Litauen und Österreich noch nicht auf der [Kommissionswebsite](#) abrufbar.

<sup>9</sup> Das Herbstpaket der Kommission wird auch Empfehlungen nach Artikel 126 Absatz 7 AEUV beinhalten. Sie betreffen die Korrektur des übermäßigen Haushaltsdefizits in sieben EU-Mitgliedstaaten (Belgien, Frankreich, Italien, Ungarn, Malta, Polen, Slowakei).

<sup>10</sup> Der Begriff „Nettoausgaben“ bezeichnet im SWP die Staatsausgaben ohne Zinsausgaben, diskretionäre einnahmenseitige Maßnahmen, Ausgaben für Programme der Union, die vollständig durch Einnahmen aus den Unionsfonds ausgeglichen werden, nationale Ausgaben für die Kofinanzierung von Programmen, die von der Union finanziert werden, konjunkturelle Komponenten der Ausgaben für Leistungen bei Arbeitslosigkeit und einmalige und sonstige befristete Maßnahmen. Siehe hierzu Artikel 2 Absatz 2 der [Verordnung \(EU\) 2024/1263](#).

# Aufsätze

## 1 Rechenschaftslegung der EZB gegenüber dem Europäischen Parlament in der Legislaturperiode 2019-2024: Verpflichtung in Zeiten des Wandels

Ferdinand Dreher, Nils Hernborg, Sarah Mochhoury, Timothy Mulder und Hanni Schölermann

### 1 Einleitung

**Die Unabhängigkeit der EZB – insbesondere in ihren geldpolitischen Beschlüssen – stellt sicher, dass sie das Ziel der Preisstabilität wirksam verfolgen kann.** Diese Unabhängigkeit ist allerdings mit einer Rechenschaftspflicht verbunden. So soll gewährleistet werden, dass die EZB der Öffentlichkeit und deren Vertreterinnen und Vertretern Rechenschaft ablegt, wodurch ihre Handlungen demokratisch legitimiert werden. Ihrer Rechenschaftspflicht kommt die EZB in erster Linie dadurch nach, dass sie dem Europäischen Parlament regelmäßig Bericht erstattet. Dies geschieht durch die Veröffentlichung des EZB-Jahresberichts, regelmäßige Anhörungen der EZB-Präsidentin vor dem Europäischen Parlament sowie die Beantwortung schriftlicher Anfragen von Mitgliedern des Europäischen Parlaments (MdEPs). Der Dialog mit dem Europäischen Parlament ermöglicht der EZB, auf die Fragen und Anliegen der gewählten Vertreterinnen und Vertreter einzugehen, ihre Handlungen und Maßnahmen im Detail zu erläutern, ihre Zielsetzungen klarzustellen und darzulegen, wie sie ihr Mandat erfüllt. Dadurch können die EU-Bürgerinnen und -Bürger sowie ihre Vertretung die Maßnahmen der EZB besser verstehen und den Erfolg der EZB im Hinblick auf ihr Mandat beurteilen. Auf diese Weise wird Transparenz geschaffen und das Vertrauen der Öffentlichkeit gewahrt.<sup>1</sup>

**Die EZB nimmt ihre Rechenschaftspflicht sowohl als Zentralbank als auch im Bereich der Bankenaufsicht wahr. Damit sind in ihren beiden Funktionen Transparenz und Verantwortung gewährleistet.** In ihrer Zentralbankfunktion muss die EZB Rechenschaft über ihre geldpolitischen Beschlüsse und die damit in Verbindung stehenden Aufgaben des Eurosystems ablegen. In ihrer Aufsichtsfunktion ist sie innerhalb des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) für die direkte Aufsicht über bedeutende Institute in der Bankenunion zuständig. Auch in diesem Bereich ist sie gegenüber dem Europäischen Parlament rechenschaftspflichtig, wenngleich mit anderen Pflichten und über andere Kanäle (siehe Kasten 2). Diese doppelte Rechenschaftspflicht stellt sicher, dass die EZB

---

<sup>1</sup> Eine ausführlichere Erörterung der Rechenschaftspflicht der EZB und ihrer Bedeutung findet sich in: N. Fraccaroli, A. Giovannini und J.-F. Jamet, [Die Rechenschaftspflicht der EZB in der Praxis und ihre Entwicklung während der Finanzkrise](#), EZB, Wirtschaftsbericht 5/2018.

sowohl ihre geldpolitische als auch ihre bankenaufsichtliche Funktion mit einem hohen Maß an Verantwortung und Transparenz ausübt.

**Während der neunten Legislaturperiode des Europäischen Parlaments (2019-2024) ergriff die EZB entschlossene Maßnahmen, um Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten.** Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie und des anschließenden Inflationsschubs, die durch den ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine noch verstärkt wurden, brachten sowohl die Preis- als auch die Finanzstabilität in Gefahr. Auf diese Entwicklungen reagierte die EZB mit Entschlossenheit, um die Inflation auf das mittelfristige Ziel von 2 % zurückzubringen. Im März 2020 legte die Zentralbank das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) auf. Im Rahmen dessen wurden in großem Umfang Wertpapiere erworben, um für eine reibungslose Transmission der Geldpolitik zu sorgen und die wirtschaftliche Erholung des Euroraums von der Pandemie zu unterstützen. Nach dem sprunghaften Inflationsanstieg, der auf den russischen Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 folgte, hob die EZB die Leitzinsen in mehreren aufeinander folgenden Schritten auf ihr bis dahin höchstes Niveau an. Damit wollte sie eine zeitnahe Rückkehr der Inflation im Euroraum zum Zielwert von 2 % gewährleisten und vermeiden, dass sich der Preisauftrieb verfestigt.

**Im Juli 2021 schloss die EZB die Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie ab und begann, sich mit einem digitalen Euro zu beschäftigen.** Bei der in den Jahren 2020 und 2021 erfolgten Strategieüberprüfung betrachtete die EZB die Durchführung ihrer Geldpolitik vor dem Hintergrund eines sich verändernden Wirtschaftsumfelds. Sie stellte klar, dass Preisstabilität am besten gewährleistet werden kann, wenn mittelfristig ein symmetrisches Inflationsziel von 2 % angestrebt wird. Als Ergebnis der Überprüfung führte der EZB-Rat einen Maßnahmenplan zum Klimaschutz ein und nahm Klimarisiken in den geldpolitischen Handlungsrahmen auf.<sup>2</sup> Darüber hinaus wurde die geldpolitische Kommunikation modernisiert, um sie für die breitere Öffentlichkeit verständlicher zu machen. Im gleichen Zeitraum brachte das Eurosystem das Projekt „digitaler Euro“ auf den Weg. Damit soll sichergestellt werden, dass die Menschen im digitalen Zeitalter weiter Zugang zu Zentralbankgeld haben. Nachdem im Oktober 2020 eine erste Analyse zur möglichen Ausgabe eines digitalen Euro veröffentlicht worden war,<sup>3</sup> gab der EZB-Rat im Juli 2021 den offiziellen Startschuss für das Projekt. Angesichts der Bedeutung dieses Vorhabens für das Eurosystem sowie für die Wirtschaft und die Menschen in Europa pflegt die EZB mit allen Interessenträgern einen intensiven Dialog. Seit Oktober 2020 steht sie mit dem Europäischen Parlament in einem öffentlichen Meinungs austausch zum digitalen Euro, um ihre Arbeit an dem Projekt zu erläutern (siehe Kasten 1).

**Die Reaktion der EZB auf die wirtschaftlichen und strukturellen Veränderungen in der neunten Legislaturperiode zeigt, wie wichtig die Rechenschaftspflicht für die Legitimierung ihrer Maßnahmen ist.** Auf Zentralbankebene umfasst die Rechenschaftspflicht eine Kombination aus

<sup>2</sup> Siehe EZB, [EZB-Rat verabschiedet neue geldpolitische Strategie](#), Pressemitteilung vom 8. Juli 2021.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Report on a digital euro](#), Oktober 2020.

Transparenz, Erläuterung und Rechtfertigung gegenüber den gewählten Vertreterinnen und Vertretern. Die Rechenschaftslegung ist für die Legitimierung der Beschlüsse einer unabhängigen Zentralbank von wesentlicher Bedeutung.<sup>4</sup> Bei den Bemühungen der EZB, ihre Beschlüsse und Maßnahmen zu erläutern, spielt das Europäische Parlament als gewählte Vertretung der EU-Bevölkerung eine zentrale Rolle. Bekräftigt wurde dies nicht nur durch einen [Briefwechsel](#), der im Juni 2023 formell von den Präsidentinnen der EZB und des Europäischen Parlaments unterzeichnet wurde, sondern auch durch weitere Neuerungen, die das Europäische Parlament in der Legislaturperiode 2019-2024 für seine Interaktion mit der EZB eingeführt hat.

**Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Aufsatz die Interaktion der EZB mit dem Europäischen Parlament im Rahmen ihrer Rechenschaftspflicht in der neunten Legislaturperiode beleuchtet.** Zunächst werden die zentralen Elemente des Rahmens für die Rechenschaftspflicht der EZB dargelegt. Außerdem werden Neuerungen bei der Rechenschaftspraxis sowie in der Legislaturperiode neu entstandene Bereiche des Austauschs mit dem Europäischen Parlament erläutert. Anschließend werden Inhalt und Form der Interaktionen zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht in der neunten Legislaturperiode untersucht und mit früheren Legislaturperioden verglichen. Es folgt ein Überblick über die Themen, die sich bei den vierteljährlichen Anhörungen der EZB aus den Fragen der MdEPs ergeben haben. Dabei wird untersucht, wie diese Themen mit dem sich wandelnden Wirtschaftsumfeld und den Maßnahmen der EZB zusammenhängen. Der Schwerpunkt des Aufsatzes liegt auf der Rechenschaftspflicht der EZB auf Zentralbankebene. Kasten 2 liefert aber auch eine vergleichende Analyse zu den rechenschaftsbedingten Interaktionen der EZB in ihrer Bankenaufsichtsfunktion.

## 2 Der Rahmen für die Rechenschaftspflicht der EZB – Neuerungen und neue Bereiche des Austauschs

**Die Rechenschaftspflicht der EZB ist im EU-Primärrecht niedergelegt.** Laut dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) ist die EZB in erster Linie gegenüber dem Europäischen Parlament rechenschaftspflichtig.<sup>5</sup> Sie ist den Bestimmungen des AEUV zufolge verpflichtet, unter anderem dem Europäischen Parlament einen Jahresbericht über ihre Tätigkeiten vorzulegen. Außerdem sieht der AEUV vor, dass die Präsidentin bzw. der Präsident der EZB oder ein Mitglied des Direktoriums auf Ersuchen des Europäischen Parlaments oder auf eigene Initiative vom zuständigen Ausschuss des Europäischen Parlaments angehört werden kann.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Siehe A. S. Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.

<sup>5</sup> Die EZB hat zwar auch eine gesetzliche Rechenschaftspflicht gegenüber dem Rat, der Kommission und dem Europäischen Rat, doch sie muss sich in erster Linie gegenüber dem Europäischen Parlament verantworten, das sich aus gewählten Vertreterinnen und Vertretern der europäischen Bevölkerung zusammensetzt. Siehe Artikel 284 Absatz 3 AEUV und Artikel 15.3 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank.

<sup>6</sup> Gemäß Artikel 283 AEUV wird das Europäische Parlament auch zur Ernennung der Mitglieder des EZB-Direktoriums konsultiert. Diese werden vor ihrer Ernennung durch den Europäischen Rat zu informellen Anhörungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON) eingeladen.

**Im Laufe der Jahre hat die EZB zusammen mit dem Europäischen Parlament daran gearbeitet, ihre Rechenschaftslegung so zu verstärken, dass sie sogar über die Anforderungen der Europäischen Verträge hinausgeht.** Neben ihren Rechenschaftspflichten im Zusammenhang mit dem Jahresbericht hat sich die EZB auch über mehrere Kanäle zu verantworten, die nicht im AEUV aufgeführt sind. Dazu zählen vierteljährliche Anhörungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON), schriftliche Anfragen und jährliche Besuche bei der EZB (einen Überblick über die wichtigsten Kommunikationskanäle zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht bietet Tabelle 1).<sup>7</sup> Diese Praxis wurde in jahrelanger Zusammenarbeit mit dem Europäischen Parlament weiterentwickelt. Ein Beispiel hierfür ist die Antwort der EZB auf eine Anfrage des Europäischen Parlaments im Jahr 2016. Damals veröffentlichte die EZB erstmals ein schriftliches Feedback in Bezug auf die Entschließung des Europäischen Parlaments zum EZB-Jahresbericht.<sup>8</sup> Durch dieses Vorgehen wurde der Dialog noch weiter verbessert. Das Beispiel zeigt zudem, dass die EZB ihre Berichterstattung anpasst, wenn das Europäische Parlament Bedenken äußert.<sup>9</sup>

**Die EZB veröffentlicht zudem eine Vielzahl weiterer Dokumente, anhand derer die gewählten Vertreterinnen und Vertreter eine Überprüfung unterziehen können. Darin legt die EZB die Erwägungen dar, die ihren wirtschaftlichen Einschätzungen und geldpolitischen Beschlüssen zugrunde liegen.** Hierzu zählen in erster Linie die Erklärung zur Geldpolitik und die Pressekonferenz nach den Sitzungen des EZB-Rats, auf denen über die Geldpolitik beraten wird, sowie die anschließenden Zusammenfassungen dieser geldpolitischen Sitzungen. Zudem werden die jeweils aktuellen gesamtwirtschaftlichen Projektionen in einem ausführlichen Bericht präsentiert, der die Projektionen und die entsprechenden Einschätzungen im Überblick darstellt. Darüber hinaus halten die Mitglieder des Direktoriums immer wieder Reden und führen Interviews zum Thema Geldpolitik und zur Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung. Die EZB veröffentlicht nach den Sitzungen des EZB-Rats auch regelmäßig den Wirtschaftsbericht. Dieser befasst sich primär mit der Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung und mit aktuellen Themen. In all diesen Publikationen werden die Einschätzungen und Überlegungen dargelegt, die in die geldpolitischen Beschlüsse einfließen. Sie können vom Europäischen Parlament im Zusammenhang mit der Rechenschaftspflicht der EZB für die regelmäßigen Interaktionen herangezogen werden. Zum Thema Finanzstabilität veröffentlicht die EZB das Macroprudential Bulletin und den halbjährlich erscheinenden Finanzstabilitätsbericht. Die Strategieüberprüfung hatte

<sup>7</sup> Die Vorbereitungsgremien des Europäischen Parlaments unterstützen die Mitglieder des ECON-Ausschusses mit entsprechenden Fachkenntnissen (z. B. mit Briefings zu den Maßnahmen der EZB) und mit einer externen Expertengruppe, die Themenpapiere anfertigt und vorbereitende Sitzungen zu den für die Anhörungen gewählten Themen ausrichtet. Weitere Informationen zu den in der neunten Legislaturperiode behandelten Themen finden sich in: Europäisches Parlament, [Monetary Dialogues during the 9th legislative term](#), Briefing, Referat Kontrolle der wirtschaftspolitischen Steuerung und der WWU (EGOV), Juni 2024. Aktuelle Themenpapiere externer Fachleute sowie die vorbereitenden Sitzungen sind auf der Website des Europäischen Parlaments in der Rubrik [Währungspolitischer Dialog](#) abrufbar.

<sup>8</sup> Siehe auch N. Fraccaroli, A. Giovannini und J.-F. Jamet, a. a. O.

<sup>9</sup> Ein aktuelles Beispiel ist der Jahresbericht 2023 der EZB, der einen Kasten mit dem Titel [Das sekundäre Ziel der Geldpolitik der EZB](#) enthielt. Damit wurde ein Ersuchen in der [Entschließung des Europäischen Parlaments vom 16. Februar 2023 zur Europäischen Zentralbank – Jahresbericht 2022](#) aufgegriffen. Außerdem wurde im gesamten Bericht an den entsprechenden Stellen näher auf den Zusammenhang zwischen dem vorrangigen und dem sekundären Ziel der EZB eingegangen.

auch eine umfassende Überarbeitung der Kommunikationspraxis der EZB zur Folge. Dabei wurde insbesondere beschlossen, ausführlichere Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen zu veröffentlichen, um die Entscheidungsfindung der EZB transparenter zu machen und früheren Ersuchen des Europäischen Parlaments nachzukommen.

**Tabelle 1**

**Die wichtigsten Kommunikationskanäle der EZB zur Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht**

Kanal	Beschreibung
<b>EZB-Jahresbericht</b>	Die EZB unterbreitet dem Europäischen Parlament, dem Rat der EU, der Europäischen Kommission und dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die von ihr wahrgenommenen Aufgaben, die Tätigkeit des ESZB und die Geldpolitik des Eurosystems. Die Vizepräsidentin bzw. der Vizepräsident der EZB stellt den Bericht dem Europäischen Parlament jedes Jahr in einer eigens zu diesem Zweck einberufenen Sitzung des ECON-Ausschusses vor. Das Europäische Parlament fasst anschließend eine Entschließung zum EZB-Jahresbericht, die im Rahmen einer Plenardebatte in Anwesenheit der Präsidentin bzw. des Präsidenten der EZB diskutiert und verabschiedet wird. In einem Dokument, das zusammen mit dem Jahresbericht für das Folgejahr veröffentlicht wird, gibt die EZB ein ausführliches Feedback zu der Entschließung ab.
<b>Anhörungen vor dem Europäischen Parlament</b>	Die Präsidentin bzw. der Präsident der EZB nimmt an vierteljährlichen Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss teil. Auch andere Direktionsmitglieder nehmen an Anhörungen dieses Ausschusses teil, um die Entscheidungsgründe und Beschlüsse zu bestimmten Themen zu erläutern.
<b>Schriftliche Anfragen</b>	Die Mitglieder des Europäischen Parlaments können jederzeit schriftliche Anfragen an die Präsidentin bzw. den Präsidenten der EZB richten. Die Antwortschreiben werden auf der Website der EZB und des Europäischen Parlaments veröffentlicht.
<b>Anlassbezogener Austausch mit Mitgliedern des EZB-Direktoriums</b>	Die Präsidentin bzw. der Präsident der EZB oder andere Mitglieder des Direktoriums nehmen auf Ersuchen des Europäischen Parlaments oder auf eigene Initiative an Ad-hoc-Aussprachen vor dem ECON-Ausschuss, einer Gruppe von Vertreterinnen und Vertretern des ECON-Ausschusses, einer Untergruppe des ECON-Ausschusses oder dem ECON-Ausschuss zusammen mit anderen parlamentarischen Ausschüssen teil. Bei diesen Ad-hoc-Aussprachen können die Abgeordneten Fragen stellen und Themen erörtern, die in den Zuständigkeitsbereich der EZB fallen.
<b>Besuche bei der EZB</b>	Jedes Jahr ist eine Delegation des ECON-Ausschusses bei den Mitgliedern des EZB-Direktoriums zu Gast. In informellen Gesprächen werden Themen erörtert, die in den Zuständigkeitsbereich der EZB fallen.

**In der neunten Legislaturperiode formalisierten die EZB und das Europäische Parlament ihre Beziehung im Hinblick auf die Rechenschaftspflicht im Wege eines Briefwechsels.** Im Juni 2023 unterzeichneten die Präsidentin der EZB und die Präsidentin des Europäischen Parlaments einen [Briefwechsel](#), in dem die oben genannten Kommunikationskanäle zur Rechenschaftslegung weiter ausgeführt werden. Er stellt eine gemeinsame Verständigung auf die seit 1998 im Zentralbankbereich entwickelte Rechenschaftspraxis dar. Darin sind beispielsweise die Absichtserklärung der EZB und des Europäischen Parlaments zur Veröffentlichung der schriftlichen Fragen und Antworten sowie die Modalitäten der Anhörungen enthalten. Dieser Meilenstein, der den Vereinbarungen im Rahmen der Rechenschaftspflicht nun eine transparente und formalisierte Struktur verleiht, zeugt von der gemeinsamen Absicht der beiden Institutionen, ihren effektiven Dialog fortzusetzen. Er unterstreicht die gemeinsamen Bemühungen der EZB und des Europäischen Parlaments, ihre Beziehung im Hinblick auf die Rechenschaftspflicht wirksam zu gestalten. Der Briefwechsel stieß vor der Unterzeichnung auf breite Zustimmung des ECON-Ausschusses, des Ausschusses für konstitutionelle Fragen und der Präsidentenkonferenz wie auch des EZB-Rats. Dies zeigt, dass diesem wichtigen Schritt eine weitere institutionelle Bedeutung beigemessen wurde.

**Zugleich intensivierten die EZB und das Europäische Parlament den gegenseitigen Austausch, um neuen Arbeitsbereichen und Aktivitäten der EZB**

**Rechnung zu tragen.** Zu erwähnen ist hier insbesondere das laufende Projekt digitaler Euro. Die EZB tauschte sich eng mit dem ECON-Ausschuss aus. Im Rahmen von öffentlichen Meinungsäustauschen und schriftlichen Austausch en erläuterte sie technische Aspekte und beantwortete schriftliche Anfragen von Mitgliedern des Europäischen Parlaments. Dies schließt auch regelmäßige öffentliche Aussprachen im ECON-Ausschuss ein, wo von Oktober 2020 bis Ende der neunten Legislaturperiode im Juli 2024 zehn Aussprachen stattfanden. In Kasten 1 wird näher auf den Austausch über das Projekt digitaler Euro eingegangen. Die EZB und das Europäische Parlament standen auch im Kontext der Strategieüberprüfung der EZB sowie der Erstellung und Umsetzung des Maßnahmenplans der EZB zum Klimaschutz in engem Kontakt. Ferner wurden eigens Sitzungen organisiert, um Fragen zur Strategieüberprüfung sowohl während deren Durchführung als auch nach deren Abschluss zu erörtern.<sup>10</sup> Daneben informierte die EZB das Europäische Parlament kontinuierlich über die Umsetzung des Maßnahmenplans zum Klimaschutz. In Anhörungen und Schreiben sowie bei Besuchen vor Ort bei der EZB beantwortete sie zahlreiche Fragen zu diesem Thema.<sup>11</sup> Während der neunten Legislaturperiode wurden zudem einige Ad-hoc-Anhörungen zu spezifischen Wirtschaftsthemen durchgeführt. So ging es in den Anhörungen im März und Juni 2022 beispielsweise um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der EU-Sanktionen gegen Russland und den Konvergenzbericht der EZB vor der Einführung des Euro in Kroatien.<sup>12</sup>

**Die EZB und das Europäische Parlament haben auch die Kommunikation weiter verbessert und die Formate ihrer Interaktion weiterentwickelt.** Der EZB-Rat hatte sich zum Ziel gesetzt, die Kommunikation zu geldpolitischen Beschlüssen für die breitere Öffentlichkeit verständlicher zu machen. Die Erklärung zur Geldpolitik wurde mit einem klaren Narrativ versehen und verständlicher gestaltet. Ergänzend wurde eine einfachere und prägnantere Version mit visuellen Elementen entwickelt, die an ein breiteres Publikum gerichtet ist. In ähnlicher Weise wurde die Kommunikation zu den Einleitenden Bemerkungen der Präsidentin anlässlich der vierteljährlichen Anhörung vor dem ECON-Ausschuss verbessert. Diese werden seit 2021 durch ein neues zweiseitiges Dokument mit ausgewählten Abbildungen ergänzt, welche die wichtigsten Punkte der Erklärung visuell darstellen.<sup>13</sup> Die neu konzipierte Kommunikationsstrategie der EZB wurde vom Europäischen Parlament begrüßt. Dabei wurden die Bemühungen der EZB, der Öffentlichkeit ihre geldpolitischen Beschlüsse auf verständlichere Art und Weise näherzubringen,

---

<sup>10</sup> Die Strategieüberprüfung war Gegenstand mehrerer regelmäßiger Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss sowie eines virtuellen Besuchs bei der EZB im Mai 2021. Nach Abschluss der Überprüfung im Juli 2021 wurde eine nicht öffentliche Anhörung vor dem ECON-Ausschuss abgehalten, um das Ergebnis zu präsentieren und Fragen zur neuen geldpolitischen Strategie zu beantworten.

<sup>11</sup> Siehe beispielsweise [Letter from the ECB President to Irene Tinagli, ECON Chair, on progress on climate-related action plan](#), 4. Juli 2022; [Letter from the ECB President to Ms Irene Tinagli, ECON Chair, on the climate and nature plan 2024-2025](#), 30. Januar 2024.

<sup>12</sup> Siehe F. Panetta, [The ECB's 2022 Convergence Report](#), Einleitende Bemerkungen beim Treffen der Euro Accession Countries Working Group des ECON-Ausschusses des Europäischen Parlaments, 1. Juni 2022.

<sup>13</sup> Siehe beispielsweise [Introductory statement in charts](#) zur Anhörung der EZB-Präsidentin vor dem ECON-Ausschuss am 15. Februar 2024.

mehrfach gewürdigt.<sup>14,15</sup> Zudem passte das Europäische Parlament das Format der Anhörungen an, indem es sie interaktiver gestaltete und den Aspekt der Rechenschaftslegung stärker betonte. Seit Juni 2022 haben die MdEPs die Möglichkeit, zu einer Antwort, die sie von der EZB-Präsidentin in der ersten Frage- und Antwortrunde erhalten haben, eine Anschlussfrage zu stellen. Insgesamt trugen diese Änderungen dazu bei, dass die Anhörungen nun effektiver und informativer sind und die Parlamentsmitglieder noch stärker einbezogen werden.

## Kasten 1

### Der digitale Euro: eine Fallstudie zur Intensivierung von Kommunikation und Austausch zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament

---

Nele Nomm und Hanni Schölermann

Im vorliegenden Kasten wird dargelegt, wie die EZB ihren Austausch mit dem Europäischen Parlament vertieft hat, um ihre Arbeit zur Einführung eines digitalen Euro zu erläutern und Fachwissen zu den damit verbundenen Entwicklungen – einschließlich der Gesetzgebung der EU – zu vermitteln. Der digitale Euro ist eine digitale Form von Bargeld, die den Menschen das Leben erleichtern würde. Er wäre ein von der Zentralbank ausgegebenes digitales Zahlungsmittel, das überall im Euroraum akzeptiert würde. Angesichts der Neuartigkeit des Themas sind eine transparente Kommunikation und ein aktives Engagement des Eurosystems unabdingbar, um unter anderem Fragen und Bedenken angemessen Rechnung zu tragen.<sup>16</sup> Der digitale Euro stellt ein gemeinsames europäisches Projekt dar, das von einem Gesetzespaket flankiert wird.<sup>17</sup> Daher ist ein Austausch mit den am Prozess beteiligten Interessenträgern von entscheidender Bedeutung, um die notwendigen Erläuterungen und das benötigte Fachwissen bereitzustellen und die Debatte damit voranzutreiben.<sup>18</sup>

Eine wesentliche Neuerung in der neunten Legislaturperiode war die Aufnahme eines gezielten Meinungsaustauschs zum digitalen Euro, der vor dem ECON-Ausschuss des Europäischen Parlaments mit dem zuständigen Mitglied des EZB-Direktoriums geführt wird. Zwar nahmen Direktoriumsmitglieder auch schon in der Vergangenheit an Ad-hoc-Aussprachen vor dem ECON-

---

<sup>14</sup> In seinen Entschlüssen zu den Jahresberichten der EZB für die Jahre 2022 und 2023 begrüßte das Europäische Parlament „die neue Kommunikationspolitik der EZB, die leichter zugängliche Wege zur Erläuterung und Darstellung der politischen Beschlüsse der EZB für die Bürgerinnen und Bürger und die Interessengruppen umfasst“. In seiner Entschließung zum Jahresbericht der EZB für 2021 nahm das Europäische Parlament „die fortdauernden Bemühungen der EZB um eine bessere Kommunikation mit dem Parlament zur Kenntnis“ und stimmte ferner Präsidentin Lagarde zu, dass „die EZB ihre Kommunikation gegenüber den Bürgerinnen und Bürgern über ihre Maßnahmen und deren Auswirkungen modernisieren muss“.

<sup>15</sup> Eine Analyse der Kommunikation der EZB in parlamentarischen Anhörungen und Pressekonferenzen nach geldpolitischen Sitzungen findet sich in: N. Fraccaroli, A. Giovannini, J.-F. Jamet und E. Persson, Does the European Central Bank speak differently when in parliament?, The Journal of Legislative Studies, Bd. 28(3), 2022, S. 421-447. Darin wird konstatiert, dass die EZB parlamentarische Anhörungen in erster Linie zur näheren Erläuterung der geldpolitischen Beschlüsse nutze, die sie zuvor in Pressekonferenzen vorgestellt habe. Dabei würden sie jedoch auch in einen breiteren Kontext gestellt. Hervorgehoben wurden zudem die geringere sprachliche Komplexität und die größere Klarheit der Sprache sowohl bei den Pressekonferenzen als auch den parlamentarischen Anhörungen zum Zeitpunkt der Umsetzung der Ergebnisse aus der Strategieüberprüfung.

<sup>16</sup> Weitere Informationen zum Projekt digitaler Euro finden sich auf der [Website der EZB](#).

<sup>17</sup> Im Juni 2023 legte die Europäische Kommission zwei Gesetzgebungsvorschläge vor: [Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Euro-Banknoten und Euro-Münzen als gesetzliches Zahlungsmittel \(COM\(2023\) 364 final\)](#); [Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einführung des digitalen Euro \(COM\(2023\) 369 final\)](#).

<sup>18</sup> Weitere Informationen zum Austausch mit den beteiligten Interessenträgern finden sich auf der [Website der EZB](#).

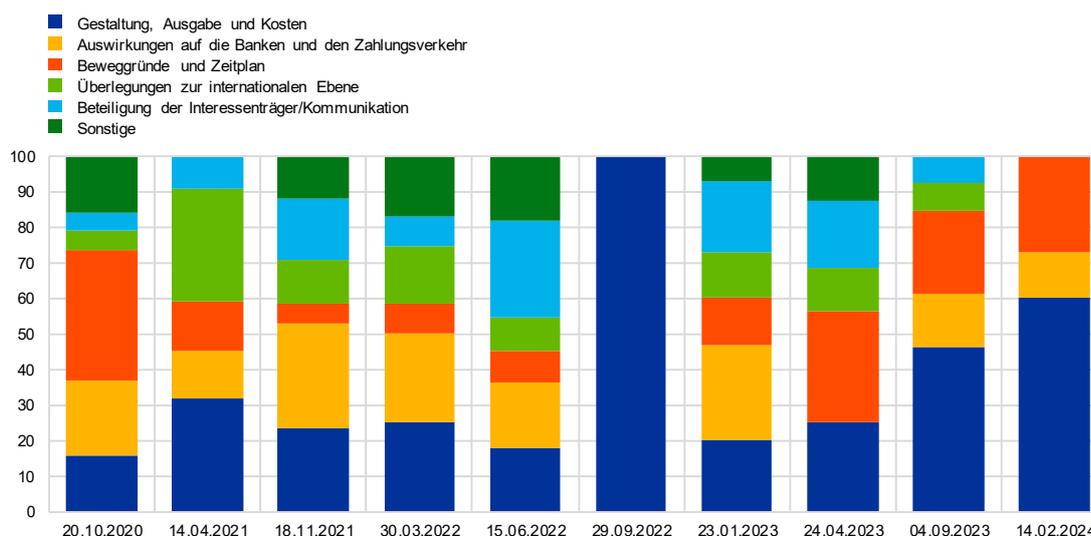
Ausschuss teil, um die Entscheidungsgründe und Beschlüsse zu bestimmten Themen zu erläutern; doch mit dem Meinungsaustausch zum digitalen Euro wurde erstmals eine Interaktion zu einem bestimmten Thema auf strukturierter und auf regelmäßiger Basis vorgenommen. Der erste öffentliche Meinungsaustausch zum digitalen Euro wurde im Oktober 2020 durchgeführt. In der neunten Legislaturperiode fanden zehn dieser Veranstaltungen statt, bei denen die Mitglieder des Europäischen Parlaments regelmäßig über den Fortschritt des Projekts informiert werden.<sup>19</sup> Dieser Ansatz ist auch deshalb so besonders, weil sich die EZB mit dem Europäischen Parlament explizit über gestalterische und operationelle Aspekte des digitalen Euro austauscht, bevor diese vom EZB-Rat gebilligt werden.

Bei diesen Aussprachen interessierten sich die Mitglieder des Europäischen Parlaments sehr für unterschiedliche Themen im Zusammenhang mit dem digitalen Euro. Über die gesamte neunte Legislaturperiode hinweg zeigten sie ein aktives Interesse an den Beweggründen für das Projekt und an dem von der EZB anvisierten Zeitplan (siehe Abbildung A). Zunächst bezogen sich die Anfragen überwiegend auf die möglichen Auswirkungen eines digitalen Euro auf die Banken und den Zahlungsverkehr. Als die Arbeit der EZB an dem Projekt voranschritt und die Europäische Kommission Gesetzgebungsvorschläge vorlegte, nutzten die Mitglieder des Europäischen Parlaments den Meinungsaustausch zunehmend dazu, Fragen zu anderen Aspekten zu stellen, nämlich zu Gestaltung, Ausgabe und Kosten eines digitalen Euro. Der regelmäßige und gezielte Austausch der EZB mit dem Europäischen Parlament vermittelte den MdEPs somit einen allgemeinen Überblick über das Projekt und förderte zugleich das Verständnis und den Dialog hinsichtlich tiefergehender Aspekte des digitalen Euro. Dies war auch an den Fragen ablesbar, die sich im Zeitverlauf immer stärker auf konkrete Details bezogen (siehe Abbildung B).

### Abbildung A

Fragen beim Meinungsaustausch zum digitalen Euro vor dem ECON-Ausschuss nach Themen im Zeitraum 2020-2024

(Anteil der von MdEPs gestellten Fragen in %)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis einer manuellen Klassifizierung von Fragen, die beim öffentlichen Meinungsaustausch mit dem Europäischen Parlament gestellt wurden.  
 Anmerkung: „Gestaltung, Ausgabe und Kosten“ bezieht sich auf Fragen zu Aspekten der Gestaltung (z. B. Privatsphäre oder technische Ausgestaltung), der Ausgabe (z. B. mobile Anwendungen für den digitalen Euro) und der Kosten (z. B. Kompensationsmodell); „Auswirkungen auf die Banken und den Zahlungsverkehr“ bezieht sich auf die Fragen, welchen Einfluss ein digitaler Euro auf die derzeitigen Geschäftsmodelle der Banken hätte (z. B. Bedeutung

<sup>19</sup> Weitere Informationen zu diesem Meinungsaustausch finden sich auf der [Website der EZB](#).

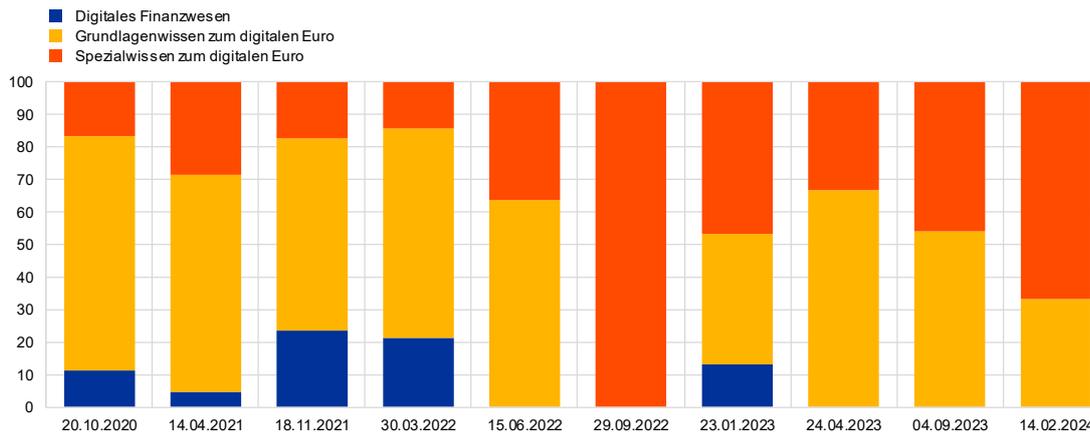
von Haltelimits) und wie er parallel zu bestehenden digitalen Zahlungsmitteln (z. B. internationalen Kartensystemen) oder Bargeld existieren würde; „Beweggründe und Zeitplan“ bezieht sich auf Fragen zur Motivation (z. B. warum ein digitaler Euro gebraucht wird) und den Zeitplan für das Projekt; „Überlegungen zur internationaler/n Ebene“ bezieht sich auf Fragen zum potenziellen Einsatz eines digitalen Euro in Ländern außerhalb des Euroraums, aber auch zur Entwicklung anderer digitaler Zentralbankwährungen weltweit; „Beteiligung der Interessenträger/Kommunikation“ bezieht sich auf die Frage, wie die EZB die Interessenträger einbindet, sowie auf Fragen zur Kommunikation mit der Öffentlichkeit; „Sonstige“ beinhaltet alle Fragen, die nicht den oben genannten Kategorien zuzuordnen sind.

Der öffentliche Meinungsaustausch am 29. September 2022 fand nur wenige Wochen nach Bekanntgabe der Auswahl von Unternehmen statt, die sich an der Entwicklung von Prototypen für einen digitalen Euro beteiligen; siehe EZB, [ECB selects external companies for joint prototyping of user interfaces for a digital euro](#), MIP News, 16. September 2022. Dazu zählte auch Amazon, was einige MdEPs dazu veranlasste, ausschließlich Fragen zu diesem Thema zu stellen.

## Abbildung B

### Fragen der MdEPs im Zeitraum 2020-2024

(Anteil der von MdEPs im Meinungsaustausch zum digitalen Euro gestellten Fragen in %)



Quellen: Manuelle Berechnungen der EZB auf Basis von Fragen, die im öffentlichen Meinungsaustausch mit dem Europäischen Parlament gestellt wurden. Anmerkung: „Digitales Finanzwesen“ bezieht sich auf Fragen, die auf digitale Finanzdienstleistungen und digitale Zahlungen im Allgemeinen und nicht speziell auf den digitalen Euro abzielen. „Grundlagenwissen zum digitalen Euro“ bezieht sich auf allgemeine Fragen zum digitalen Euro, die grundlegende Kenntnisse über das Projekt erfordern. „Spezialwissen zum digitalen Euro“ bezieht sich auf tiefere Fragen zum digitalen Euro, die fundiertere Kenntnisse des Projekts erfordern oder sich mit neuen Aspekten befassen, auf die in den Einleitenden Bemerkungen des EZB-Direktoriumsmitglieds oder in aktuellen EZB-Publikationen eingegangen wurde.

Der öffentliche Meinungsaustausch am 29. September 2022 fand nur wenige Wochen nach Bekanntgabe der Auswahl von Unternehmen statt, die sich an der Entwicklung von Prototypen für einen digitalen Euro beteiligen; siehe EZB, [ECB selects external companies for joint prototyping of user interfaces for a digital euro](#), MIP News, 16. September 2022. Dazu zählte auch Amazon, was einige MdEPs dazu veranlasste, ausschließlich Fragen zu diesem Thema zu stellen.

Neben den regulären Aussprachen vor dem ECON-Ausschuss verstärkte die EZB ihre Interaktion mit dem Europäischen Parlament noch, indem sie zusätzliche Kommunikationsformate zum digitalen Euro einführte. So wurden regelmäßig Fortschrittsberichte zum digitalen Euro erstellt und nach Veröffentlichung an den ECON-Ausschuss weitergeleitet. Zudem wurden die Vorsitzende und die übrigen Mitglieder des Ausschusses durch spezielle Mitteilungen von allen wichtigen Entwicklungen in Kenntnis gesetzt.<sup>20</sup> Die EZB veranstaltete überdies mehrere Fachseminare für Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter des Europäischen Parlaments, um weitere technische Hintergrundinformationen zu dem Projekt bereitzustellen. Wie auch bei anderen wichtigen Gesetzgebungsvorschlägen veröffentlichte die EZB zwei Stellungnahmen zum Paket der einheitlichen Währung und tauschte sich im Rahmen der Legislativberatungen mit den damit befassten MdEPs aus.<sup>21</sup>

In Bezug auf den digitalen Euro steht die EZB nicht nur im Dialog mit dem Europäischen Parlament, sondern auch mit anderen EU-Institutionen und Marktteilnehmern. Sie tauscht sich regelmäßig mit

<sup>20</sup> Siehe [Technische Dokumentation und Forschungsarbeit](#) (Englisch). Hier sind sämtliche Informationen zu den Erprobungs-, Untersuchungs- und Vorbereitungsarbeiten sowie die Forschungspapiere und die technischen Dokumente im Zusammenhang mit den laufenden Arbeiten an einem digitalen Euro zu finden. Siehe [Alle Nachrichten und Publikationen](#). Hier sind die öffentlichen Schreiben an MdEPs zu finden.

<sup>21</sup> Siehe [Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 31. Oktober 2023 zum digitalen Euro \(CON/2023/34\)](#); [Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 13. Oktober 2023 zu einem Vorschlag für eine Verordnung über Euro-Banknoten und Euro-Münzen als gesetzliches Zahlungsmittel \(CON/2023/31\)](#).

den Finanzministern der Euro-Länder aus und arbeitet eng mit der Europäischen Kommission zusammen, um über ein breites Spektrum an politischen, rechtlichen und technischen Aspekten zu beraten, die sich aus der möglichen Einführung eines digitalen Euro ergeben. Des Weiteren hängen die Ausgabe, Akzeptanz und Nutzung eines digitalen Euro von der Mitwirkung der Finanzintermediäre, Händler und Verbraucher ab. Daher steht die EZB über das Euro Retail Payments Board (ERPB) in intensivem Kontakt mit Marktteilnehmern aus allen Bereichen.<sup>22</sup>

Die Bemühungen zur Einbindung der Interessenträger in die Entwicklung eines digitalen Euro richten sich jeweils nach dem aktuellen Stand des Projekts. Die EZB befindet sich nun in der Vorbereitungsphase, und die EU-Gesetzgeber beraten derzeit über den Gesetzgebungsvorschlag. Dieser sieht detaillierte Berichtspflichten für die Zeit nach Verabschiedung der Verordnung vor. Für den Fall, dass der digitale Euro tatsächlich eingeführt wird, ist damit der Grundstein für Rechenschaftspflicht und Transparenz gelegt. Der digitale Euro ist ein gemeinsames europäisches Projekt. Im Zuge dessen ist die EZB entschlossen, mit allen Interessenträgern einen aktiven Austausch zu führen. Der EZB-Rat wird erst einen Beschluss über die Einführung eines digitalen Euro fassen, wenn der Gesetzgebungsakt vom Europäischen Parlament und vom Rat angenommen wurde.

---

### 3 Interaktionen mit dem Europäischen Parlament im Rahmen der Rechenschaftspflicht im Zeitraum von 2019 bis 2024

**Zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament fand in der neunten Legislaturperiode ein regelmäßiger Austausch statt. Dabei gab es sogar mehr Interaktionen als in vergangenen Legislaturperioden.** Die Gesamtzahl der Kontakte nahm vor allem aufgrund des Austauschs über den digitalen Euro sowie anderer Ad-hoc-Treffen zu (siehe Abbildung 1, Grafik a). Zugleich wurden auch 175 schriftliche Anfragen beantwortet. Dies stellt einen Rückgang gegenüber der vorangegangenen Legislaturperiode (2014 bis 2019) dar. Zu jener Zeit und insbesondere in den Jahren 2015 und 2016 war die Zahl der Anfragen aufgrund der Situation in Griechenland und des Beginns der quantitativen Lockerung außergewöhnlich stark gestiegen (siehe Abbildung 1, Grafik b). Dennoch machten die Mitglieder des Europäischen Parlaments auch in der neunten Legislaturperiode regen Gebrauch von diesem Kommunikationskanal. So stellten sie besonders im ersten Jahr der Corona-Pandemie beispielsweise Fragen zu den Modalitäten des PEPP.

---

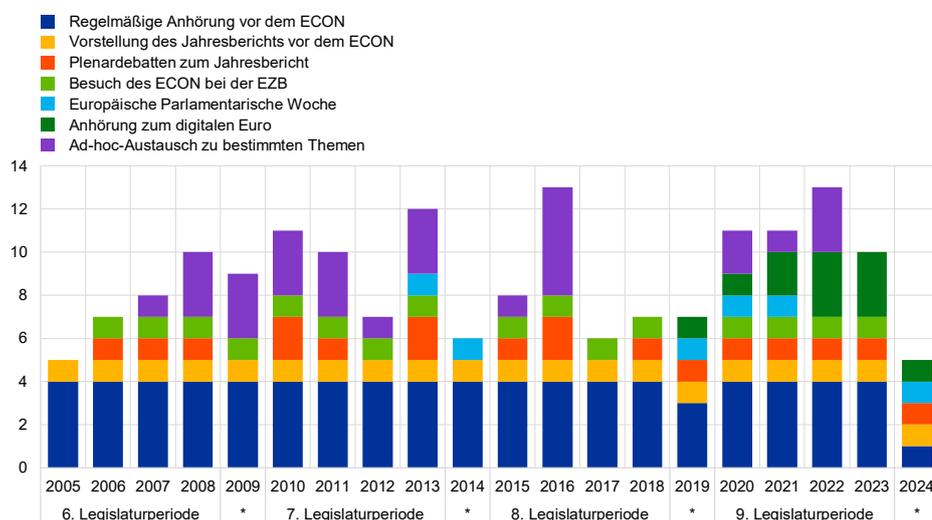
<sup>22</sup> Dem ERPB gehören hochrangige Vertreterinnen und Vertreter der Branchenverbände an. Es repräsentiert somit eine breite Palette an Interessenträgern. Siehe [Zusammensetzung des ERPB](#) (Englisch).

## Abbildung 1

### Zahl der Kontakte und Antworten auf schriftliche Anfragen von MdEPs

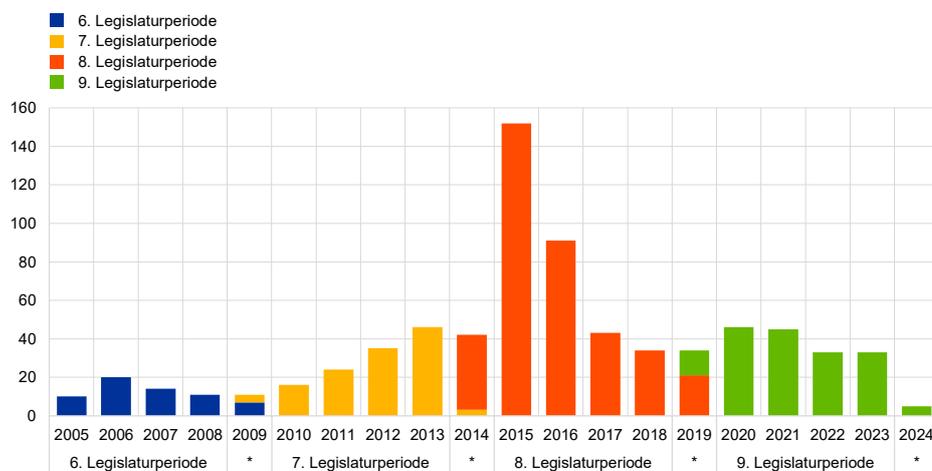
#### a) Kontakte mit dem Europäischen Parlament

(Zahl pro Jahr)



#### b) Antworten auf schriftliche Anfragen von MdEPs

(Zahl pro Jahr)



Quelle: EZB.

Anmerkung: In den mit Sternchen versehenen Jahren fanden Wahlen zum Europäischen Parlament statt. Die für das Jahr 2024 ausgewiesenen Zahlen umfassen lediglich Kontakte und schriftliche Anfragen, die in die neunte Legislaturperiode fielen. Grund hierfür ist, dass das Europäische Parlament ab Ende April 2024 aufgrund der Wahlen eine sitzungsfreie Zeit hatte und es sich von Ende Juli bis Anfang September 2024 in der Sommerpause befand. Seit 2012 findet einmal jährlich die Europäische Parlamentarische Woche statt. Dabei treffen sich Abgeordnete der nationalen Parlamente und des Europäischen Parlaments mit dem Ziel, die Zusammenarbeit zu stärken und einen Beitrag dazu zu leisten, die demokratische Legitimierung der wirtschaftspolitischen Steuerung und Haushaltspolitik in der EU und insbesondere in der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) sicherzustellen.

**Um herauszufinden, welche Aspekte beim Austausch der MdEPs mit der EZB im Vordergrund standen, wurden die Wortmeldungen der Abgeordneten bei den vierteljährlichen Anhörungen der EZB vor dem ECON-Ausschuss nach Themen ausgewertet.** Möchte man den Charakter der Interaktionen beurteilen, die sich auf die Rechenschaftslegung der EZB gegenüber dem Europäischen Parlament beziehen, genügt es nicht, die Häufigkeit zu betrachten, mit der die jeweiligen Kommunikationskanäle genutzt werden. Um zu verstehen, welche Motive diesen Interaktionen zugrunde liegen und was sie voneinander unterscheidet, wurde im

Rahmen dieses Aufsatzes untersucht, welche Themen die MdEPs schwerpunktmäßig vorbrachten.

**Da die MdEPs während der vierteljährlichen Anhörungen häufig eine Vielzahl von Fragen aus ganz unterschiedlichen Bereichen an die EZB richten, wurde mithilfe eines Large Language Models eine Sortierung und Kategorisierung ihrer Wortmeldungen vorgenommen.** Die Stichprobe, auf die sich die Analyse stützt, umfasst 100 Transkripte von regelmäßigen Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss in der Zeit von 1999 bis 2024.<sup>23</sup> Jedes Mitglied des Europäischen Parlaments kann eine oder mehrere Fragen an die Präsidentin bzw. den Präsidenten der EZB richten und bekommt dafür ein bestimmtes Zeitfenster zugewiesen. Auch Anschlussfragen sind in diesem Zeitfenster möglich. Mithilfe eines Large Language Models wurden zunächst die spezifischen Fragen, die in den Wortmeldungen der Abgeordneten vorkamen, extrahiert.<sup>24</sup> Anschließend wurden alle Themen, mit denen sich eine Frage befasste, anhand desselben Modells kategorisiert.<sup>25</sup> Dabei war es zulässig, Fragen mehreren Kategorien zuzuordnen, weil es zwischen verwandten Themen Überschneidungen gab. Wortmeldungen, die mehrere Fragen und/oder Themen umfassten, wurden so gewichtet, dass jede Wortmeldung unter dem Strich das gleiche Gewicht erhielt.

**Die MdEPs nutzen den Austausch mit der EZB, um eine Vielzahl von Fragen zu ganz unterschiedlichen Themen zu stellen.** Das Spektrum der Themen, die die MdEPs bei den vierteljährlichen Anhörungen der EZB im ECON-Ausschuss ansprechen, ist üblicherweise groß (siehe Abbildung 2). In den meisten Legislaturperioden betrafen die häufigsten Fragen die Themen Geldpolitik, Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten sowie wirtschaftspolitische Steuerung. Andere Fragen bezogen sich auf die Governance der EZB oder Themen in Bezug auf einzelne Mitgliedstaaten<sup>26</sup> sowie wiederkehrende oder neu aufkommende Aspekte im Zusammenhang mit politischen Ereignissen oder Veränderungen auf EU- oder EZB-Ebene. Was die Ebene der EZB angeht, so richten sich die Themen

<sup>23</sup> Die Datensätze von Ferrara et al. und von Massoc wurden zusammengeführt und die Stichprobe um Daten bis zum Jahr 2024 erweitert. Nicht berücksichtigt wurden die Vorstellung von Jahresberichten vor dem ECON-Ausschuss, Ad-hoc-Anhörungen sowie Anhörungen zum digitalen Euro, denn hierzu stehen keine Transkripte zur Verfügung. Die betrachtete Stichprobe umfasst also ausschließlich die vierteljährlichen Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss. Siehe F. M. Ferrara, D. Masciandaro, M. Moschella und D. Romelli, Political voice on monetary policy: Evidence from the parliamentary hearings of the European Central Bank, *European Journal of Political Economy*, Bd. 74, 2022; E. Massoc, How MEPs hold the ECB accountable, *Inter-university Consortium for Political and Social Research*, Juni 2022.

<sup>24</sup> Spezifische Fragen sind solche, die sich auf verschiedene konkrete Themen beziehen oder unterschiedliche Blickwinkel beleuchten. Anschlussfragen, die von den Abgeordneten zusätzlich gestellt werden und nicht nur zur Klärung einer vorherigen Frage beitragen, werden als gesonderte Wortmeldungen betrachtet. In Bezug auf die Kategorisierung der Fragen wurde festgelegt, dass die Fragen aus den Wortmeldungen wörtlich zu verwenden sind. Formuliert ein MdEP seine Frage lediglich um, verändert aber ihre Bedeutung nicht (stellt also de facto die gleiche Frage zweimal), wird sie nur einmal gezählt. Wir geben den vollständigen Text der Wortmeldungen aller MdEPs in das Modell (GPT-4o mini von OpenAI) ein. Dabei weisen wir das Modell an, als Kontext auch die Teile einer Wortmeldung mit heranzuziehen, die nicht als Frage formuliert sind. So bestimmen wir die Aufteilung in einzelne Fragen und das Thema. Zudem wurde festgelegt, dass eine Wortmeldung in der Regel eine bis drei Fragen beinhaltet, wobei es in seltenen Fällen auch mehr sein können. In Ausnahmefällen kann es sogar vorkommen, dass eine Wortmeldung gar keine Frage enthält. Im Durchschnitt beinhaltet eine Wortmeldung 2,12 Fragen. Mehr als 90 % aller Wortmeldungen enthalten eine, zwei oder drei Fragen.

<sup>25</sup> Es wurden elf verschiedene Themenkategorien definiert.

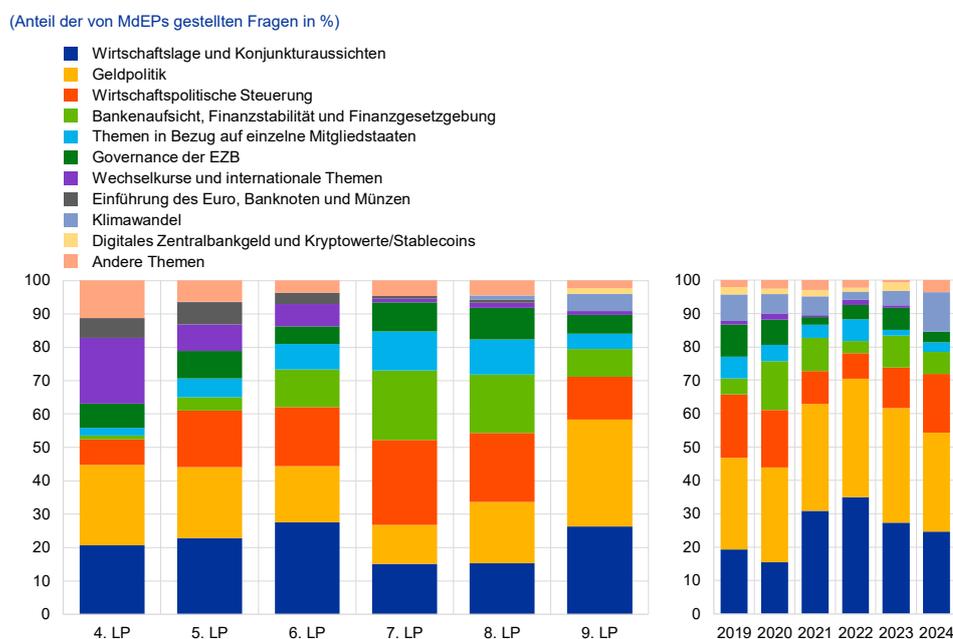
<sup>26</sup> Zu diesen Themen zählen beispielsweise Finanzhilfeprogramme, die wirtschaftliche oder finanzielle Entwicklung in einem bestimmten Land und der Brexit.

beispielsweise auf die Bankenaufsicht und Finanzstabilität, die Einführung des Euro, Wechselkurse, den Klimawandel, digitales Zentralbankgeld und Kryptowerte/Stablecoins.

**Die Bedeutung der verschiedenen Themen variiert im Zeitverlauf. In der neunten Legislaturperiode standen die Geldpolitik sowie das Thema Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten besonders im Fokus.**

Im Laufe der Zeit haben sich die Anteile der einzelnen Themen stark verändert. In der neunten Legislaturperiode wurde mit Abstand am häufigsten über die Geldpolitik sowie Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten diskutiert. Auch die wirtschaftspolitische Steuerung, darunter beispielsweise der haushaltspolitische Rahmen der EU, wurde nach wie vor recht oft angesprochen, wenngleich seltener als in vorangegangenen Legislaturperioden. Allein auf die drei Themen Geldpolitik, Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten sowie wirtschaftspolitische Steuerung entfielen in der neunten Legislaturperiode rund 70 % der gestellten Fragen. Damit war das Interesse stärker auf bestimmte Themen konzentriert als in früheren Wahlperioden. Im Gegenzug stellten die MdEPs weniger Fragen zu Bankenaufsicht und Finanzstabilität und auch weniger Fragen zu Themen in Bezug auf einzelne Mitgliedstaaten. Gleichzeitig stieg die Zahl der Fragen zum Klimawandel an, da dieses Thema auf der politischen Agenda der EU an Bedeutung gewonnen und die EZB Maßnahmen ergriffen hat, um dem Klimawandel auch in der Geldpolitik Rechnung zu tragen.

**Abbildung 2**  
Themen der vierteljährlichen Anhörungen im ECON-Ausschuss nach Legislaturperiode bzw. nach Jahr innerhalb der neunten Legislaturperiode



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Berechnet auf der Grundlage von 100 Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss in der Zeit von 1999 bis 2024. Bei der Kategorisierung produzierte das Modell einige wenige Ausreißer, die nicht automatisch einer der vorgegebenen Kategorien zugeordnet wurden. Insgesamt war dies bei weniger als 1 % der Fragen der Fall. Diese wurden den entsprechenden Themen manuell zugewiesen. LP steht für Legislaturperiode.

**In der neunten Legislaturperiode wurden während der Anhörungen angesichts der steigenden Inflation im Euroraum häufiger Fragen zur Geldpolitik und insbesondere zu Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten gestellt.** Mit dem Beginn der Pandemie und der Einführung des PEPP im März 2020 war eine etwas höhere Zahl an Fragen zur Geldpolitik zu verzeichnen (siehe Abbildung 3, Grafik a). Bei der Anhörung im September 2021 nahmen diese Fragen erneut zu, denn es war die erste Anhörung nach Veröffentlichung der Strategieüberprüfung im Juli 2021. Als die Inflation im Euroraum im Zuge der Pandemie und des russischen Einmarschs in die Ukraine nach und nach auf Rekordwerte kletterte, erhöhte sich der Anteil der Fragen mit geldpolitischem Bezug noch weiter. Im Juni 2022, als der EZB-Rat seine Absicht erklärte, die Leitzinsen anzuheben, lag er mit rund 40 % auf einem Höchststand. Ab 2021 – vor allem nach dem deutlichen Inflationsschub – stellten die MdEPs vermehrt Fragen zum Thema Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten. In den Phasen mit hoher Inflation wurden in den Anhörungen häufiger Fragen zum Thema Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten sowie – in geringerem Umfang – auch zur Geldpolitik gestellt (siehe Abbildung 3, Grafik b).<sup>27, 28</sup>

---

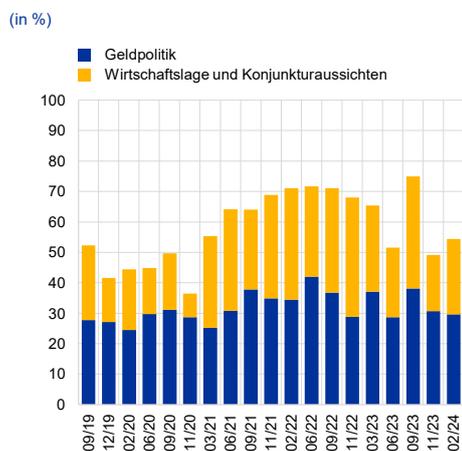
<sup>27</sup> Dieser Zusammenhang lässt sich im Großen und Ganzen auch für die gesamte Stichprobe der letzten 25 Jahre feststellen. Die Korrelation zwischen der HVPI-Inflation und dem Anteil an Fragen mit geldpolitischem Bezug beläuft sich bei Betrachtung der vollständigen Stichprobe (Anhörungen von 1999 bis 2024) auf 0,42. Auf die neunte Legislaturperiode allein bezogen liegt dieser Wert bei 0,58. Die Korrelation zwischen der HVPI-Inflation und dem Anteil an Fragen zu Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten beträgt für die gesamte Stichprobe 0,50 und für die neunte Legislaturperiode 0,71. Die Differenz zwischen dem Anteil der Fragen zur Geldpolitik und dem der Fragen zu Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten ist bezogen auf die neunte Legislaturperiode bei einem Konfidenzniveau von 90 % statistisch signifikant.

<sup>28</sup> Diese Zahlen decken sich mit den Ergebnissen aus der Literatur. Demnach konzentrieren sich parlamentarische Anhörungen der EZB, des Federal Reserve System und der Bank of England tendenziell auf das gesetzliche Ziel der jeweiligen Zentralbank. Dieser Fokus verstärkt sich, wenn die Inflationsrate vom Inflationsziel der Zentralbank abweicht. Außerdem trübt sich die Stimmung ein, wenn die Abweichung der tatsächlichen Inflationsrate vom Inflationsziel der Zentralbank größer wird. Dies gilt bei Abweichungen nach oben stärker als bei Abweichungen nach unten. Siehe N. Fraccaroli, A. Giovannini, J.-F. Jamet und E. Persson, *Central Banks in Parliaments: A Text Analysis of the Parliamentary Hearings of the Bank of England, the European Central Bank, and the Federal Reserve*, *International Journal of Central Banking*, Bd. 19(2), 2023, S. 543-600.

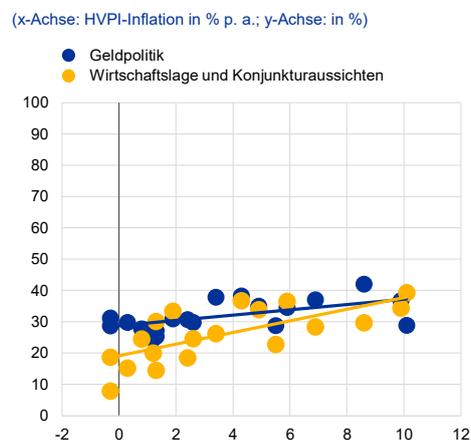
### Abbildung 3

Anteil der Fragen zur Geldpolitik sowie zu Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten in einzelnen Anhörungen und Korrelation mit der HVPI-Inflation (2019-2024)

a) Anteil der Fragen zu einem Thema



b) Anteil der Fragen zu einem Thema und Korrelation mit der HVPI-Inflation



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Berechnet auf der Grundlage von Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss in der neunten Legislaturperiode. Die Linien in Grafik b zeigen den linearen Trend und wurden den Datenpunkten zugeordnet.

### Viele Fragen berührten sowohl das Thema Geldpolitik als auch das Thema Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten.

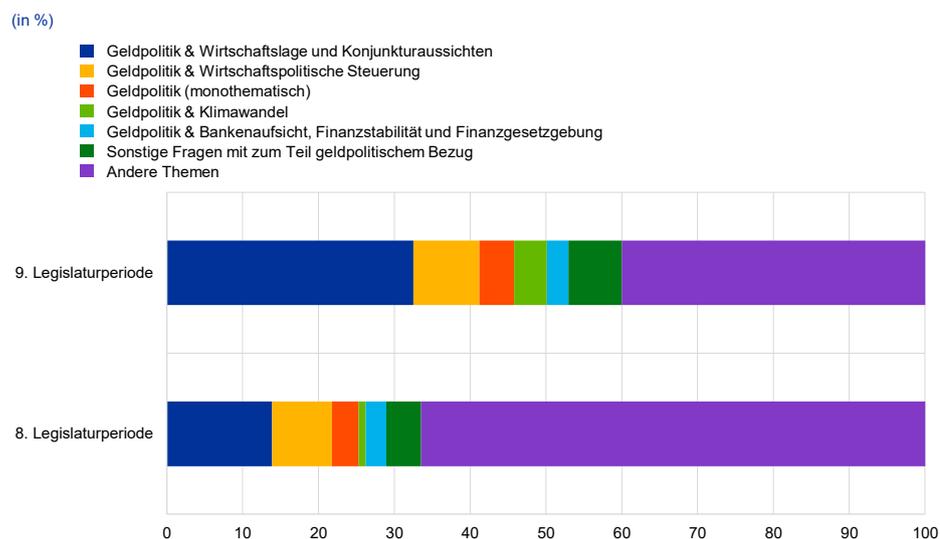
Ebenso wie andere Themen wurde die Geldpolitik häufiger in Verbindung mit anderen Themenbereichen angesprochen und war seltener alleiniger Gegenstand einer Frage. In der neunten Legislaturperiode beinhalteten rund 80 % der Fragen der MdEPs zwei Themen. Dagegen waren rund 20 % der Fragen monothematisch.<sup>29</sup> Bei näherer Betrachtung der Fragen, die mehrere Themen berührten, zeigt sich, dass die Kombination aus Geldpolitik einerseits und Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten andererseits in der neunten Wahlperiode am häufigsten vorkam (darauf entfielen 33 % aller Fragen; siehe Abbildung 4). Allerdings traten auch andere Themenkombinationen geballt auf. Dies verdeutlicht, wie vielschichtig der im Rahmen der Rechenschaftspflicht stattfindende Dialog ist und wie stark die einzelnen politischen Themenfelder miteinander verwoben sind. Weitere relativ häufig kombinierte Themen in den Fragen der Abgeordneten waren Geldpolitik und wirtschaftspolitische Steuerung (9 %) sowie Geldpolitik und Klimawandel (4 %), da auch diese Themen Verflechtungen aufweisen. Wie bereits erwähnt lag der Anteil der Fragen, die sich sowohl auf die Geldpolitik als auch auf Wirtschaftslage und Konjunkturaussichten bezogen, in der neunten Legislaturperiode bei 33 %. In der achten Legislaturperiode war diese Themenkombination zwar auch schon die häufigste gewesen, ihr Anteil hatte aber nur 14 % betragen. Zurückzuführen ist dieser Anstieg auf die

<sup>29</sup> Im Laufe der Legislaturperioden hat sich der Anteil der Fragen, die zwei Themen berühren, immer weiter erhöht. Indessen sind Fragen, die mehr als zwei Themenbereiche betreffen, nach wie vor sehr selten.

wirtschaftlichen Schocks während der neunten Wahlperiode und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik.<sup>30</sup>

#### Abbildung 4

Anteil der Fragen mit geldpolitischem Bezug bei den vierteljährlichen Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss in der achten und neunten Legislaturperiode



Quellen: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Berechnet auf der Grundlage von 100 vierteljährlichen Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss in der Zeit von 1999 bis 2024. Es gibt Themenkombinationen aus Geldpolitik und einem anderen Thema, deren Anteil bezogen auf die achte und neunte Legislaturperiode jedoch durchschnittlich unter 2,5 % der Fragen liegt. Diese Kombinationen werden der Kategorie „Sonstige Fragen mit zum Teil geldpolitischem Bezug“ zugeordnet.

## Kasten 2

### Rechenschaftspflicht der EZB im Bereich der Bankenaufsicht

Laudine Goumet und Lise Handal

Im Zuge der Schaffung des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) und der nachfolgenden Errichtung der EZB-Bankenaufsicht im Jahr 2014 wurde auch ein eigener Rahmen für die Rechenschaftspflicht erarbeitet.<sup>31</sup> Laut SSM-Verordnung<sup>32</sup> ist die EZB-Bankenaufsicht dem Europäischen Parlament und dem Rat der EU rechenschaftspflichtig. Konkretisiert werden die Regelungen in der [interinstitutionellen Vereinbarung](#) zwischen dem Europäischen Parlament und der EZB sowie im [Memorandum of Understanding](#) mit dem EU-Rat. Die praktische Anwendung wird im EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit näher erläutert.<sup>33</sup>

Der vorliegende Kasten bietet einen Überblick über die Rechenschaftspflicht der EZB-Bankenaufsicht gegenüber dem Europäischen Parlament, für die ganz spezifische Regelungen gelten. Sie unterscheidet sich auch von der Rechenschaftspflicht der EZB in ihrer Funktion als

<sup>30</sup> In der achten Legislaturperiode beschäftigten sich zudem 11 % der Fragen mit der wirtschaftspolitischen Steuerung und Themen in Bezug auf einzelne Mitgliedstaaten. 8 % berührten die Themen wirtschaftspolitische Steuerung und Geldpolitik.

<sup>31</sup> Siehe Artikel 127 Absatz 6 AEUV.

<sup>32</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates vom 15. Oktober 2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank (ABl. L 287 vom 29.10.2013, S. 63).

<sup>33</sup> Siehe [EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2023](#), insbesondere Kapitel 5 zum organisatorischen Aufbau der Bankenaufsicht der EZB.

Zentralbank. Im Folgenden werden die trendmäßigen Entwicklungen beleuchtet, die bei den Interaktionen im Rahmen der bankenaufsichtlichen Rechenschaftspflicht während der neunten Legislaturperiode des Europäischen Parlaments zu beobachten waren. In der Praxis ist die Rechenschaftslegung der EZB-Bankenaufsicht gegenüber dem Europäischen Parlament über formelle und informelle Kanäle gegeben (siehe Tabelle A). Aufgrund des speziellen Mandats der EZB-Bankenaufsicht und der Struktur der Bankenunion – in der die nationalen zuständigen Behörden die Aufsicht über weniger bedeutende Institute innehaben – handelt es sich um eine eigenständige Rechenschaftspflicht. Dabei stellen unter anderem die Vielfalt der Aufsichtsinstrumente, das Nichtvorhandensein eines einzelnen quantifizierbaren Aufsichtsziels und die Vertraulichkeit von Bankdaten besondere Anforderungen an die Überprüfung dar. Dementsprechend kommt die EZB der Rechenschaftspflicht in ihrer Bankenaufsichtsfunktion auch mehr über einen informellen vertraulichen Austausch mit dem Europäischen Parlament<sup>34</sup> nach als in ihrer Zentralbankfunktion. Zudem haben Abgeordnete nationaler Parlamente zusätzliche Rechte.

### Tabelle A

Kommunikationskanäle der EZB-Bankenaufsicht zur Erfüllung ihrer Rechenschaftspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament (formell und informell)

Kategorie	Kanäle zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht
<b>Anforderungen gemäß der interinstitutionellen Vereinbarung</b>	
<b>Abschnitt I.1</b>	Die EZB legt dem Europäischen Parlament, dem Rat der EU, der Europäischen Kommission und der Euro-Gruppe einen Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit vor und stellt ihn dem ECON-Ausschuss in einer öffentlichen Anhörung vor.
<b>Abschnitt I.2</b>	Die EZB nimmt zweimal jährlich an ordentlichen öffentlichen Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss teil.
<b>Abschnitt I.2</b>	Die EZB kann zu Ad-hoc-Aussprachen und vertraulichen Sitzungen mit dem ECON-Ausschuss eingeladen werden.
<b>Abschnitt I.3</b>	Die EZB antwortet auf schriftliche Anfragen von MdEPs.
<b>Abschnitt I.4</b>	Die EZB stellt dem Europäischen Parlament überdies einen aussagekräftigen Bericht über die Beratungen des Aufsichtsgremiums zur Verfügung, einschließlich einer mit Anmerkungen versehenen Liste der Beschlüsse.
<b>Informelle Praktiken</b>	
<b>Seit 2015</b>	Einmal im Jahr Einladung der Mitglieder des ECON-Ausschusses in die EZB zu einer dem Thema Bankenaufsicht gewidmeten Sitzung
<b>Seit 2017</b>	Antwort der EZB-Bankenaufsicht auf die Entschließung des Europäischen Parlaments zum Thema „Bankenunion – Jahresbericht“
<b>Seit 2020</b>	Übermittlung der vierteljährlich aktualisierten Liste der bedeutenden Institute und von Informationen zu den öffentlichen Konsultationsverfahren der EZB-Bankenaufsicht
<b>Regelmäßig</b>	Bilaterale Gespräche mit MdEPs

Quellen: Interinstitutionelle Vereinbarung und EZB-Analyse.

Anmerkung: Bei den informellen Praktiken handelt es sich um informelle Kanäle zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht der EZB gegenüber dem Europäischen Parlament, die freiwillig, ohne gesetzlichen Auftrag eingerichtet wurden und unterhalten werden.

In der neunten Legislaturperiode erhielt die bzw. der Vorsitzende des Aufsichtsgremiums 51 Schreiben von MdEPs und nahm an 15 öffentlichen Anhörungen (regelmäßigen Anhörungen wie auch Ad-hoc-Aussprachen) teil.<sup>35</sup> Die bzw. der Vorsitzende wohnte zudem zwölf vertraulichen Sitzungen mit Mitgliedern der Arbeitsgruppe Bankenunion bei. Die vertraulichen Sitzungen finden

<sup>34</sup> Diese vertraulichen Sitzungen (also unter Ausschluss der Öffentlichkeit) finden in der Regel mit den Mitgliedern der Arbeitsgruppe Bankenunion statt, einer spezialisierten Untergruppe des ECON-Ausschusses, die sich vor allem mit Themen im Zusammenhang mit der Bankenunion beschäftigt. Dies umfasst die Überwachung und Regulierung von Banken im Euroraum mit einem besonderen Augenmerk auf dem SSM und dem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM).

<sup>35</sup> In der Regel wird die bzw. der Vorsitzende zu drei Anhörungen pro Jahr eingeladen. Im Jahr 2020 fanden pandemiebedingt allerdings nur zwei dieser Veranstaltungen statt. Zudem wurde im März 2023 gemeinsam mit dem Vorsitzenden der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde eine Ad-hoc-Anhörung angesetzt, um über den Zusammenbruch der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse zu beraten.

unter Ausschluss der Öffentlichkeit statt und werden in der vorliegenden Analyse nicht berücksichtigt.

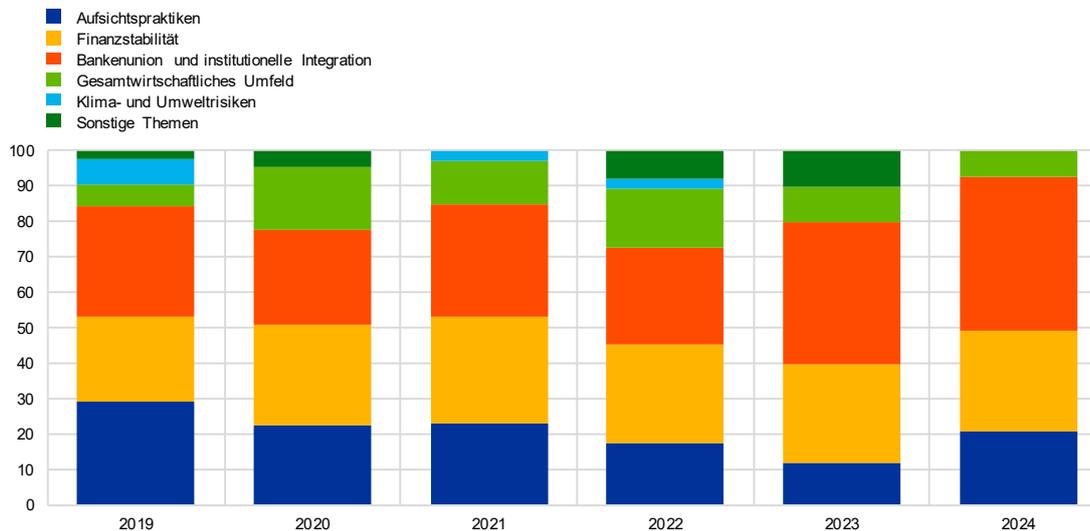
Die in schriftlichen Anfragen und öffentlichen Anhörungen von den Abgeordneten aufgeworfenen Fragen unterschieden sich im Zeitverlauf nach Zahl und Themen. Zum Großteil waren sie anlassbezogen und spiegelten bedeutsame Fragestellungen aus den Bereichen Politik und Bankensektor wider. Die Zahl der bei öffentlichen Anhörungen gestellten Fragen blieb aufgrund des regelmäßigen Turnus dieser Veranstaltungen stabil, wohingegen die Anzahl der schriftlich gestellten Fragen in der neunten Legislaturperiode sank (siehe Abbildung A).<sup>36</sup> Dieser Trend ist auch auf der Zentralbankebene der EZB zu beobachten. Eine Kategorisierung mittels Large Language Model zeigt, dass die Abgeordneten die direkte und öffentliche Diskussion in Anhörungen offensichtlich bei folgenden Themen präferieren: EU-Politik und wichtige Themen der Bankenunion (33 % aller Fragen in Anhörungen), Risiken für die Finanzstabilität (28 %) und Aufsichtspraktiken (21 %) (siehe Abbildung A). Hintergrund der Fragen waren vor allem die Pandemie, der Krieg Russlands gegen die Ukraine sowie die Finanzmarkturbulenzen im Jahr 2023. Auf schriftlichem Weg wurden von den MdEPs eher spezifische und weniger dringliche Themen angesprochen. Dies waren etwa Fragen zu Aufsichtsbeschlüssen (in Ex-post-Betrachtung; 43 % aller schriftlichen Fragen), zu Risiken für den Finanzsektor und dem entsprechenden Aufsichtsansatz (24 %) sowie Fragen zu speziellen, einzelne Banken betreffenden Fällen (17 %).

### Abbildung A

Anteil der Fragen in öffentlichen Anhörungen sowie absolute Zahl der von MdEPs schriftlich an den Vorsitz des Aufsichtsgremiums gerichteten Fragen in der neunten Legislaturperiode des Europäischen Parlaments nach Jahr

#### a) Themen der Fragen in öffentlichen Anhörungen vor dem ECON-Ausschuss

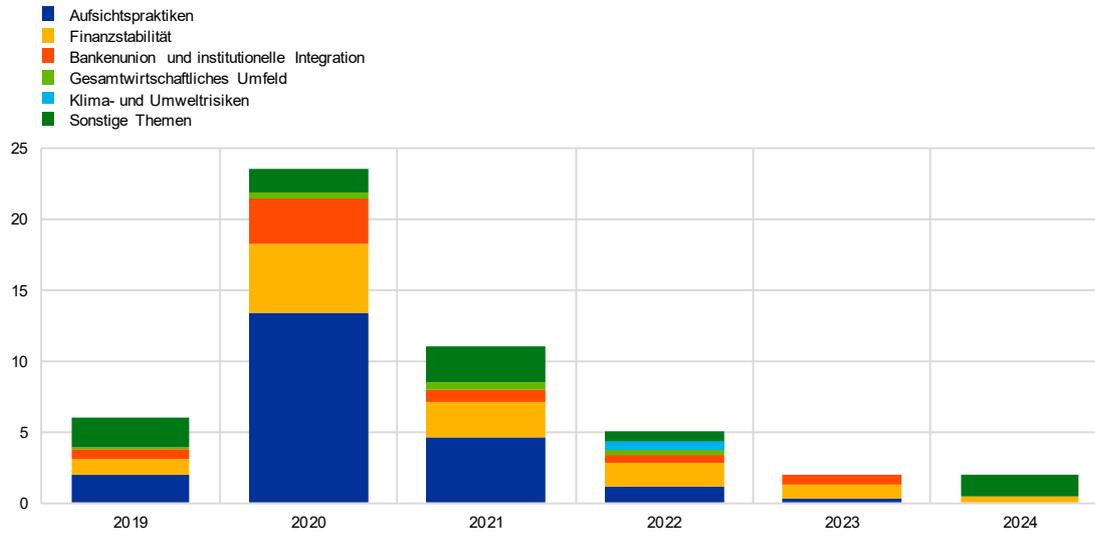
(in %)



<sup>36</sup> Für das Jahr 2019 wurde nur der Zeitraum von Juli (Beginn der neunten Legislaturperiode) bis Dezember berücksichtigt.

## b) Themen der schriftlichen Anfragen von MdEPs

(Zahl der schriftlichen Anfragen)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Grafik a zeigt den gewichteten Anteil der Fragen, die in ordentlichen öffentlichen Anhörungen sowie in Ad-hoc-Anhörungen gestellt wurden, zu denen die bzw. der Vorsitzende des Aufsichtsgremiums eingeladen wurde. Dabei handelte es sich um drei Anhörungen 2019, zwei Anhörungen 2020, je drei Anhörungen 2021 und 2022, vier Anhörungen 2023 und eine Anhörung 2024. In Grafik b ist die Gesamtzahl der schriftlichen Anfragen von MdEPs während der neunten Legislaturperiode dargestellt. Der Anteil der Themen wird dabei auf Grundlage der Anzahl der Fragen und Themen in den jeweiligen schriftlichen Anfragen gewichtet. Die Kategorie „sonstige Themen“ umfasst Fragen zum Verbraucherschutz und zu einzelnen Banken.

## 4 Schlussbemerkungen

### **Die Intensivierung der Interaktionen zwischen EZB und Europäischem Parlament während der neunten Legislaturperiode unterstreicht die Bereitschaft der EZB, Rechenschaft über ihre Maßnahmen abzulegen.**

Diese Interaktionen gingen über die reine Erfüllung verfahrenstechnischer Anforderungen zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament hinaus. Vielmehr wurden Qualität und Intensität des Austauschs zwischen den beiden Institutionen gestärkt. Die Unterzeichnung des Briefwechsels zwischen den Präsidentinnen der EZB und des Europäischen Parlaments im Juni 2023 stellte insofern einen Meilenstein dar, als schriftlich festgelegt wurde, wie die Regelungen zur Rechenschaftspflicht der EZB gegenüber dem Europäischen Parlament ausgestaltet sind. Der Briefwechsel ist zudem Ausdruck der beidseitigen Absicht, einen robusten Rahmen für die Rechenschaftspflicht der EZB zu schaffen. Überdies wurden während der gesamten Legislaturperiode bestimmte Themen in flexiblen Formaten und speziellen Anhörungen behandelt. Damit trug die EZB den veränderten Herausforderungen und den Überprüfungsanforderungen weiterhin Rechnung. Eine wesentliche Neuerung in der neunten Legislaturperiode war diesbezüglich die Aufnahme eines regelmäßigen öffentlichen Meinungsaustauschs zum digitalen Euro, aber auch die Anzahl anderer Ad-hoc-Aussprachen nahm zu. Daneben bemühten sich die EZB und das Europäische Parlament darum, die regelmäßigen Anhörungen der EZB-Präsidentin interaktiver zu gestalten. Durch diese Neuerungen wurde auch die Transparenz der von der EZB ergriffenen Maßnahmen erhöht. Zudem wurde so der Dialog mit der Bevölkerung und deren Vertreterinnen und Vertretern verbessert.

**Die EZB bewegt sich aktuell in einem Umfeld wirtschaftlicher Unsicherheiten und des strukturellen Wandels im Euroraum und in der Weltwirtschaft. Angesichts dessen wird ein aktiver und flexibler Dialog mit dem Europäischen Parlament im Rahmen der Rechenschaftspflicht auch in Zukunft von entscheidender Bedeutung sein.** Die im Briefwechsel vereinbarten Regelungen zur Rechenschaftspflicht sowie die zuvor bereits intensivierte Interaktion und die Neuerungen beim Austausch mit dem Europäischen Parlament in der neunten Legislaturperiode bilden eine solide Grundlage für einen belastbaren Dialog im Rahmen der Rechenschaftspflicht. Die EZB muss diesbezüglich auf künftige Herausforderungen – seien sie zyklischer oder eher struktureller Art – reagieren und sich anpassen. Gemeinsam mit dem Europäischen Parlament wird die EZB sicherstellen, dass ihre Rechenschaftspraxis auch in Zukunft den Überprüfungsanforderungen genügt. Damit wird gewährleistet, dass all ihre Handlungen demokratisch legitimiert sind.

## 2 Welche Erkenntnisse liefert die SAFE-Umfrage über die Geldpolitik, die Wirtschafts- und Finanzierungsbedingungen und die Inflationserwartungen?

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga, Nicola Benatti und Ioannis Gkrintzalis

### 1 Einleitung

**Die Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln (SAFE-Umfrage) gibt einen umfassenden Überblick über die Wirtschafts- und Finanzierungsbedingungen der Unternehmen im Euroraum.**<sup>1</sup> Die 2009 eingeführte SAFE-Umfrage ist eine euroraumweite Befragung, die die Europäische Zentralbank (EZB) zusammen mit der Europäischen Kommission durchführt. Sie gibt wertvolle Einblicke in die Finanzierungsbedingungen und die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Unternehmen. Seit einiger Zeit werden die Unternehmen zudem nach ihren Erwartungen in Bezug auf die Verkaufspreise, Löhne und Beschäftigtenzahl sowie die allgemeine Entwicklung der Verbraucherpreise im Euroraum befragt. Die Umfrage liefert der EZB sehr aussagekräftige Daten, die unmittelbar in den geldpolitischen Entscheidungsprozess einfließen.

**Die SAFE-Umfrage erfasst eine große Spanne von Unternehmen im Euroraum und legt dabei ein besonderes Augenmerk auf die kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs).** Trotz der wichtigen Rolle, die KMUs für das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung spielen, waren bislang nicht besonders viele Daten zu ihren Finanzierungsentscheidungen verfügbar. Da sich KMUs hauptsächlich über Banken finanzieren, liefert diese Umfrage wichtige Informationen zur bankbasierten Transmission der Geldpolitik.

**Analysen auf Basis von SAFE-Daten haben wiederholt gezeigt, dass die Geldpolitik Einfluss darauf hat, wie die Unternehmen die aktuellen Finanzierungsbedingungen wahrnehmen und wie sie die künftige Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln einschätzen.** Diese Wahrnehmungen und Erwartungen sind von entscheidender Bedeutung, da sie die Investitions- und Beschäftigungsentscheidungen und somit die reale Wirtschaftsleistung der Unternehmen und letztlich auch das BIP-Wachstum insgesamt im Euroraum beeinflussen.

**Daneben enthält die Umfrage nun auch quantitative Fragen zu den Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf die Entwicklung der Verkaufspreise und Kosten, die die Bedeutung der Umfrage für die politische Entscheidungsfindung erhöhen.** Die SAFE-Umfrage liefert Daten zu den

---

<sup>1</sup> Dieser Aufsatz befasst sich mit den Umfrageergebnissen im Zeitraum 2010 bis 2024, d. h. von der dritten Umfragerunde (April bis September 2010) bis zur 31. Umfragerunde (April bis Juni 2024).

Verbraucherpreiserwartungen der Unternehmen und zur von ihnen erwarteten Verkaufspreis- und Lohnentwicklung und bereichert damit die bestehenden Umfragen der EZB zu den Inflationserwartungen der privaten Haushalte, Wirtschaftsexperten und Marktteilnehmer.<sup>2</sup>

**Im Jahr 2024 wurde das Erhebungsintervall von halbjährlich auf vierteljährlich verkürzt, um dem Bedarf an zeitnäheren Daten Rechnung zu tragen.** So konnte die Aktualität der Daten verbessert werden, was vor allem in Phasen wirtschaftlicher Turbulenzen und rascher politischer Veränderungen von Bedeutung ist. Zudem können nun auch Zusatzfragen zu aktuellen Themen aufgenommen werden, z. B. zu den Auswirkungen des Klimawandels und den Faktoren, die den Veränderungen der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zugrunde liegen.<sup>3</sup>

**Der vorliegende Aufsatz gliedert sich wie folgt:** In Abschnitt 2 wird erläutert, wie sich die Geldpolitik auf den Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln auswirkt. Dieser Abschnitt enthält auch einen Kasten, in dem der Gleichlauf der aus der SAFE-Umfrage gewonnenen Indikatoren mit Finanzmarktindizes untersucht wird. Abschnitt 3 befasst sich mit den Auswirkungen von Wirtschaftskrisen auf die Unternehmensleistung, und in Abschnitt 4 werden die Vorlaufeigenschaften in Bezug auf die Entwicklung des BIP beleuchtet. In Abschnitt 5 geht es schließlich um die neuen Fragen zu den Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf die Verkaufspreise, die Löhne und die Inflation.

## 2 Evidenz zur Wirkung der Geldpolitik auf den Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln

**Aus den Umfragedaten können preis- und mengenbasierte Indikatoren der Finanzierungsbedingungen abgeleitet werden, mit deren Hilfe sich die Effekte der Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen bemessen lassen.** Diese Indikatoren geben Auskunft darüber, wie sich nach Einschätzung der Unternehmen die Preisgestaltung und Bedingungen der Finanzierung verändern, darunter die Bankzinsen sowie andere Kosten der Bankfinanzierung wie Gebühren und Provisionen. Außerdem berichten die Unternehmen in der Umfrage über wahrgenommene Veränderungen des Angebots an und der Nachfrage nach Bankkrediten sowie über ihre Einschätzung der Finanzierungslücke – also der Differenz zwischen der Veränderung der Nachfrage nach Finanzierungsmitteln und der Veränderung des entsprechenden Angebots.<sup>4</sup> Thematisiert werden auch die Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Bankkrediten in den kommenden

---

<sup>2</sup> In der [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen \(Consumer Expectations Survey\)](#) werden private Haushalte nach ihren Inflationserwartungen befragt. Die Inflationserwartungen der professionellen Prognostiker werden in der [Survey of Professional Forecasters](#) und jene der Marktteilnehmer in der [Umfrage unter geldpolitischen Analysten \(Survey of Monetary Analysts\)](#) erhoben.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Klimawandel, klimafreundliche Unternehmensinvestitionen im Euroraum und deren Finanzierung – Ergebnisse aus der SAFE-Umfrage](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 6/2023, und den [Bericht zur SAFE-Umfrage](#) für das zweite Quartal 2024.

<sup>4</sup> Zu dem 2013 eingeführten Indikator der Finanzierungslücke siehe A. Ferrando et al., [Measuring the opinion of firms on the supply and demand of external financing in the euro area](#), IFC Bulletin, Nr. 36, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2013, sowie Kasten 1 in diesem Aufsatz.

sechs Monaten sowie hinsichtlich des Zugangs zu alternativen Außenfinanzierungsquellen.

**Die umfragebasierten Indikatoren der Finanzierungsbedingungen auf Unternehmensebene liefern Einblicke in die nachgelagerten („downstream“) Phasen der geldpolitischen Transmission.** In den ersten, vorgelagerten („upstream“) Stufen dieses Mechanismus wirken die Leitzinsen der EZB auf die risikofreien Zinssätze und die Staatsanleiherenditen durch. Verändern sich die Kosten der marktbasierter Finanzierung<sup>5</sup>, so beeinflusst dies direkt oder indirekt (z. B. über die Banken) die nachgelagerten Finanzierungskosten und -volumina der Unternehmen, einschließlich der Finanzierungslücke. Aus Kasten 1 geht hervor, dass die Finanzmarktvariablen eng mit der Finanzierungslücke korrelieren und im Zeitverlauf zu deren Dynamik beitragen.

**Die Umfrageergebnisse zeigen, dass sich die Wahrnehmung der Unternehmen in Bezug auf die Finanzierungsbedingungen seit 2010 im Wesentlichen in vier Phasen unterteilen lässt** (siehe Abbildung 1 und 2). Diese Phasen spiegeln weitgehend die geldpolitischen Beschlüsse der EZB in den betreffenden Zeiträumen wider.<sup>6</sup> Die erste Phase erstreckte sich vom Beginn der Umfrage bis zum ersten Quartal 2014. In dieser Zeit wurden eine Reihe geldpolitischer Sondermaßnahmen eingeführt und das Programm für geldpolitische Outright-Geschäfte (OMTs) angekündigt. In der zweiten Phase, die vom zweiten Quartal 2014 bis kurz vor Ausbruch der Corona-Pandemie reichte, erweiterte die EZB ihr Instrumentarium, um die Finanzierungsbedingungen zu lockern. Die dritte Phase begann mit dem Ausbruch der Pandemie und endete vor der ersten Leitzinsanhebung der EZB im Juli 2022. In die vierte und letzte Phase fielen schließlich die mehrfachen Zinserhöhungen, die die EZB als Reaktion auf den sprunghaften Anstieg der Inflation und die Erwartungen einer anhaltend hohen Inflation vornahm.

**In der ersten Phase meldete ein großer, aber abnehmender prozentualer Saldo der Unternehmen steigende Zinssätze und positive Finanzierungslücken** (siehe Abbildung 1 und 2). Die Staatsschuldenkrise beeinträchtigte vor allem die Verfügbarkeit von Bankkrediten, denn die Banken hatten Schwierigkeiten, sich Liquidität am Markt für großvolumige Finanzierung zu beschaffen. Dadurch entwickelten sich die Kreditvergabebedingungen in den einzelnen Ländern auseinander. Um diesen Herausforderungen zu begegnen, führte die EZB verschiedene geldpolitische Sondermaßnahmen ein und senkte die Leitzinsen. Die Zusage des damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi vom 26. Juli 2012, alles Notwendige zu tun („whatever it takes“), und die anschließende Ankündigung geldpolitischer Outright-Geschäfte (OMTs) markierten einen Wendepunkt für den Euroraum und bewirkten einen sofortigen Rückgang der Renditeabstände von Staatsanleihen auf ein tragfähigeres Niveau. Dies milderte die Finanzierungsprobleme der Banken, belebte deren Kreditvergabe und verbesserte

<sup>5</sup> Gemeint sind die Kosten, die den Unternehmen bei der Kapitalaufnahme über die Finanzmärkte entstehen, etwa bei der Emission von Anleihen oder Aktien.

<sup>6</sup> Eine ausführliche Diskussion der geldpolitischen Beschlüsse der EZB in diesen Zeiträumen findet sich in: P. R. Lane, [The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area](#), Der EZB-Blog, 11. März 2024; M. Rostagno, C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto, A. Saint Guilhem und J. Yiangou, [Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank](#), Oxford University Press, 2021.

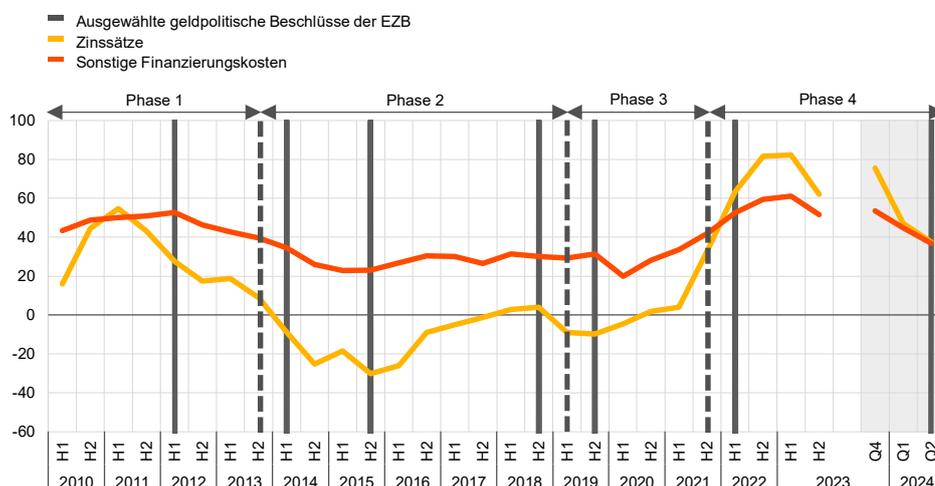
die allgemeinen Finanzierungsbedingungen. Am Ende dieser ersten Phase meldeten die Unternehmen überwiegend sinkende Zinsen und positive, aber niedrigere Finanzierungslücken, was darauf hindeutet, dass sich der Zugang zu Bankkrediten verbessert hatte (das Angebot also die Nachfrage übertraf).

## Abbildung 1

### Veränderung der Preisgestaltung und der Bedingungen von Bankkrediten

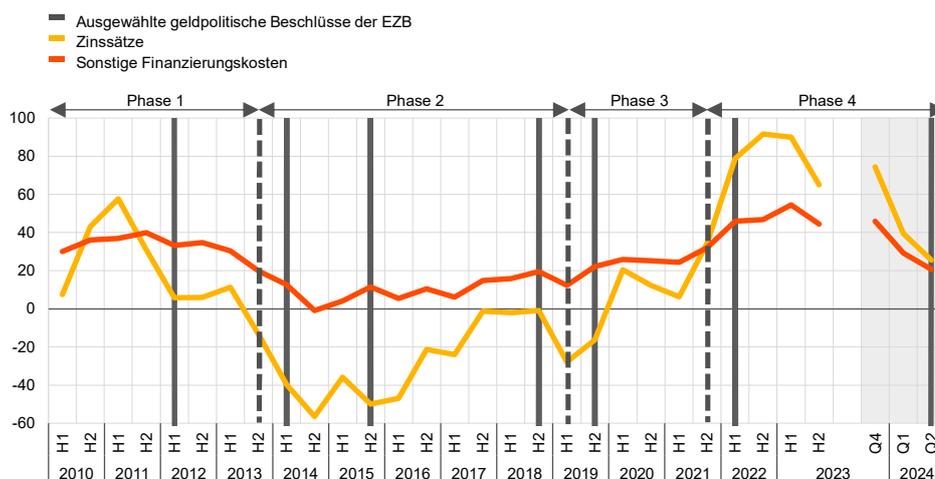
#### a) Kleine und mittlere Unternehmen

(prozentualer Saldo)



#### b) Großunternehmen

(prozentualer Saldo)



Quelle: SAFE-Umfrage.

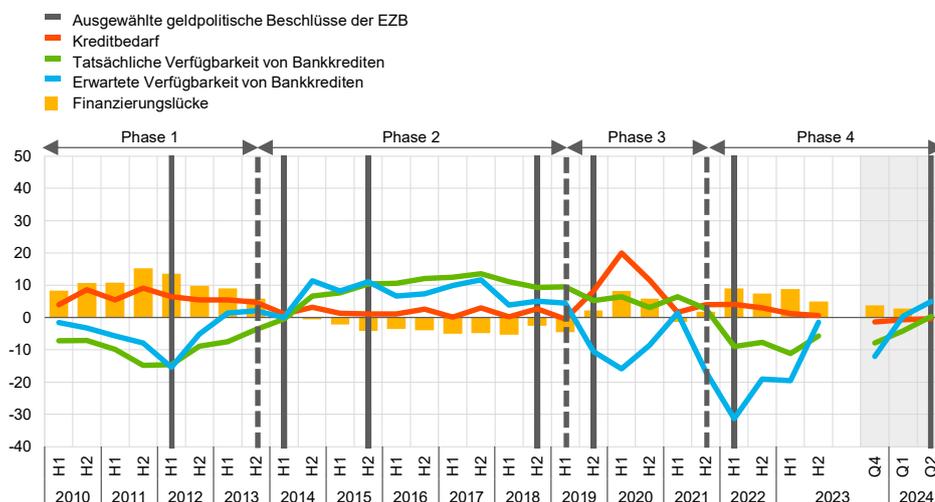
Anmerkung: Auf Basis von Daten der Unternehmen, die Bankkredite (einschließlich subventionierter Bankkredite), Kreditlinien, Überziehungskredite oder Kreditkartenüberziehungen beantragt hatten. Die Antworten „Nicht zutreffend“ oder „Weiß nicht“ bleiben unberücksichtigt. Der prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Prozentsatz der Unternehmen, die einen Anstieg des betreffenden Faktors meldeten, und dem Prozentsatz der Unternehmen, die einen Rückgang meldeten. Auf der x-Achse bezeichnet H1 den Referenzzeitraum vom zweiten Quartal bis zum dritten Quartal des genannten Jahres und H2 den Referenzzeitraum vom vierten Quartal bis zum ersten Quartal des Folgejahres. Die grau schattierten Bereiche zeigen die Antworten auf dieselbe Frage, allerdings auf vierteljährlicher Basis. Die gestrichelten senkrechten Linien markieren die unterschiedlichen Phasen der Finanzierungsbedingungen. Die erste Phase beginnt mit der Einführung der Umfrage und endet im ersten Quartal 2014. Die zweite Phase erstreckt sich vom zweiten Quartal 2014 bis kurz vor Ausbruch der Corona-Pandemie. Die dritte Phase beginnt mit dem Ausbruch der Pandemie und endet im ersten Quartal 2022, und die letzte Phase beginnt im zweiten Quartal 2022. Im Einzelnen markieren die senkrechten grauen Linien folgende Ereignisse: 1) Ankündigung des Programms für geldpolitische Outright-Geschäfte im September 2012; 2) Beginn der ersten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) und der Negativzinspolitik; 3) Beginn der GLRG II und des Ankaufprogramms für den Unternehmenssektor; 4) Ankündigung der GLRG III; 5) Beginn des Pandemie-Notfallankaufprogramms im März 2020; 6) Anhebung der drei EZB-Leitzinsen um 50 Basispunkte und Verabschiedung des Instruments zur Absicherung der geldpolitischen Transmission (TPI); 7) Senkung der drei EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte im Juni 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Oktober 2023 bis März 2024 (halbjährliche Zeitreihen) bzw. auf das zweite Quartal 2024 (vierteljährliche Zeitreihen).

## Abbildung 2

Veränderung des Kreditbedarfs, der tatsächlichen und erwarteten Verfügbarkeit von Bankkrediten sowie der Finanzierungslücke

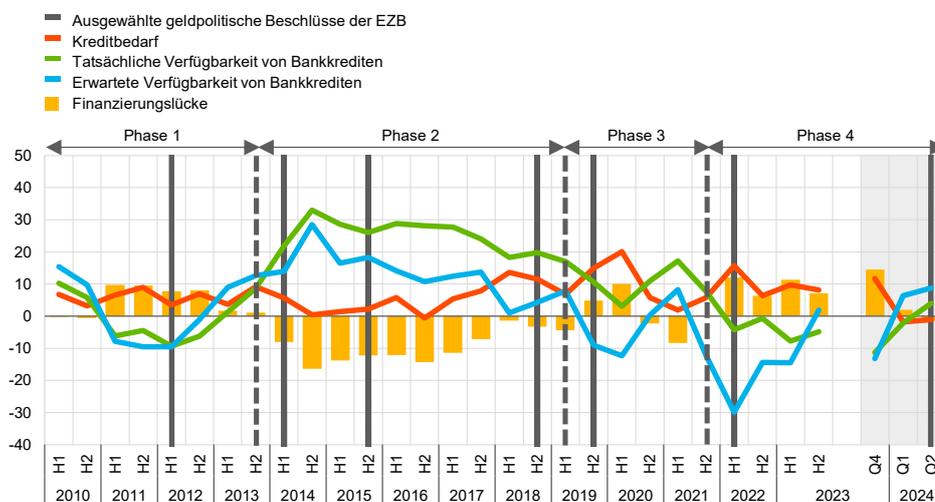
### a) Kleine und mittlere Unternehmen

(prozentualer Saldo)



### b) Großunternehmen

(prozentualer Saldo)



Quelle: SAFE-Umfrage.

Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung 1.

In der zweiten Phase, die sich von April 2014 bis kurz vor Ausbruch der Corona-Pandemie erstreckte, waren die Finanzierungsbedingungen günstig, wobei sie sich allerdings für die KMUs weniger stark verbesserten als für die Großunternehmen. In dieser Zeit weitete die EZB ihr geldpolitisches Instrumentarium aus, um die Finanzierungsbedingungen zu lockern und die Transmission ihres akkommodierenden geldpolitischen Kurses zu verbessern.<sup>7</sup> Obwohl sich die Finanzierungsbedingungen insgesamt entspannten, was sich an

<sup>7</sup> Diese Phase umfasste den Beginn der Negativzinsphase im Juni 2014, die Einführung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) im September 2014, den Start der GLRG II und GLRG III sowie die Aufnahme des Ankaufprogramms für den Unternehmenssektor.

den negativen Finanzierungslücken zeigte, berichteten weniger KMUs als Großunternehmen von sinkenden Zinsen. Dies verdeutlicht, dass die Banken die Risiken je nach Unternehmensgröße unterschiedlich einschätzten.

**Die dritte Phase, die vom Ausbruch der Pandemie bis März 2022 andauerte, war von hoher wirtschaftlicher und geopolitischer Unsicherheit geprägt. In dieser Phase meldeten die Unternehmen eine größere Nachfrage nach Außenfinanzierungsmitteln.** Auf dem Höhepunkt der Pandemie stieg die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten der Umfrage zufolge merklich an. Wenngleich die EZB und die Regierungen des Euroraums rasch intervenierten, gab es eine gewisse Verzögerung, bis diese Maßnahmen Wirkung zeigten und die Liquiditätsengpässe verringerten, mit denen die Unternehmen infolge der Lockdown-Maßnahmen konfrontiert waren.<sup>8</sup> Die Unternehmen berichteten zwar, dass sich ihr Zugang zu Bankkrediten verbessert habe, die Finanzierungslücken vergrößerten sich aber dennoch. Nach dem Ausbruch der Pandemie meldeten die KMUs sinkende Zinsen, während die Großunternehmen recht bald erste Zinsanstiege wahrnahmen. Diese Diskrepanz dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die in den frühen Phasen der Pandemie angekündigten staatlichen Interventionsprogramme überwiegend auf KMUs ausgerichtet waren. Insgesamt begannen sich die Finanzierungsbedingungen zum Schluss des dritten Quartals 2021 zu verbessern (siehe Abbildung 1 und 2, H1 2021). Am Ende dieser Phase kam es jedoch vor dem Hintergrund der erhöhten geopolitischen Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Krieg in der Ukraine zu einer konjunkturellen Abkühlung und einer weitreichenden Anpassung der Risikoeinschätzung der Banken. Diese Faktoren führten bereits Anfang 2022 – also vor der ersten Leitzinserhöhung der EZB im Juli 2022 – zu einer Verschärfung der Kreditvergabebedingungen, die sich in höheren Zinssätzen und einer Verknappung des Kreditangebots niederschlug.

**In der vierten Phase ab April 2022 meldeten die Unternehmen hohe Finanzierungslücken, und der prozentuale Saldo der Teilnehmer, die von gestiegenen Zinsen berichteten, erreichte den höchsten Stand seit Beginn der SAFE-Umfrage.** Die Ergebnisse der [Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft der Banken im Euroraum](#) zeigen, dass 6 % der Banken im Eurogebiet ihre Richtlinien für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bereits im ersten Quartal 2022, also vor der ersten Leitzinserhöhung der EZB im Juli 2022, verschärft hatten. Dieser Anteil stieg in Erwartung des Straffungszyklus, der dann im dritten Quartal eingeleitet wurde, weiter an. Der Anteil der Banken, die ihre Kreditrichtlinien restriktiver gestalteten, lag Ende 2022 bei 27 % und blieb im ersten Quartal 2023 auf diesem

---

<sup>8</sup> Auf dem Höhepunkt der Pandemie kündigte die EZB weitreichende Maßnahmen zur Stärkung der Funktionsfähigkeit der Kreditmärkte an. Hierzu zählten eine Rekalibrierung der Bedingungen für die GLRG III mit äußerst akkommodierenden Konditionen für die Banken, die Ausweitung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten und die Einführung des Pandemie-Notfallankaufprogramms. Die europäischen Regierungen reagierten mit umfangreichen Fiskalpaketen auf den Ausbruch der Pandemie. Nähere Einzelheiten zu diesen Maßnahmen finden sich in: EZB, [Auswirkung finanzpolitischer Stützungsmaßnahmen auf den Liquiditätsbedarf von Unternehmen während der Corona-Pandemie](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 4/2021.

Niveau.<sup>9</sup> Zugleich berichteten in der SAFE-Umfrage Unternehmen aus allen Größenkategorien überwiegend von einem Zinsanstieg. So erreichte der prozentuale Saldo der Firmen, die steigende Zinsen meldeten, den höchsten Wert seit Umfragebeginn. Die Befragten meldeten zudem eine Vergrößerung der Finanzierungslücken. Ausschlaggebend hierfür war eine geringere Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln, die wiederum mit der breitflächigen Transmission der geldpolitischen Straffung zusammenhing.

**Die SAFE-Daten der neuen vierteljährlichen Zeitreihe deuten darauf hin, dass sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen seit dem letzten Quartal 2023 leicht verbessert haben, jedoch weiterhin angespannt sind.**<sup>10</sup> In diesem Zeitraum endete die geldpolitische Straffung, und es bildeten sich nach und nach Zinssenkungserwartungen heraus. Vom vierten Quartal 2023 bis zum zweiten Quartal 2024 sank der prozentuale Saldo der Unternehmen, die von einem Zinsanstieg berichteten, um fast die Hälfte. Gleichzeitig verringerte sich die Finanzierungslücke. Bei den KMUs fiel ihr Wert auf null, bei den Großunternehmen sogar leicht ins Negative. Dies lag vor allem daran, dass Unternehmen aller Größenkategorien eine höhere Verfügbarkeit von Bankkrediten meldeten, wobei große Unternehmen einen deutlicheren Anstieg verzeichneten.

**Die Einschätzung der Unternehmen zur künftigen Verfügbarkeit von Krediten wirkt sich maßgeblich auf die Funktionsweise des Bankkreditkanals der Geldpolitik aus.**<sup>11</sup> In der SAFE-Umfrage äußern sich die Teilnehmer auch zu ihren Erwartungen hinsichtlich der Kreditverfügbarkeit in den kommenden sechs Monaten. Veränderte Erwartungen zur Verfügbarkeit von Bankkrediten sind ein verlässlicher Indikator für später tatsächlich eintretende Veränderungen des Zugangs zu Außenfinanzierungsmitteln (siehe Abbildung 2).

**Geldpolitische Entscheidungen haben einen großen Einfluss auf die Erwartungen zum künftigen Kreditangebot und zur Finanzierungslücke.** Wird die Geldpolitik gestrafft, rechnen die Unternehmen mit einer geringeren Verfügbarkeit von Bankkrediten. Dies wirkt sich auf ihre realen Entscheidungen aus, noch bevor sich die Kreditbedingungen tatsächlich verändern.<sup>12</sup> Zudem geht eine geldpolitische Straffung mit einer Ausweitung der Finanzierungslücken der Unternehmen und mit Erwartungen einer künftig geringeren Verfügbarkeit von

---

<sup>9</sup> Siehe die [Umfrage der EZB zum Kreditgeschäft der Banken im Euroraum](#); P. Köhler-Ulbrich, M. Dimou, L. Ferrante und C. Parle, [20 Jahre EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum – ein Rückblick](#), EZB, Wirtschaftsbericht 7/2023. Zum Einfluss der Kreditrichtlinien der Banken auf den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln siehe A. Ferrando, S. Holton und C. Parle, [The transmission of bank credit conditions to firms – evidence from linked surveys](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2975, 2024.

<sup>10</sup> Die aktuellsten Daten, die für diesen Aufsatz zur Verfügung standen, stammen aus der Umfragerunde für das zweite Quartal 2024, die vom 28. Mai bis zum 20. Juni 2024 durchgeführt wurde. Somit lassen sich die Auswirkungen der Zinsänderung vom Juni nicht vollständig beurteilen.

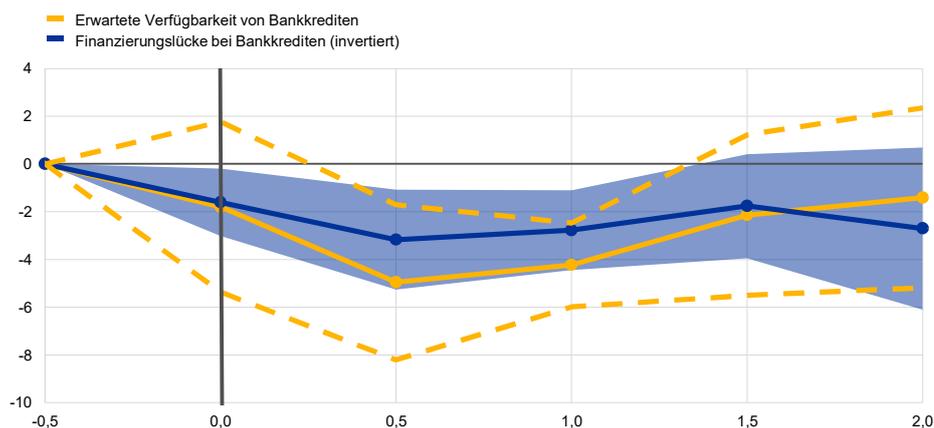
<sup>11</sup> Richtungsweisende Arbeiten zum Bankkreditkanal wurden vorgelegt von: B. Bernanke und A. Blinder, [Credit, Money and Aggregate Demand](#), *The American Economic Review*, Bd. 78, Nr. 2, American Economic Association, 1988, S. 435-439; A. K. Kashyap und J. C. Stein, [The impact of monetary policy on bank balance sheets](#), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Bd. 42, Elsevier, 1995, S. 151-195.

<sup>12</sup> Siehe A. Ferrando, A. Popov und G. Udell, [Unconventional monetary policy, funding expectations and firm decisions](#), *European Economic Review*, Bd. 149, Elsevier, 2022, S. 1-24.

Bankkrediten einher (siehe Abbildung 3).<sup>13</sup> Diese Effekte lassen sich mitunter auch noch zwei Jahre nach einem Schock feststellen. Es zeigt sich also, dass die Geldpolitik über den Kreditangebotskanal einen erheblichen Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen ausübt. Darüber hinaus belegen weitere empirische Analysen, dass die Unternehmen die Geldpolitik der EZB genau beobachten, wenn geldpolitische Schritte bekannt gegeben werden. Allerdings fällt die Reaktion der Firmen je nach Inhalt solcher Ankündigungen unterschiedlich aus.<sup>14</sup> Wird dem Inhalt eine moderate oder positive Wirkung auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten zugeschrieben, ist die Reaktionszeit länger und die Besorgnis geringer. Wenn eine Ankündigung jedoch mit einem erheblichen Schock verbunden ist und negative Nachrichten hinsichtlich der Kreditverfügbarkeit enthält, reagieren die Unternehmen schneller und passen ihre Erwartungen zur Verfügbarkeit von Bankkrediten an.

**Abbildung 3**  
 Reaktion der Finanzierungslücken und der Erwartungen zur künftigen Verfügbarkeit von Bankkrediten auf einen geldpolitischen Schock

(x-Achse: Anzahl der Jahre nach dem Schock; y-Achse: Veränderung in Prozentpunkten gegenüber dem Zeitraum vor dem Schock)



Quelle: EZB, Zusammenhang zwischen dem Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln und dem Konjunkturzyklus – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage, Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2022.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Reaktion der Finanzierungslücken der Unternehmen und des prozentualen Saldos der Unternehmen, die nach einem geldpolitischen Schock in Höhe von einer Standardabweichung mit einer steigenden Verfügbarkeit von Bankkrediten in den nächsten sechs Monaten rechnen. Der in der Regressionsanalyse verwendete Schock entspricht dem Zielfaktor bei C. Altavilla et al., Measuring euro area monetary policy, Journal of Monetary Economics, 'Bd. 108, Elsevier, 2019, S. 162-179. Dieser Schock erfasst die Auswirkungen geldpolitischer Überraschungen am sehr kurzen Ende der OIS-Kurve bei bzw. in zeitlicher Nähe zu geldpolitischen Ankündigungen der EZB. Die Effekte der geldpolitischen Schocks auf die SAFE-Variablen werden mithilfe lokaler Projektionen geschätzt. Der schattierte Bereich und die gestrichelten Linien kennzeichnen die 95 %-Konfidenzintervalle. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von April bis September 2021.

<sup>13</sup> Siehe EZB, [Zusammenhang zwischen dem Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln und dem Konjunkturzyklus – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2022.

<sup>14</sup> Siehe A. Ferrando und C. Forti-Grazzini, [Monetary policy shocks and firms' bank loan expectations](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2838, 2023.

## Kasten 1

### Verknüpfung von Finanzmarktdaten und SAFE-Indikatoren der Finanzierungslücken der Unternehmen

Sara Lamboglia

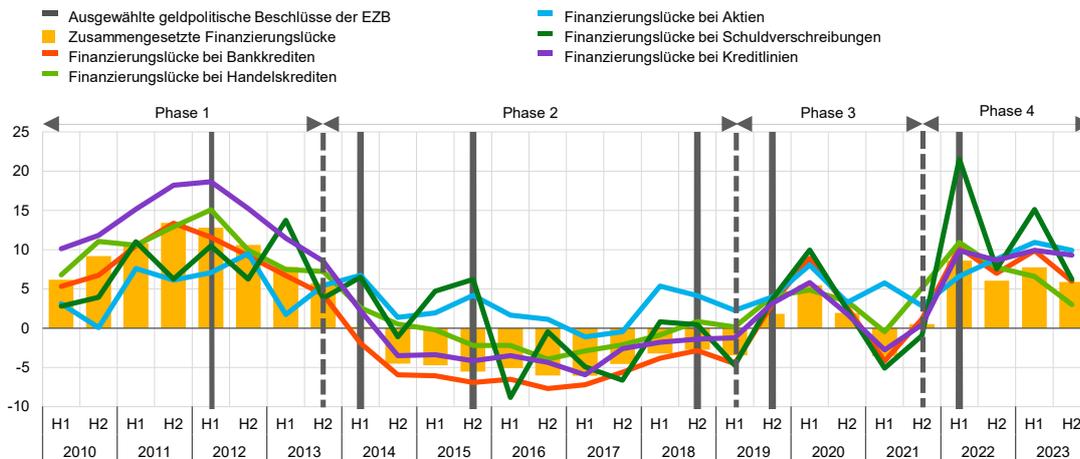
Im vorliegenden Kasten wird untersucht, wie einige wichtige Finanzmarktvariablen die Entwicklung der Finanzierungslücken im Zeitverlauf mitbestimmen.

Die SAFE-Umfrage liefert Informationen über Veränderungen der Finanzierungslücken der Unternehmen. Dabei werden verschiedene Außenfinanzierungsquellen wie Bankkredite, Kreditlinien, Handelskredite sowie Emissionen von Aktien und Schuldverschreibungen betrachtet. Für diese fünf Außenfinanzierungsmittel werden die Finanzierungslücken berechnet, aus deren gewichtetem Durchschnitt der zusammengesetzte Indikator der Finanzierungslücke gebildet wird. Die zusammengesetzte Finanzierungslücke und die Finanzierungslücke bei Bankkrediten weisen augenscheinlich einen engen Gleichlauf auf (siehe Abbildung A), unterscheiden sich aber in ihrer Höhe. Diese Diskrepanz lässt darauf schließen, dass Unternehmen ihre Geschäftsaktivitäten möglicherweise aus verschiedenen externen Quellen finanzieren.<sup>15</sup>

### Abbildung A

#### Zusammengesetzte Finanzierungslücke der Unternehmen und ihre Komponenten

(prozentualer Saldo)



Quelle: SAFE-Umfrage.

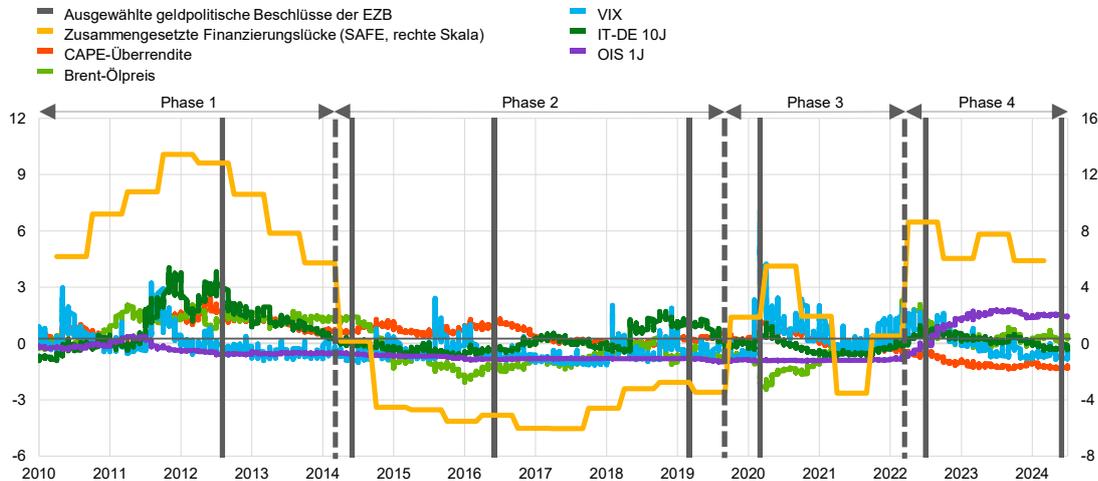
Anmerkung: Die Indikatoren der Finanzierungslücken verbinden auf Unternehmensebene erhobene Daten zum Finanzierungsbedarf mit entsprechenden Daten zur Verfügbarkeit von Bankkrediten, Kreditlinien, Handelskrediten sowie Aktien und Schuldverschreibungen. Für jedes der fünf Finanzierungsmittel nimmt der Indikator einen Wert von 1 (-1) an, wenn der Finanzierungsbedarf steigt (sinkt) und sich zugleich die Verfügbarkeit des Finanzierungsmittels verringert (erhöht). Wenn von den Unternehmen eine Zunahme (Abnahme) von nur einer dieser Größen wahrgenommen wird, erhält der Indikator der Finanzierungslücke den Wert 0,5 (-0,5). Die zusammengesetzte Finanzierungslücke auf Unternehmensebene wird berechnet, indem die Finanzierungslücken für jede relevante Finanzierungsquelle addiert und dieser Gesamtbetrag durch die Anzahl der Quellen dividiert wird. Ein positiver Indikatorwert deutet auf eine Vergrößerung der Finanzierungslücke hin. Zur Ermittlung der gewichteten prozentualen Salden werden die Werte mit 100 multipliziert. Siehe auch die Anmerkung zu Abbildung 1. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Oktober 2023 bis März 2024.

<sup>15</sup> Siehe beispielsweise EZB, [Emission von Schuldverschreibungen und Aufnahme von Bankkrediten: Evidenz für eine Substitution aus der Umfrage über den Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln \(SAFE\)](#), Kasten 7, Wirtschaftsbericht 1/2023.

## Abbildung B

### Zusammengesetzte Finanzierungslücke der Unternehmen und ausgewählte Finanzmarktvariablen

(linke Skala: Standardabweichung; rechte Skala: prozentuale Salden)



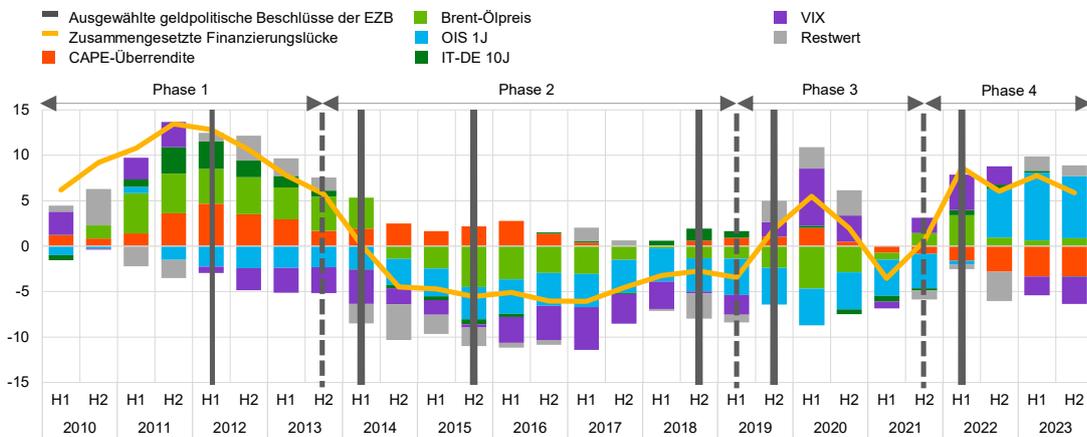
Quellen: SAFE-Umfrage, Refinitiv Datastream, Bloomberg, iBoxx und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die CAPE-Überrendite ist die am konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessene reale Überrendite europäischer Aktien gegenüber Staatsanleihen. „OIS 1J“ bezeichnet den einjährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz). Der Brent-Ölpreis entspricht den Kosten eines Barrels der Rohölsorte Brent. Der Volatilitätsindex VIX misst die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Volatilität anhand des Preises von Optionen auf den S&P 500. „IT-DE 10J“ bezieht sich auf den Renditeabstand zwischen italienischen und deutschen zehnjährigen Staatsanleihen. Die Finanzmarktvariablen liegen täglich vor und werden als Abweichungen von ihren langfristigen Durchschnittswerten dargestellt. Die Werte für die zusammengesetzte Finanzierungslücke basieren auf der halbjährlichen Zeitreihe. Zur Finanzierungslücke siehe die Anmerkung zu Abbildung A. Zu den prozentualen Salden und den einzelnen geldpolitischen Beschlüssen der EZB siehe die Anmerkung zu Abbildung 1. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Oktober 2023 bis März 2024 (SAFE-Umfrage) bzw. auf den 22. Juli 2024 (Finanzmarktvariablen).

Der Zusammenhang zwischen den täglich verfügbaren Finanzmarktvariablen in Abbildung B und der aus den SAFE-Daten abgeleiteten zusammengesetzten Finanzierungslücke wird mithilfe eines linearen Modells untersucht, das auf die halbjährlichen Daten aus der SAFE-Umfrage angewendet wird. Eine Analyse der auf diese Weise geschätzten Beiträge der Variablen im Zeitverlauf gibt Aufschluss über die Faktoren, die zu einer Veränderung der zusammengesetzten Finanzierungslücke führen könnten (siehe Abbildung C). Mit Blick auf die vier in Abschnitt 2 beschriebenen Hauptphasen der wahrgenommenen Finanzierungsbedingungen ergibt sich Folgendes: Der Anstieg der zusammengesetzten Finanzierungslücke in der ersten Phase korrelierte mit steigenden Ölpreisen und höheren Risikoprämien. In der zweiten Phase stand die Verringerung der Finanzierungslücke vor allem mit einer niedrigeren Unsicherheit, sinkenden Ölpreisen sowie negativen risikofreien Zinssätzen im Zusammenhang. Mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie kam es in der dritten Phase zu einer deutlichen Ausweitung der Finanzierungslücke. Dem Modell zufolge war diese Veränderung dem positiven Beitrag der größeren Unsicherheit zuzuschreiben. In der vierten Phase erreichte die zusammengesetzte Finanzierungslücke ihren höchsten prozentualen Saldo seit der Staatsschuldenkrise. Das Modell bringt diese im Sommer 2022 beobachtete Ausweitung (siehe Abbildung C, H1 2022) in erster Linie mit steigenden Ölpreisen und einer erhöhten Unsicherheit (näherungsweise erfasst durch den Volatilitätsindex VIX) in Zusammenhang. Für die Veränderungen der Finanzierungslücke in der Zeit danach waren hauptsächlich die hohen risikofreien Zinssätze verantwortlich – ein Beleg dafür, dass die anhaltende geldpolitische Straffung zu diesem Zeitpunkt auch in den nachgelagerten Stufen des Transmissionsprozesses wirkte.

## Abbildung C

### Beitrag der Finanzmarktvariablen zur Veränderung der zusammengesetzten Finanzierungslücke

(prozentualer Saldo)



Quellen: Refinitiv Datastream, Bloomberg, iBoxx, SAFE-Umfrage, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: „CAPE“ steht für das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis, „OIS 1J“ für den einjährigen Zinssatz für Tagesgeld-Swaps (OIS-Satz) und „VIX“ für den Volatilitätsindex. Die Abbildung zeigt die Beiträge der einzelnen Finanzmarktvariablen zur zusammengesetzten Finanzierungslücke zu den einzelnen Zeitpunkten. Die Beiträge werden anhand des Koeffizienten berechnet, der sich aus der Regression der zusammengesetzten Finanzierungslücke auf die in Abbildung B beschriebenen Finanzmarktvariablen ergibt. Die Konstante wird nicht berücksichtigt. Der Restwert entspricht der Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert der zusammengesetzten Finanzierungslücke und dem vom Modell prognostizierten Wert. Die verwendeten Finanzmarktvariablen sind in der Anmerkung zu Abbildung B beschrieben. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Oktober 2023 bis März 2024. Die Finanzmarktvariablen werden zu halbjährlichen Aggregaten zusammengefasst, wobei die Durchschnittswerte über dieselben Sechsmonatszeiträume gebildet werden, die auch für die SAFE-Stichprobe gelten.

### 3 Auswirkungen von Wirtschafts- und Finanzkrisen auf die Unternehmensleistung

**Um effektive politische Antworten auf Wirtschafts- und Finanzkrisen zu finden, ist es wichtig, deren heterogene Auswirkungen auf Unternehmen unterschiedlicher Größe zu verstehen.** Die Folgen solcher Krisen stellen sich für KMUs und Großunternehmen sehr unterschiedlich dar. Sie können die Fähigkeit der Firmen beeinträchtigen, ihren Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten, ihre Kosten zu kontrollieren und sich von einer Krise zu erholen. Die SAFE-Umfrage liefert wertvolle Daten für eine granulare und zeitnahe Bewertung dieser unterschiedlichen Effekte.

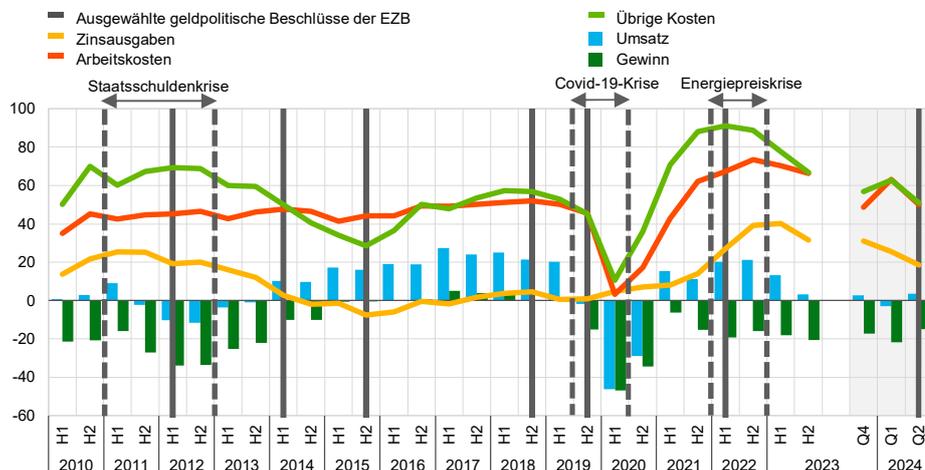
**In der Staatsschuldenkrise brachen die Umsätze und Gewinne der Unternehmen ein, während die Arbeitskosten und die nicht arbeitsbezogenen Kosten stabil blieben** (siehe Abbildung 4). Die Krise dauerte vom dritten Quartal 2011 bis zum ersten Quartal 2013. In dieser Zeit kam es zu Verwerfungen an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft. Mit Beginn der Krise sanken die Umsätze der KMUs rapide (siehe Abbildung 4), während die wirtschaftlichen Folgen bei den Großunternehmen weniger gravierend ausfielen. Im Verlauf der Krise blieb der Anteil der Unternehmen, die von höheren Arbeits-, Material- und Energiekosten berichteten, bei Firmen beider Größenkategorien relativ stabil. Die Gewinne gingen indes deutlich zurück. Auch hier waren die KMUs am stärksten von dem widrigen wirtschaftlichen Umfeld betroffen.

## Abbildung 4

### Veränderung der Wirtschaftslage der Unternehmen im Euroraum

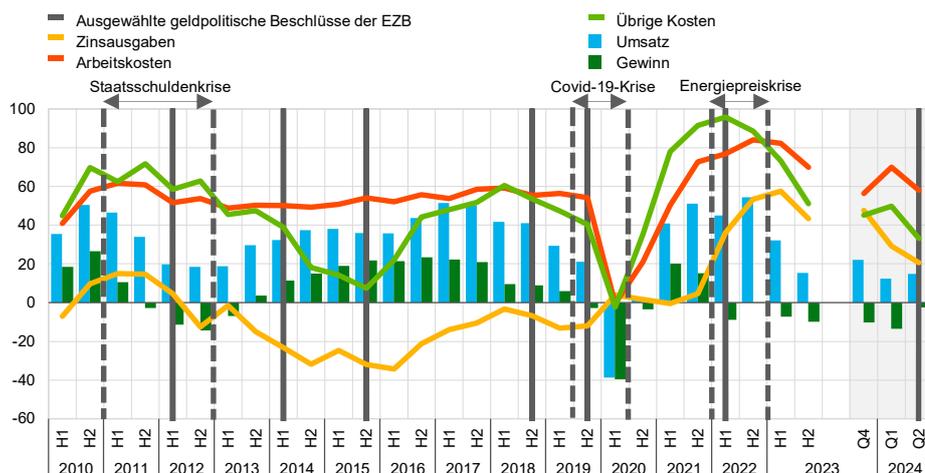
#### a) Kleine und mittlere Unternehmen

(prozentualer Saldo)



#### b) Großunternehmen

(prozentualer Saldo)



Quelle: SAFE-Umfrage.

Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung 1. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Oktober 2023 bis März 2024 (halbjährliche Zeitreihen) bzw. auf das zweite Quartal 2024 (vierteljährliche Zeitreihen).

**Der Ausbruch der Pandemie und die anschließende wirtschaftliche Rezession wirkten sich auf die KMUs und Großunternehmen im Euroraum ähnlich negativ aus, doch die großen Unternehmen erholten sich schneller** (siehe Abbildung 4).

Trotz umfangreicher staatlicher Beihilfen gingen die Umsätze und Gewinne der Unternehmen massiv zurück.<sup>16</sup> Im ersten Halbjahr 2020 (siehe Abbildung 4, H1 2020) berichteten per saldo viel weniger Unternehmen in beiden Größenkategorien von steigenden Arbeits-, Rohstoff- und Energiekosten. Darin kommt in erster Linie die Abnahme der produktionsbezogenen Aktivitäten zum Ausdruck. Dank verschiedener staatlicher Garantien für Bankkredite berichteten nur

<sup>16</sup> Siehe EZB, *Beurteilung der Verwundbarkeit der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet*, Wirtschaftsbericht 2/2022.

rund 5 % der Unternehmen von gestiegenen Zinsausgaben, wobei sich der prozentuale Anteil in den einzelnen Größenkategorien kaum unterschied. Vom vierten Quartal 2020 bis zum ersten Quartal 2021 (siehe Abbildung 4, H2 2020) stabilisierte sich die Wirtschaftstätigkeit der Großunternehmen. Die KMUs lagen jedoch zurück und meldeten noch immer einen deutlichen Umsatzrückgang.

**Anders als die Pandemie brachte die Energiepreiskrise einen markanten Anstieg der Arbeitskosten und der nicht arbeitsbezogenen Kosten mit sich. Dieser setzte zudem genau dann ein, als die Unternehmen sich zu erholen begannen** (siehe Abbildung 4). Ab dem zweiten Quartal 2021 erhöhten sich die Umsätze aufgrund der Konjunkturbelebung auf breiter Front. Allerdings hatten die Unternehmen im Euroraum große Mühe, mit den steigenden Inputkosten Schritt zu halten. Die Material- und Energiekosten schnellten in die Höhe; vom zweiten bis zum dritten Quartal 2022 meldeten diesbezüglich fast alle Unternehmen einen Anstieg (siehe Abbildung 4, H1 2022). Außerdem gab ein rekordhoher Anteil der Firmen (73 % der KMUs und 84 % der Großunternehmen) an, dass sich auch die Arbeitskosten deutlich erhöht hätten.

**Zwar berichteten per saldo mehr Großunternehmen als KMUs von gestiegenen Inputkosten, doch konnten die großen Unternehmen den wachsenden Druck auf ihre Gewinnmargen dadurch etwas abfedern, dass ihre Umsätze Mitte 2022 deutlich zunahmen.** Dagegen meldeten die KMUs in vier aufeinanderfolgenden Halbjahren per saldo einen Gewinnrückgang. Der Anteil der Unternehmen, die von niedrigeren Gewinnen berichteten, war vom zweiten bis zum dritten Quartal 2022 am höchsten (siehe Abbildung 4, H1 2022).

**Unmittelbar nach der Energiepreiskrise verzeichneten die Unternehmen die stärkste Zunahme der Zinsausgaben, die jemals im Rahmen dieser Umfrage erfasst wurde.** Im Gefolge des Inflationsanstiegs und der damit verbundenen geldpolitischen Straffung meldeten per saldo 58 % der Großunternehmen und 40 % der KMUs einen Anstieg der Zinsausgaben.

## 4 Vorlaufeigenschaften für die Konjunktur im Euroraum

**Die zusammengesetzte Finanzierungslücke und die Erwartungen hinsichtlich der Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln korrelieren mit dem aktuellen und dem künftigen Wachstum des realen BIP im Euroraum** (siehe Abbildung 5). Eine zunehmende Wirtschaftstätigkeit im Euroraum (d. h. ein positives Wachstum des realen BIP) geht in der Regel mit einer sich verkleinernden zusammengesetzten Finanzierungslücke sowie einem größeren Optimismus bezüglich der künftigen Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln einher. Wie bereits in früheren Studien gezeigt, lässt sich die durchschnittliche Entwicklung des realen BIP-Wachstums im Euroraum anhand beobachteter Veränderungen der zusammengesetzten Finanzierungslücke und der erwarteten Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln schätzen.<sup>17</sup> Solche Schätzungen begründen zwar keine

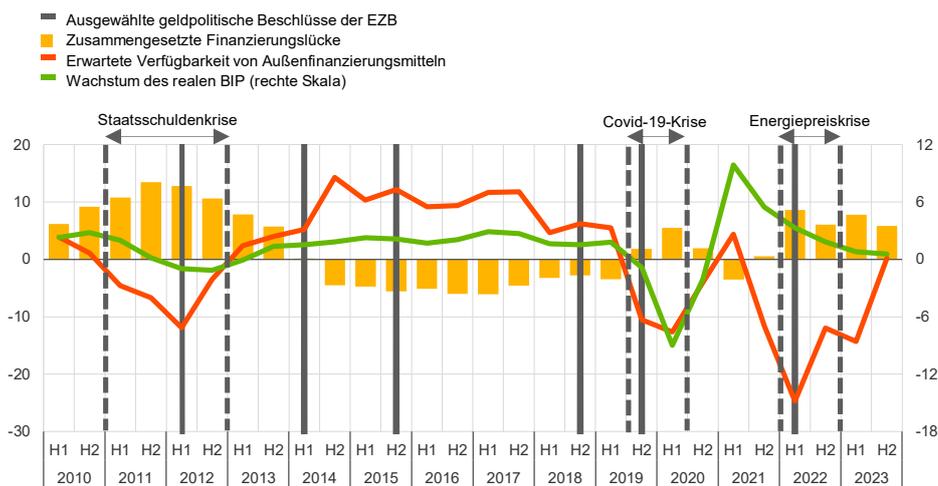
<sup>17</sup> Siehe EZB, [Zusammenhang zwischen dem Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln und dem Konjunkturzyklus – Erkenntnisse aus der SAFE-Umfrage](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2022.

kausalen Effekte, liefern aber Hinweise auf die durchschnittliche künftige Entwicklung des realen BIP-Wachstums im Gefolge von Veränderungen der betreffenden SAFE-Indikatoren.

### Abbildung 5

#### Zusammengesetzte Finanzierungslücke der Unternehmen, erwartete Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln und Wachstum des realen BIP im Euroraum

(Veränderung des prozentualen Saldos der zusammengesetzten Finanzierungslücke und der erwarteten Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln; annualisierte Veränderung des BIP-Wachstums in %)



Quelle: SAFE-Umfrage und Eurostat.

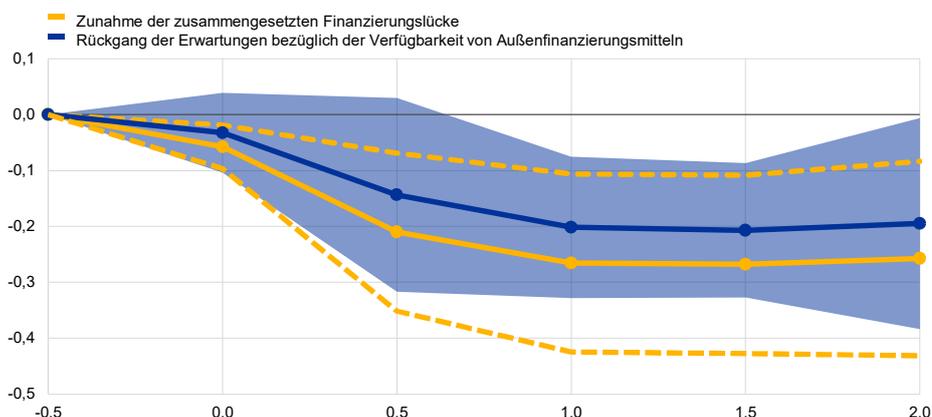
Anmerkung: Erläuterungen zur zusammengesetzten Finanzierungslücke finden sich in der Anmerkung zu Abbildung A von Kasten 1. Beim Indikator der erwarteten Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln handelt es sich um die gewichtete Summe der Verfügbarkeit aller fünf Finanzierungsinstrumente, die in der zusammengesetzten Finanzierungslücke berücksichtigt werden. Zu den prozentualen Saldos und den verschiedenen geldpolitischen Beschlüssen der EZB siehe die Anmerkung zu Abbildung 1. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Oktober 2023 bis März 2024 (SAFE-Umfrage) bzw. auf März 2024 (Wachstum des realen BIP).

**Steigt die zusammengesetzte Finanzierungslücke um 1 Prozentpunkt, so sinkt das reale BIP im Euroraum im Folgejahr um durchschnittlich 0,3 %** (siehe Abbildung 6). Dieser Rückgang ist über die kommenden 18 Monate hinweg konstant und wird nach zwei Jahren weniger signifikant. Sinkt die erwartete Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln um 1 Prozentpunkt, so verringert sich hingegen das reale BIP im Eurogebiet um durchschnittlich rund 0,2 % im Folgejahr. Diese Schätzungen sind auf das verzögerte Wachstum des realen BIP konditioniert und nutzen somit die Informationen aus der Umfrage über vergangene beobachtbare Entwicklungen im Konjunkturzyklus hinaus.

## Abbildung 6

Durchschnittliche Entwicklung des realen BIP-Wachstums im Euroraum nach einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen im Vergleich zu einer Entwicklung ohne Verschlechterung

(x-Achse: Anzahl der Jahre nach Eintritt des Schocks; y-Achse: kumuliertes Wachstum in % gegenüber dem Zeitraum vor Eintritt des Schocks)



Quelle: SAFE-Umfrage und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Kumulierte durchschnittliche Entwicklung des realen BIP-Wachstums im Euroraum nach einer Veränderung der Finanzierungslücke der Unternehmen und des prozentualen Saldos der Unternehmen, die mit einer höheren Verfügbarkeit von Außenfinanzierungsmitteln (Bankkredite, Kreditlinie, Handelskredite, Aktien und Schuldverschreibungen) rechnen. Die Regressionsanalyse erfolgt mithilfe lokaler Projektionen und berücksichtigt das aktuelle und das vergangene BIP-Wachstum als Kontrollvariablen. Der schattierte Bereich und die gestrichelten Linien kennzeichnen die 95 %-Konfidenzintervalle. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den Zeitraum von Oktober 2023 bis März 2024 (SAFE-Umfrage) bzw. auf März 2024 (Wachstum des realen BIP).

## 5 Erwartungen bezüglich der Verkaufspreise und der Inflation

**Seit dem zweiten Quartal 2023 werden in der SAFE-Umfrage auch Daten zu den Inflationserwartungen der Unternehmen im Euroraum erhoben. Damit wird eine große Informationslücke geschlossen.** Bisher wurden die

Inflationserwartungen der im Eurogebiet ansässigen Firmen nicht in allen Ländern einheitlich bemessen. Diese Informationslücke zeigte sich während der Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB in den Jahren 2020 und 2021.<sup>18</sup> Seit dem ersten Quartal 2024 liegen nun auf vierteljährlicher Basis Daten zu den Inflationserwartungen im Euroraum für die Zeithorizonte von einem Jahr, drei Jahren und fünf Jahren sowie zu der von den Unternehmen wahrgenommenen Unsicherheit in Bezug auf ihre Erwartungen zur Inflation in fünf Jahren vor.<sup>19</sup>

**Der Median der Inflationserwartungen der Unternehmen im Euroraum für den Zeithorizont von einem Jahr ist seit dem zweiten Quartal 2023 kontinuierlich gesunken.** Im Juni 2024 lag er bei 3 %, verglichen mit einem Höchststand von 5 % im Juni 2023 (siehe Abbildung 7, Grafik a). Diese Entwicklung steht mit den rückläufigen Inflationsraten im Einklang. Die Inflationserwartungen der KMUs und

<sup>18</sup> Siehe U. Baumann et al., [Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 264, 2021.

<sup>19</sup> Eine Analyse der Eigenschaften und kausalen Effekte der Inflationserwartungen von Unternehmen im Euroraum findet sich in: U. Baumann, A. Ferrando, D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko und T. Reinelt, [SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2949, 2024.

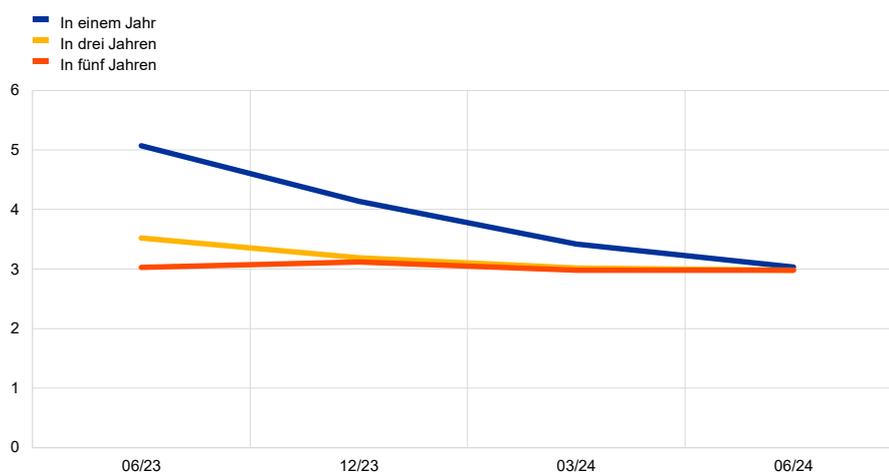
der Firmen aus dem Dienstleistungssektor sind dabei deutlich höher als die der Großunternehmen. Erklären lässt sich die Heterogenität der Inflationserwartungen mit dem Unternehmensalter und den Eigentumsverhältnissen (siehe Abbildung 7, Grafik b).

### Abbildung 7

#### Inflationserwartungen aufgeschlüsselt nach unterschiedlichen Zeithorizonten und Zusammenhang zwischen Unternehmensmerkmalen und Inflationserwartungen

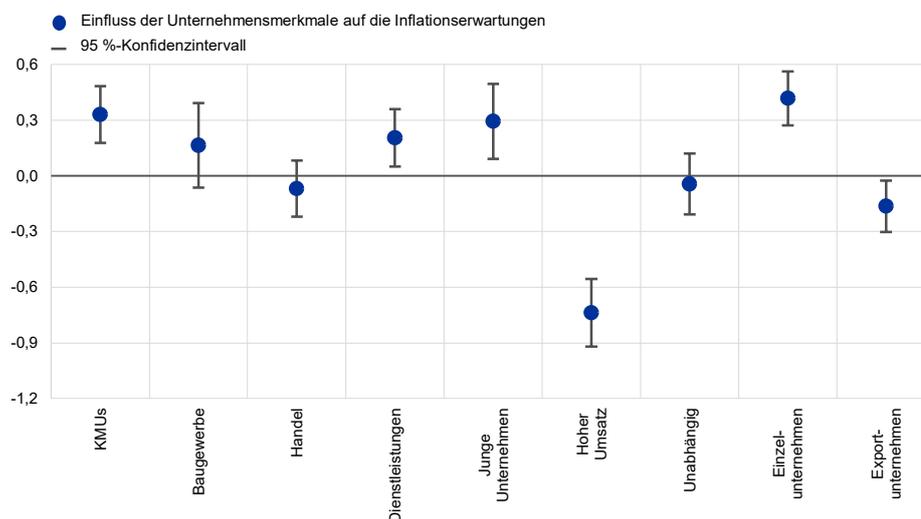
##### a) Inflationserwartungen

(in % p. a.)



##### b) Unternehmensmerkmale und Inflationserwartungen

(in Prozentpunkten)



Quelle: SAFE-Umfrage.

Anmerkung: Grafik a zeigt den umfragegewichteten Median der Unternehmenserwartungen bezüglich der Inflation im Euroraum in einem Jahr, in drei Jahren und in fünf Jahren. Grafik b veranschaulicht den Zusammenhang zwischen den Unternehmensmerkmalen und den Erwartungen bezüglich der Inflation in einem Jahr. Bei den 95 %-Konfidenzintervallen werden robuste Standardfehler berücksichtigt.

**Seit Anfang 2023 werden die Unternehmen in der SAFE-Umfrage auch zu ihren Erwartungen bezüglich der Verkaufspreise, Löhne, Inputkosten und der Zahl der Beschäftigten in einem Jahr befragt.** Die Teilnehmer sollen angeben, welche Veränderungen sie in den kommenden zwölf Monaten für folgende Größen erwarten: a) durchschnittlicher Verkaufspreis der eigenen Produkte oder Dienstleistungen auf den wichtigsten Absatzmärkten, b) durchschnittlicher Preis der Inputkosten (ohne Arbeitskosten, also beispielsweise Material oder Energie), c) Durchschnittslohn der derzeitigen Beschäftigten und d) Anzahl der Beschäftigten.

**Das Wachstum der erwarteten Verkaufspreise, Lohnkosten und Inputkosten (ohne Arbeitskosten) hat sich zuletzt deutlich verlangsamt** (siehe Abbildung 8, Grafik a). Im März 2023 rechneten die Unternehmen noch damit, dass ihre Verkaufspreise in den kommenden zwölf Monaten um durchschnittlich 6,1 % ansteigen würden. Im Juni 2024 gingen sie nur noch von 3 % aus. Die Erwartungen bezüglich des Lohnwachstums sanken unterdessen von 5,4 % auf 3,3 %. Verglichen mit den Großunternehmen rechneten die KMUs während des gesamten Zeitraums durchweg mit höheren Verkaufspreisen und Inputpreisen (ohne Arbeitskosten).

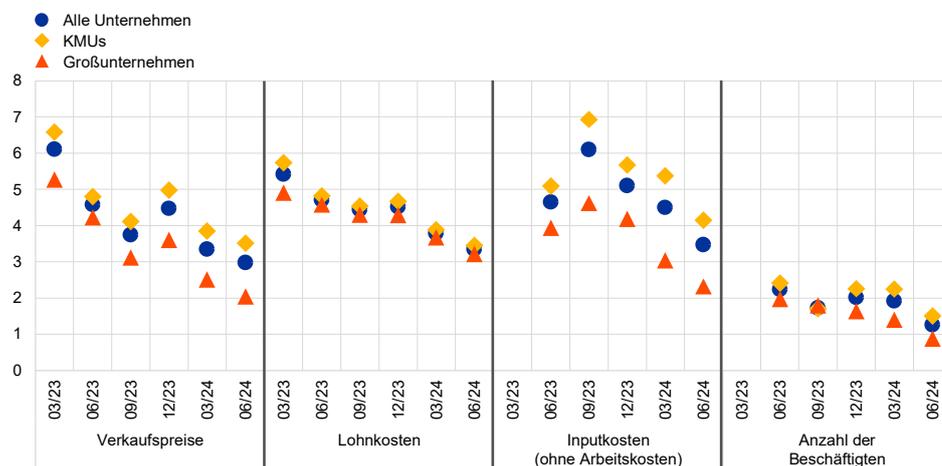
**Ein Anstieg der erwarteten Lohnkosten korreliert tendenziell mit einem Anstieg der erwarteten Verkaufspreise, wenngleich sich dieser Zusammenhang im vergangenen Jahr leicht abgeschwächt hat** (siehe Abbildung 8, Grafik b). Eine Regression, bei der die erwarteten Veränderungen der Inputkosten (ohne Arbeitskosten) untersucht werden, deutet darauf hin, dass ein Anstieg der Lohnerwartungen um 1 Prozentpunkt im Juni 2024 im Durchschnitt mit einem Anstieg der erwarteten Verkaufspreise um 0,18 Prozentpunkte einherging. Die beschriebene Korrelation ist in den vergangenen Quartalen etwas geringer geworden. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich ein künftiger Rückgang der durchschnittlichen Lohnkostenerwartungen in einem – wenn auch gemäßigteren – Rückgang der Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen niederschlagen könnte.

### Abbildung 8

Erwartungen der Unternehmen in Bezug auf die Verkaufspreise, Löhne, Inputkosten und Anzahl der Beschäftigten in einem Jahr

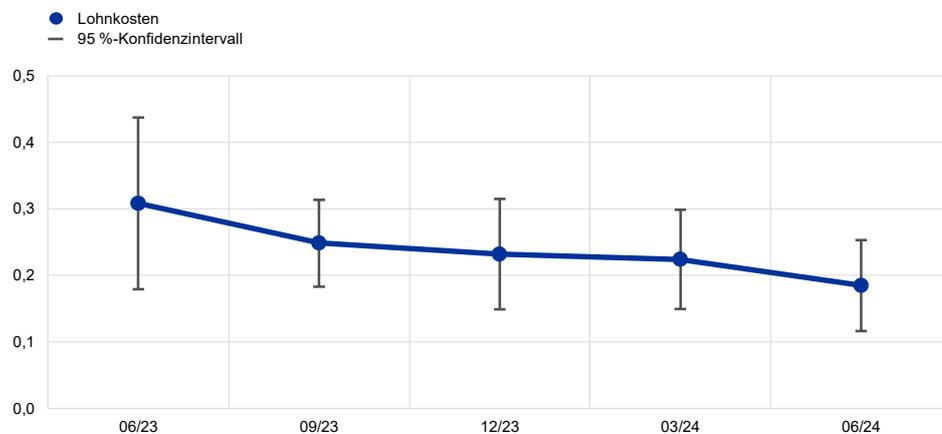
#### a) Unternehmenserwartungen nach Größe des Unternehmens

(Veränderung in den kommenden 12 Monaten in %)



#### b) Auswirkungen von Erwartungsänderungen bezüglich der Lohnkosten auf die erwarteten Verkaufspreise

(Veränderung des erwarteten Verkaufspreises in Prozentpunkten bei einer erwarteten Veränderung der Lohnkosten um 1 Prozentpunkt)



Quelle: SAFE-Umfrage.

Anmerkung: Grafik a zeigt die durchschnittlichen umfragegewichteten Erwartungen der Unternehmen im Euroraum in Bezug auf Veränderungen der Verkaufspreise, der Löhne der derzeitigen Beschäftigten, der Inputkosten (ohne Arbeitskosten) und der Anzahl der Beschäftigten in den nächsten zwölf Monaten nach Größe der Unternehmen. Vor der Berechnung wurden die Daten am länderspezifischen 1. und 99. Perzentil getrimmt. Grafik b zeigt die geschätzten Koeffizienten der Lohnkostenerwartungen, ermittelt aus Regressionen der erwarteten Verkaufspreisänderungen auf die erwarteten Lohnänderungen. Die Regressionen wurden unter Berücksichtigung der erwarteten Veränderungen der sonstigen Inputkosten für jeden Zeitraum separat berechnet. Die Standardfehler wurden nach Unternehmensgröße, Sektor und Land geclustert.

## 6 Schlussbemerkungen

**Die SAFE-Umfrage liefert seit nunmehr 15 Jahren wichtige Daten, mit deren Hilfe sich der Zugang der Unternehmen im Euroraum zu Finanzmitteln beurteilen lässt.** Damit spielt sie eine wichtige Rolle für das Verständnis der Transmission der Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen. Außerdem gibt sie Aufschluss darüber, wie sich veränderte Finanzierungsbedingungen auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und den Geschäftszyklus der Unternehmen auswirken.

**Die Tatsache, dass die Umfrage seit Kurzem häufiger durchgeführt wird und nun auch Fragen zu den Inflationserwartungen der Unternehmen im Euroraum enthält, hat sie für die Beurteilung der geldpolitischen Transmission durch die EZB noch wertvoller gemacht.** Durch die zusätzliche Aufnahme von Fragen zu den von den Unternehmen im Euroraum erwarteten Verkaufspreisen und Inputkosten hat die SAFE-Umfrage eine bislang bestehende Informationslücke in diesem Bereich geschlossen.

# 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	6,6	6,1	8,6	2,7	8,4	6,2	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6	
2022	3,2	2,5	4,8	1,2	3,0	3,3	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4	
2023	3,2	2,9	0,3	1,7	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	0,1	1,2	0,1	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7	
2024 Q1	0,9	0,4	0,7	-0,6	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6	
Q2	.	0,7	0,5	0,7	.	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5	
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6	2,0	.	.	2,2	
2024 April	.	.	.	.	.	.	5,7	6,2	3,4	2,3	2,5	0,3	2,4	
Mai	.	.	.	.	.	.	5,9	6,1	3,3	2,0	2,8	0,3	2,6	
Juni	.	.	.	.	.	.	5,6	5,9	3,0	2,0	2,8	0,2	2,5	
Juli	.	.	.	.	.	.	5,4	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.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	1,7	.	0,4	1,7	

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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,0	9,3	12,8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2	4,6	1,8
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,5	-3,9	2,8	
2023 Q4	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,6	0,7	0,6	
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,5	-0,7	
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,5	2,0	1,0	
Q2	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,9	53,4	48,4	.	.	.	
2024 April	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,8	2,0	1,7	
Mai	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,7	54,0	50,4	1,2	1,4	1,1	
Juni	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	1,5	2,0	1,0	
Juli	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	0,6	1,3	-0,1	
Aug.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	.	.	.	
Sept.	52,5	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,4	52,9	47,5	.	.	.	

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>		
		Zusam- men	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorrats- verände- rungen <sup>2)</sup>	Zusam- men	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
					Zusam- men	Bau- investi- tionen	Ausrüstungs- investi- tionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	12 577,5	12 070,1	6 439,2	2 777,5	2 715,2	1 396,8	773,4	538,1	138,2	494,1	6 113,5	5 606,2
2022	13 652,2	13 363,9	7 219,6	2 940,7	2 986,7	1 547,6	855,5	576,2	216,9	241,3	7 402,6	7 114,3
2023	14 499,9	13 979,2	7 721,2	3 086,3	3 130,9	1 605,3	903,4	614,6	40,9	530,8	7 388,5	6 867,8
2023 Q3	3 638,1	3 500,2	1 946,1	776,7	780,3	401,0	227,4	150,0	-3,0	141,2	1 830,1	1 692,2
Q4	3 680,5	3 544,0	1 956,7	788,8	795,0	401,5	223,5	168,2	3,5	134,3	1 843,3	1 706,8
2024 Q1	3 716,8	3 533,6	1 978,0	795,8	781,0	403,7	220,7	154,6	-21,3	182,2	1 865,1	1 681,8
Q2	3 739,6	3 541,1	1 984,3	803,2	765,3	402,5	221,1	139,7	-11,6	.	1 903,0	1 704,5
<i>In % des BIP</i>												
2023	100,0	96,4	53,2	21,3	21,6	11,1	6,2	4,2	0,3	3,7	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q3	0,0	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,5	0,2	1,0	-	-	-1,2	-1,5
Q4	0,1	0,1	0,0	0,7	1,0	-0,6	-2,8	10,7	-	-	0,3	0,5
2024 Q1	0,3	-0,5	0,3	0,1	-1,8	0,1	-0,4	-8,0	-	-	1,1	-0,6
Q2	0,2	-0,3	-0,1	0,6	-2,2	-0,5	0,1	-9,8	-	-	1,4	0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	6,2	5,0	4,7	4,3	3,5	5,7	8,0	-6,6	-	-	11,4	8,9
2022	3,3	3,5	4,9	1,1	1,9	0,2	4,0	3,5	-	-	7,3	8,1
2023	0,4	0,2	0,7	1,2	0,9	-1,3	2,1	4,7	-	-	-0,5	-0,9
2023 Q3	0,0	-0,3	-0,1	1,9	0,2	-0,6	1,4	0,8	-	-	-2,4	-3,1
Q4	0,2	0,2	0,9	1,9	1,3	-0,9	-1,0	10,4	-	-	-2,3	-2,4
2024 Q1	0,5	0,0	0,9	1,7	-1,0	-1,7	-3,0	4,0	-	-	-0,8	-1,9
Q2	0,6	-0,8	0,5	2,1	-3,0	-1,6	-2,9	-7,1	-	-	1,7	-1,1
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q3	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
Q4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-	-
2024 Q1	0,3	-0,5	0,2	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,8	-	-
Q2	0,2	-0,3	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,5	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	6,2	5,0	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,3	3,4	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-
2023	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,6	0,2	-	-
2023 Q3	0,0	-0,3	-0,1	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,7	0,4	-	-
Q4	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,4	-0,9	0,0	-	-
2024 Q1	0,5	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,6	0,5	-	-
Q2	0,6	-0,8	0,3	0,5	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	1,4	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.2 Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)											Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeitendes Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energieversorgung und Versorgungswirtschaft	Baugewerbe	Handel, Verkehr, Gastgewerbe/ Beherbergung und Gastronomie	Information und Kommunikation	Finanz- und Versicherungsleistungen	Grundstücks- und Wohnungswesen	Freiberufliche und sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhaltung und sonstige Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	11 232,0	185,8	2 173,4	589,7	2 014,9	601,8	518,3	1 267,8	1 353,6	2 195,9	330,7	1 345,5
2022	12 273,1	217,3	2 432,8	632,7	2 345,7	629,0	535,8	1 323,1	1 462,5	2 315,2	378,9	1 379,1
2023	13 117,8	224,3	2 593,3	702,2	2 445,5	676,4	602,2	1 450,0	1 570,4	2 442,2	411,3	1 382,1
2023 Q3	3 284,8	55,4	643,5	176,5	611,1	169,9	152,2	363,6	395,0	614,0	103,5	353,3
Q4	3 325,3	55,1	648,3	178,6	618,7	171,8	154,0	368,6	402,0	624,6	103,7	355,1
2024 Q1	3 350,5	56,3	636,8	181,4	624,6	173,8	159,0	373,3	406,7	632,8	105,6	366,3
Q2	3 370,5	56,5	632,3	181,1	633,4	176,0	160,9	376,7	411,6	635,8	106,1	369,1
<i>In % der Wertschöpfung</i>												
2023	100,0	1,7	19,8	5,4	18,6	5,2	4,6	11,1	12,0	18,6	3,1	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise)</i>												
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>												
2023 Q3	0,0	-1,2	-1,0	-0,3	0,0	0,6	-0,2	0,2	0,4	0,4	1,8	0,5
Q4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	1,7	-0,5	0,5	1,0	0,6	-1,6	-2,9
2024 Q1	0,2	0,8	-0,6	0,4	0,6	0,2	1,1	0,5	0,4	0,1	1,0	1,2
Q2	0,2	-0,9	-0,1	-1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,5
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2021	6,1	2,1	8,3	3,5	8,0	10,1	5,5	2,2	8,7	3,4	4,8	7,3
2022	3,6	-1,2	0,4	-1,4	8,7	5,5	-2,0	2,2	5,0	2,7	15,9	1,2
2023	0,7	0,3	-1,6	1,1	0,1	4,7	0,1	1,5	1,8	1,0	4,5	-2,4
2023 Q3	0,2	-0,5	-2,2	1,7	-1,0	3,5	0,6	1,3	1,6	0,6	3,4	-1,6
Q4	0,6	-0,6	-2,4	2,1	0,0	5,0	-0,3	1,5	2,2	1,2	3,4	-3,5
2024 Q1	0,7	-0,2	-1,8	-0,2	1,0	3,6	0,7	1,1	2,4	1,3	1,8	-1,4
Q2	0,8	-1,0	-1,5	-0,7	1,2	2,8	0,6	1,5	2,3	1,4	1,0	-0,8
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>												
2023 Q3	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-
Q4	0,4	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	0,1	0,0	0,0	-
Q2	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>												
2021	6,1	0,0	1,6	0,2	1,4	0,5	0,3	0,3	1,0	0,7	0,2	-
2022	3,6	0,0	0,1	-0,1	1,6	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,5	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2023 Q3	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-
Q4	0,6	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024 Q1	0,7	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
Q2	0,8	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	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	86,2	13,8	3,0	14,3	6,4	24,0	3,2	2,4	1,0	13,9	25,1	6,7
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,0	14,0	25,0	6,7
2023	100,0	86,4	13,6	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,0	25,0	6,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,3	0,0	3,3	0,2	4,4	0,5	0,9	2,9	2,1	1,1
2022	2,2	2,4	1,2	-1,0	1,2	3,3	3,2	5,9	-0,2	3,6	2,9	1,6	1,6
2023	1,4	1,5	1,0	-1,2	0,9	1,4	1,8	3,5	0,9	2,1	1,7	1,4	1,1
2023 Q3	1,4	1,5	0,9	-0,9	0,7	1,3	2,1	2,5	1,1	1,4	1,5	1,4	0,7
Q4	1,2	1,2	1,1	-0,5	0,4	1,6	1,2	2,7	0,9	1,3	1,2	1,5	1,3
2024 Q1	1,0	1,0	0,6	-0,5	0,1	1,2	1,2	2,2	0,7	0,0	1,0	1,5	0,3
Q2	0,9	0,9	0,7	-1,0	0,6	1,1	0,5	1,7	0,2	-1,4	0,7	1,6	1,1
<b>Geleistete Arbeitsstunden</b>													
<i>Gewichte in %</i>													
2021	100,0	81,6	18,4	4,1	15,0	7,4	24,1	3,5	2,5	1,1	13,9	22,6	5,9
2022	100,0	81,6	18,4	3,9	14,6	7,4	25,1	3,5	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
2023	100,0	81,8	18,2	3,8	14,5	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	5,9	5,7	7,1	1,5	4,9	9,8	6,6	7,6	2,7	6,5	8,3	4,0	6,8
2022	3,4	3,4	3,0	-1,5	0,9	3,4	7,4	5,6	-0,5	5,5	3,9	0,5	5,7
2023	1,2	1,5	0,2	-1,7	0,5	1,0	1,6	3,1	0,5	1,7	1,6	1,4	1,5
2023 Q3	1,5	1,7	0,6	-1,5	0,6	1,5	2,0	2,1	1,0	1,6	1,7	1,9	1,6
Q4	1,2	1,5	0,3	-1,0	0,5	1,3	1,3	3,0	0,4	0,9	1,4	1,8	1,1
2024 Q1	0,7	0,8	0,3	-1,8	-0,5	0,9	1,1	2,0	-0,3	-0,6	1,3	1,2	0,3
Q2	0,8	1,0	-0,1	-1,5	0,6	0,7	0,3	1,9	-0,2	-1,4	1,1	1,6	1,6
<b>Arbeitsstunden je Erwerbstätigen</b>													
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>													
2021	4,4	4,0	6,7	1,2	4,9	6,3	6,4	3,1	2,2	5,6	5,3	1,8	5,6
2022	1,1	1,0	1,8	-0,5	-0,3	0,2	4,1	-0,3	-0,3	1,9	0,9	-1,0	4,1
2023	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,4
2023 Q3	0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,2	0,5	0,9
Q4	0,0	0,2	-0,8	-0,5	0,1	-0,3	0,0	0,3	-0,4	-0,4	0,2	0,3	-0,2
2024 Q1	-0,3	-0,2	-0,3	-1,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,0	-0,6	0,3	-0,3	0,0
Q2	-0,1	0,1	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	-0,2	0,2	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Beschäftigungszahlen gemäß ESVG 2010.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.4 Erwerbspersonen, Arbeitslosigkeit und offene Stellen

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Erwerbs- personen in Mio.	Unter- beschäftigung in % der Erwerbs- personen	Arbeitslosigkeit <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 Erwerbs- perso- nen		Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen		
						In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	In Mio.	In % der Erwerbs- personen	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Gewichte in % (2020)			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165.064	3,4	12.823	7,8	3,2	10.343	6,9	2.480	16,9	6.547	7,4	6.276	8,2	2,5
2022	167.948	3,1	11.401	6,8	2,7	9.147	6,0	2.254	14,6	5.732	6,4	5.670	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 Q3	170.358	2,9	11.238	6,6	2,3	8.899	5,8	2.339	14,7	5.689	6,3	5.550	7,0	3,0
Q4	171.064	2,9	11.161	6,5	2,3	8.794	5,7	2.367	14,8	5.650	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	8.877	5,6	2.329	14,6	5.629	6,2	5.487	6,8	2,6
2024 März	-	-	11.127	6,5	-	8.812	5,7	2.314	14,5	5.629	6,2	5.498	6,8	-
April	-	-	11.079	6,4	-	8.762	5,6	2.317	14,5	5.623	6,2	5.455	6,8	-
Mai	-	-	11.117	6,5	-	8.786	5,6	2.331	14,6	5.661	6,2	5.455	6,8	-
Juni	-	-	11.108	6,5	-	8.818	5,6	2.290	14,4	5.684	6,2	5.423	6,7	-
Juli	-	-	11.019	6,4	-	8.756	5,6	2.262	14,2	5.701	6,2	5.318	6,6	-
Aug.	-	-	10.925	6,4	-	8.694	5,6	2.231	14,1	5.630	6,1	5.295	6,6	-

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- stungs- 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	5,4	0,9	8,7	9,1	8,0	-2,9	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	3,2	1,1	-2,7	3,4	4,5	10,0	-4,3
2023	-2,2	-1,7	-5,6	2,4	-1,7	-5,5	1,5	-1,9	-2,6	-0,9	-1,7	2,8	13,9
2023 Q3	-4,8	-4,3	-5,5	-2,5	-3,1	-7,4	1,7	-2,2	-1,8	-1,6	-3,8	2,0	13,3
Q4	-3,9	-4,3	-4,7	-2,5	-6,5	-0,6	1,2	-0,7	-0,5	0,1	-4,0	1,8	4,1
2024 Q1	-4,7	-4,9	-2,9	-6,0	-5,6	-1,8	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	-0,6	3,2	4,5
Q2	-3,6	-3,9	-2,3	-7,2	0,5	-0,1	-1,6	0,3	-0,2	0,8	0,5	2,8	4,1
2024 März	-1,3	-1,0	-2,8	1,6	-7,4	-2,5	-0,4	0,6	0,9	0,7	-1,0	2,2	2,0
April	-3,2	-3,2	-2,2	-5,4	-0,1	-2,3	-1,3	0,8	-0,2	1,3	1,6	4,6	4,3
Mai	-3,5	-3,9	-3,3	-7,7	1,5	0,2	-2,4	0,5	0,5	0,8	0,3	2,6	-3,7
Juni	-4,2	-4,6	-1,5	-8,4	0,2	2,0	-1,3	-0,3	-0,9	0,2	-0,3	1,3	11,8
Juli	-2,1	-2,3	-2,9	-4,5	1,5	1,1	-2,2	-0,1	-0,8	0,3	-0,7	2,6	-8,4
Aug.	0,1	-0,4	-2,7	0,2	1,3	2,6	.	0,8	-0,2	1,4	2,5	.	-12,8
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2024 März	0,7	0,9	-0,2	0,5	-1,9	-0,1	-0,3	0,6	1,1	-0,1	0,6	-0,3	-2,0
April	-0,5	-0,5	-0,3	0,2	3,3	-0,2	-0,9	0,0	-0,9	0,7	-0,4	1,0	0,3
Mai	-0,8	-0,8	-0,9	-2,7	1,2	0,7	-0,8	0,1	1,0	-0,2	0,1	-0,1	-6,8
Juni	0,3	-0,1	0,6	1,1	-1,2	1,6	0,6	-0,4	-0,7	-0,1	-0,4	-0,8	15,2
Juli	-0,5	-1,0	-1,3	-1,3	1,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,6	1,0	-12,3
Aug.	1,8	1,5	-0,3	3,7	0,3	0,4	.	0,2	0,2	0,3	1,1	.	-4,4

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	.	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,3	-	-	-	-
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
2023 Q4	94,8	-9,0	79,9	-16,7	-4,3	-6,6	6,1	90,5	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 Q1	96,0	-9,2	79,4	-15,5	-5,2	-6,2	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
Q2	95,9	-10,1	79,0	-14,3	-6,3	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	96,2	-10,4	78,3	-13,1	-6,1	-8,5	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
2024 April	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-5,9	-6,9	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
Mai	96,2	-9,9	.	-14,3	-6,1	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
Juni	96,0	-10,2	.	-14,0	-6,9	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9
Juli	96,0	-10,5	78,3	-13,0	-6,3	-9,1	5,1	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
Aug.	96,5	-9,9	.	-13,4	-6,3	-7,9	6,4	.	45,8	45,8	52,9	51,0
Sept.	96,2	-10,9	.	-12,9	-5,8	-8,5	6,7	.	45,0	44,9	51,4	49,6

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>4)</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	94,1	2,3	3,6	17,8	7,8	7,5	36,8	7,7	76,8	5,7	10,2	3,5
2022	13,6	90,9	0,4	2,3	12,8	2,5	8,2	37,7	5,4	71,9	4,3	9,9	2,8
2023	14,1	85,0	1,3	1,9	3,1	1,8	-1,5	35,9	5,4	67,5	1,8	1,8	0,8
2023 Q3	13,9	86,1	0,6	1,9	1,6	1,6	-0,6	36,6	5,6	68,3	2,2	-10,9	1,0
Q4	14,1	85,0	1,7	1,9	2,2	1,8	-1,5	35,9	5,4	67,5	1,8	0,2	0,8
2024 Q1	14,5	83,7	2,9	1,9	-3,2	2,1	-0,7	35,0	4,7	67,2	1,9	-5,8	0,8
Q2	14,9	83,1	2,2	2,1	-1,7	2,8	0,9	34,4	4,1	66,7	2,2	-7,0	1,0

Quellen: EZB und Eurostat.

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

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.8 Zahlungsbilanz des Euroraums – Leistungsbilanz und Vermögensänderungsbilanz

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

	Leistungsbilanz											Vermögensänderungsbilanz <sup>1)</sup>	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Primäreinkommen		Sekundäreinkommen		Ein-nahmen	Ausgaben
	Ein-nahmen	Ausgaben	Saldo	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben	Ein-nahmen	Aus-gaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q3	1 426,3	1 362,7	63,6	705,6	625,1	346,5	312,7	330,6	335,2	43,6	89,8	29,7	18,2
Q4	1 409,5	1 329,4	80,0	694,0	620,0	346,3	314,8	320,1	302,0	49,2	92,6	62,4	41,1
2024 Q1	1 429,2	1 324,9	104,3	704,9	600,5	368,5	336,4	309,7	308,5	46,1	79,5	18,9	31,6
Q2	1 489,5	1 357,8	131,6	716,8	613,9	390,7	339,7	335,3	313,9	46,6	90,3	25,4	22,1
2024 Febr.	480,8	448,3	32,5	234,0	202,4	126,4	113,9	105,0	106,3	15,4	25,7	4,2	8,7
März	476,4	445,4	30,9	236,0	206,5	121,5	111,7	103,2	99,7	15,6	27,5	10,5	9,7
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	497,8	444,3	53,5	238,8	203,1	132,4	116,5	110,2	93,3	16,4	31,4	10,3	5,8
Juli	493,8	454,2	39,6	238,5	203,4	126,5	107,8	113,5	114,2	15,3	28,8	6,4	6,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 Juli	5 775,3	5 378,5	396,8	2 825,9	2 451,7	1 463,6	1 308,6	1 299,6	1 266,8	186,2	351,4	133,8	112,1
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 Juli	39,1	36,4	2,7	19,1	16,6	9,9	8,9	8,8	8,6	1,3	2,4	0,9	0,8

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 Q3	-5,2	-22,1	703,9	331,4	141,9	215,0	586,3	678,5	390,5	111,5	158,9	489,7	82,2
Q4	-4,8	-16,6	708,4	333,3	144,2	214,7	588,7	669,4	383,3	107,7	157,8	477,2	81,1
2024 Q1	-3,0	-12,0	713,7	336,7	142,5	218,9	590,3	654,7	371,4	105,4	158,4	463,4	75,8
Q2	1,7	-4,3	717,8	337,6	136,2	223,6	592,1	670,4	383,0	108,6	161,3	475,4	78,9
2024 Febr.	0,3	-7,9	237,6	111,1	47,6	73,0	197,1	221,4	124,6	35,8	52,7	154,7	24,8
März	-9,2	-11,5	237,9	112,5	46,7	74,1	195,9	221,5	125,6	35,8	54,5	158,3	25,8
April	13,8	1,9	244,1	114,3	46,5	76,4	199,7	225,3	130,0	36,2	54,7	159,0	28,0
Mai	-0,7	-6,3	236,6	112,7	44,6	73,6	197,0	225,0	128,4	36,4	53,2	158,9	27,2
Juni	-6,3	-8,4	237,1	110,6	45,2	73,6	195,4	220,1	124,6	35,9	53,4	157,5	23,7
Juli	10,2	4,0	239,0				196,9	223,5				157,7	
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q3	-4,2	-10,1	96,3	93,9	96,0	102,4	96,0	106,7	104,7	111,4	109,5	108,6	171,7
Q4	-3,6	-8,7	96,3	93,1	96,1	103,0	95,5	104,5	101,9	104,8	108,3	105,6	164,4
2024 Q1	-4,0	-7,1	96,7	94,0	93,4	104,2	95,6	103,5	100,9	101,5	107,7	103,0	164,3
Q2	-0,9	-4,4	95,6	93,0	88,6	105,4	94,5	103,7	101,0	104,2	107,6	104,1	168,8
2024 Jan.	0,7	-9,6	97,7	96,0	95,4	102,4	96,7	101,5	99,8	97,3	104,7	100,7	161,0
Febr.	-0,8	-3,4	96,4	92,6	92,3	105,0	95,0	103,7	101,2	103,2	107,2	103,1	166,6
März	-10,6	-8,0	96,0	93,4	92,4	105,2	95,0	105,2	101,7	104,1	111,1	105,1	165,4
April	11,3	3,0	97,1	94,2	90,6	107,3	95,9	105,0	102,6	104,1	108,9	105,5	172,7
Mai	-3,5	-6,9	95,0	93,0	87,3	104,4	93,9	103,1	100,9	104,3	106,5	103,2	172,2
Juni	-8,7	-8,8	94,7	91,7	88,0	104,5	93,6	103,0	99,4	104,2	107,5	103,7	161,6

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	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise	
		Ins-gesamt	Insge-samt ohne Energie und Nahrungsmittel											1
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	0,8	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	0,5	0,5	-0,5	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	0,7	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0	
2023 April	126,0	2,4	2,7	1,3	3,7	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	2,4	2,1	
Mai	126,3	2,6	2,9	1,3	4,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-1,2	0,6	2,5	2,8	
Juni	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,2	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	0,3	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	0,1	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	

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungs-dienstleistungen		Verkehr	Nachrichten-übermittlung	Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	Sonstige
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie	Insgesamt	Wohnungsmieten				
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 April	2,8	3,2	1,2	0,5	0,9	-0,6	3,4	2,8	2,7	-0,5	4,8	3,9
Mai	2,6	2,8	1,8	0,6	0,7	0,3	3,3	2,8	4,2	-0,7	5,3	4,0
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

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 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	-8,2
2023 Q3	127,8	-8,6	-0,3	1,5	-3,9	4,5	6,4	5,4	4,9	-25,1	5,1	-2,2	-9,3
Q4	128,1	-8,4	-1,1	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,1
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	.
Q2	122,9	-4,4	-0,2	-0,6	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,2	2,4	1,3	.
2023 März	124,0	-7,7	-1,2	-1,3	-4,9	1,9	1,2	-0,7	1,1	-20,4	-	-	-
April	122,9	-5,6	-0,6	-1,0	-3,9	1,5	1,1	-0,9	1,1	-15,0	-	-	-
Mai	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,1	-11,8	-	-	-
Juni	123,3	-3,3	0,1	-0,2	-2,3	1,6	1,2	0,2	0,9	-9,8	-	-	-
Juli	124,2	-2,2	0,3	0,3	-1,1	1,4	1,3	0,1	0,9	-7,3	-	-	-
Aug.	124,9	-2,3	-0,8	0,3	-0,8	1,4	1,4	0,4	0,8	-7,7	-	-	-

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	1,9	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	6,9	4,7	7,9	12,9	17,5	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	113,5	5,8	4,4	6,2	3,7	4,0	0,4	-2,5	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 Q4	115,2	4,9	3,7	4,0	2,7	2,5	-1,9	-4,5	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 Q1	116,0	3,6	2,7	3,2	3,5	2,2	-0,6	-2,8	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
Q2	116,5	3,0	2,8	2,7	2,7	1,7	0,6	0,0	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,6	10,9	8,2	10,7	12,0	9,1
2023 April	.	.	.	.	.	.	.	.	85,0	12,7	20,3	5,0	10,5	15,1	5,0
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.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,8	10,3	9,2	11,2	12,1	10,1
Sept.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,0	8,4	5,6	8,7	10,5	6,5

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	48,5	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	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 Q1	4,7	16,7	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
Q2	6,1	13,8	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
Q3	6,4	12,5	12,3	1,9	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
2023 April	5,6	14,1	13,9	2,4	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
Mai	6,5	13,8	13,3	3,4	56,9	49,2	60,5	48,3	54,2
Juni	6,1	13,5	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
Juli	6,7	14,4	12,3	1,9	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
Aug.	6,2	12,4	12,4	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
Sept.	6,2	10,7	12,2	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4

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	4,5
2023 Q3	107,2	4,9	5,0	4,6	5,4	3,9	4,7
Q4	118,4	3,7	3,6	4,0	4,2	2,7	4,5
2024 Q1	108,2	5,0	5,2	4,6	4,8	5,7	4,8
Q2	119,4	4,7	4,5	5,2	4,6	4,9	3,5

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	99,6	-0,4	0,8	-3,2	5,0	-2,2	0,4	-1,3	5,3	-0,9	1,2	-0,4
2022	103,0	3,5	4,6	4,7	9,0	0,8	3,2	5,5	5,8	3,5	2,7	-5,9
2023	109,6	6,4	4,0	8,0	5,1	7,7	3,9	6,1	4,6	6,0	4,9	1,9
2023 Q3	110,1	6,7	5,0	8,9	4,3	8,5	4,3	5,3	3,5	6,1	5,4	2,9
Q4	111,7	6,0	5,0	8,6	4,4	6,7	2,7	6,8	4,7	4,2	4,5	3,2
2024 Q1	113,0	5,2	3,1	6,7	5,8	4,1	3,2	4,9	3,3	3,6	5,4	4,8
Q2	113,5	4,6	3,7	6,8	5,6	3,9	2,7	4,6	0,9	3,0	4,3	4,7
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>												
2021	104,3	4,3	2,6	4,8	5,2	5,4	5,8	3,6	6,7	4,7	2,5	3,3
2022	109,1	4,6	4,5	3,8	4,1	6,1	2,7	3,5	4,3	5,5	3,8	7,4
2023	114,8	5,3	5,6	5,4	4,8	5,9	5,1	5,2	3,9	6,1	4,5	5,4
2023 Q3	115,5	5,3	5,5	5,7	4,8	5,3	5,4	4,8	3,3	6,2	4,7	5,6
Q4	117,0	5,0	4,9	5,5	4,8	5,4	5,0	5,5	4,9	5,3	4,1	5,3
2024 Q1	118,4	4,8	3,4	4,7	4,4	3,9	4,6	4,9	4,5	5,0	5,3	6,4
Q2	118,9	4,3	3,7	4,5	3,6	4,6	3,8	5,1	3,9	4,6	4,0	4,5
<b>Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen</b>												
2021	104,7	4,7	1,8	8,3	0,2	7,7	5,4	5,0	1,4	5,6	1,3	3,7
2022	105,8	1,1	-0,1	-0,8	-4,5	5,3	-0,4	-1,8	-1,4	2,0	1,1	14,1
2023	104,8	-1,0	1,6	-2,4	-0,3	-1,7	1,2	-0,8	-0,6	0,1	-0,4	3,4
2023 Q3	104,8	-1,3	0,5	-2,9	0,4	-3,0	1,0	-0,4	-0,2	0,1	-0,7	2,7
Q4	104,7	-1,0	-0,1	-2,9	0,5	-1,2	2,3	-1,1	0,2	1,0	-0,3	2,0
2024 Q1	104,7	-0,4	0,3	-1,9	-1,3	-0,2	1,3	-0,1	1,1	1,4	-0,2	1,5
Q2	104,7	-0,3	0,0	-2,1	-1,8	0,7	1,1	0,4	3,0	1,6	-0,2	-0,2
<b>Arbeitnehmerentgelt je geleistete Arbeitsstunde</b>												
2021	100,3	0,3	0,2	0,2	-0,4	-0,7	2,9	1,7	2,1	0,2	1,0	-1,3
2022	103,8	3,5	5,6	4,2	4,3	1,6	3,3	3,8	3,1	4,3	4,9	4,0
2023	109,3	5,3	5,4	5,7	5,0	5,9	5,4	5,8	4,5	6,1	4,4	4,6
2023 Q3	109,4	5,0	5,1	5,8	4,7	5,3	5,5	5,1	4,4	6,0	4,1	4,2
Q4	110,9	4,7	4,9	5,4	4,7	5,1	4,5	5,8	4,2	4,8	3,8	5,1
2024 Q1	112,2	5,0	3,8	5,1	4,6	4,1	4,9	5,8	4,7	4,8	5,6	6,5
Q2	112,4	4,2	2,6	4,5	4,0	4,5	3,6	5,4	4,1	4,1	4,1	3,8
<b>Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde</b>												
2021	100,3	0,3	0,6	3,2	-5,7	1,3	2,3	2,7	-4,0	0,3	-0,5	-1,8
2022	100,2	0,0	0,4	-0,5	-4,6	1,2	-0,1	-1,6	-3,2	1,1	2,1	9,6
2023	99,4	-0,8	2,1	-2,1	0,1	-1,5	1,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	2,9
2023 Q3	99,1	-1,5	1,0	-2,8	0,3	-2,9	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,2	1,8
Q4	98,9	-1,0	0,4	-2,9	0,8	-1,3	2,0	-0,7	0,6	0,7	-0,6	2,2
2024 Q1	99,0	-0,2	1,6	-1,4	-1,0	-0,1	1,6	0,9	1,7	1,1	0,1	1,5
Q2	98,9	-0,2	0,5	-2,1	-1,4	0,9	0,9	0,8	2,9	1,1	-0,2	-0,6

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	Sechsmontatsgeld (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 April	3,91	3,85	3,89	3,84	3,70	5,32	0,08
Mai	3,91	3,82	3,81	3,79	3,68	5,31	0,08
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.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	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 April	3,74	3,35	3,00	2,58	2,64	-0,72	-0,57	-0,42	2,91	2,44	2,37	2,96
Mai	3,67	3,33	3,02	2,64	2,70	-0,63	-0,69	-0,47	2,95	2,52	2,45	3,03
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

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 April	511,2	4 981,4	1 049,5	325,4	160,1	132,7	232,6	960,6	1 086,7	361,3	281,0	757,2	5 112,5	38 750,5
Mai	519,5	5 022,6	1 031,6	318,8	165,9	131,8	239,2	987,8	1 105,0	382,4	286,9	779,5	5 235,2	38 557,9
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

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- ziehungs- kredite	Echte Kredit- karten- kredite	Konsumentenkredite			Kredite an Einzelunter- nehmen und Personen- gesell- schaften ohne Rechts- persön- lichkeit	Wohnungsbaukredite					Gewich- teter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit verein- barter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Mit vereinbarter Laufzeit				Mit anfänglicher Zinsbindung	Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Mit anfänglicher Zinsbindung				Effek- tiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>			
			Bis zu 2 Jah- ren	Mehr als 2 Jahre					Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr	Variabel verzins- lich oder bis zu 1 Jahr		Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jah- ren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Sept.	0,33	1,54	3,08	3,13	7,78	16,55	8,52	7,83	8,56	5,40	4,77	4,25	3,86	3,58	4,25	3,90
Okt.	0,35	1,60	3,27	3,31	7,98	16,55	8,26	7,87	8,54	5,58	4,85	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92
Nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,29	7,91	8,54	5,56	4,93	4,32	3,90	3,70	4,35	4,02
Dez.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,79	7,55	7,71	8,43	5,38	4,91	4,24	3,81	3,63	4,33	3,98
2024 Jan.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,93	7,99	8,02	8,73	5,38	4,88	4,08	3,67	3,52	4,15	3,88
Febr.	0,38	1,70	3,17	3,07	8,18	16,89	7,66	7,94	8,63	5,31	4,86	4,01	3,64	3,49	4,11	3,85
März	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,99	8,08	7,79	8,54	5,15	4,82	4,00	3,57	3,44	4,04	3,80
April	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,09	7,85	8,58	5,20	4,84	3,99	3,59	3,42	4,04	3,81
Mai	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	17,07	7,63	7,95	8,69	5,26	4,81	3,97	3,62	3,42	4,03	3,80
Juni	0,38	1,74	3,03	2,84	8,19	17,04	7,38	7,72	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	17,03	7,60	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	8,17	17,02	7,91	7,75	8,55	5,01	4,70	3,87	3,61	3,36	3,99	3,72

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- ziehungs- kredite	Sonstige Kredite (nach Volumen und anfänglicher Zinsbindung)									Gewichteter Indikator der Kredit- finanzierungs- kosten
	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit			Bis zu 250 000 €			Mehr als 250 000 € bis zu 1 Mio. €			Mehr als 1 Mio. €			
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabel verzinslich oder bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 Sept.	0,75	3,59	3,79	5,20	5,66	5,75	5,64	5,41	5,23	4,40	5,04	5,00	4,21	5,10
Okt.	0,80	3,70	3,80	5,31	5,73	5,89	5,73	5,51	5,29	4,52	5,23	5,08	4,53	5,28
Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,77	5,93	5,79	5,51	5,30	4,55	5,12	5,18	4,40	5,25
Dez.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,74	5,68	5,43	5,11	4,52	5,26	5,09	4,37	5,24
2024 Jan.	0,89	3,69	3,37	5,38	5,38	5,71	5,65	5,46	5,24	4,43	5,15	5,00	4,21	5,19
Febr.	0,89	3,63	3,50	5,37	5,52	5,75	5,60	5,48	5,14	4,38	5,10	4,84	4,00	5,16
März	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,72	5,53	5,43	5,18	4,34	5,18	5,17	4,16	5,20
April	0,91	3,66	3,34	5,37	5,30	5,63	5,63	5,36	5,10	4,31	5,19	5,00	4,15	5,19
Mai	0,91	3,64	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,39	5,08	4,29	4,99	4,95	4,18	5,12
Juni	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,70	5,67	5,24	4,99	4,23	5,02	5,05	4,14	5,08
Juli	0,87	3,48	3,28	5,20	5,13	5,45	5,51	5,27	4,93	4,18	5,08	5,00	4,13	5,07
Aug.	0,87	3,42	3,04	5,18	5,13	5,40	5,47	5,17	4,84	4,10	5,03	4,77	4,06	5,01

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	1 413,7	431,0	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	1 382,2	477,9	142,8	52,0	94,5	667,0	621,7	480,4	182,5	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1	
2023	1 553,8	613,2	152,6	63,8	86,2	701,8	659,1	502,7	212,8	113,6	39,4	48,8	127,5	103,8	
2024 April	1 541,9	581,8	170,3	63,0	91,8	697,9	648,1	455,7	171,0	101,5	38,7	49,1	134,0	106,2	
Mai	1 514,3	559,9	166,5	57,3	94,0	693,9	639,8	451,0	171,8	104,5	39,6	41,7	132,9	101,9	
Juni	1 530,2	565,7	163,0	57,0	89,7	711,8	658,2	425,9	161,6	93,8	40,0	39,8	130,7	94,2	
Juli	1 544,2	562,9	175,7	58,3	95,2	710,4	651,1	493,2	181,2	120,6	45,6	49,1	142,3	114,7	
Aug.	1 553,8	561,5	174,5	54,1	95,1	722,6	659,5	446,0	190,9	101,6	40,5	30,6	123,0	101,3	
Sept.	1 532,3	586,6	164,1	51,9	77,8	703,9	643,8	455,8	195,0	87,1	37,5	31,6	142,1	114,5	
<b>Langfristig</b>															
2021	19 913,8	4 166,9	3 365,9	1 377,3	1 617,3	10 763,7	9 942,7	3 16,8	68,6	83,4	34,1	23,2	141,5	128,0	
2022	17 865,4	3 953,8	3 227,2	1 372,6	1 413,9	9 270,6	8 558,6	296,2	77,6	71,3	29,8	16,9	130,4	120,9	
2023	19 513,9	4 493,2	3 394,8	1 380,6	1 524,9	10 100,9	9 361,2	326,5	94,7	72,5	28,3	21,2	138,2	129,7	
2024 April	19 778,2	4 651,0	3 489,9	1 376,3	1 532,6	10 104,7	9 355,0	347,1	100,4	69,3	13,0	33,8	143,5	137,7	
Mai	19 823,6	4 664,4	3 522,4	1 375,1	1 545,6	10 091,2	9 341,0	400,9	76,8	107,6	21,3	35,1	181,5	163,3	
Juni	19 955,2	4 664,8	3 549,2	1 387,5	1 560,8	10 180,2	9 425,6	319,3	70,8	80,4	28,6	28,8	139,2	130,8	
Juli	20 195,9	4 709,4	3 571,4	1 374,3	1 563,3	10 351,8	9 588,2	318,0	84,0	96,8	17,8	16,0	121,2	116,9	
Aug.	20 291,3	4 727,6	3 572,6	1 367,0	1 565,9	10 425,1	9 657,4	214,4	48,0	53,6	12,3	11,0	101,7	97,0	
Sept.	20 610,1	4 798,4	3 612,3	1 370,8	1 599,4	10 599,9	9 824,0	382,6	100,3	90,5	24,7	39,3	152,4	145,2	

Quelle: EZB.

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

### 4.7 Jahreswachstumsraten und Umlauf von Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien

(in Mrd. €; Veränderung in %; Marktwerte)

	Schuldverschreibungen							Börsennotierte Aktien				
	Insgesamt	MFIs	Kapitalgesellschaften ohne MFIs				Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs	Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Insgesamt	Darunter: Zentralstaaten					
			Insgesamt	FMKGs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
<b>Umlauf</b>												
2021	21 327,5	4 597,9	3 494,4	1 429,8	1 706,9	11 528,4	10 617,5	10 357,6	600,3	1 484,9	8 271,4	
2022	19 247,6	4 431,7	3 370,0	1 424,6	1 508,4	9 937,6	9 180,3	8 701,9	525,2	1 286,3	6 889,8	
2023	21 067,6	5 106,3	3 547,4	1 444,4	1 611,2	10 802,7	10 020,3	9 675,2	621,8	1 411,3	7 641,6	
2024 April	21 320,1	5 232,9	3 660,2	1 439,3	1 624,4	10 802,6	10 003,1	10 232,1	729,5	1 532,7	7 969,5	
Mai	21 337,8	5 224,3	3 688,9	1 432,4	1 639,6	10 785,1	9 980,9	10 365,6	750,6	1 560,1	8 054,5	
Juni	21 485,3	5 230,5	3 712,3	1 444,5	1 650,5	10 892,0	10 083,7	10 057,0	697,9	1 506,2	7 852,4	
Juli	21 740,1	5 272,3	3 747,1	1 432,6	1 658,5	11 062,2	10 239,4	10 112,7	734,9	1 524,8	7 852,5	
Aug.	21 845,0	5 289,1	3 747,1	1 421,1	1 661,1	11 147,7	10 316,9	10 247,1	734,9	1 548,6	7 963,1	
Sept.	22 142,3	5 385,0	3 776,4	1 422,7	1 677,2	11 303,8	10 467,8	10 413,8	748,7	1 562,9	8 101,8	
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>												
2024 Febr.	5,8	10,6	4,7	2,6	2,1	4,5	4,9	-1,5	-3,0	0,6	-1,7	
März	5,9	11,4	4,9	2,9	2,4	4,3	4,6	-1,4	-3,0	0,9	-1,6	
April	5,7	10,2	4,5	1,1	2,9	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,5	-1,6	
Mai	5,4	8,7	3,8	-2,1	2,9	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,4	-1,3	
Juni	4,7	7,2	3,5	-2,7	3,2	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3	
Juli	4,3	5,4	3,9	-3,5	2,3	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,8	0,0	
Aug.	4,5	5,2	4,1	-3,5	2,9	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,8	0,0	
Sept.	4,5	6,3	4,0	-3,5	2,5	4,2	4,1	-0,2	-2,1	-0,6	0,1	

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	89,0	68,1	87,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,3	63,2	83,0	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,6	65,1	86,7	121,8	94,7
2023 Q4	98,3	94,2	98,4	89,3	65,2	87,5	123,0	95,1
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,6	65,8	87,8	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,5	89,4	65,3	87,7	124,1	95,2
Q3	99,0	95,0	98,9	.	.	.	125,1	95,6
2024 April	98,6	94,5	98,5	-	-	-	124,0	95,2
Mai	98,9	94,8	98,6	-	-	-	124,4	95,3
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	99,0	-	-	-	125,2	95,7
Sept.	98,8	94,8	99,0	-	-	-	125,2	95,6
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2024 Sept.	-0,2	-0,3	0,0	-	-	-	0,0	-0,1
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2024 Sept.	0,3	0,1	0,1	-	-	-	1,8	0,1

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 April	7,766	.	25,278	7,460	392,411	165,030	4,303	0,857	4,9730	11,591	0,976	1,073
Mai	7,821	.	24,818	7,461	387,183	168,536	4,280	0,856	4,9754	11,619	0,983	1,081
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
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2024 Sept.	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	-1,2	-0,4	-1,3	0,0	-0,9	-0,4	0,9
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2024 Sept.	0,8	.	2,9	0,0	2,2	0,8	-7,0	-2,5	0,2	-4,1	-1,9	4,0

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	31 989,4	477,6	12 501,5	10 279,5	12 034,1	13 942,1	-21,3	6 839,1	7 767,8	1 113,6	16 437,1	16 375,9
Q4	31 962,8	555,1	12 169,4	9 931,2	12 483,1	14 515,4	-9,1	6 726,6	7 516,1	1 147,8	16 156,2	16 374,8
2024 Q1	33 053,6	755,4	12 421,8	10 017,0	13 153,5	15 254,1	-6,1	7 024,8	7 782,6	1 215,1	16 598,4	16 048,3
Q2	33 170,4	1 178,8	12 409,6	9 894,1	13 582,5	15 549,1	-3,2	7 092,6	7 727,1	1 267,6	16 520,4	16 537,5
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2024 Q2	232,5	224,5	8,0	84,0	67,0	91,9	105,3	0,0	48,0	52,3	8,6	111,8
<b>Transaktionen</b>												
2023 Q3	149,3	63,6	85,7	6,2	21,8	121,2	138,8	-0,7	24,7	-96,9	-2,1	-
Q4	-324,6	-441,7	117,1	-324,1	-301,1	46,9	90,6	21,9	-75,8	-231,2	6,4	-
2024 Q1	579,4	465,8	113,6	142,9	52,2	169,2	189,3	13,0	253,1	224,4	1,2	-
Q2	166,7	32,9	133,8	-49,3	-116,2	182,1	261,3	12,2	17,9	-112,1	3,7	-
2024 Febr.	209,0	187,9	21,1	52,6	-3,2	53,3	69,2	11,6	90,6	121,9	0,9	-
März	182,8	107,2	75,6	81,0	42,7	48,6	31,5	-12,0	65,7	33,0	-0,5	-
April	71,5	49,9	21,5	-2,9	-29,0	28,5	42,6	12,7	32,2	36,3	0,8	-
Mai	101,2	80,3	20,9	-31,2	-39,4	77,1	75,2	-1,5	55,3	44,6	1,6	-
Juni	-6,0	-97,3	91,3	-15,2	-47,8	76,4	143,5	1,0	-69,6	-193,0	1,3	-
Juli	120,8	66,2	54,6	19,6	-1,0	54,5	32,6	-2,7	52,6	34,6	-3,2	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2024 Juli	552,6	81,4	471,2	-194,1	-370,8	513,9	706,7	51,5	175,8	-254,5	5,5	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2024 Juli	3,7	0,6	3,2	-1,3	-2,5	3,5	4,8	0,3	1,2	-1,7	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	1 469,3	9 822,6	11 291,8	918,8	2 504,9	3 423,7	14 715,5	118,7	644,1	25,3	788,1	15 503,7	
2022	1 539,5	9 763,0	11 302,6	1 382,1	2 563,9	3 946,1	15 248,7	124,2	646,1	49,5	819,7	16 068,4	
2023	1 536,0	8 834,3	10 370,3	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16 135,0	
2023 Q3	1 535,7	8 985,8	10 521,5	2 085,9	2 465,8	4 551,6	15 073,1	131,0	714,4	75,7	921,1	15 994,2	
Q4	1 536,0	8 834,3	10 370,3	2 309,8	2 458,5	4 768,3	15 138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16 135,0	
2024 Q1	1 522,8	8 735,8	10 258,6	2 447,5	2 431,0	4 878,5	15 137,1	192,7	787,1	72,5	1 052,3	16 189,5	
Q2 <sup>(p)</sup>	1 533,6	8 809,0	10 342,6	2 530,1	2 428,7	4 958,8	15 301,3	206,7	815,8	58,4	1 080,9	16 382,3	
2024 März	1 522,8	8 735,8	10 258,6	2 447,5	2 431,0	4 878,5	15 137,1	192,7	787,1	72,5	1 052,3	16 189,5	
April	1 531,8	8 722,6	10 254,4	2 460,1	2 431,5	4 891,6	15 146,0	205,1	797,2	73,1	1 075,4	16 221,4	
Mai	1 529,0	8 725,9	10 254,9	2 505,8	2 430,8	4 936,6	15 191,5	205,2	791,0	67,1	1 063,3	16 254,8	
Juni	1 533,6	8 809,0	10 342,6	2 530,1	2 428,7	4 958,8	15 301,3	206,7	815,8	58,4	1 080,9	16 382,3	
Juli	1 536,7	8 748,4	10 285,1	2 528,8	2 423,8	4 952,6	15 237,7	225,1	823,2	60,0	1 108,3	16 346,0	
Aug. <sup>(p)</sup>	1 538,9	8 800,2	10 339,0	2 542,5	2 429,4	4 971,9	15 310,9	240,6	833,3	50,3	1 124,2	16 435,2	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2021	106,6	908,1	1 014,7	-121,0	65,7	-55,3	959,4	12,3	20,3	13,2	45,7	1 005,1	
2022	70,3	-47,4	23,0	429,5	54,9	484,4	507,4	3,9	2,4	76,6	82,8	590,2	
2023	-5,0	-954,4	-959,3	925,5	-100,1	825,4	-133,9	40,9	93,8	23,3	158,0	24,1	
2023 Q3	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,7	
Q4	0,3	-129,5	-129,2	228,9	-6,8	222,1	92,9	35,0	26,0	-6,2	54,8	147,7	
2024 Q1	-12,6	-104,1	-116,6	135,8	-27,0	108,9	-7,8	8,3	47,4	7,6	63,3	55,5	
Q2 <sup>(p)</sup>	10,7	72,4	83,2	58,3	-2,3	56,0	139,1	13,6	25,7	-13,8	25,5	164,7	
2024 März	-10,2	24,0	13,8	23,5	-2,7	20,8	34,6	14,2	17,9	1,6	33,7	68,3	
April	9,0	-14,8	-5,8	10,8	0,5	11,3	5,5	12,2	9,9	1,6	23,7	29,2	
Mai	-2,8	6,4	3,6	35,8	-0,6	35,2	38,8	0,3	-7,6	-5,1	-12,4	26,4	
Juni	4,5	80,8	85,4	11,7	-2,2	9,5	94,9	1,1	23,5	-10,3	14,2	109,1	
Juli	3,1	-58,6	-55,5	-0,6	-4,9	-5,6	-61,1	18,6	6,0	0,9	25,5	-35,5	
Aug. <sup>(p)</sup>	2,2	25,1	27,4	16,6	5,7	22,3	49,6	16,3	8,9	-8,6	16,6	66,2	
<b>Wachstumsraten</b>													
2021	7,8	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,2	158,5	6,2	6,9	
2022	4,8	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	458,1	11,1	3,8	
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2	
2023 Q3	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,0	19,9	-1,2	
Q4	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2	
2024 Q1	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	18,1	-16,9	20,7	0,9	
Q2 <sup>(p)</sup>	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,9	-28,8	18,8	2,3	
2024 März	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	18,1	-16,9	20,7	0,9	
April	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-9,9	22,7	1,3	
Mai	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,8	14,7	0,6	64,6	14,4	-20,8	17,6	1,5	
Juni	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,9	-28,8	18,8	2,3	
Juli	0,2	-3,6	-3,1	30,6	-3,3	11,4	1,2	65,6	18,0	-22,8	21,4	2,3	
Aug. <sup>(p)</sup>	0,4	-2,5	-2,1	26,5	-2,2	10,6	1,7	77,6	18,4	-37,5	22,0	2,9	

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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2021	3 228,3	2 802,7	289,7	128,4	7,4	8 088,0	5 380,9	374,1	2 332,3	0,7	1 272,7	229,0	546,9
2022	3 360,4	2 721,4	497,6	135,0	6,4	8 373,4	5 536,6	444,9	2 391,1	0,9	1 302,3	236,3	560,8
2023	3 335,4	2 424,0	767,7	131,6	12,1	8 425,1	5 111,0	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,4	234,8	541,7
2023 Q3	3 322,7	2 438,8	737,1	131,9	14,8	8 350,5	5 205,0	847,5	2 297,1	0,8	1 217,0	212,6	565,7
2023 Q4	3 335,4	2 424,0	767,7	131,6	12,1	8 425,1	5 111,0	1 021,7	2 290,9	1,4	1 252,4	234,8	541,7
2024 Q1	3 332,7	2 380,0	814,3	127,6	10,8	8 460,1	5 056,1	1 135,9	2 267,0	1,0	1 244,0	227,2	543,1
2024 Q2 <sup>(p)</sup>	3 394,9	2 421,6	836,8	127,5	9,1	8 530,0	5 063,6	1 198,4	2 266,7	1,3	1 286,0	226,0	537,5
2024 März	3 332,7	2 380,0	814,3	127,6	10,8	8 460,1	5 056,1	1 135,9	2 267,0	1,0	1 244,0	227,2	543,1
2024 April	3 346,3	2 384,2	824,6	126,8	10,7	8 487,9	5 058,9	1 160,6	2 267,4	1,0	1 248,8	209,9	526,4
2024 Mai	3 371,8	2 389,1	847,0	127,0	8,7	8 496,2	5 047,0	1 180,4	2 267,7	1,0	1 262,2	214,8	522,8
2024 Juni	3 394,9	2 421,6	836,8	127,5	9,1	8 530,0	5 063,6	1 198,4	2 266,7	1,3	1 286,0	226,0	537,5
2024 Juli	3 365,2	2 399,8	828,6	127,0	9,9	8 542,8	5 056,8	1 222,0	2 263,1	0,9	1 269,1	211,0	538,0
2024 Aug. <sup>(p)</sup>	3 368,3	2 399,9	831,3	126,4	10,7	8 579,6	5 086,4	1 223,2	2 269,1	1,0	1 306,8	214,9	543,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,0	411,1	-65,0	76,1	-0,2	159,2	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,1	167,5	75,2	53,3	0,1	1,2	7,7	14,0
2023	-29,1	-302,9	269,3	-1,4	5,9	22,5	-458,3	575,4	-95,1	0,6	-55,5	0,0	-25,9
2023 Q3	-13,7	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,2	-110,6	149,3	-52,9	0,0	30,2	-17,3	0,6
2023 Q4	21,2	-8,7	32,4	-0,1	-2,5	76,6	-93,0	175,0	-6,0	0,6	30,9	23,0	-24,1
2024 Q1	-4,0	-46,0	45,7	-3,5	-0,2	32,1	-55,7	112,2	-24,0	-0,4	-8,2	-8,0	1,3
2024 Q2 <sup>(p)</sup>	59,9	41,6	20,1	0,0	-1,8	69,3	7,2	62,1	-0,2	0,2	21,2	-1,5	-6,8
2024 März	16,0	12,9	4,1	-0,3	-0,7	7,7	-9,4	21,9	-4,9	0,1	29,9	3,9	1,5
2024 April	13,2	3,7	10,3	-0,7	-0,2	27,5	2,6	24,6	0,4	-0,1	3,2	-17,6	-17,7
2024 Mai	28,1	6,4	23,3	0,2	-1,9	8,9	-11,5	20,0	0,3	0,0	3,6	5,1	-3,7
2024 Juni	18,6	31,4	-13,6	0,5	0,3	32,8	16,1	17,5	-1,0	0,2	14,4	11,0	14,6
2024 Juli	-28,3	-20,8	-7,8	-0,6	0,9	13,2	-6,7	23,8	-3,6	-0,3	-16,0	-14,9	0,4
2024 Aug. <sup>(p)</sup>	6,8	2,3	4,1	-0,6	0,9	6,1	-1,8	1,7	6,1	0,1	41,5	4,3	5,0
<b>Wachstumsraten</b>													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 Q3	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
2023 Q4	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 Q1	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
2024 Q2 <sup>(p)</sup>	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
2024 März	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
2024 April	0,6	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,8	-4,3	9,0	2,0	-8,6	-6,8
2024 Mai	1,9	-5,4	31,8	-3,1	-11,9	1,6	-5,7	81,1	-3,9	11,2	2,7	-5,7	-6,9
2024 Juni	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
2024 Juli	1,7	-2,7	17,9	-3,0	2,2	2,1	-4,1	62,3	-3,2	10,2	5,1	-2,9	-5,0
2024 Aug. <sup>(p)</sup>	1,8	-1,9	15,4	-3,8	11,3	2,3	-3,4	51,8	-2,0	16,4	10,7	-1,2	-3,4

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Sektor Staat ohne Zentralstaaten.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

### 5.3 Kredite an Nicht-MFIs im 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	6 531,5	994,3	5 535,4	14 805,5	12 340,5	12 722,7	4 864,8	6 372,6	941,9	161,1	1 576,9	888,1
2022	6 362,0	1 004,7	5 332,2	15 390,5	12 990,1	13 177,9	5 129,8	6 632,2	1 080,6	147,6	1 564,4	836,0
2023	6 316,9	994,7	5 296,9	15 493,9	13 037,0	13 256,8	5 126,7	6 648,6	1 122,8	139,0	1 559,2	897,7
2023 Q3	6 212,5	989,2	5 198,3	15 435,5	12 984,0	13 192,8	5 114,7	6 635,7	1 096,5	137,2	1 576,9	874,6
Q4	6 316,9	994,7	5 296,9	15 493,9	13 037,0	13 256,8	5 126,7	6 648,6	1 122,8	139,0	1 559,2	897,7
2024 Q1	6 218,1	976,8	5 215,7	15 547,5	13 044,7	13 275,8	5 115,6	6 644,2	1 145,1	139,8	1 571,4	931,4
Q2	6 194,3	978,8	5 189,7	15 572,7	13 101,9	13 341,0	5 128,6	6 644,0	1 199,1	130,1	1 554,1	916,7
2024 März	6 218,1	976,8	5 215,7	15 547,5	13 044,7	13 275,8	5 115,6	6 644,2	1 145,1	139,8	1 571,4	931,4
April	6 210,8	972,8	5 212,4	15 534,2	13 058,4	13 292,5	5 111,5	6 642,2	1 167,6	137,0	1 556,0	919,8
Mai	6 177,7	972,8	5 179,2	15 530,7	13 066,5	13 299,9	5 115,9	6 641,0	1 179,7	129,9	1 542,2	922,1
Juni	6 194,3	978,8	5 189,7	15 572,7	13 101,9	13 341,0	5 128,6	6 644,0	1 199,1	130,1	1 554,1	916,7
Juli	6 216,8	972,1	5 219,0	15 600,3	13 129,2	13 361,6	5 123,9	6 643,1	1 230,4	131,8	1 546,1	924,9
Aug.	6 234,9	977,3	5 231,9	15 619,0	13 138,1	13 370,6	5 129,4	6 654,1	1 221,5	133,1	1 556,9	923,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2021	663,1	-0,9	673,6	562,7	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	77,7	9,2
2022	175,9	9,6	165,0	636,0	624,1	680,7	269,4	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,3
2023	-159,5	-16,8	-142,9	55,5	25,1	72,6	-5,4	7,8	30,7	-8,1	-15,3	45,7
2023 Q3	-18,1	1,6	-19,4	10,1	2,2	-9,3	-8,6	2,1	14,0	-5,3	2,1	5,8
Q4	6,8	7,8	-1,3	39,1	46,6	69,4	10,0	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 Q1	-75,6	-16,4	-59,4	60,7	24,8	37,4	-5,5	-0,8	30,4	0,8	12,2	23,7
Q2	-3,0	2,4	-5,7	18,6	40,9	52,1	15,2	2,5	33,0	-9,8	-16,3	-6,1
2024 März	-9,3	-5,6	-3,7	17,2	20,0	15,9	3,0	7,6	5,8	3,6	-13,4	10,6
April	14,6	-3,3	17,9	-7,4	13,4	16,8	-4,3	-1,2	21,6	-2,8	-14,7	-6,1
Mai	-29,0	-0,1	-28,9	-9,0	2,3	2,3	6,9	-1,0	3,5	-7,1	-13,3	2,0
Juni	11,3	5,9	5,3	34,9	25,2	32,9	12,7	4,6	7,8	0,1	11,6	-2,0
Juli	-12,9	-6,5	-6,2	26,9	32,4	25,8	-2,0	-0,1	32,7	1,7	-10,2	4,8
Aug.	14,3	5,2	9,2	25,8	16,3	16,4	9,5	12,1	-6,6	1,3	12,2	-2,7
<b>Wachstumsraten</b>												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,1	1,0
2022	2,7	1,0	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	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 Q3	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,2	0,3	-0,4	0,3	-0,2	-13,9	1,6	5,0
Q4	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 Q1	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
Q2	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
2024 März	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
April	-1,9	-0,7	-2,1	0,7	0,5	0,9	-0,2	-0,2	8,7	-4,5	-0,6	5,7
Mai	-1,4	-1,4	-1,5	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,5	5,2
Juni	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
Juli	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,1	4,3
Aug.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,4	1,6	0,4	0,5	10,8	1,5	-1,4	4,0

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Im Einklang mit dem ESVG 2010 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet. In der MFI-Bilanzstatistik werden sie unter den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Versicherungsgesellschaften und 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	4 864,8	4 995,5	885,0	1 005,2	2 974,6	6 372,6	6 637,5	698,3	4 970,8	703,5
2022	5 129,8	5 130,8	962,6	1 077,6	3 089,6	6 632,2	6 832,8	717,3	5 214,6	700,2
2023	5 126,7	5 143,4	910,2	1 091,1	3 125,5	6 648,6	6 865,8	733,5	5 229,2	685,9
2023 Q3	5 114,7	5 123,3	911,5	1 085,4	3 117,8	6 635,7	6 867,1	731,6	5 212,7	691,3
Q4	5 126,7	5 143,4	910,2	1 091,1	3 125,5	6 648,6	6 865,8	733,5	5 229,2	685,9
2024 Q1	5 115,6	5 132,7	888,0	1 088,5	3 139,1	6 644,2	6 873,5	742,0	5 222,6	679,6
Q2	5 128,6	5 146,7	901,5	1 087,5	3 139,7	6 644,0	6 879,8	740,4	5 226,1	677,5
2024 März	5 115,6	5 132,7	888,0	1 088,5	3 139,1	6 644,2	6 873,5	742,0	5 222,6	679,6
April	5 111,5	5 127,4	877,3	1 087,4	3 146,8	6 642,2	6 876,2	741,4	5 223,9	676,9
Mai	5 115,9	5 128,9	886,8	1 086,4	3 142,7	6 641,0	6 877,9	742,0	5 222,2	676,7
Juni	5 128,6	5 146,7	901,5	1 087,5	3 139,7	6 644,0	6 879,8	740,4	5 226,1	677,5
Juli	5 123,9	5 140,1	899,9	1 086,0	3 138,0	6 643,1	6 882,8	741,3	5 228,6	673,3
Aug.	5 129,4	5 132,9	901,5	1 085,3	3 142,6	6 654,1	6 891,0	744,1	5 238,0	672,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	176,9	208,3	0,2	2,3	174,4	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,4	309,2	77,9	77,5	114,1	241,9	250,3	23,3	217,7	0,9
2023	-5,4	24,9	-43,6	10,3	27,8	7,8	25,7	18,9	10,0	-21,1
2023 Q3	-8,6	-10,3	-10,8	-3,3	5,6	2,1	0,6	6,7	3,1	-7,6
Q4	10,0	30,3	4,1	5,2	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 Q1	-5,5	-3,3	-20,1	-1,4	16,0	-0,8	9,8	9,4	-5,3	-5,0
Q2	15,2	17,7	17,4	-1,8	-0,4	2,5	10,3	0,2	4,0	-1,7
2024 März	3,0	3,4	-3,3	-0,9	7,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,8
April	-4,3	-5,1	-7,0	-2,7	5,3	-1,2	3,3	-0,2	1,4	-2,3
Mai	6,9	3,7	10,4	-0,4	-3,2	-1,0	3,0	1,1	-1,4	-0,6
Juni	12,7	19,1	14,0	1,2	-2,5	4,6	4,0	-0,6	4,0	1,2
Juli	-2,0	-3,9	-0,6	-1,2	-0,3	-0,1	3,8	1,8	2,0	-3,9
Aug.	9,5	-3,7	3,3	0,4	5,7	12,1	9,0	3,2	9,7	-0,9
<b>Wachstumsraten</b>										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
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	-4,5	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 Q3	-0,4	0,2	-8,8	2,2	1,4	0,3	0,8	2,8	0,3	-2,5
Q4	-0,1	0,5	-4,5	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	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
Q2	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
2024 März	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
April	-0,2	0,2	-3,7	-0,7	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-3,1
Mai	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,9
Juni	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
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

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	736,1	6 884,3	1 838,9	37,1	1 999,0	3 009,3	1 376,4	410,6	128,5	136,8
2022	648,6	6 744,4	1 783,1	45,9	2 110,6	2 804,8	1 333,6	375,4	137,2	147,2
2023	461,3	7 319,8	1 826,4	90,5	2 416,6	2 986,2	1 859,3	246,0	155,0	152,6
2023 Q3	455,9	7 123,0	1 824,6	72,9	2 355,9	2 869,6	1 633,6	291,6	153,8	163,3
Q4	461,3	7 319,8	1 826,4	90,5	2 416,6	2 986,2	1 859,3	246,0	155,0	152,6
2024 Q1	399,4	7 454,3	1 828,5	105,2	2 496,5	3 024,1	2 044,8	232,8	178,0	174,2
Q2 <sup>(p)</sup>	413,7	7 534,2	1 830,7	109,8	2 528,9	3 064,9	2 230,8	332,3	182,6	176,5
2024 März	399,4	7 454,3	1 828,5	105,2	2 496,5	3 024,1	2 044,8	232,8	178,0	174,2
April	438,2	7 490,3	1 826,4	107,9	2 524,7	3 031,3	2 174,0	231,0	163,6	177,4
Mai	445,1	7 490,7	1 824,7	109,0	2 520,9	3 036,1	2 233,6	248,5	159,1	165,0
Juni	413,7	7 534,2	1 830,7	109,8	2 528,9	3 064,9	2 230,8	332,3	182,6	176,5
Juli	394,0	7 578,6	1 821,7	111,0	2 526,7	3 119,3	2 339,6	161,9	166,9	154,9
Aug. <sup>(p)</sup>	426,3	7 604,8	1 820,9	111,0	2 535,9	3 136,9	2 392,4	220,0	193,2	170,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2021	25,4	-38,7	-74,9	-5,0	-39,7	81,0	-112,2	-121,7	-8,3	-4,3
2022	-83,4	46,8	-89,0	-4,4	0,5	139,8	-68,3	-190,1	10,4	18,0
2023	-193,6	323,1	24,7	40,1	231,1	27,1	459,2	-201,8	19,7	9,0
2023 Q3	-29,1	91,4	16,9	11,4	44,5	18,7	130,5	-64,9	-13,3	-6,0
Q4	5,4	62,5	-11,3	17,6	65,7	-9,4	176,2	-6,5	1,2	-10,7
2024 Q1	-61,5	117,0	4,9	14,7	93,7	3,7	132,7	-6,9	25,6	21,5
Q2 <sup>(p)</sup>	14,9	54,9	2,1	4,6	27,2	21,0	142,9	76,0	4,6	2,3
2024 März	-39,2	34,3	0,4	3,5	42,0	-11,7	39,1	16,4	12,5	0,8
April	39,5	16,6	-2,1	2,6	22,4	-6,3	102,1	-24,0	-14,4	3,2
Mai	6,8	11,4	-1,1	1,2	3,2	8,1	61,6	21,1	-4,5	-12,4
Juni	-31,5	26,8	5,2	0,8	1,6	19,2	-20,8	78,9	23,5	11,4
Juli	-19,7	0,9	-8,3	1,2	5,3	2,7	74,9	-143,4	-15,7	-21,6
Aug. <sup>(p)</sup>	32,3	21,8	0,5	0,0	20,7	0,6	44,4	35,8	26,4	15,8
<b>Wachstumsraten</b>										
2021	3,6	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,7	-4,8	-13,0	-0,1	4,9	-	-	7,8	12,7
2023	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2023 Q3	-30,2	4,7	1,4	48,8	10,5	1,9	-	-	5,6	14,2
Q4	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2024 Q1	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
Q2 <sup>(p)</sup>	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
2024 März	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
April	-23,2	5,0	0,4	89,7	12,6	0,4	-	-	9,6	11,8
Mai	-10,4	4,7	0,6	85,0	11,2	0,5	-	-	-6,1	-8,6
Juni	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
Juli	-14,9	4,2	0,2	72,1	9,3	1,1	-	-	11,3	1,0
Aug. <sup>(p)</sup>	-2,8	4,1	0,2	63,2	9,5	0,8	-	-	19,5	7,6

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Nicht saisonbereinigt.

## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

### 6.1 Finanzierungssaldo

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Finanzierungssaldo					Nachrichtlich: Primärsaldo
	Insgesamt	Zentralstaat	Länder	Gemeinden	Sozialversicherung	
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-2,0
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 Q2	-4,0	.	.	.	.	-2,3
Q3	-3,9	.	.	.	.	-2,1
Q4	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 Q1	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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

### 6.2 Einnahmen und Ausgaben

(in % des BIP; Ströme während Einjahreszeitraum)

	Einnahmen						Ausgaben						Vermögens- wirksame Ausgaben
	Insgesamt	Laufende Einnahmen				Ver- mögens- wirksame Einnahmen	Insgesamt	Laufende Ausgaben				Vermögens- wirksame Ausgaben	
		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	46,5	46,0	12,8	12,7	15,5	0,5	53,5	48,8	10,7	6,0	1,5	25,3	4,7
2021	47,1	46,3	13,1	13,1	15,1	0,8	52,3	47,1	10,2	6,0	1,5	24,0	5,2
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,2	9,9	5,9	1,7	22,7	5,3
2023	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2023 Q2	46,3	45,6	13,3	12,7	14,7	0,8	50,3	44,9	9,8	5,9	1,7	22,6	5,4
Q3	46,3	45,5	13,3	12,6	14,7	0,8	50,1	44,7	9,8	5,9	1,8	22,5	5,4
Q4	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2024 Q1	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	49,9	44,6	9,9	6,0	1,8	22,7	5,3

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	97,0	3,2	14,5	79,4	54,2	39,0	42,8	11,1	85,9	18,7	30,9	47,4	95,4	1,7
2021	94,6	2,9	13,8	77,8	54,8	41,2	39,8	9,8	84,7	17,3	30,2	47,1	93,1	1,4
2022	90,5	2,7	13,2	74,6	52,9	40,1	37,6	8,7	81,7	16,2	28,7	45,6	89,5	1,0
2023	88,2	2,4	12,2	73,6	49,7	36,5	38,5	8,0	80,3	15,4	28,3	44,6	87,4	0,8
2023 Q2	89,7	2,5	12,4	74,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	89,2	2,5	12,1	74,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88,2	2,4	12,2	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	88,7	2,3	12,0	74,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	13,0	5,5	2,2	2,5	2,1	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,1	5,3	9,5	
2021	-2,5	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1	
2022	-4,1	2,0	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,1	0,6	-0,7	-5,7	2,7	
2023	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,4	-3,7	2,7	
2023 Q2	-3,4	2,3	-0,9	-1,1	-1,5	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,5	-4,7	2,3	
Q3	-2,5	2,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,2	2,8	
Q4	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,7	
2024 Q1	-1,4	1,7	-0,4	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-2,7	2,7	

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	
		Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten	Insgesamt	Laufzeit von bis zu 3 Monaten		Insgesamt	Variable Verzinsung	Nullkupon	Feste Verzinsung		Emission	Tilgung
										Insgesamt	Laufzeit von bis zu 1 Jahr		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	13,9	12,6	4,2	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	13,0	11,6	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 Q3	12,9	11,6	3,5	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Q4	13,0	11,6	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 Q1	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
Q2	13,1	11,7	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
2024 März	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
April	12,9	11,5	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
Mai	12,8	11,4	3,2	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
Juni	13,1	11,7	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
Juli	13,0	11,6	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	11,7	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,6	3,7	2,8

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	-4,3	-5,4	-5,0	-9,8	-10,1	-8,9	-7,2	-9,4	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,6	-2,5	-8,7	-1,8
2022	-3,6	-2,5	-1,0	1,7	-2,5	-4,7	-4,8	0,1	-8,6	2,7
2023	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
2023 Q2	-3,8	-3,3	-1,8	1,8	-2,7	-4,6	-5,1	-0,5	-8,3	3,0
Q3	-3,9	-3,1	-2,3	1,4	-1,4	-4,5	-5,4	-0,3	-7,7	3,1
Q4	-4,4	-2,4	-3,5	1,5	-1,6	-3,6	-5,5	-0,8	-7,4	3,1
2024 Q1	-4,8	-2,5	-3,5	1,5	-0,5	-3,8	-5,6	-0,8	-6,7	3,8
Verschuldung										
2020	111,9	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,9	86,1	155,0	114,9
2021	107,9	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	113,0	77,5	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,7	111,6	111,9	67,8	140,5	85,6
2023	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3
2023 Q2	105,6	64,6	18,5	42,4	167,2	111,2	111,2	65,9	140,1	84,9
Q3	107,6	64,6	18,2	43,0	165,6	109,8	111,3	64,0	137,9	79,0
Q4	105,2	63,6	19,6	43,3	161,9	107,7	109,9	63,1	137,3	77,3
2024 Q1	108,2	63,4	23,6	42,5	159,8	108,9	110,8	63,3	137,7	76,1
	Lettland 11	Litauen 12	Luxemburg 13	Malta 14	Niederlande 15	Österreich 16	Portugal 17	Slowenien 18	Slowakei 19	Finnland 20
Finanzierungssaldo										
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,3	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,5	-7,6	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,6	-0,3	-5,5	-0,1	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,4
2023	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
2023 Q2	-3,0	-1,1	-1,1	-4,3	-0,7	-3,3	0,0	-2,8	-2,8	-1,4
Q3	-3,3	-0,9	-1,2	-3,7	-0,6	-3,1	0,4	-2,8	-3,4	-2,1
Q4	-2,2	-0,8	-1,2	-4,9	-0,4	-2,6	1,2	-2,5	-4,9	-2,9
2024 Q1	-1,9	-0,6	-0,9	-3,9	-0,3	-2,9	0,9	-2,2	-5,0	-3,4
Verschuldung										
2020	42,7	46,2	24,6	52,2	54,7	82,9	134,9	79,6	58,8	74,7
2021	44,4	43,4	24,5	53,9	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,6
2022	41,8	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,5	57,7	73,5
2023	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8
2023 Q2	40,1	38,1	28,3	49,8	45,4	78,4	110,1	70,7	59,5	74,5
Q3	42,0	37,4	25,8	49,5	44,4	78,1	107,6	71,8	58,4	74,3
Q4	43,6	38,3	25,7	50,3	45,1	77,6	99,1	69,2	56,0	76,6
2024 Q1	44,5	40,1	27,2	50,4	43,9	79,7	100,4	70,7	60,7	77,5

Quelle: Eurostat.

**© Europäische Zentralbank, 2024**

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 16. Oktober 2024.

ISSN                      2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer    QB-BP-24-007-DE-N (Online-Version)