



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

# Wirtschaftsbericht

Ausgabe 6 / 2024



# Inhalt

<b>Wirtschaftliche, finanzielle und monetäre Entwicklungen</b>	<b>3</b>
Überblick	3
1    Außenwirtschaftliches Umfeld	9
2    Konjunktorentwicklung	16
3    Preise und Kosten	25
4    Finanzmarktentwicklungen	32
5    Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung	38
6    Entwicklung der öffentlichen Finanzen	44
<b>Kästen</b>	<b>47</b>
1    Kurz- und langfristige Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten	47
2    Die Berücksichtigung der Natur bei der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum	53
3    Warum ist die Stimmung unter den privaten Haushalten im Euroraum nach wie vor getrübt, und wie wirkt sich dies auf die privaten Konsumausgaben aus?	58
4    Ergebnisse einer Umfrage unter führenden Unternehmen zur Entwicklung am Arbeitsmarkt und zur Einführung generativer KI	63
5    Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums und die Rolle der Lohndrift	69
6    Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 17. April bis zum 23. Juli 2024	75
7    Die Geldmengen- und Kreditentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten	81
<b>Aufsätze</b>	<b>90</b>
1    Die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums – zurückliegende und künftige Herausforderungen	90
2    Die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen von Naturzerstörung und Biodiversitätsverlust	109
<b>Statistik</b>	<b>128</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

## Überblick

Auf seiner Sitzung am 12. September 2024 hat der EZB-Rat beschlossen, den Zinssatz für die Einlagefazilität – den Zinssatz, mit dem er den geldpolitischen Kurs steuert – um 25 Basispunkte zu senken. Auf Grundlage seiner aktualisierten Beurteilung der Inflationsaussichten, der Dynamik der zugrunde liegenden Inflation und der Stärke der geldpolitischen Transmission war es angemessen, einen weiteren Schritt bei der Reduzierung des Grades der geldpolitischen Straffung zu gehen.

Die jüngsten Inflationsdaten entsprechen weitgehend den Erwartungen, und die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2024 bestätigen die bisherigen Inflationsaussichten. Ebenso wie die Fachleute des Eurosystems in den Juni-Projektionen rechnen auch die EZB-Fachleute mit einer Gesamtinflation von durchschnittlich 2,5 % für 2024, 2,2 % für 2025 und 1,9 % für 2026. Es wird erwartet, dass die Inflation gegen Ende des laufenden Jahres wieder ansteigt. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass vorangegangene starke Rückgänge der Energiepreise aus den Jahreswachstumsraten herausfallen werden. Die Inflation dürfte dann im Lauf des zweiten Halbjahrs 2025 in Richtung des Zielwerts des EZB-Rats zurückgehen. Die Projektionen für die Kerninflation wurden für die Jahre 2024 und 2025 geringfügig nach oben korrigiert, da die Teuerung bei den Dienstleistungen höher ausfiel als erwartet. Zugleich rechnen die Fachleute der EZB weiterhin mit einem raschen Rückgang der Kerninflation von 2,9 % in diesem Jahr auf 2,3 % im Jahr 2025 und 2,0 % im Jahr 2026.

Die Binneninflation bleibt hoch, da die Löhne nach wie vor in einem erhöhten Tempo ansteigen. Jedoch lässt der Arbeitskostendruck nach, und die Gewinne federn die Auswirkungen der höheren Löhne auf die Inflation teilweise ab. Die Finanzierungsbedingungen bleiben restriktiv und die Konjunktur ist nach wie vor gedämpft, worin sich der schwache private Konsum und die schwache Investitionstätigkeit widerspiegeln. Die Fachleute der EZB erwarten den Projektionen zufolge ein Wirtschaftswachstum von 0,8 % für 2024, 1,3 % für 2025 und 1,5 % für 2026. Dies entspricht einer leichten Abwärtskorrektur gegenüber den Juni-Projektionen, die in erster Linie auf einen schwächeren Beitrag der Binnennachfrage in den nächsten Quartalen zurückzuführen ist.

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.

## Konjunkturentwicklung

Das Wirtschaftswachstum lag im zweiten Quartal 2024 bei 0,2 % nach 0,3 % im ersten Quartal und blieb damit hinter den Juni-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems zurück. Das Wachstum war in erster Linie auf die Nettoexporte und die öffentlichen Ausgaben zurückzuführen. Die private Binnennachfrage gab nach, da die Haushalte weniger konsumierten, die Unternehmensinvestitionen zurückgingen und die Wohnungsbauinvestitionen sanken. Während die Dienstleistungen das Wachstum stützten, leisteten die Industrie und das Baugewerbe einen negativen Beitrag. Den Umfrageindikatoren zufolge hat die Erholung weiterhin mit einem gewissen Gegenwind zu kämpfen.

Der Arbeitsmarkt ist nach wie vor robust. Die Arbeitslosenquote blieb im Juli mit 6,4 % weitgehend unverändert. Zugleich verlangsamte sich das Beschäftigungswachstum von 0,3 % im ersten auf 0,2 % im zweiten Quartal. Jüngste Umfrageindikatoren deuten auf eine weitere Abschwächung der Nachfrage nach Arbeitskräften hin. Die Vakanzquote ist gesunken und hat sich damit dem vor der Pandemie verzeichneten Niveau angenähert.

Die aktuellen Indikatoren lassen darauf schließen, dass das Wachstum auf kurze Sicht anhalten wird. Die Wachstumsraten dürften jedoch geringer ausfallen als in den Projektionen von Fachleuten des Eurosystems vom Juni 2024 erwartet. Das real verfügbare Einkommen wird – gestützt durch ein robustes Lohnwachstum – voraussichtlich weiter steigen. Dies würde in Verbindung mit einem allmählich zunehmenden Vertrauen eine konsumgetriebene Erholung unterstützen. Allerdings fallen die vom Konsum ausgehenden Impulse etwas schwächer aus als in den Projektionen vom Juni vorhergesehen. Aktuelle Daten und Umfrageergebnisse lassen ein weiterhin verhaltenes Verbrauchervertrauen und erhöhte Sparabsichten bei den privaten Haushalten erkennen. Auch neuere Daten zu den Unternehmensinvestitionen deuten auf eine geringere Wachstumsdynamik hin. Dennoch wird die Binnennachfrage von der nachlassenden Wirkung der zurückliegenden geldpolitischen Straffung und einer erwarteten anhaltenden Lockerung der Finanzierungsbedingungen profitieren. Dies steht im Einklang mit den Markterwartungen zur künftigen Zinsentwicklung. Zudem werden die Exportaussichten des Euroraums durch einen projizierten Anstieg der Auslandsnachfrage gestärkt. Der Arbeitsmarkt wird als weiterhin robust betrachtet. Die Arbeitslosenquote wird den Erwartungen zufolge auf historischen Tiefständen verharren. Mit dem Abklingen einiger konjunktureller Faktoren, die das Produktivitätswachstum zuletzt gebremst haben, ist im Laufe des Projektionszeitraums eine Beschleunigung des Produktivitätswachstums zu erwarten. So dürfte die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP im Jahr 2024 bei 0,8 % liegen und in den Jahren 2025 und 2026 auf 1,3 % bzw. 1,5 %

steigen. Die Aussichten für das BIP-Wachstum wurden gegenüber den Projektionen vom Juni für jedes Jahr des Projektionszeitraums geringfügig nach unten revidiert.

Finanz- und strukturpolitische Maßnahmen sollten darauf abzielen, die Produktivität und die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft zu stärken. Dies würde dazu beitragen, das Potenzialwachstum zu steigern und den Preisdruck auf mittlere Sicht zu senken. Der Bericht von Mario Draghi über die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit sowie der Bericht von Enrico Letta über die Stärkung des Binnenmarkts heben hervor, dass Reformen dringend erforderlich sind, und enthalten konkrete Vorschläge, wie dies erreicht werden kann. Eine vollständige, transparente und unverzügliche Umsetzung der Reform des wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU wird den Regierungen dabei helfen, Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Die Regierungen sollten nun in ihrer mittelfristigen Planung zur Finanz- und Strukturpolitik entschlossen diese Richtung einschlagen.

## Inflation

Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge ist die jährliche Inflationsrate von 2,6 % im Juli auf 2,2 % im August gesunken. Die Energiepreise gingen im Vergleich zum Vorjahr um 3,0 % zurück, nachdem sie im Vormonat um 1,2 % gestiegen waren. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln erhöhte sich im August leicht auf 2,4 %. Bei Waren und Dienstleistungen waren gegenläufige Entwicklungen zu verzeichnen. So sank die Inflation bei Waren von 0,7 % im Juli auf 0,4 %, während die Teuerung bei Dienstleistungen von 4,0 % auf 4,2 % stieg.

Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation blieben im Juli weitgehend unverändert. Die Binneninflation verringerte sich nur leicht und ging von 4,5 % im Juni auf 4,4 % zurück, wobei insbesondere von den Löhnen ein starker Preisdruck ausging. Das Wachstum der Tarifverdienste wird im restlichen Jahresverlauf weiterhin hoch und volatil bleiben, da Einmalzahlungen in einigen Ländern eine bedeutende Rolle spielen und die Lohnanpassungen stufenweise erfolgen. Gleichzeitig schwächt sich der Anstieg der Arbeitskosten insgesamt ab. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer ging im zweiten Quartal das vierte Mal in Folge weiter zurück und lag bei 4,3 %. Die Fachleute der EZB gehen davon aus, dass es sich im nächsten Jahr erneut merklich verlangsamen wird. Trotz einer schwachen Produktivität war bei den Lohnstückkosten im zweiten Quartal ein geringeres Wachstum von 4,6 % zu verzeichnen, verglichen mit 5,2 % im ersten Quartal. Den Fachleuten der EZB zufolge dürfte das Wachstum der Lohnstückkosten aufgrund eines niedrigeren Lohnwachstums und einer Erholung der Produktivität über den Projektionszeitraum hinweg weiter sinken. Zudem gleichen die Gewinne die inflationären Effekte höherer Arbeitskosten nach wie vor teilweise aus.

Der Inflationsrückgang dürfte durch den nachlassenden Arbeitskostendruck und die vorangegangene geldpolitische Straffung, die allmählich auf die Verbraucherpreise durchschlägt, unterstützt werden. Die meisten Messgrößen der längerfristigen

Inflationserwartungen liegen bei rund 2 %. Die marktbasieren Messgrößen sind seit der EZB-Ratssitzung vom 18. Juli 2024 gefallen und haben sich dabei diesem Niveau angenähert.

Die Gesamtinflation hat sich zuletzt abgeschwächt, wird aber den Projektionen zufolge im Schlussquartal 2024 etwas ansteigen. Anschließend dürfte sie jedoch wieder zurückgehen und bis Ende 2025 das Inflationsziel erreichen. Der auf kurze Sicht erwartete Anstieg spiegelt in erster Linie Basiseffekte bei den Energiepreisen wider. Angesichts der Markterwartungen zur künftigen Entwicklung der energiebezogenen Rohstoff- und Großhandelspreise und der geplanten finanzpolitischen Klimaschutzmaßnahmen sollte sich der Preisaufrtrieb bei Energie auf mittlere Sicht im niedrigen positiven Bereich einpendeln. In den vergangenen Quartalen hat sich die Inflationsrate für Nahrungsmittel deutlich verringert, da der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette aufgrund niedrigerer Preise für Energie und Nahrungsmittelrohstoffe nachgelassen hat. Sie dürfte sich nun zunächst weitgehend seitwärts entwickeln und ab Ende 2025 dann erneut leicht sinken. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet dürfte die Teuerungsrate fast über den gesamten Projektionszeitraum hinweg oberhalb der Gesamtinflation verharren, jedoch weiterhin einem disinflationären Pfad folgen. Der Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen hielt sich in den letzten Monaten hartnäckig auf hohem Niveau. Allerdings wird nach wie vor ein allmählicher Rückgang im Laufe des Projektionszeitraums erwartet, wenn das Lohnwachstum und der sonstige Kostendruck nachlassen, während die verzögerte Wirkung der zurückliegenden geldpolitischen Straffung weiterhin auf die Verbraucherpreise durchschlägt. Beim nominalen Lohnwachstum setzte in den letzten Quartalen ausgehend von einem erhöhten Niveau ein Rückgang ein, der stärker ausfiel als zuvor projiziert. Für die kommenden Jahre wird eine weitere allmähliche Verlangsamung des Lohnwachstums erwartet, je mehr sich der Aufwärtsdruck, der vor dem Hintergrund der angespannten Arbeitsmarktlage vom Inflationsausgleich ausgeht, weiter abschwächt. Die Erholung des Produktivitätswachstums dürfte zur Verringerung des Arbeitskostendrucks beitragen. Darüber hinaus ist das Gewinnwachstum merklich zurückgegangen, was das Durchwirken der Arbeitskosten auf die Preise insbesondere auf kurze Sicht teilweise abfedern dürfte. Gemäß den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2024 dürfte die jährliche Gesamtinflation von durchschnittlich 5,4 % im Jahr 2023 auf 2,5 % im Jahr 2024, 2,2 % im Jahr 2025 und 1,9 % im Jahr 2026 zurückgehen. Im Vergleich zu den Projektionen des Eurosystems vom Juni 2024 sind die Aussichten für die Gesamtinflation unverändert geblieben. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet fiel die Inflationsrate in den letzten Monaten etwas höher aus als erwartet, sodass die Zahlen für 2024 und 2025 geringfügig nach oben revidiert wurden.

## Risikobewertung

Die Risiken für das Wirtschaftswachstum sind nach wie vor abwärtsgerichtet. Eine geringere Nachfrage nach Exporten des Euroraums, etwa aufgrund einer schwächeren Weltwirtschaft oder einer Verschärfung der Handelsspannungen zwischen großen Volkswirtschaften, würde das Wachstum im Euroraum belasten.



Zudem gehen von dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine und dem tragischen Konflikt im Nahen Osten erhebliche geopolitische Risiken aus. Unternehmen und private Haushalte könnten deshalb womöglich weniger zuversichtlich in die Zukunft blicken, und es könnte zu Störungen des Welthandels kommen. Sollten die verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Straffung stärker ausfallen als erwartet, könnte dies ebenfalls ein niedrigeres Wachstum zur Folge haben. Das Wachstum könnte indes höher ausfallen, wenn die Inflation rascher sinkt als erwartet und die Konsumausgaben aufgrund der steigenden Realeinkommen und eines zunehmenden Vertrauens stärker anziehen als gedacht oder wenn die Weltwirtschaft kräftiger wächst als erwartet.

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 im Allgemeinen zu einem Anstieg der Nahrungsmittelpreise führen. Die Inflation könnte aber auch niedriger ausfallen als angenommen, wenn die Geldpolitik die Nachfrage stärker dämpft als erwartet oder wenn sich das wirtschaftliche Umfeld in der übrigen Welt unerwartet eintrübt.

## Finanzielle und monetäre Bedingungen

Die Marktzinsen sind seit der EZB-Ratssitzung vom 18. Juli 2024 deutlich gefallen. Ursächlich hierfür waren vor allem ungünstigere Aussichten für das globale Wachstum und geringere Bedenken wegen des Inflationsdrucks. Die im Sommer beobachteten Spannungen an den globalen Märkten haben zu einer temporären Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den risikoreicheren Marktsegmenten geführt.

Die Finanzierungskosten bleiben insgesamt restriktiv, da die geldpolitische Transmission der vorangegangenen Leitzinserhöhungen noch andauert. Die durchschnittlichen Zinssätze für neue Unternehmenskredite und neue Immobilienkredite waren im Juli mit 5,1 % bzw. 3,8 % nach wie vor hoch.

Das Kreditwachstum entwickelt sich angesichts der schwachen Nachfrage weiter schleppend. Die Jahreswachstumsrate der Bankkreditvergabe an Unternehmen betrug im Juli 0,6 % und fiel somit etwas geringer aus als im Juni. Das Wachstum der Kredite an private Haushalte erhöhte sich leicht auf 0,5 %. Die weit gefasste Geldmenge M3 stieg im Juli, wie bereits im Juni, um 2,3 %.

## Geldpolitische Beschlüsse

Der EZB-Rat hat auf seiner Sitzung vom 12. September 2024 beschlossen, den Zinssatz für die Einlagefazilität um 25 Basispunkte zu senken. Mit dem Zinssatz für die Einlagefazilität steuert der EZB-Rat seinen geldpolitischen Kurs. Wie am



13. März 2024 nach der Überarbeitung des geldpolitischen Handlungsrahmens vorab bekanntgegeben, wurde zudem der Abstand zwischen dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und dem Zinssatz für die Einlagefazilität auf 15 Basispunkte festgelegt. Der Abstand zwischen dem Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und dem Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte blieb unverändert bei 25 Basispunkten. Dementsprechend wurde der Zinssatz für die Einlagefazilität auf 3,50 % gesenkt. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden auf 3,65 % bzw. 3,90 % herabgesetzt. Die Änderungen traten am 18. September 2024 in Kraft.

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

## Fazit

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. Seine Zinsbeschlüsse werden vor allem auf seiner Beurteilung der Inflationaussichten 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.

## Außenwirtschaftliches Umfeld

*Das Weltwirtschaftswachstum konnte sich im zweiten Quartal 2024 behaupten und dürfte auch im dritten Quartal stabil bleiben. Die aktuellen Daten deuten jedoch darauf hin, dass sich die Geschäftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe vor dem Hintergrund einer nach wie vor restriktiven Geldpolitik abschwächt. Zusammen mit den erhöhten geopolitischen Spannungen und der Volatilität an den Finanzmärkten lassen diese Signale darauf schließen, dass die Wirkkraft der wachstumshemmenden Faktoren auf kurze Sicht zunehmen könnte. Die Aussichten für das globale Wachstum und die Inflation, die sich aus den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2024 ergeben, stimmen weitgehend mit den Euroraum-Projektionen des Eurosystems vom Juni 2024 überein. Der internationale Handel wird sich den Annahmen zufolge im laufenden Jahr erholen und anschließend in engerem Gleichlauf mit der globalen Konjunktur wachsen. Aufgrund der positiveren Ergebnisse im zweiten Quartal wurden die Projektionen für den Handel für 2024 leicht nach oben revidiert. Die in den September-Projektionen enthaltenen kurzfristigen Aussichten lassen jedoch den Schluss zu, dass sich das kräftige Wachstum des zweiten Quartals nicht fortsetzen wird. Die Inflation dürfte sich im Betrachtungszeitraum in den wichtigen Industrie- und Schwellenländern allmählich abschwächen.*

### **Die positive globale Wachstumsdynamik hält zwar an, doch könnte sich der konjunkturelle Gegenwind auf kurze Sicht verstärken.**

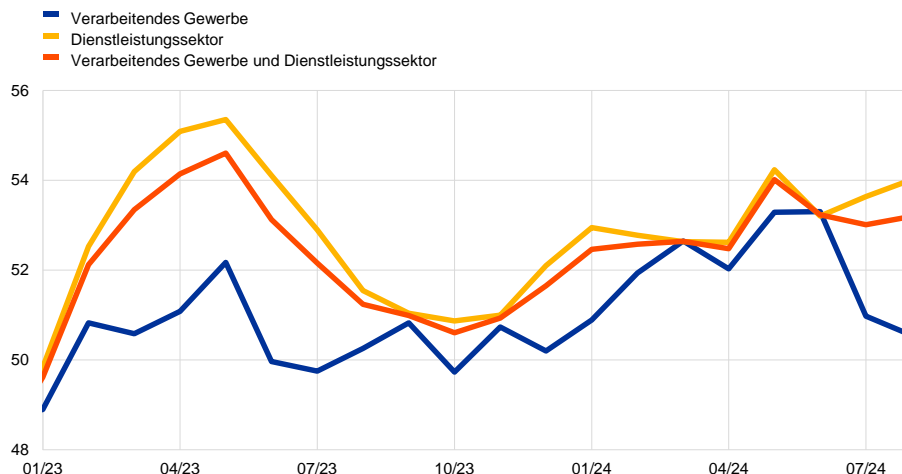
Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (ohne Euroraum) erhöhte sich leicht von 53,0 Punkten im Juli 2024 auf 53,2 Punkte im August. Hierzu trugen überdurchschnittliche Ergebnisse des Teilindex für den Dienstleistungssektor bei, wohingegen der EMI für das verarbeitende Gewerbe auf einen Wert knapp oberhalb der Wachstumsschwelle sank (siehe Abbildung 1).<sup>1</sup> Dieser Rückgang im verarbeitenden Gewerbe resultierte aus einer ausgeprägten Verlangsamung der Aktivität in den Vereinigten Staaten im August, während die gewerbliche Produktion in China im selben Zeitraum marginal stieg, nachdem sie sich im Vormonat deutlich verringert hatte. Aktuelle harte und weiche Daten weisen darauf hin, dass sich die globale Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe vor dem Hintergrund einer immer noch restriktiven Geldpolitik und eines nachlassenden Lohnwachstums abschwächt. Diese Signale lassen im Zusammenspiel mit den erhöhten geopolitischen Spannungen und der jüngsten Volatilität an den internationalen Finanzmärkten darauf schließen, dass die Faktoren, die das Weltwirtschaftswachstum hemmen, in nächster Zeit an Wirkung gewinnen könnten. Das weltweite BIP ist Schätzungen zufolge im zweiten Quartal um 0,7 % gestiegen. Dieser Wert war etwas geringerer als im ersten Quartal, stand aber nach wie vor mit den Projektionen des Eurosystems vom Juni im Einklang. Auch im dritten Quartal dürfte er auf diesem Niveau bleiben.

<sup>1</sup> Da in diesem Abschnitt vor allem die außenwirtschaftlichen Entwicklungen des Euroraums betrachtet werden, beziehen sich alle Angaben zu aggregierten weltweiten und/oder globalen Konjunkturindikatoren auf die weltweite Entwicklung ohne den Euroraum.

## 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 August 2024.

#### Laut den aktuellen Projektionen dürfte die Weltwirtschaft – weitgehend

#### unverändert gegenüber den Projektionen vom Juni – moderat wachsen.

Nach einem Anstieg von 3,5 % im Jahr 2023 wird für 2024 und 2025 ein Wachstum des weltweiten realen BIP von jeweils 3,4 % und für 2026 von 3,3 % prognostiziert. Grund für diese leichte Wachstumsverlangsamung im Projektionszeitraum sind die Auswirkungen der abklingenden, die Konsumausgaben stützenden Faktoren (bei zugleich immer noch restriktiver geldpolitischer Ausrichtung in den ersten Projektionsjahren), die erhöhten geopolitischen Spannungen und die verstärkte wirtschaftspolitische Unsicherheit. Verglichen mit den Projektionen vom Juni wurde das Wachstum des weltweiten realen BIP über den Projektionszeitraum hinweg um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Dies ist auf ein etwas kräftigeres Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern im Jahr 2024 und höhere Wachstumsannahmen für die Jahre 2025-2026 in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Letztere hängen damit zusammen, dass von der Nettomigration ein deutlich positiverer Effekt ausging als erwartet und dass von einer Verlängerung der 2017 eingeführten Steuersenkungen für private Haushalte mit niedrigerem Einkommen ausgegangen wird, da dies Bestandteil des Wahlprogramms beider Präsidentschaftskandidaten ist.

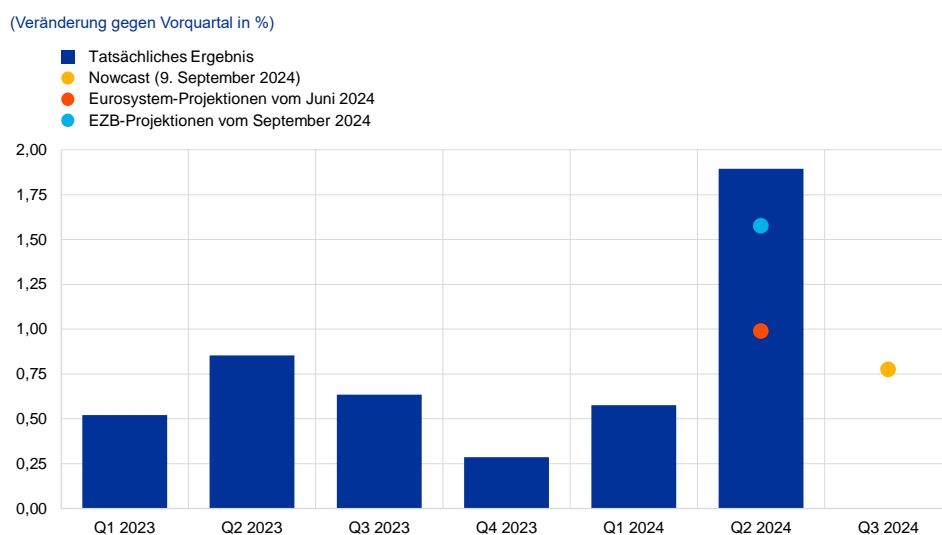
#### Das Wachstum des Welthandels beschleunigte sich im zweiten Quartal

#### erheblich, da Warenimporte in den Industrieländern vorgezogen wurden.

So stiegen die weltweiten Einfuhren im zweiten Quartal sprunghaft um 1,9 % gegenüber dem Vorquartal an. Dieser Wert war dreimal so hoch wie zu Jahresbeginn und lag weit über den Projektionen vom Juni. Der starke Zuwachs war unter anderem dadurch bedingt, dass die Industrieländer Importe aus China und anderen Schwellenländern Asiens vorzogen. Die monatlichen Daten zum Handel zeigen, dass die Unternehmen ihre Lagerbestände für das Weihnachtsgeschäft etwa sechs Wochen früher aufstockten als dies normalerweise der Fall ist. Zurückzuführen ist dies wohl auf Sorgen hinsichtlich erneut auftretender Lieferengpässe und

Handelsspannungen vor dem Hintergrund steigender geopolitischer Risiken. Wenngleich die Daten zum Welthandel naturgemäß weiterhin volatil sind, deuten die September-Projektionen darauf hin, dass sich dieses kräftige Wachstum kurzfristig nicht fortsetzen wird, da der Vorzieheffekt nachlässt.<sup>2</sup> Dies deckt sich mit den Signalen aus dem Nowcasting-Tool der EZB, das sowohl harte als auch weiche Daten zum Welthandel umfasst (siehe Abbildung 2). Konkret weisen die aus EMI-Umfragen hervorgehenden schwachen Auftragseingänge im Exportgeschäft sowie Schätzungen zu den Handelsumsätzen auf Basis von Frachtschiffbewegungen auf eine Verlangsamung des Handels im dritten Quartal hin. Gleichwohl dürfte die Handelsentwicklung zum Jahresende durch eine Normalisierung des Lagerzyklus und eine günstigere Zusammensetzung der Nachfrage gestützt werden.

**Abbildung 2**  
Weltweite Einfuhren



Quellen: Nationale Daten (aufbereitet von Haver Analytics) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Globales Aggregat ohne Euroraum. Der Nowcast-Wert bezieht sich auf ein dynamisches Faktormodell auf Basis von 30 monatlichen Variablen, die sich auf die Industrieproduktion, die Einzelhandelsumsätze, den Handel, den Arbeitsmarkt, Umfragen und den Wohnungsbau erstrecken. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024 (Nowcast).

**Der internationale Handel wird sich den Annahmen zufolge im laufenden Jahr erholen und sich im restlichen Projektionszeitraum in engerem Gleichlauf mit der globalen Konjunktur ausweiten.** Nach einer schwachen Wachstumsphase, die davon geprägt war, dass es nach der Pandemie zu einer Verlagerung der Nachfrage von Waren zurück zu Dienstleistungen kam, belebte sich der Welthandel zum Jahreswechsel wieder. Durch das Vorziehen von Einfuhren der Industrieländer im zweiten Quartal wurde diese Entwicklung noch verstärkt. Insgesamt dürfte sich das globale Importwachstum dieses Jahr auf 3,1 % belaufen und damit den Wert der Juni-Projektionen um 0,5 Prozentpunkte übersteigen. Darin spiegelt sich vor allem eine stärkere Dynamik im zweiten Quartal wider, während das vierteljährliche Wachstum im zweiten Halbjahr 2024 unverändert bleiben dürfte. Den Projektionen

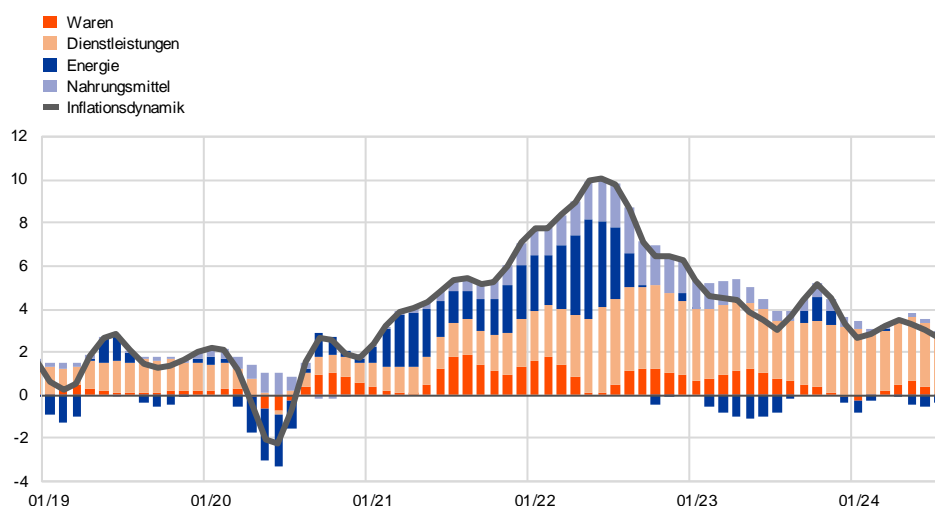
<sup>2</sup> Sollten die vorgezogenen Käufe der Unternehmen ausreichen, um die Konsumnachfrage zu decken, könnte der Welthandel auf kurze Sicht auch schwächer ausfallen.

zufolge wird sich das weltweite Importwachstum weiter erhöhen und 2025 bei 3,4 % und 2026 bei 3,3 % liegen.

**Die aktuellen Daten lassen erkennen, dass sich der allmähliche Inflationsabbau trotz des im Juli verzeichneten leichten Anstiegs der Teuerung fortsetzen wird.** Die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene Gesamtinflationsrate in den OECD-Mitgliedstaaten lag im Juli bei 3,0 % nach 2,8 % im Vormonat.<sup>3</sup> Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) legte im Juli ebenfalls leicht zu, und zwar von 3,1 % im Juni auf 3,2 %. Die insgesamt abnehmende Dynamik der VPI-Gesamtinflation (gemessen als annualisierte prozentuale Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) weist indes darauf hin, dass sich der Inflationsabbau in den OECD-Ländern auf kurze Sicht wieder fortsetzen wird (siehe Abbildung 3). Diese Entwicklung wird durch die anhaltende Abkühlung an den Arbeitsmärkten wichtiger Industrieländer unterstützt.

**Abbildung 3**  
Dynamik der VPI-Gesamtinflation in den OECD-Ländern

(annualisierte Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Beiträge der ausgewiesenen Komponenten der OECD-Gesamtinflation wurden unter Einsatz verfügbarer Länderdaten ermittelt, die zusammengenommen 84 % des OECD-Aggregats ausmachen. Dabei wurde ein Bottom-up-Ansatz verwendet. Die Teuerung von Waren wird als Restbetrag des Beitrags der gesamten Waren abzüglich der Beiträge von Energie und Nahrungsmitteln berechnet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2024.

**Seit der letzten Sitzung des EZB-Rats sind die Öl-Notierungen gesunken, die Gaspreise in Europa hingegen gestiegen.** Die Preise für Rohöl der Sorte Brent sind fast 10 % niedriger als zur Zeit der letzten EZB-Ratssitzung. Verantwortlich hierfür ist eine Kombination unterschiedlicher Faktoren. Auf der Nachfrageseite ist dies beispielsweise der konjunkturbedingte Rückgang der Rohölimporte in China, die sich derzeit auf dem niedrigsten Stand seit Jahren befinden. Die negative Risikostimmung nach der Anfang August beobachteten Verkaufswelle an den

<sup>3</sup> Die Türkei ist nicht in den OECD-Aggregaten für die Gesamtinflation und die Kerninflation enthalten, da die Teuerungsraten dort weiterhin im hohen zweistelligen Bereich liegen. Unter Berücksichtigung der Türkei würden die am VPI gemessene Gesamtinflation und Kerninflation in den OECD-Staaten im Juli 2024 bei jeweils 5,4 % liegen (nach 5,6 % bzw. 5,9 % im Juni).

Märkten trug ebenfalls zur Verbilligung von Rohöl bei. Auf der Angebotsseite kam es indes nach Meldungen über Spannungen im Nahen Osten und Förderausfälle auf Ölfeldern in Libyen zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise. Die europäischen Gaspreise stiegen als Reaktion auf Sorgen über die geopolitische Lage um 17,7 %. Grund dieser Besorgnis waren unter anderem die sich verschärfenden Spannungen im Nahen Osten und das Eindringen ukrainischer Truppen auf russisches Gebiet. Letzteres nährte die Befürchtung der Anleger, dass es zu Lieferstörungen auf der ukrainischen Transitroute für Gas kommen könnte.

**In den Vereinigten Staaten entwickelt sich die Konjunktur – vor dem Hintergrund einer anhaltenden Anpassung am Arbeitsmarkt und der schrittweise nachlassenden Inflation – immer noch robust.** Das reale BIP wuchs im zweiten Quartal 2024 um 0,7 %. Gestützt wurde es durch eine kräftige Inlandsnachfrage und die Vorratsveränderungen, die den negativen Beitrag der deutlichen Ausweitung der Einfuhren mehr als ausglich. Auch die robuste Entwicklung der Konsumausgaben verlieh der Wirtschaft Auftrieb. Hochfrequente Indikatoren deuten kurzfristig auf ein anhaltendes, wenngleich leicht rückläufiges Wachstum hin. Für eine bevorstehende Rezession gibt es keinerlei Anzeichen. Im August kamen bei den Marktteilnehmern im Zuge der Veröffentlichung des Berichts zu den US-amerikanischen Beschäftigungszahlen für Juli vermehrt Befürchtungen hinsichtlich einer möglichen Rezession auf. Auch die anschließende Volatilität an den internationalen Finanzmärkten, die jedoch inzwischen nachgelassen hat, spielte hierbei eine Rolle. Die Nowcasts der EZB und die von den regionalen Banken des Federal Reserve System erstellten Nowcasts weisen auf eine leichte Wachstumsabschwächung im dritten Quartal hin. Diese steht im Einklang mit den verzögerten Auswirkungen des restriktiven geldpolitischen Kurses der US-Notenbank auf die Wirtschaftstätigkeit. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich zwar weiter etwas eingetrübt, doch insgesamt blieb sie robust. Die Zunahme der Beschäftigtenzahl außerhalb der Landwirtschaft lag im August geringfügig unter den Markterwartungen und auch unter dem durchschnittlichen monatlichen Anstieg der vorangegangenen zwölf Monate. Zugleich ging die Arbeitslosenquote leicht auf 4,2 % zurück. Die Erwerbsbeteiligung blieb indessen stabil. Die am VPI gemessene jährliche Gesamtinflation verringerte sich im August etwas deutlicher als erwartet und lag bei 2,5 % (nach 2,9 % im Juli). Damit fiel der Anstieg der jährlichen Gesamtteuerungsrate so gering aus wie seit März 2021 nicht mehr. Die jährliche VPI-Kerninflation belief sich dagegen im August wie schon im Vormonat auf 3,2 %.

**In China kühlt sich die Konjunktur ab, während die neuen Maßnahmen zur Stabilisierung des Immobiliensektors ihre Wirkung auf den Wohnimmobilienmarkt noch nicht entfaltet haben.** Das Wachstum des realen BIP verlangsamte sich merklich von 1,5 % im ersten Quartal auf 0,7 % im zweiten Quartal 2024. Dies war darauf zurückzuführen, dass der Abschwung am Immobilienmarkt die Konsumausgaben bremste und die Impulse des Ende 2023 aufgelegten Konjunkturprogramms nachließen. Die Konjunkturdaten für Juli fielen zumeist schwach aus. In manchen Bereichen des verarbeitenden Gewerbes und bei den Ausfuhren gab es allerdings auch einige positive Signale. Das Wachstum der Einzelhandelsumsätze war gedämpft, und die Industrieproduktion schwächte sich weiter ab. Trotz recht umfangreicher Investitionen im verarbeitenden Gewerbe und in

die Infrastruktur entwickelten sich die Anlageinvestitionen erneut verhalten, da die Investitionstätigkeit im Immobilienbereich zurückging. Die Ausfuhren blieben dank der sinkenden Exportpreise der wichtigste Wachstumsmotor. Das jährliche Wachstum der nominalen Ausfuhren zeigte sich im Juli nach wie vor robust, wenngleich es überraschend stark nachgab. Die chinesischen Produzenten erzielten über sämtliche wichtigen Produktkategorien hinweg deutliche Anstiege ihrer Exportvolumina. Zu verdanken war dies der Tatsache, dass die sinkenden Exportpreise die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen stärkten. Am Immobilienmarkt zeichnet sich noch immer keine Bodenbildung ab, weshalb von ihm weiterhin negative Wachstumsimpulse ausgehen. Das Mitte Mai angekündigte neue Stützungspaket und frühere Maßnahmen müssen ihre Wirkung erst noch entfalten. Aufgrund der recht enttäuschenden Wachstumsaussichten zeigen sich die chinesischen Behörden zunehmend besorgt, ob das Wachstumsziel von „rund 5 %“ erreicht werden kann. Am 30. Juli 2024 forderte das Politbüro der Kommunistischen Partei Chinas mehr Maßnahmen zur Stützung des Konsums. Die am VPI-Gesamtindex gemessene Teuerung zog im August leicht an, wohingegen die VPI-Kerninflation wie auch die Teuerung auf der Erzeugerebene weiter nachgaben. Die vor allem an den privaten Konsumausgaben ablesbare schleppende Inlandsnachfrage, die durch widrige Bedingungen am Immobilienmarkt und die schwache Entwicklung der Preise in der Industrie bedingt ist, lässt darauf schließen, dass der Inflationsdruck in der chinesischen Wirtschaft gedämpft bleiben wird.

**Im Vereinigten Königreich zog das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal 2024 kräftig an. Zugleich erhöhte sich die Inflation leicht.** Das reale BIP stieg im zweiten Quartal 2024 um 0,6 % an. Der Wert lag damit nur geringfügig unter der im Vorquartal verbuchten Wachstumsrate von 0,7 %. Nachdem die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs im vergangenen Jahr eine milde technische Rezession durchlaufen hatte, nahm sie in der ersten Jahreshälfte 2024, gestützt durch die Inlandsnachfrage, wieder überraschend stark an Fahrt auf. Die Einfuhren – vor allem solche aus Schwellenländern – nahmen deutlich zu. Grund hierfür könnte das Vorziehen von Importen sein, das auch auf globaler Ebene zu beobachten ist. Die Wachstumsdynamik dürfte sich im zweiten Halbjahr abschwächen. Ungeachtet der derzeit positiven Konjunktorentwicklung wird sich das Wachstum den Projektionen zufolge verlangsamen. Dies ist vor dem Hintergrund des anhaltend restriktiven finanz- und geldpolitischen Kurses zu sehen. Die neu gewählte Labour-Regierung hat sich dazu verpflichtet, die seit Langem bestehenden Fiskalregeln einzuhalten. Dadurch vermindert sich ihr Handlungsspielraum zur Ankurbelung der Nachfrage. Was den monetären Bereich betrifft, so sind die Realzinsen spürbar gestiegen, da die Inflation in den vergangenen Monaten zurückgegangen ist und nun annähernd das Ziel der Bank of England erreicht hat. Trotz dieser Bremsfaktoren erwachsen aus der anhaltenden Robustheit der privaten Haushalte und Unternehmen einige Aufwärtsrisiken. So nimmt die Sparquote weiter zu und die Reallöhne steigen an, was durch das solide Lohnwachstum und die nur geringfügig höhere Arbeitslosigkeit bedingt ist. Dies könnte den Privathaushalten im Vereinigten Königreich Spielraum verleihen, ihre Ausgaben ungeachtet der restriktiven Maßnahmen der Politik auszuweiten. Die VPI-Gesamtteuerungsrate erhöhte sich im Juli auf 2,2 %, nachdem sie im Mai und Juni bei 2,0 % gelegen hatte. Diese Entwicklung war erwartet worden und spiegelte das Auslaufen energiepreisbezogener negativer Basiseffekte wider.



Die ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnete VPI-Kerninflation sank von 3,5 % im Juni auf 3,3 % im Juli. Verantwortlich hierfür war ein geringerer Preisauftrieb bei den Dienstleistungen. Der Rückgang der Dienstleistungsinflation fiel stärker aus als von den Märkten wie auch der Bank of England erwartet. Zum Teil war er der Tatsache geschuldet, dass sich die energiepreisbedingten Zweitrundeneffekte allmählich zurückbildeten. Allerdings bleibt der Inflationsabbau mit Aufwärtsrisiken behaftet, denn der Preisauftrieb im Dienstleistungsverkehr erwies sich im laufenden Jahr als unerwartet hartnäckig. Die britische Notenbank läutete im Juli einen geldpolitischen Lockerungszyklus ein, indem sie auf Basis der Datenlage ihren Leitzins von 5,25 % auf 5,0 % senkte.

## 2 Konjunktorentwicklung

*Das Wirtschaftswachstum im Euroraum belief sich im zweiten Quartal auf 0,2 % nach 0,3 % im ersten Quartal und blieb damit hinter den von Fachleuten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom Juni 2024 zurück. Der Außenhandel leistete im zweiten Quartal einen positiven Beitrag, während die Binnennachfrage zurückging. Aktuelle Informationen deuten für das dritte Quartal 2024 auf ein anhaltendes, wenn auch verhaltenes Wachstum hin. Die Ergebnisse aus den Branchenumfragen haben sich leicht abgeschwächt. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch die stärker eingetrübte Stimmung am Arbeitsmarkt. Die Erholung wird nach wie vor hauptsächlich vom Dienstleistungssektor getragen, der im dritten Quartal kräftigen Auftrieb durch die Olympischen Spiele in Paris erhielt. Die Entwicklung in der Industrie fiel hingegen sowohl mit Blick auf die Produktion als auch auf den Auftragseingang vor dem Hintergrund hoher Unsicherheit abermals schwach aus. In der Vorausschau dürfte sich das reale BIP im Zuge eines weiteren Anstiegs der Realeinkommen, einer höheren Auslandsnachfrage und der nachlassenden dämpfenden Wirkung der restriktiven Geldpolitik weiter erholen. Der anhaltende Anstieg der real verfügbaren Einkommen wird den Erwartungen zufolge die privaten Konsumausgaben stützen, die sich ab der zweiten Jahreshälfte 2024 als der wichtigste Wachstumstreiber erweisen sollten. Auch der nach wie vor robuste Arbeitsmarkt dürfte in Verbindung mit dem allmählich zunehmenden Verbrauchervertrauen und der nachlassenden Unsicherheit die privaten Konsumausgaben stärken.*

*Dieser Ausblick spiegelt sich weitgehend in den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2024 wider. Den darin enthaltenen Berechnungen zufolge wird das jährliche reale BIP 2024 um 0,8 % steigen und sich dann in den Jahren 2025 und 2026 um 1,3 % bzw. 1,5 % erhöhen.<sup>4</sup>*

**Der jüngsten Schätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im zweiten Quartal 2024 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, nachdem im ersten Vierteljahr ein Plus von 0,3 % verzeichnet wurde** (siehe Abbildung 4). Der Außenhandel leistete im zweiten Quartal einen positiven, die Binnennachfrage hingegen einen negativen Wachstumsbeitrag. Der Beitrag der Vorratsveränderungen fiel neutral aus. Die Verbesserung der Wertschöpfung insgesamt war ausschließlich dem Dienstleistungssektor zu verdanken, da die Wertschöpfung in der Industrie und im Baugewerbe sank.

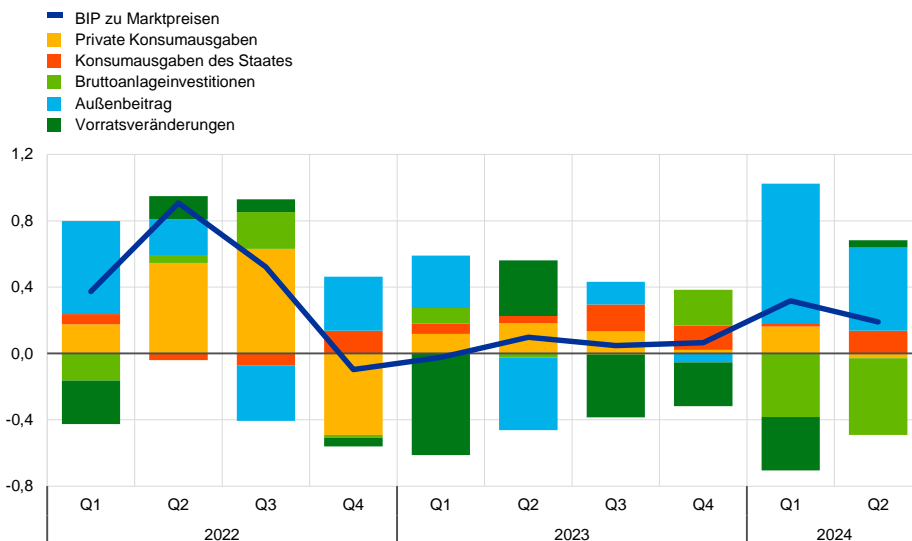
---

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

## Abbildung 4

### Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten im Euroraum

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

### Umfragedaten deuten darauf hin, dass das Wachstum auch im dritten Quartal 2024 von den Dienstleistungen getragen wird.

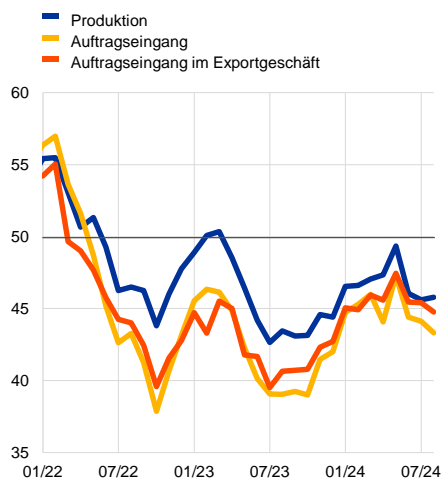
Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor belief sich im Durchschnitt der Monate Juli und August auf 50,6 Punkte, verglichen mit 51,6 Punkten im zweiten Quartal 2024. Somit hat sich der Index, der nach wie vor ein Wachstum signalisiert, seit Beginn seiner Aufwärtsbewegung im Oktober 2023 solide gezeigt, auch wenn er sich zuletzt leicht abschwächte. Nach Sektoren betrachtet verharrte der EMI für die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im Juli und August im kontraktiven Bereich und beendete die im Sommer 2023 begonnene Aufwärtsbewegung (siehe Abbildung 5, Grafik a). Der eher zukunftsgerichtete Index für den Auftragseingang zeigte ein ähnliches Muster. Insgesamt lassen diese Indikatoren angesichts der verhaltenen Nachfrage nach Waren und der Auswirkungen der zurückliegenden geldpolitischen Straffung auf eine anhaltende Schwäche in der Industrie schließen. Die EMI-Daten für den Dienstleistungssektor, der die Erholung der Wirtschaftstätigkeit bislang getragen hat, deuten sowohl bei der Geschäftstätigkeit als auch beim Auftragseingang weiterhin auf ein positives Wachstum hin (siehe Abbildung 5, Grafik b). Zudem profitierte der Dienstleistungssektor von dem Ausgabenanstieg bei den kontaktintensiven Dienstleistungen, der durch die Olympischen Spiele in Paris ausgelöst wurde. Die Entwicklung des EMI lässt darauf schließen, dass die aktuellen sektoralen Unterschiede auf kurze Sicht bestehen bleiben dürften.

## Abbildung 5

### Einkaufsmanagerindex (EMI) für einzelne Sektoren

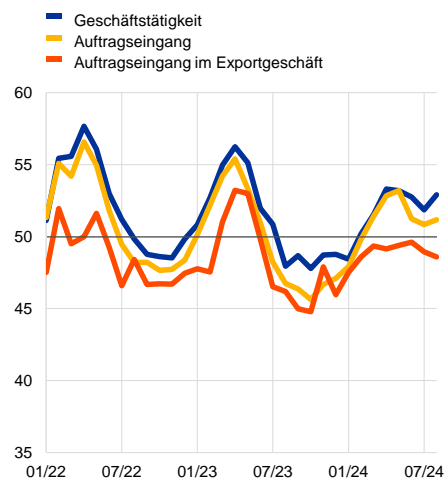
#### a) Verarbeitendes Gewerbe

(Diffusionsindizes)



#### b) Dienstleistungssektor

(Diffusionsindizes)



Quelle: S&P Global Market Intelligence.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024.

#### Das Beschäftigungswachstum hat sich im zweiten Quartal 2024 verlangsamt.

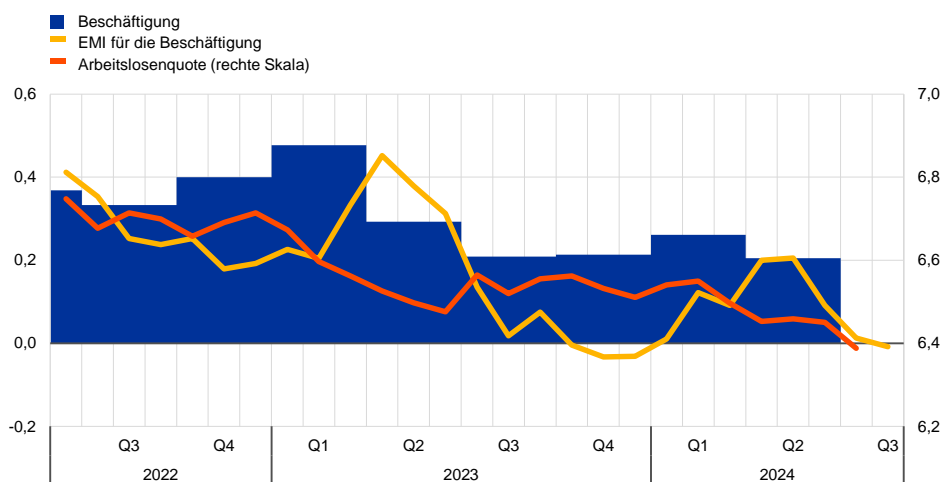
Die Beschäftigung erhöhte sich im zweiten Quartal um 0,2 % (siehe Abbildung 6, Grafik a), was hauptsächlich der anhaltenden, wenngleich sich abschwächenden Zunahme der Erwerbspersonen zuzuschreiben war. Die Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen und die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden blieben im zweiten Jahresviertel 2024 stabil. Die Arbeitslosenquote sank geringfügig von 6,5 % im Juni auf 6,4 % im Juli. Maßgeblich dafür war die rückläufige Zahl der Arbeitslosen und ein langsamerer Wachstum der Erwerbspersonenzahl. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat sich gegenüber dem nach der Pandemie verzeichneten hohen Niveau etwas abgeschwächt. So ging die Vakanzquote im zweiten Quartal auf 2,6 % zurück. Sie ist damit 0,3 Prozentpunkte niedriger als im Vorquartal und liegt nun näher an ihrem vor der Pandemie verzeichneten Höchststand.

## Abbildung 6

Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote im Euroraum sowie EMI für die Beschäftigung nach Sektoren im Euroraum

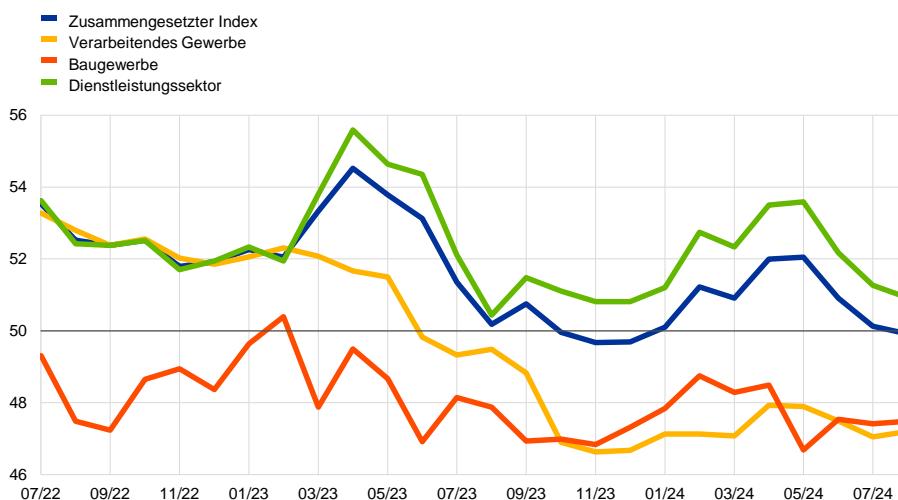
### a) Beschäftigung, EMI für die Beschäftigung und Arbeitslosenquote

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



### b) EMI für die Beschäftigung nach Sektoren

(Diffusionsindizes)



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

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

### Die kurzfristigen Arbeitsmarktindikatoren weisen darauf hin, dass die

**Beschäftigung im dritten Quartal 2024 nur geringfügig zugenommen hat.** Der

monatliche EMI für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor blieb im August weitgehend unverändert bei 49,9 Punkten.

Damit lag er leicht unterhalb des Wertes vom Juli (50,1 Punkte), was darauf

schließen lässt, dass sich das Beschäftigungswachstum weiter verlangsamen dürfte (siehe Abbildung 6, Grafik b). Der EMI für den Dienstleistungssektor sank von

51,3 Punkten im Juli auf 50,9 Punkte im August. Dagegen stiegen der EMI für die

Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und jener im Baugewerbe leicht an, verharren aber im kontraktiven Bereich.

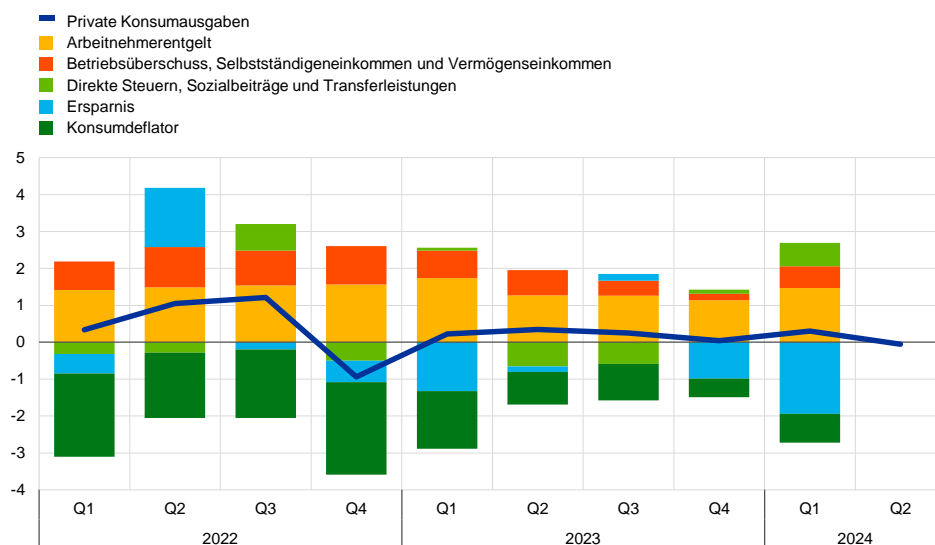
**Die privaten Konsumausgaben gingen im zweiten Quartal 2024 zurück, dürften aber wieder ansteigen.** Nach dem schwachen durchschnittlichen Wachstum der vorangegangenen Quartale sanken die privaten Konsumausgaben im zweiten Jahresviertel 2024 geringfügig. Diese gedämpfte Entwicklung steht im Gegensatz zu der seit Ende 2023 deutlich gestiegenen Kaufkraft der privaten Haushalte, die auf den Inflationsrückgang sowie ein höheres Arbeits- und Nichtarbeitseinkommen zurückzuführen ist (siehe Abbildung 7, Grafik a). Die Einkommenszuwächse führten zu einer höheren Ersparnisbildung der privaten Haushalte. Darin scheinen sich auch die restriktiveren Finanzierungsbedingungen (darunter die erhöhten Zinssätze und die nach wie vor strengen Vergaberichtlinien für Konsumentenkredite) und eine verhaltene Kreditaufnahme widerzuspiegeln. Auch die Tatsache, dass die privaten Haushalte vor dem Hintergrund eines robusten Arbeitsmarkts eine geringere Notwendigkeit sahen, auf Ersparnisse zurückzugreifen, spielte hier eine Rolle. Darüber hinaus herrscht nach wie vor Unsicherheit und das Verbrauchervertrauen bleibt verhalten (siehe Kasten 3). Aktuelle Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht steigen werden. Die von der Europäischen Kommission erhobenen Indikatoren für die Geschäftserwartungen bezüglich der Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und die Erwartungen für den Einzelhandel in den kommenden drei Monaten verbesserten sich im August und lagen nach wie vor über ihrem vor der Pandemie verzeichneten Durchschnittswert bzw. näherten sich diesem weiter an (siehe Abbildung 7, Grafik b). Die Erwartungen der Verbraucher, in den kommenden zwölf Monaten größere Anschaffungen zu tätigen, übertrafen im Juli ihr Vorpandemieniveau und blieben im August in der Nähe dieses Wertes. Sie weisen somit ebenfalls auf eine anziehende Nachfrage hin. Die Ergebnisse der jüngsten Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen lassen zugleich eine zunehmende Bereitschaft erkennen, in den kommenden zwölf Monaten größere Anschaffungen vorzunehmen. Auch legen sie nahe, dass die erwartete Nachfrage nach Urlaubsreisen hoch blieb.

## Abbildung 7

Zerlegung des Wachstums der privaten Konsumausgaben sowie Erwartungen für kontaktintensive Dienstleistungen, Einzelhandel und größere Anschaffungen

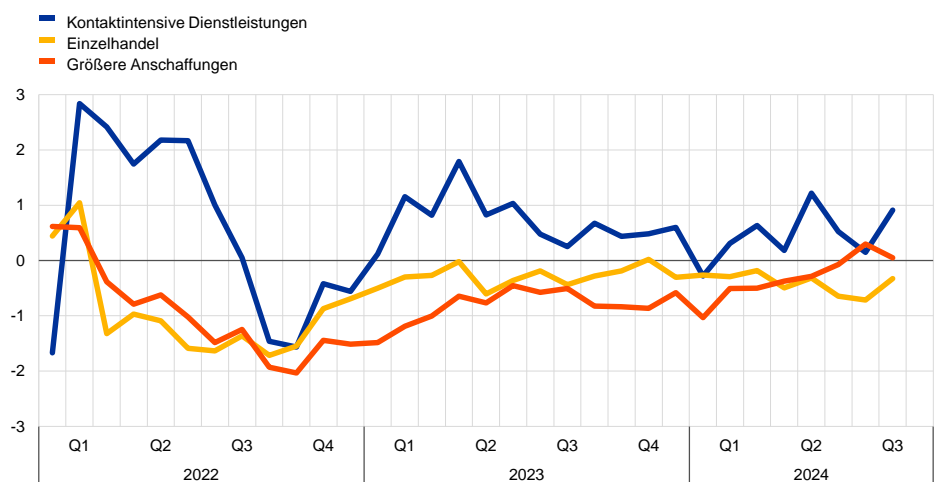
### a) Zerlegung des Wachstums der privaten Konsumausgaben

(Veränderung gegen Vorquartal in %; Beiträge in Prozentpunkten)



### b) Erwartungen

(standardisierte Salden in %)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

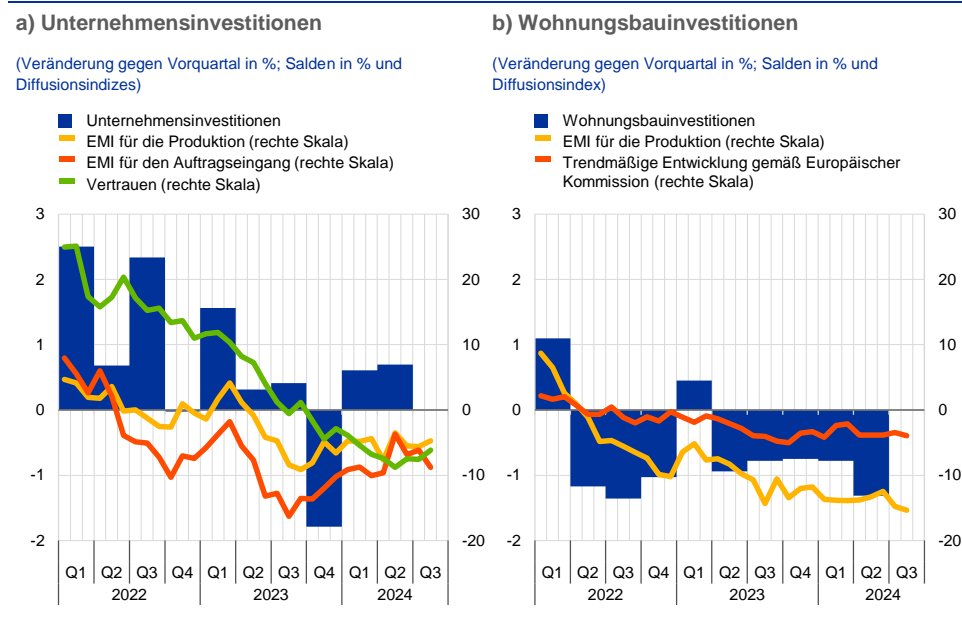
Anmerkung: In Grafik a beziehen sich die jüngsten Angaben auf das zweite Quartal 2024 (private Konsumausgaben) bzw. das erste Quartal 2024 (Beiträge). In Grafik b beziehen sich die Geschäftserwartungen für die Nachfrage nach kontaktintensiven Dienstleistungen und die Einzelhandelserwartungen auf die nächsten drei Monate. Die Verbrauchererwartungen für größere Anschaffungen beziehen sich hingegen auf die nächsten zwölf Monate. Aufgrund der Datenverfügbarkeit ist die erste Datenreihe für den Zeitraum von Januar 2005 bis Januar 2019 standardisiert, die beiden anderen Datenreihen für den Zeitraum von 1999 bis 2019. Kontaktintensive Dienstleistungen umfassen Gastgewerbe/Beherbergung und Gastronomie sowie Reiseverkehr. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024.

**Die Unternehmensinvestitionen nahmen im zweiten Quartal 2024 moderat zu, ihr Wachstum dürfte jedoch in der zweiten Jahreshälfte geringer ausfallen.** Die Investitionen ohne Bau (unter Ausschluss der immateriellen Investitionen in Irland) stiegen im zweiten Quartal 2024 um 0,7 %. Unter Berücksichtigung der immateriellen Investitionen in Irland gingen sie um 3,7 % zurück. Die bis August vorliegenden Kurzfristindikatoren für den Investitionsgütersektor lassen auf eine



weitere Schwäche im dritten Quartal schließen (siehe Abbildung 8, Grafik a). Der EMI für die Produktion bewegte sich im laufenden Jahr weitgehend seitwärts, und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator verzeichnete in den vergangenen Monaten einen leichten Anstieg ausgehend von einem niedrigen Niveau. Zukunftsgerichtete Indikatoren für diesen Sektor, wie etwa der EMI für den Auftragseingang im August, gingen zurück. Auf kurze Sicht dürfte die schwache Nachfrage das Investitionswachstum bremsen, was vor dem Hintergrund einer rückläufigen Kapazitätsauslastung und einer immer noch erhöhten Unsicherheit zu sehen ist. Laut der von der Europäischen Kommission im Juli veröffentlichten Umfrage für das dritte Quartal 2024 wird die Produktion im Investitionsgütersektor durch die Nachfrage weniger stark gestützt als bisher. Umfragedaten der Europäischen Kommission zeigen, dass die Kapazitätsauslastung abnimmt und die Einschätzung vorherrscht, dass Räumlichkeiten und Ausrüstung immer weniger als produktionshemmende Faktoren für die Wirtschaft erachtet werden. Dies deutet darauf hin, dass der unmittelbare Bedarf an einer Ausweitung der Investitionen ebenfalls nachgelassen hat. Auch die erhöhte Unsicherheit und geopolitische Risiken könnten dazu beigetragen haben, dass Investitionsvorhaben aufgeschoben werden. Aufgrund des erwarteten Nachfrageanstiegs, der nachlassenden Auswirkungen der restriktiven Finanzierungsbedingungen und des großen Investitionsbedarfs beim ökologischen und digitalen Wandel dürfte sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen auf mittlere Sicht fortsetzen.

**Abbildung 8**  
Entwicklung der realen Investitionen und Umfrageergebnisse



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, S&P Global Market Intelligence und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Linien stellen die monatliche Entwicklung, die Balken Quartalswerte dar. 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 EMI-Linien beziehen sich auf die Antworten der Unternehmen aus dem Investitionsgütersektor. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Unternehmensinvestitionen) bzw. August 2024 (übrige Angaben). In Grafik b stellt die Linie für den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator der trendmäßigen Entwicklung den gewichteten Durchschnitt der Einschätzung des konjunkturellen Trends in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten im Vergleich zu den vorangegangenen drei Monaten dar. Der Indikator ist reskaliert, um dieselbe Standardabweichung wie für den EMI zu erhalten. Die Linie für den EMI für die Produktion bezieht sich auf den Wohnungsbau. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Wohnungsbauinvestitionen) bzw. August 2024 (EMI für die Produktion und von der Europäischen Kommission veröffentlichter Indikator der trendmäßigen Entwicklung).

**Die Wohnungsbauinvestitionen sanken im zweiten Quartal 2024 deutlich und dürften auf kurze Sicht weiter zurückgehen, allerdings etwas weniger stark als bisher.**

Im zweiten Quartal 2024 sanken die Wohnungsbauinvestitionen im Euroraum um 1,3 %, während sich die Produktion im Hochbau und bei den spezialisierten Bautätigkeiten um 0,2 % verringerte. Umfragebasierte Konjunkturindikatoren deuten auf einen weiteren Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen im dritten Quartal 2024 hin. So verharrten sowohl der EMI für die Produktion im Wohnungsbau als auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Indikator der Entwicklung der vergangenen drei Monate in den Sektoren Hochbau und spezialisierte Bautätigkeiten bis August im kontraktiven Bereich (siehe Abbildung 8, Grafik b). Allerdings dürfte sich der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen verlangsamen. Aus der Umfrage der Europäischen Kommission lässt sich für das dritte Quartal ein erneuter Anstieg der kurzfristigen Renovierungsvorhaben und der Bau- bzw. Kaufabsichten der privaten Haushalte im Immobilienbereich ablesen. Zugleich geht aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen hervor, dass der Anteil der privaten Haushalte, die Wohnimmobilien als gute Wertanlage betrachten, im Juli vor dem Hintergrund sich stabilisierender Zinserwartungen abermals zunahm. Laut der Umfrage zum Kreditgeschäft vom Juli rechnen die Banken überdies mit einer weiter steigenden Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im dritten Quartal des laufenden Jahres. All dies deutet auf eine allmähliche Verbesserung der Nachfrage nach Wohnimmobilien hin, sodass die Wohnungsbauinvestitionen im weiteren Verlauf die Talsohle durchschreiten dürften.

**Das Exportwachstum des Euroraums schwächte sich im zweiten Quartal 2024 merklich ab.**

Nachdem es im ersten Quartal 2024 angestiegen war, verlangsamte es sich im zweiten Quartal auf 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (wobei Irland aufgrund stark volatiler Daten nicht berücksichtigt wurde). Diese Abschwächung unterstreicht die Herausforderungen im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit, denen sich die Exporteure des Eurogebiets trotz einer Erholung der weltweiten Nachfrage nach wie vor gegenübersehen. Gestützt wurde die Exportleistung insgesamt hingegen erneut durch die Ausfuhr von Dienstleistungen. Hierzu trug vor allem die robuste Nachfrage nach Reisedienstleistungen, unternehmensnahen Dienstleistungen und IKT-Dienstleistungen bei. Die jüngsten EMIs für den Auftragseingang im Exportgeschäft deuten darauf hin, dass die Exportleistung auf kurze Sicht verhalten bleibt. Zugleich scheint die frühere Erholung des Importwachstums im Euroraum an Dynamik zu verlieren. So stagnierte das Importwachstum im zweiten Quartal (und lag ohne Irland bei null), da das verarbeitende Gewerbe im Euroraum infolge der schwächeren Nachfrage weniger Vorleistungen bezog. Im Großen und Ganzen war dieser Rückgang der geringeren Warenausfuhr geschuldet. Der Beitrag des Außenhandels zum BIP belief sich im zweiten Quartal 2024 auf 0,5 %. Dieser positive Beitrag spiegelt höhere Ausfuhren als Einfuhren wider. Vor dem Hintergrund sich stabilisierender Importpreise ist die Verbesserung der Terms of Trade jedoch mittlerweile ins Stocken geraten.

**Die Wirtschaft im Euroraum wird sich den Erwartungen zufolge mittelfristig weiter erholen, was vor allem einer Belebung der privaten Konsumausgaben zu verdanken sein dürfte.**

Mit Blick auf die Zukunft dürfte sich das reale BIP im

Zuge eines weiteren Anstiegs der real verfügbaren Einkommen, einer höheren Auslandsnachfrage und der nachlassenden dämpfenden Wirkung der restriktiven Geldpolitik erholen. Der anhaltende Anstieg der real verfügbaren Einkommen wird den Erwartungen zufolge die privaten Konsumausgaben stützen, die sich ab der zweiten Jahreshälfte 2024 als der wichtigste Wachstumstreiber erweisen sollten. Auch der robuste Arbeitsmarkt dürfte in Verbindung mit dem allmählich zunehmenden Verbrauchervertrauen und der nachlassenden Unsicherheit die privaten Konsumausgaben stärken. Die Unternehmensinvestitionen werden sich den Projektionen zufolge im späteren Verlauf verbessern, was in erster Linie durch den nachlassenden, aber weiterhin vorhandenen dämpfenden Effekt der zurückliegenden geldpolitischen Straffung bedingt ist. Stützend dürften zudem die Binnen- und die Auslandsnachfrage zu Buche schlagen.

**Gemäß den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2024 wird sich das jährliche Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr auf 0,8 %, 2025 auf 1,3 % und 2026 auf 1,5 % belaufen.** Dies entspricht einer leichten Abwärtskorrektur gegenüber den Juni-Projektionen (-0,1 Prozentpunkte für alle drei Jahre), die vornehmlich auf einen schwächeren Beitrag der Binnennachfrage in den nächsten Quartalen zurückzuführen ist.

### 3 Preise und Kosten

*Die Gesamtinflation im Euroraum ging von 2,6 % im Juli 2024 auf 2,2 % im August zurück. Maßgeblich hierfür war der nachlassende Preisauftrieb bei Energie. Die meisten Messgrößen der zugrunde liegenden Inflation waren im Juli weitgehend unverändert, wobei insbesondere von den Löhnen ein starker Preisdruck ausging. Die Steigerungsrate der Arbeitskosten insgesamt schwächt sich jedoch ab. Dabei werden die Auswirkungen des nach wie vor hohen Arbeitskostendrucks auf die Inflation teilweise durch die Gewinne abgefedert. Dies stützt den fortdauernden Disinflationprozess. Im Berichtszeitraum blieben die Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen weitgehend stabil und lagen zumeist bei rund 2 %. Die marktbasieren Messgrößen waren rückläufig und näherten sich diesem Niveau an. Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2024 davon aus, dass die Gesamtinflation schrittweise von 2,5 % im Jahr 2024 auf 2,2 % im Jahr 2025 und 1,9 % im Jahr 2026 sinken wird.<sup>5</sup>*

**Die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Gesamtinflation im Euroraum fiel von 2,6 % im Juli auf 2,2 % im August** (siehe Abbildung 9)<sup>6</sup>. Ausschlaggebend hierfür waren niedrigere Preissteigerungsraten für Energie und Industrieerzeugnisse ohne Energie, welche die höheren Inflationsraten bei Nahrungsmitteln und Dienstleistungen mehr als ausglich. Die jährliche Änderungsrate für Energie sank deutlich von 1,2 % im Juli 2024 auf -3,0 % im August. Diese Abnahme war auf einen abwärtsgerichteten Basiseffekt infolge eines deutlichen Anstiegs der Energiepreise im August 2023 zurückzuführen. Die Teuerung bei Nahrungsmitteln stieg leicht von 2,3 % im Juli auf 2,4 % im August. Verantwortlich hierfür war eine höhere Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel, während jene der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel unverändert war. Die HVPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel (HVPIX) verringerte sich von 2,9 % im Juli auf 2,8 % im August, was durch einen Rückgang der Preissteigerungsrate bei den Industrieerzeugnissen ohne Energie von 0,7 % im Juli auf 0,4 % im August bedingt war. Damit wurde der Anstieg des Preisauftriebs bei den Dienstleistungen von 4,0 % im Juli auf 4,2 % im August mehr als aufgewogen. Die mittlerweile weitgehend normalisierten Wachstumsraten der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie spiegeln ein Nachlassen des vorherigen Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette wider. Die hartnäckigere Teuerung bei den Dienstleistungen hängt dagegen mit der größeren Bedeutung der Arbeitskosten für einige Dienstleistungspositionen und der verzögerten Preisanpassung bei anderen Positionen zusammen.

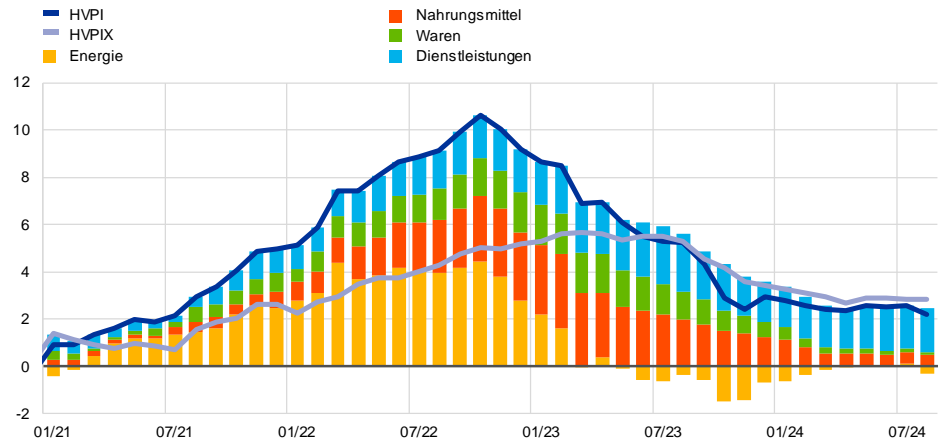
<sup>5</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2024.

<sup>6</sup> Stichtag für die in dieser Ausgabe des Wirtschaftsberichts enthaltenen Daten war der 11. September 2024. Die am 18. September 2024 veröffentlichten Daten zur HVPI-Inflation (endgültige Zahlen) haben bestätigt, dass die Gesamtinflation im August 2024 bei 2,2 % lag. Dabei betrug die Teuerungsrate für Nahrungsmittel im August wie auch im Juli 2,3 %, während jene für Dienstleistungen von 4,0 % im Juli auf 4,1 % im August stieg.

## Abbildung 9

### Gesamtinflation und Beiträge der Hauptkomponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

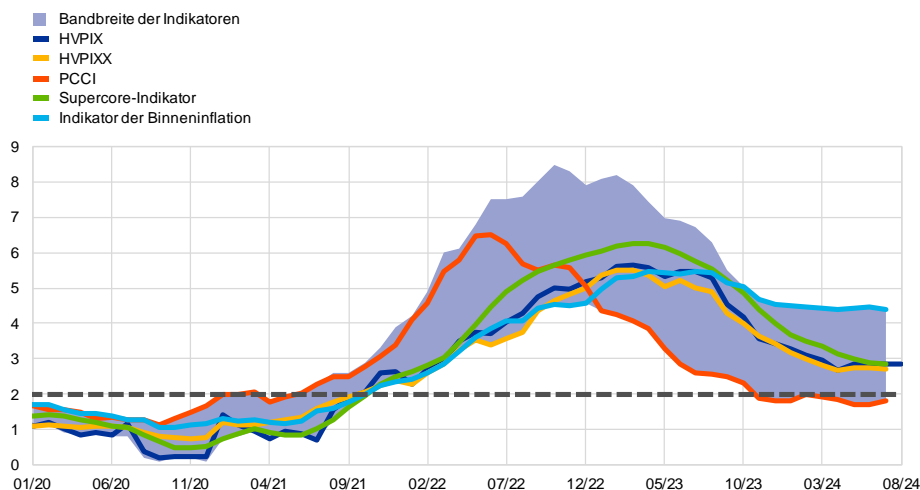
Anmerkung: Unter Waren sind Industrieerzeugnisse ohne Energie zu verstehen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024 (Schnellschätzung).

**Die meisten Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation blieben im Juli stabil, auch wenn sie unterschiedliche Niveaus aufwiesen** (siehe Abbildung 10). Im Juli 2024 (dem Monat, für den die aktuellsten Daten vorliegen) lagen die Werte in einer Spanne von 1,8 % bis 4,4 %. Mit der persistenten und gemeinsamen Komponente der Inflation (PCCI) soll über ein umfassendes Spektrum an Preisbewegungen hinweg die gemeinsame Komponente der Inflationsraten erfasst werden. Der PCCI-Indikator stellt derzeit das beste Barometer zur Messung der mittelfristigen Inflation nach der Pandemie dar. Er liegt am unteren Ende der Bandbreite, während der Indikator der Binneninflation (der HVPI-Positionen mit hohem Importgehalt ausschließt) am oberen Ende liegt. Der Supercore-Indikator, der konjunkturresistente HVPI-Komponenten umfasst, betrug im Juli ebenso wie im Vormonat 2,9 %. Die Teuerung nach dem HVPIXX (HVPIX-Inflation ohne Dienstleistungen im Reiseverkehr, Bekleidung und Schuhe) war im Juli mit 2,7 % ebenfalls unverändert, wohingegen der PCCI-Indikator leicht von 1,7 % im Juni auf 1,8 % im Juli zunahm. Der Indikator der Binneninflation sank im Juli geringfügig auf 4,4 %, lag damit jedoch weiterhin auf einem hartnäckig hohen Niveau. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Dienstleistungskomponenten wie Versicherungs-, Freizeit- und Beherbergungsdienstleistungen in diesem Indikator ein hohes Gewicht haben.

## Abbildung 10

### Indikatoren der zugrunde liegenden Inflation

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zur Ermittlung der Bandbreite der zugrunde liegenden Inflation wurden folgende Indikatoren herangezogen: HVPI ohne Energie, HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, HVPIX, HVPIXX, Indikator der Binneninflation, getrimmter Mittelwert (10 %), getrimmter Mittelwert (30 %), PCCI, Supercore-Indikator und ein gewichteter Median. In der Abbildung sind nur ausgewählte Indikatoren dargestellt. Die gestrichelte graue Linie stellt das mittelfristige Inflationsziel der EZB von 2 % dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024 (Schnellschätzung des HVPIX) bzw. Juli 2024 (übrige Indikatoren).

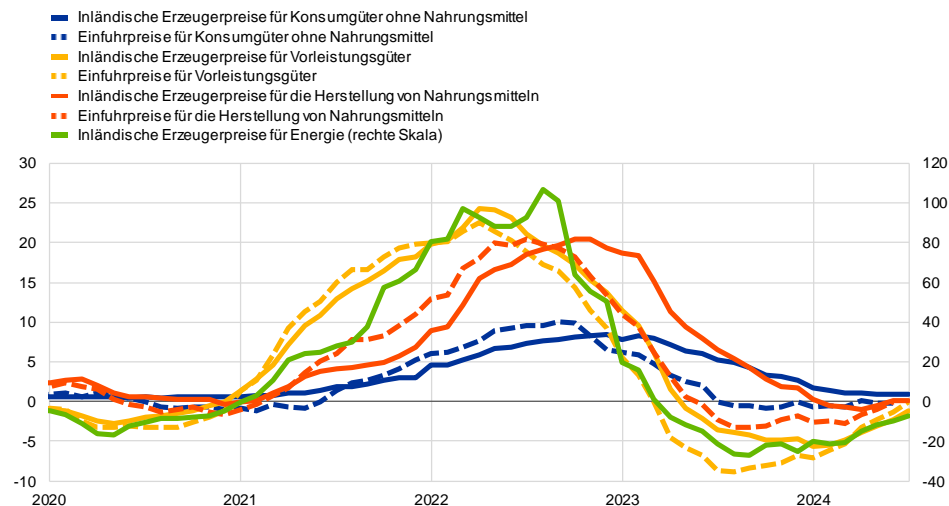
### Der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette blieb moderat, wenngleich sich nun eine Erhöhung vom bisher niedrigen Niveau abzeichnet (siehe Abbildung 11). Auf den vorgelagerten Stufen der

Wertschöpfungskette stieg die Änderungsrate der Erzeugerpreise für Energie, die seit März 2023 ein negatives Vorzeichen aufweist, von -9,6 % im Juni 2024 auf -6,9 % im Juli. Die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise für im Inland verkaufte Vorleistungsgüter verharrte ebenfalls im negativen Bereich, wenn auch etwas weniger tief als im Vormonat (-1,2 % im Juli nach -2,3 % im Juni). Die entsprechende jährliche Steigerungsrate der Einfuhrpreise lag im Juli bei null, nachdem sie im Juni -1,3 % betragen hatte. Auf den nachgelagerten Stufen war die Änderungsrate der inländischen Erzeugerpreise für Konsumgüter ohne Nahrungsmittel im Juli unverändert (+0,9 %). Gleiches galt für die Herstellung von Nahrungsmitteln. Dort belief sich die Änderungsrate nach wie vor auf 0,1 %. Der Importpreisdruck bei Konsumgütern erhöhte sich im Juli leicht. Teilweise war dies darauf zurückzuführen, dass die Jahresänderungsrate des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro nach einem vorangegangenen Anstieg weitgehend neutral wurde. Insgesamt stabilisierte sich der Preisdruck auf den vorgelagerten Stufen weitgehend und weist nun Anzeichen dafür auf, dass er sich von seinem niedrigen Niveau aus erhöht. Dies deutet darauf hin, dass die Abschwächung des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette, die nach vorherigen Kostenschöcks zu beobachten gewesen war, zum Ende gekommen ist.

## Abbildung 11

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

### Der am Anstieg des BIP-Deflators gemessene inländische Kostendruck verringerte sich im zweiten Quartal 2024 weiter, blieb jedoch insgesamt erhöht

(siehe Abbildung 12). Die Jahreswachstumsrate des BIP-Deflators verringerte sich von 3,6 % im ersten Quartal 2024 auf 3,0 % im zweiten Quartal. Dieser Rückgang war auf die niedrigeren Beiträge aller Hauptkomponenten zurückzuführen, wobei die Lohnstückkosten den stärksten abwärtsgerichteten Einfluss ausübten. Der geringere Beitrag der Lohnstückkosten war einer Abnahme des am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer gemessenen Lohnwachstums zuzuschreiben, das von 4,8 % im ersten Quartal 2024 auf 4,3 % im zweiten Quartal sank. Das am Arbeitnehmerentgelt je Stunde gemessene Lohnwachstum verringerte sich ebenfalls, und zwar von 5,0 % im ersten Quartal auf 4,2 % im zweiten Quartal. Der Anstieg der Tarifverdienste schwächte sich unterdessen von 4,7 % im ersten Quartal auf 3,5 % im zweiten Quartal ab. Der auf Basis der Daten zu den jüngsten Tarifabschlüssen erstellte zukunftsgerichtete Indikator der EZB für die Lohnentwicklung im Euroraum deutet aber darauf hin, dass die Tarifverdienste im dritten Quartal 2024 wieder stärker steigen werden.<sup>7</sup> Insgesamt signalisiert die jüngste Lohnentwicklung jedoch, dass der Ausgleich für die vergangene hohe Inflation und der entsprechende Aufholprozess bei den Reallöhnen an Bedeutung verlieren.<sup>8</sup> Den Projektionen zufolge wird das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer 2024 im Schnitt 4,5 % betragen. Im Verlauf des Projektionszeitraums dürfte es sich weiter abschwächen, aber aufgrund der nach wie vor angespannten Arbeitsmarktlage und des noch ausstehenden Inflationsausgleichs weiterhin über dem in der Vergangenheit verzeichneten Niveau liegen.

<sup>7</sup> Siehe Górnicka und Koester (Hrsg.), [A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 338, 2024.

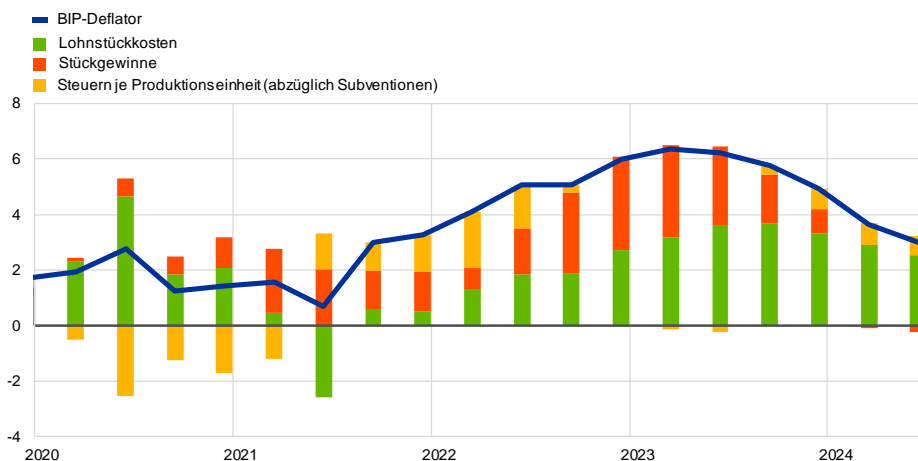
<sup>8</sup> Siehe Kasten 5.



## Abbildung 12

### 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 die Arbeitsproduktivität einen negativen Beitrag leistet.

**Die meisten umfragebasierten Indikatoren der längerfristigen Inflationserwartungen lagen bei rund 2 % und blieben damit weitgehend stabil. Die marktbasieren Messgrößen waren im Berichtszeitraum rückläufig und näherten sich dem Niveau der umfragebasierten Indikatoren an** (siehe Abbildung 13). Gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das dritte Quartal 2024 und der EZB-Umfrage unter geldpolitischen Analysten (SMA-Umfrage) vom September 2024 beliefen sich der Durchschnitt und der Median der längerfristigen Inflationserwartungen (für 2029) auf 2,0 %. Die marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs (die auf dem HVPI ohne Tabakwaren basieren) sanken am längeren Ende der Zinsstrukturkurve um etwa 27 Basispunkte. Der fünfjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in fünf Jahren lag bei rund 2,1 %. Hierbei gilt es zu beachten, dass diese marktbasieren Messgrößen des Inflationsausgleichs kein direktes Maß für die tatsächlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer darstellen, da sie auch Inflationsrisikoprämien enthalten. Die modellbasierten Schätzungen der tatsächlichen Inflationserwartungen ohne Inflationsrisikoprämien deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer auch weiterhin auf längere Sicht eine Inflationsrate von rund 2 % erwarten. Die marktbasieren Messgrößen der kurzfristigen Inflationsentwicklung im Euroraum gingen ebenfalls deutlich zurück. Dies legt den Schluss nahe, dass die Marktteilnehmer von einer weiter sinkenden Teuerung ausgehen, die im restlichen Jahresverlauf bei rund 2,0 % liegen wird, bevor sie sich dann im Folgejahr bei unter 2 % einpendelt. Die Revisionen der von den Marktteilnehmern gehegten Erwartungen lassen sich zum Teil mit dem weltweiten Rückgang der Energiepreise, insbesondere der Ölpreise, aber auch mit Sorgen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten begründen. Konkret gab der einjährige inflationsindexierte Termin-Swapsatz in einem Jahr über den Berichtszeitraum hinweg um 47 Basispunkte auf aktuell 1,7 % nach. Was die Verbraucherseite anbelangt, so scheinen sich die Inflationserwartungen in den letzten Monaten stabilisiert zu haben. Laut der Umfrage

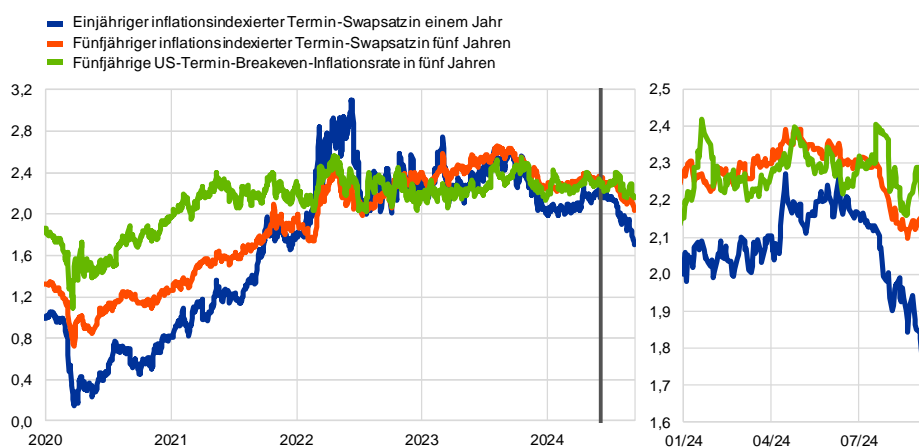
der EZB zu den Verbrauchererwartungen für Juli 2024 lag der Median der Erwartungen für die Gesamtinflation in den kommenden zwölf Monaten den dritten Monat in Folge unverändert bei 2,8 %. Die Erwartungen für die Inflation in drei Jahren stiegen indes leicht von 2,3 % im Juni auf 2,4 %. Die vergangenheitsbezogene Inflationswahrnehmung verringerte sich im Juli 2024, liegt jedoch weiterhin über den Erwartungen für die Inflation in einem und in drei Jahren.

### Abbildung 13

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

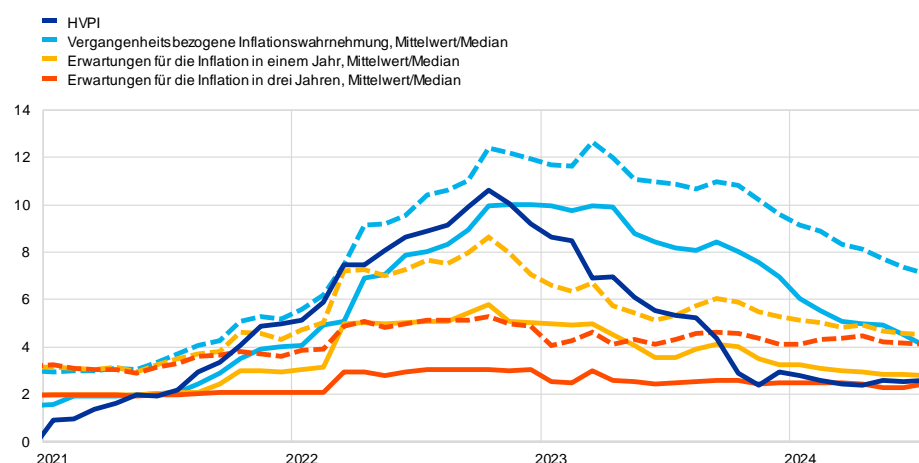
##### a) Marktbasierte Messgrößen des Inflationsausgleichs

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

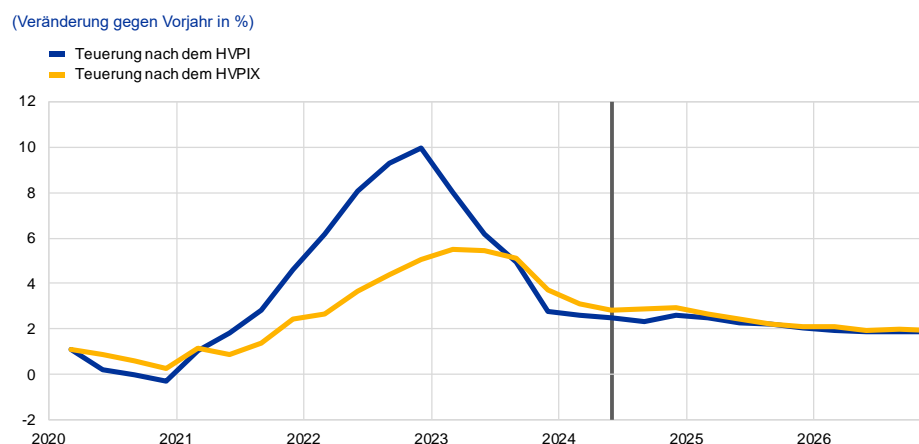


Quellen: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES-Umfrage und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Grafik a zeigt die inflationsindexierten Termin-Swapsätze über verschiedene Zeithorizonte für den Euroraum und die fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren für die Vereinigten Staaten. Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. Juni 2024. In Grafik b stellen die gestrichelten Linien den Mittelwert und die durchgezogenen Linien den Median dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2024 (Terminsätze), August 2024 (Schnellschätzung des HVPI) bzw. Juli 2024 (übrige Messgrößen).

**Die Fachleute der EZB gehen in ihren gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen vom September 2024 davon aus, dass die Gesamtinflation im Jahr 2024 bei durchschnittlich 2,5 % liegen und sich dann auf 2,2 % im Jahr**

**2025 und 1,9 % im Jahr 2026 verringern wird** (siehe Abbildung 14). Den Projektionen zufolge wird die Gesamtinflation im vierten Quartal 2024 leicht steigen, vor allem aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen, bevor sie anschließend wieder auf einen Abwärtspfad einschwenkt. Der im Jahr 2024 insgesamt erwartete Rückgang spiegelt die kontinuierliche Abnahme des Preisdrucks auf den vorgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette sowie die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung wider. Der Preisdruck dürfte in den kommenden Jahren weiterhin schrittweise nachlassen, da die Aufwärtseffekte des Drucks, der vor dem Hintergrund der angespannten Arbeitsmarktlage vom Lohnwachstum und vom Inflationsausgleich ausgeht, stetig abnehmen. Verglichen mit den Projektionen vom Juni 2024 blieben die Annahmen für die Gesamtinflation unverändert. Mit Blick auf die HVPIX-Inflation wurden die Annahmen im Vergleich zu den Projektionen vom Juni 2024 sowohl für 2024 als auch für 2025 um 0,1 Prozentpunkte leicht nach oben revidiert. Dies ist durch einen unerwartet hohen Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen bedingt. Zugleich gehen die Fachleute der EZB weiterhin von einem raschen Rückgang der Kerninflation aus, die von 2,9 % im Jahr 2024 auf 2,3 % im Jahr 2025 und 2,0 % im Jahr 2026 sinken dürfte.

**Abbildung 14**  
Teuerung nach dem HVPI und HVPIX im Euroraum



Quellen: Eurostat und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2024.

Anmerkung: Die graue vertikale Linie markiert das letzte Quartal vor dem Beginn des Projektionszeitraums. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Ist-Daten) bzw. das vierte Quartal 2026 (Projektionen). Die gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen der EZB vom September 2024 wurden am 29. August 2024 fertiggestellt; Stichtag für die technischen Annahmen war der 16. August 2024. Sowohl die historischen als auch die Ist-Daten für die Teuerung nach dem HVPI und nach dem HVPIX werden vierteljährlich ausgewiesen.

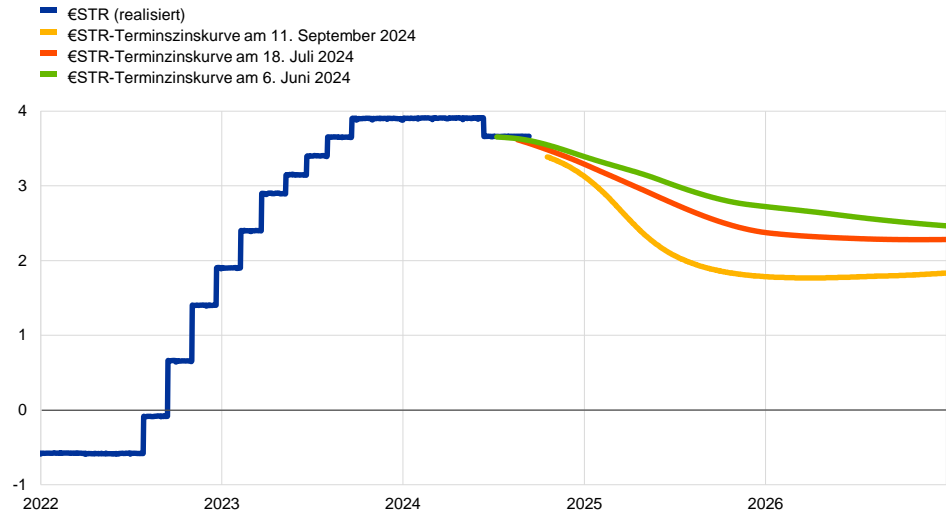
## 4 Finanzmarktentwicklungen

*Vor dem Hintergrund einer allgemeinen Neubewertung der Aussichten für das Wirtschaftswachstum und die Inflation waren die risikofreien Zinssätze im Berichtszeitraum (6. Juni bis 11. September 2024) in den großen Industrieländern rückläufig. Im Euroraum sanken die Terminzinssätze über alle Laufzeiten hinweg, da die Marktteilnehmer mit insgesamt rascheren und stärkeren Leitzinssenkungen rechneten. So implizierten die Terminzinssätze am Ende des Berichtszeitraums kumulierte Leitzinssenkungen um rund 60 Basispunkte bis zum Jahresende, wobei die Senkung um 25 Basispunkte auf der September-Sitzung des EZB-Rats von den Märkten voll eingepreist wurde. Auch die langfristigen risikofreien Nominalzinssätze im Euroraum verringerten sich, was vor allem dem niedrigeren Inflationsausgleich geschuldet war. Die langfristigen Realzinsen gaben ebenfalls nach. Darüber hinaus gingen die Renditen von Staatsanleihen zurück, wenn auch in geringerem Maße als die risikofreien Zinssätze. Eine gewisse Volatilität zeigte sich dabei rund um die vorgezogenen Neuwahlen in Frankreich und die Verkaufswelle an den weltweiten Aktienmärkten Anfang August. Die Notierungen für risikoreiche Anlagen schwankten im Berichtszeitraum stark. Anfang August gaben die Aktienkurse deutlich nach, was auf die nachlassende Risikobereitschaft und schwache globale gesamtwirtschaftliche Daten zurückzuführen war. Obwohl die Aktienkurse der Unternehmen im Euroraum die Verluste von Anfang August inzwischen weitgehend wettgemacht haben, liegen sie infolge nach unten angepasster Gewinnerwartungen und höherer Risikoprämien nach wie vor unter dem Niveau des Monats Juni. An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht auf, blieb jedoch in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil.*

**Die Terminzinskurve für den Overnight Index Swap (OIS) hat sich seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats nach unten verschoben, da die Marktteilnehmer mit insgesamt rascheren und stärkeren Leitzinssenkungen rechnen** (siehe Abbildung 15). Nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung im Juni – wie allgemein erwartet – beschlossen hatte, die EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte zu senken, notierte der Referenzzinssatz €STR (Euro Short-Term Rate) im Berichtszeitraum im Schnitt bei 3,7 %. Die Überschussliquidität sank vom 6. Juni bis zum 11. September um rund 130 Mrd. € auf 3 072 Mrd. €. Geschuldet war dies vor allem Rückzahlungen der im Rahmen der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) aufgenommenen Mittel im Juni sowie der Reduzierung der zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapierbestände, da das Eurosystem die Tilgungsbeträge der Wertpapiere bei Fälligkeit nicht mehr in das Portfolio zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wieder anlegt und Tilgungsbeträge nur noch teilweise in das Portfolio des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) reinvestiert. Die auf dem €STR basierende OIS-Terminkurve hat sich seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats vor dem Hintergrund eines deutlichen Rückgangs der marktbasierenden Messgrößen des Inflationsausgleichs und schwacher globaler gesamtwirtschaftlicher Daten nach unten verschoben. Darin war eine Leitzinssenkung um 25 Basispunkte auf der September-Sitzung des EZB-Rats voll eingepreist. Während am 6. Juni noch kumulierte Zinssenkungen um insgesamt rund 35 Basispunkte bis zum Jahresende 2024 eingepreist wurden, waren es am 11. September insgesamt Zinssenkungen um rund 60 Basispunkte.

## Abbildung 15 €STR-Terminzinssätze

(in % p. a.)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

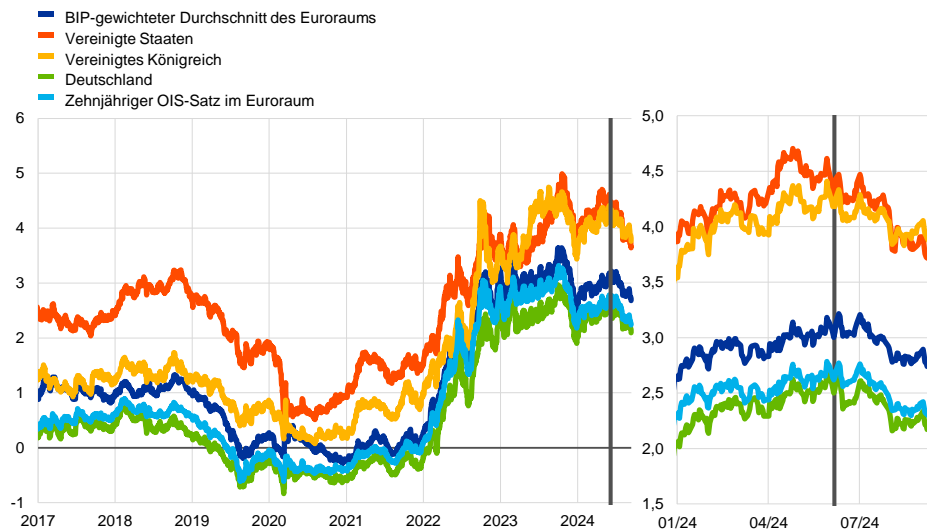
Anmerkung: Die Terminzinsskurve wird anhand von OIS-Kassasätzen (Referenzzinssatz €STR) geschätzt.

**Seit der Juni-Sitzung des EZB-Rats sind auch die langfristigen risikofreien Zinssätze im Euroraum gesunken, allerdings in geringerem Umfang als ihre Pendanten in den Vereinigten Staaten** (siehe Abbildung 16). Am Ende des Berichtszeitraums lag der zehnjährige OIS-Satz im Euroraum bei rund 2,2 % und damit 41 Basispunkte unter dem Stand von Anfang Juni. Der Rückgang der langfristigen risikofreien Nominalzinssätze war Ausdruck der niedrigeren Inflationskomponente. Zum Teil war dies auf die für den Euroraum veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten und erhöhte globale Risiken zurückzuführen, vor allem aber auf die veröffentlichten US-Wirtschaftsdaten, die dazu führten, dass sich die langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten noch weiter nach unten bewegten. So schwankten die langfristigen risikofreien Zinssätze in den USA im Berichtszeitraum stärker und gingen deutlicher zurück – insbesondere an den Tagen, an denen gesamtwirtschaftliche Daten veröffentlicht wurden. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen etwa sank um 63 Basispunkte auf 3,7 %. Folglich verringerte sich die Differenz zwischen den langfristigen risikofreien Zinssätzen im Euroraum und jenen der Vereinigten Staaten um etwa 20 Basispunkte. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs sank um 42 Basispunkte auf 3,8 %.

## Abbildung 16

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

(in % p. a.)



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

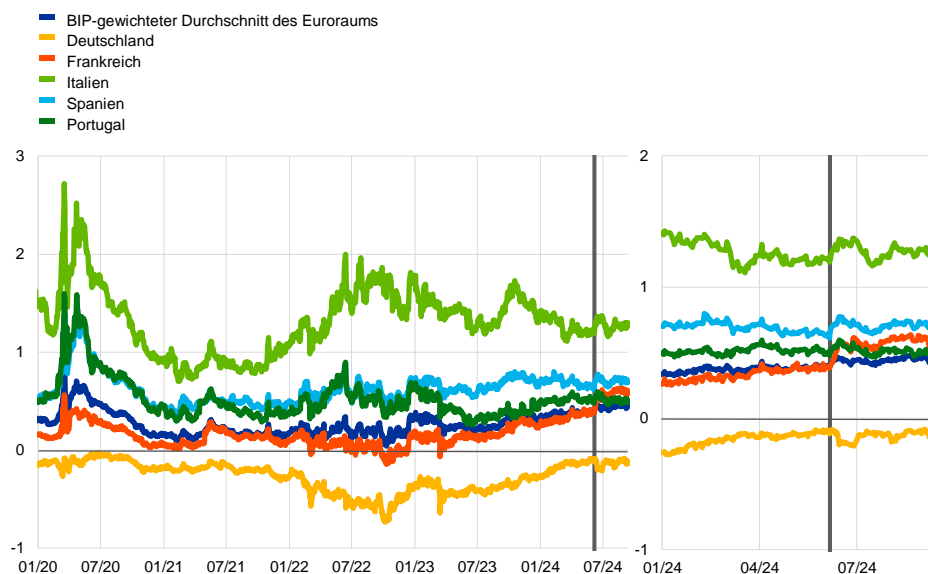
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. Juni 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2024.

**Die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euroraum gaben ebenfalls nach, wenn auch in geringerem Umfang als die risikofreien Zinssätze. Dadurch weiteten sich die Spreads etwas aus** (siehe Abbildung 17). Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Eurogebiet sank bis zum Ende des Berichtszeitraums um etwa 37 Basispunkte auf rund 2,7 %. Dadurch vergrößerte sich ihr Abstand zum €STR-basierten OIS-Satz um 4 Basispunkte. Bei zehnjährigen französischen Staatspapieren fiel diese Veränderung gegenüber dem zehnjährigen OIS-Satz noch gravierender aus. Hier vergrößerte sich der Spread deutlich, nachdem in Frankreich am 9. Juni vorgezogene Parlamentswahlen angekündigt wurden. Im weiteren Verlauf verengte er sich jedoch wieder leicht. Insgesamt weitete sich der Renditeabstand französischer Staatsanleihen im Berichtszeitraum um 17 Basispunkte aus. Auch in Griechenland, Spanien, Italien und Portugal nahmen die Staatsanleihespreads zwischenzeitlich zu – insbesondere rund um den Termin der Neuwahlen in Frankreich und die Anfang August verzeichnete Verkaufswelle an den weltweiten Aktienmärkten. Zum Ende des Berichtszeitraums waren die Spreads von Staatsanleihen der Euro-Länder (mit Ausnahme Frankreichs) jedoch wieder weitgehend auf das zu Beginn verzeichnete Niveau zurückgekehrt.

### Abbildung 17

#### 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 6. Juni 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2024.

#### Bei Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating vergrößerten sich die Renditeabstände geringfügig; bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen kam es zu einer deutlichen Ausdehnung.

Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating schwankten moderat und waren am Ende des Berichtszeitraums 14 Basispunkte höher als zu Beginn. Dagegen dehnten sich die Abstände im Hochzinssegment um 57 Basispunkte aus. Dazu trug die Entwicklung der Anleihespreads sowohl finanzieller als auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften bei. Diese weiteten sich um 33 bzw. 64 Basispunkte aus.

#### Obwohl die Aktienkurse im Euroraum die Anfang August verzeichneten deutlichen Verluste teilweise wieder wettmachten, notierten sie am Ende des Berichtszeitraums niedriger als zu Beginn. Dazu trugen die sinkende Risikobereitschaft und schwache gesamtwirtschaftliche Datenmeldungen weltweit bei (siehe Abbildung 18).

Im Berichtszeitraum zeigten sich die Aktienkurse im Euroraum hochvolatil. Zunächst gaben sie rund um den Termin der vorgezogenen Neuwahlen in Frankreich nach, was sich vor allem auf die französischen Unternehmen auswirkte und die zuvor hohe Risikoneigung verringerte. Dann kam es Anfang August zu deutlichen Kursverlusten, als die Veröffentlichung schwacher gesamtwirtschaftlicher Daten Befürchtungen hinsichtlich einer Rezession der US-Wirtschaft auslöste und weltweit zu einem drastischen Rückgang der Risikobereitschaft führte. Zwar haben die Aktienkurse dies- und jenseits des Atlantiks ihre Anfang August verbuchten Verluste inzwischen wieder weitgehend wettgemacht, doch entwickelten sich die Notierungen im Euroraum schwächer als in den Vereinigten Staaten. Infolge niedrigerer Gewinnerwartungen

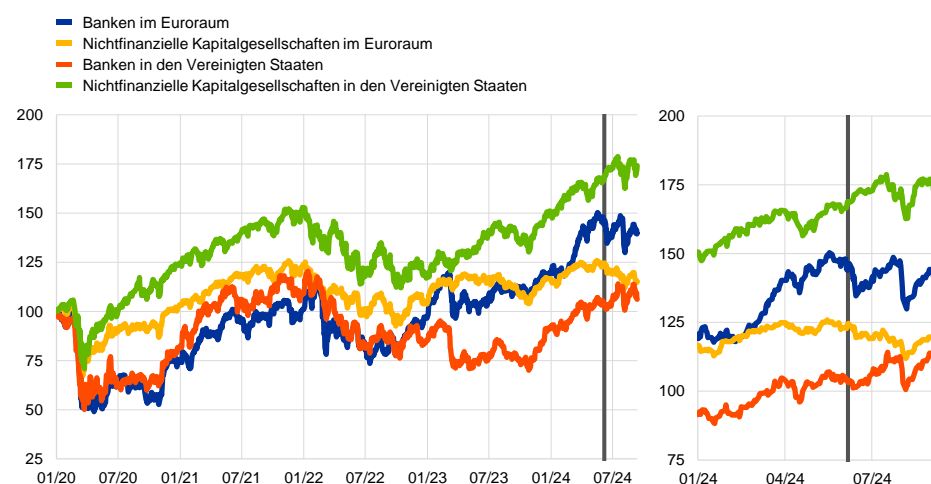


und höherer Risikoprämien gaben die marktbreiten Aktienindizes im Euroraum im Berichtszeitraum um 5 % nach, wobei jedoch einige sektorale Unterschiede zu beobachten waren. Die Aktienkurse nichtfinanzieller Unternehmen büßten 8 % ein, Bankwerte 4 %. In den Vereinigten Staaten stieg der Aktienkursindex im betrachteten Zeitraum insgesamt an. Dabei legten sowohl Aktien nichtfinanzieller Unternehmen als auch Bankwerte um rund 3 % zu.

### Abbildung 18

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

(Index: 1. Januar 2020 = 100)



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

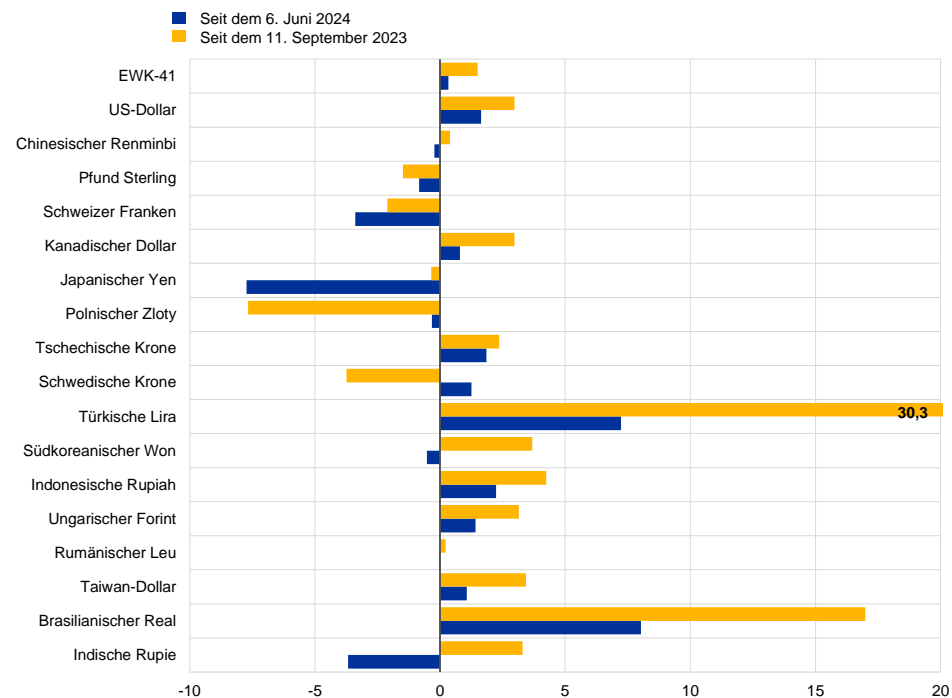
Anmerkung: Die vertikale graue Linie markiert den Beginn des Berichtszeitraums am 6. Juni 2024. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 11. September 2024.

**An den Devisenmärkten wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar um 1,6 % auf, blieb jedoch in handelsgewichteter Rechnung weitgehend stabil** (siehe Abbildung 19). Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums, stieg im Berichtszeitraum um 0,3 %. Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro um 1,6 % auf. Dies war im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen im Hinblick auf die voraussichtlichen Zinsschritte der US-Notenbank vor dem Hintergrund einer sich abzeichnenden Abkühlung des Arbeitsmarkts in den Vereinigten Staaten Anfang August nach unten korrigiert hatten. Auch gegenüber einigen Schwellenländerwährungen gewann der Euro an Wert. Dagegen gab er gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken deutlich nach (-7,7 % bzw. -3,4 %), nachdem es in der Phase erhöhter Finanzmarktvolatilität Anfang August zu einer Rückabwicklung von in diesen beiden Währungen finanzierten Carry Trades gekommen war. Darüber hinaus verlor der Euro gegenüber dem Pfund Sterling an Wert (-0,8).

## Abbildung 19

### Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber ausgewählten Währungen

(Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen

Anmerkung: „EWK-41“ bezeichnet den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 41 der wichtigsten Handelspartner des Euroraums. Eine positive Veränderung entspricht einer Aufwertung des Euro, eine negative Veränderung einer Abwertung. Stichtag für die Berechnung der prozentualen Veränderungen war der 11. September 2024.

## 5 Finanzierungsbedingungen und Kreditentwicklung

*Die Finanzierungskosten bleiben restriktiv. Im Juli lagen der Indikator der Finanzierungskosten der Banken und die Zinsen für Bankkredite im Euroraum weiterhin auf einem restriktiven Niveau. Angesichts der hohen Kreditzinsen, des schwachen Wirtschaftswachstums und der strengen Kreditrichtlinien war das Wachstum der Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte nach wie vor gedämpft. Im Zeitraum vom 6. Juni bis zum 11. September 2024 verringerten sich die Kosten der Unternehmen für die marktbasierende Fremdfinanzierung aufgrund der gesunkenen risikofreien Zinssätze erheblich, während ihre Kosten für die Eigenfinanzierung stiegen. Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) wies Anzeichen einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau auf. Die Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland leisteten hier weiterhin den größten Wachstumsbeitrag.*

**Die Finanzierungskosten der Banken im Euroraum bleiben hoch.** Der Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken im Euroraum liegt seit Januar 2024 stabil auf einem hohen Niveau und ist im Juli unverändert geblieben (siehe Abbildung 20, Grafik a). Die Finanzierungskosten der Banken sind nach wie vor hoch, was der anhaltenden Verlagerung in Richtung teurerer Finanzierungsquellen wie Termineinlagen – die höher verzinst werden als täglich fällige Einlagen – und Bankanleihen geschuldet ist. Die Verlagerung erfolgte vor dem Hintergrund der schrittweisen Einstellung der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRGs). Die Zinssätze für Termineinlagen und in geringerem Umfang auch für täglich fällige Einlagen gingen von Mai bis Juni zurück und blieben dann im Juli unverändert. Bei den Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist veränderte sich die Verzinsung indessen kaum. Vor dem Hintergrund der Leitzinssenkung im Juni und der Neubewertung der risikofreien Zinskurve gaben die Renditen von Bankanleihen nach (siehe Abbildung 20, Grafik b). Allerdings verhinderte eine gewisse Volatilität an den Anleihemärkten im Sommer eine stärkere Anpassung der Kosten der marktbasierenden Finanzierung.

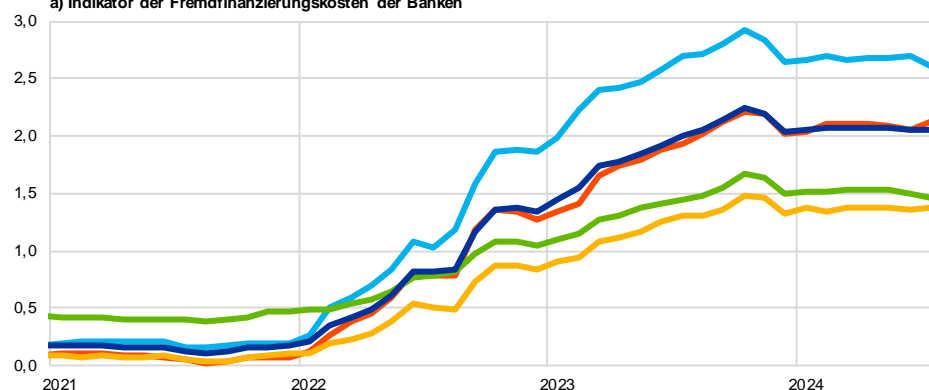
## Abbildung 20

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

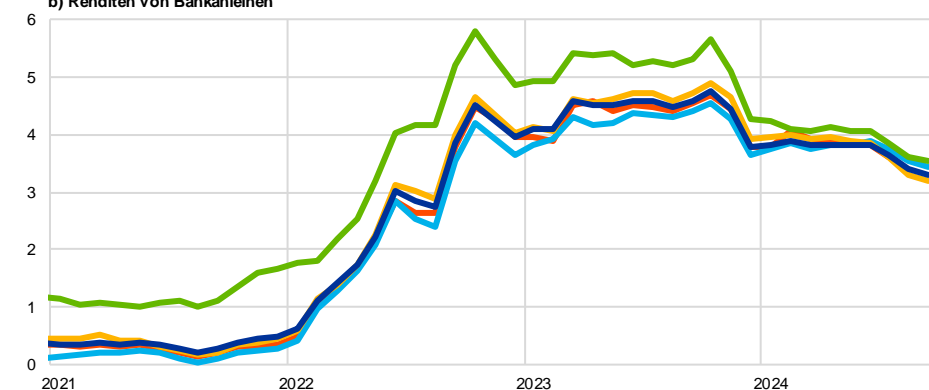
(in % p. a.)



a) Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken



b) Renditen von Bankanleihen



Quellen: EZB, 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 Juli 2024 (Indikator der Fremdfinanzierungskosten der Banken) bzw. den 11. September 2024 (Renditen von Bankanleihen).

**Die Zinssätze für Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte sanken von Mai bis Juli geringfügig, lagen aber immer noch in der Nähe der Höchststände der vergangenen zwölf Jahre.** Die Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften blieben im Juli weitgehend unverändert bei 5,06 %, nachdem sie im Juni etwas zurückgegangen waren (siehe Abbildung 21, Grafik a). Dabei waren jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern und Laufzeiten zu beobachten. Die Zinssätze für neue Wohnungsbaukredite an private Haushalte verringerten sich im Juli leicht auf 3,75 %; zuvor hatten sie vier Monate lang ein weitgehend stabiles Niveau von 3,80 % aufgewiesen (siehe Abbildung 21, Grafik b). Auch hier bestand zwischen den Ländern eine gewisse Heterogenität.

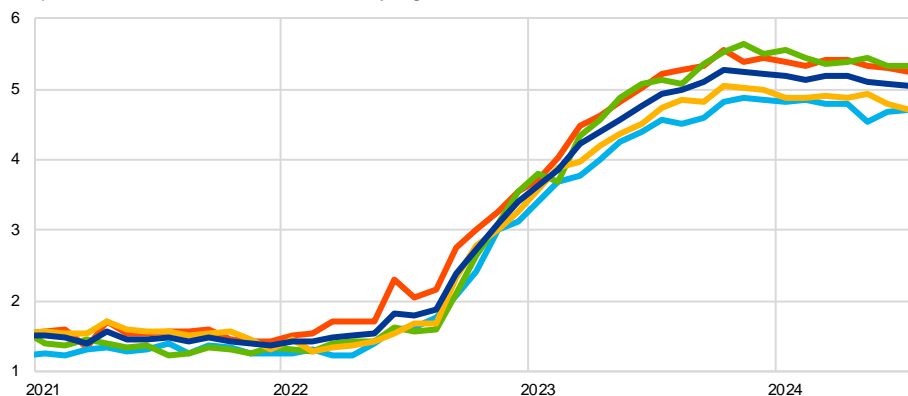
## Abbildung 21

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

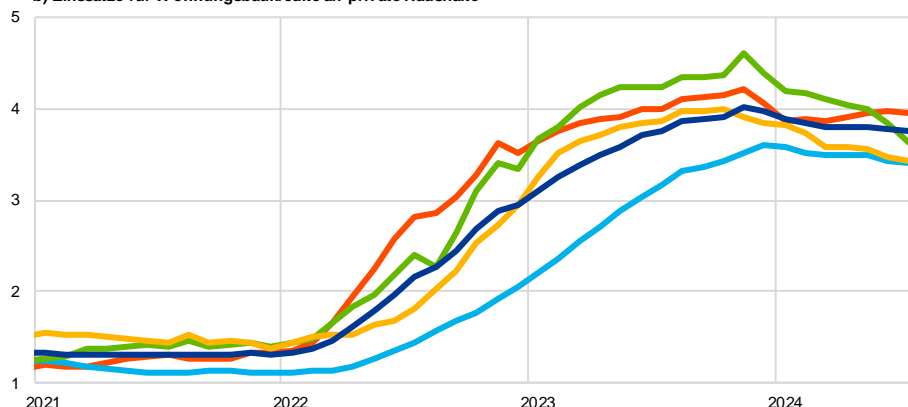
(in % p. a.)



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 eines gleitenden 24-Monats-Durchschnitts des Neugeschäftsvolumens. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2024.

**Im Zeitraum vom 6. Juni bis zum 11. September 2024 verbilligte sich die marktbasierende Fremdfinanzierung für die Unternehmen aufgrund eines Rückgangs der risikofreien Zinssätze deutlich, während sich die Eigenfinanzierung verteuerte.** 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 Juli auf 6,2 %. Sie waren damit etwas niedriger als im Juni und lagen auch unter dem Mehrjahreshoch vom Oktober 2023 (siehe Abbildung 22).<sup>9</sup> Dabei verbilligten sich alle Komponenten der Unternehmensfinanzierung mit Ausnahme der kurzfristigen Bankkredite, deren

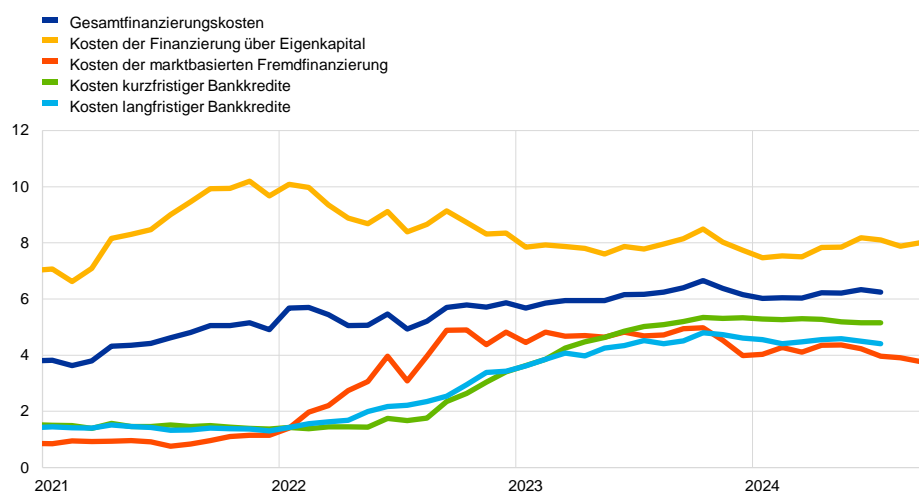
<sup>9</sup> Aufgrund der zeitverzögerten Verfügbarkeit von Daten zu den Kosten der Bankkreditaufnahme liegen Angaben zu den Gesamtfinanzierungskosten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nur bis Juli 2024 vor.

Kosten nahezu unverändert blieben. Die Tageswerte für den Zeitraum vom 6. Juni bis zum 11. September 2024 belegen, dass die marktbasierende Fremdfinanzierung billiger wurde. Grund hierfür war der beträchtliche Rückgang des risikofreien Zinssatzes (näherungsweise anhand des zehnjährigen Zinssatzes für Tagesgeldsatz-Swaps bestimmt), der durch die geringe Ausweitung der Renditeabstände von Anleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften – insbesondere im Hochzinsbereich – nur teilweise ausgeglichen wurde. Unterdessen verteuerte sich trotz des gesunkenen risikofreien Zinssatzes die Finanzierung über Eigenkapital, da sich die Aktienrisikoprämie erhöhte.

### Abbildung 22

#### 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 marktbasierten Fremdfinanzierung (Monatsendwerte) und der Finanzierung über Eigenkapital (Monatsendwerte), bezogen auf die jeweiligen Bestandsgrößen. Bei den Kosten der marktbasierten Fremdfinanzierung und den Kosten der Finanzierung über Eigenkapital beziehen sich die jüngsten Angaben auf den 11. September 2024 (Tageswerte) und bei den Gesamtfinanzierungskosten und den Kosten von Bankkrediten auf Juli 2024 (Monatswerte).

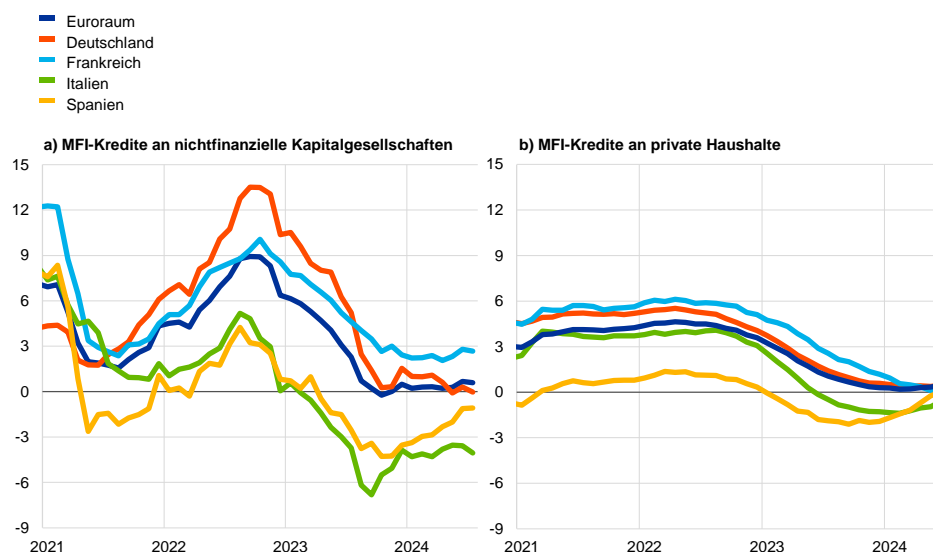
#### Die Außenfinanzierungsströme der Unternehmen und die Kreditaufnahme der privaten Haushalte blieben angesichts der hohen Kreditzinsen, des schwachen Wirtschaftswachstums und der restriktiven Kreditrichtlinien verhalten.

Die Jahreswachstumsrate der Bankkredite an Unternehmen verringerte sich geringfügig von 0,7 % im Juni auf 0,6 % im Juli (siehe Abbildung 23). Während sich die Vergabe kurzfristiger Unternehmenskredite weiterhin volatil entwickelte, verlangsamten sich die Kreditströme bei den längeren Laufzeiten und kamen fast zum Erliegen. Dies deckt sich mit der schwachen Investitionstätigkeit. Auch die Emission von Unternehmensschuldverschreibungen lag von Mai bis Juli insgesamt bei fast null, verzeichnete jedoch gewisse Schwankungen. Das jährliche Wachstum der Kredite an private Haushalte erhöhte sich im Juli leicht auf 0,5 % (nach 0,3 % im Juni) und blieb somit gedämpft. Dahinter verbarg sich eine schwache Entwicklung der Wohnungsbaukredite (Jahreswachstumsrate von 0,5 % im Juli) sowie der sonstigen Kredite (Jahresänderungsrate von -2,7 % im Juli). Das Wachstum der Konsumentenkredite zeigte sich mit einer Jahreswachstumsrate von 2,8 % indessen

widerstandsfähiger. Aus den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten [Umfrage zu den Verbrauchererwartungen](#) vom Juli 2024 geht hervor, dass unter dem Strich ein noch immer erheblicher Anteil der Befragten der Auffassung war, der Zugang zu Krediten sei in den vergangenen zwölf Monaten schwieriger geworden und werde sich in den nächsten zwölf Monaten sogar noch verschlechtern.

**Abbildung 23**  
MFI-Kredite in ausgewählten Ländern des Euroraums

(Veränderungen 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 Juli 2024.

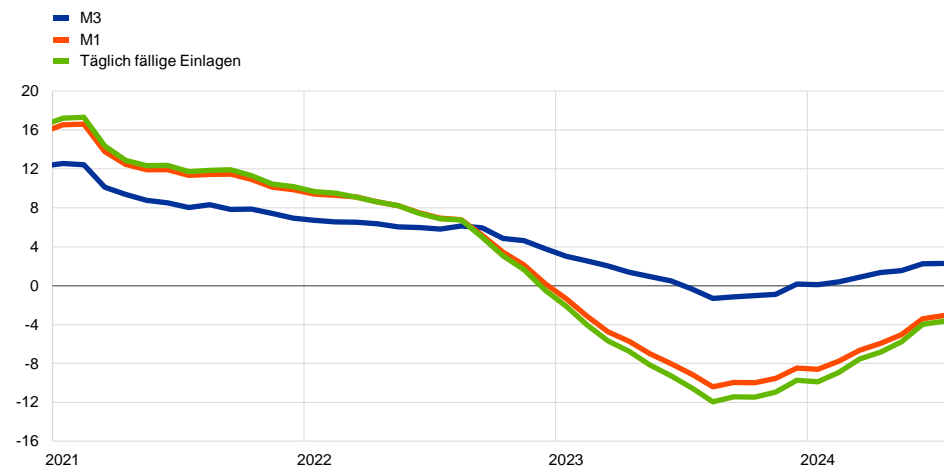
**Die Jahreswachstumsrate der weit gefassten Geldmenge (M3) im Euroraum wies Anzeichen einer Stabilisierung auf niedrigem Niveau auf. Den größten Wachstumsbeitrag leisteten dabei weiterhin die Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland.**<sup>10</sup> Das M3-Wachstum blieb im Juli mit 2,3 % unverändert, wobei die monatlichen Ströme volatil waren (siehe Abbildung 24). 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 -3,4 % im Juni auf -3,1 % im Juli. Auch die täglich fälligen Einlagen nahmen zuletzt weniger stark ab. Ihre Jahresänderungsrate stieg von -4,0 % im Juni auf -3,6 % im Juli. Angesichts der verhaltenen Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen, der fortwährenden Verkürzung der Bilanz des Eurosystems und der Tatsache, dass die Banken die laufenden Rückzahlungen von GLRG-Mitteln durch die Emission langfristiger Bankanleihen (die nicht zu M3 zählen) ausglich, leisteten lediglich die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland einen durchweg positiven Beitrag zum Geldmengenwachstum.

<sup>10</sup> Siehe Kasten 7 im vorliegenden Monatsbericht.

## Abbildung 24

### M3, M1 und täglich fällige Einlagen

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juli 2024.



## 6 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

*Die Fachleute der EZB erwarten in ihren gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2024, dass sich das gesamtstaatliche Defizit im Euroraum von 3,6 % des BIP im Jahr 2023 auf 3,3 % des BIP im laufenden Jahr verringert. 2025 und 2026 dürfte die Defizitquote weiter auf 3,2 % bzw. 3,0 % sinken. Für 2024 wird eine deutliche, für 2025 und 2026 indes eine etwas geringere Straffung des fiskalischen Kurses projiziert. Die Straffung im Jahr 2024 hängt vor allem damit zusammen, dass die energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen größtenteils auslaufen. In den beiden Folgejahren ergibt sich der noch immer restriktive fiskalische Kurs daraus, dass auch die verbliebenen energiebezogenen Maßnahmen weiter abgebaut werden. Hinzu kommen höhere direkte Steuern und Sozialbeiträge sowie ein langsames Wachstum der fiskalischen Transfers. In Kürze werden erstmals die nationalen mittelfristigen strukturellen Fiskalpläne gemäß den Vorgaben des reformierten wirtschaftspolitischen Steuerungsrahmens der EU eingereicht. Die vollständige, transparente und unverzügliche Umsetzung des überarbeiteten Rahmens wird den Regierungen dabei helfen, ihre Haushaltsdefizite und Schuldenquoten nachhaltig zu senken. Sie sollten nun in ihrer mittelfristigen Planung entschlossen diese Richtung einschlagen.*

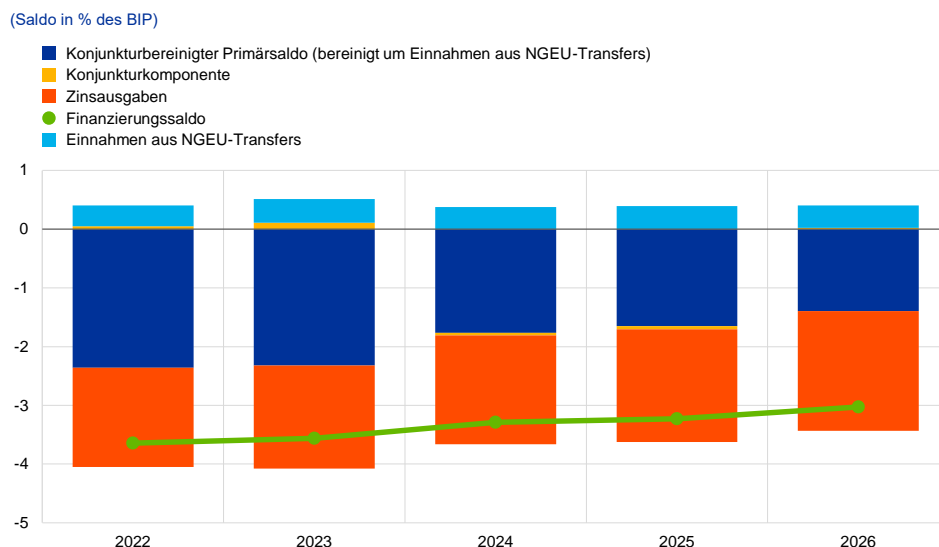
**Den aktuellen Projektionen zufolge wird sich der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo im Euroraum während des Projektionszeitraums 2024-2026 leicht verbessern** (siehe Abbildung 25).<sup>11</sup> Während das Haushaltsdefizit im Euroraum in den Jahren 2022 und 2023 stabil bei 3,6 % des BIP lag, dürfte es im Projektionszeitraum stetig zurückgehen. So dürfte die Defizitquote 2024 bei 3,3 %, 2025 bei 3,2 % und 2026 bei 3,0 % liegen. Diese Entwicklung spiegelt hauptsächlich die Erwartung wider, dass der konjunkturbereinigte Primärsaldo im Zeitraum 2024-2026 negativ bleiben, sich jedoch allmählich verbessern wird. Dies betrifft in erster Linie das Jahr 2024, in dem der Großteil der verbliebenen energie- und inflationsbedingten Stützungsmaßnahmen ausläuft. Allerdings wirken diesem defizitsenkenden Effekt steigende Zinsausgaben entgegen. Ihr allmähliches Anwachsen über den gesamten Projektionszeitraum spiegelt die Weitergabe der vergangenen Zinserhöhungen wider; diese vollzieht sich aufgrund der langen Restlaufzeiten ausstehender Staatsschulden nur langsam.

---

<sup>11</sup> Siehe EZB, [Gesamtwirtschaftliche Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB](#), September 2024.

## Abbildung 25

### Staatlicher Finanzierungssaldo im Euroraum und seine Zusammensetzung



Quellen: EZB-Berechnungen und Euroraum-Projektionen von Fachleuten der EZB vom September 2024.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich auf das Aggregat des Sektors Staat der 20 Euro-Länder (einschließlich Kroatiens).

#### Im Vergleich zu den gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2024 wird für den Zeitraum 2024-2026 nun ein moderat höheres Haushaltsdefizit erwartet.

Diese ungünstigeren Aussichten sind auf eine stärker diskretionäre Finanzpolitik, zurückzuführen, wodurch die vollständige Umsetzung der Konsolidierungspläne in einigen Ländern weniger wahrscheinlich werden dürfte. Des Weiteren ergeben sich aus den aktualisierten Projektionen negative Kompositionseffekte. Sie tragen zu höheren Primärdefiziten bei, da einige aufkommensstarke Bemessungsgrundlagen wie das Arbeitnehmerentgelt und der nominale Konsum der privaten Haushalte nach unten angepasst wurden. So beläuft sich die Abwärtsrevision des erwarteten staatlichen Finanzierungssaldos in Relation zum BIP 2024 auf 0,2 Prozentpunkte, 2025 auf 0,4 Prozentpunkte und 2026 auf 0,5 Prozentpunkte.

#### Für 2024 wird nach wie vor eine deutliche, für 2025 und 2026 indes eine etwas geringere Straffung des fiskalischen Kurses projiziert.<sup>12</sup> Die um NGEU-

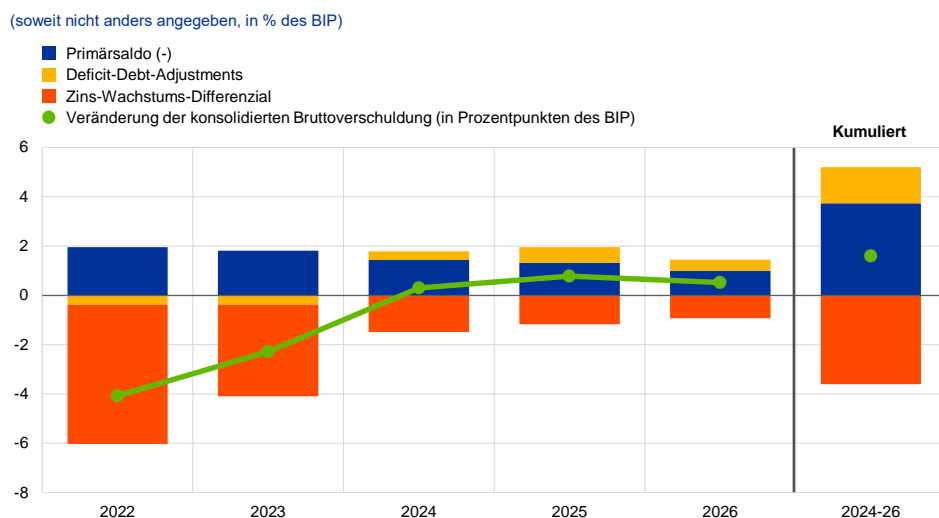
Transfers bereinigte Jahresänderungsrate des konjunkturbereinigten Primärsaldos deutet darauf hin, dass die Finanzpolitik im Jahr 2024 auf Euroraumebene deutlich restriktiv ausfallen wird (Straffung um 0,5 Prozentpunkte des BIP). Dies hängt vor allem damit zusammen, dass die Regierungen der Euro-Länder ihre energie- und inflationsbezogenen Stützungsmaßnahmen größtenteils auslaufen lassen. Die fiskalische Straffung wird sich den Projektionen zufolge in den Jahren 2025 und 2026 in deutlich geringerem Tempo fortsetzen, da die noch verbliebenen energiebezogenen Maßnahmen auslaufen, während sich die direkten Steuern und

<sup>12</sup> Der fiskalische Kurs spiegelt Richtung und Ausmaß des Fiskalimpulses auf die Volkswirtschaft ohne die automatische Reaktion der öffentlichen Finanzen auf den Konjunkturzyklus wider. Er wird hier anhand der Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos ohne Anrechnung der staatlichen Unterstützungsleistungen für den Finanzsektor gemessen. Da die aus dem EU-Haushalt finanzierten Einnahmen aus den NGEU-Transfers keine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage haben, werden sie aus dem konjunkturbereinigten Primärsaldo herausgerechnet. Zum Fiskalkurs im Euroraum siehe auch EZB, [Der fiskalische Kurs im Euro-Währungsgebiet](#), Wirtschaftsbericht 4/2016.

Sozialbeiträge erhöhen und die fiskalischen Transfers langsamer steigen. Diese straffenden Faktoren dürften nur teilweise durch zunehmende öffentliche Konsumausgaben und Investitionen kompensiert werden. Für den gesamten Projektionszeitraum ergibt sich somit eine fiskalische Straffung von 0,9 Prozentpunkten des BIP.

**Den Projektionen zufolge wird die gesamtstaatliche Schuldenquote im Euroraum von ihrem bereits hohen Niveau aus langsam ansteigen** (siehe Abbildung 26). Nach der deutlichen Erhöhung auf rund 97 % während der Corona-Pandemie im Jahr 2020 ist die Schuldenquote Schritt für Schritt gesunken. Allerdings scheint sie sich inzwischen nicht mehr weiter zu verbessern. Vielmehr wird nun erwartet, dass die Schuldenquote langsam von rund 88 % im Jahr 2023 auf knapp 90 % am Ende des Projektionszeitraums steigt. Gründe hierfür sind die fortbestehenden Primärdefizite und die erwarteten positiven Deficit-Debt-Adjustments, die nur teilweise durch die sich verringern, doch noch immer negativen Zins-Wachstums-Differenzen ausgeglichen werden.

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



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

**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.** Im ersten Umsetzungsschritt mussten die Mitgliedstaaten erstmals mittelfristige strukturelle Fiskalpläne erstellen und sie der Europäischen Kommission bis zum 20. September 2024 vorlegen. Mehrere Länder haben jedoch bereits signalisiert, ihre Pläne zu einem späteren Termin einzureichen, und zwar bis zum 15. Oktober 2024 gemeinsam mit den Übersichten über die Haushaltsplanung 2025. Die Regierungen sollten nun in ihrer mittelfristigen Planung entschlossen diese Richtung einschlagen. Auf Euroraumebene wird eine wachstumsfreundliche Konsolidierung der Staatsfinanzen in den kommenden Jahren notwendig sein.

# Kästen

## 1 Kurz- und langfristige Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

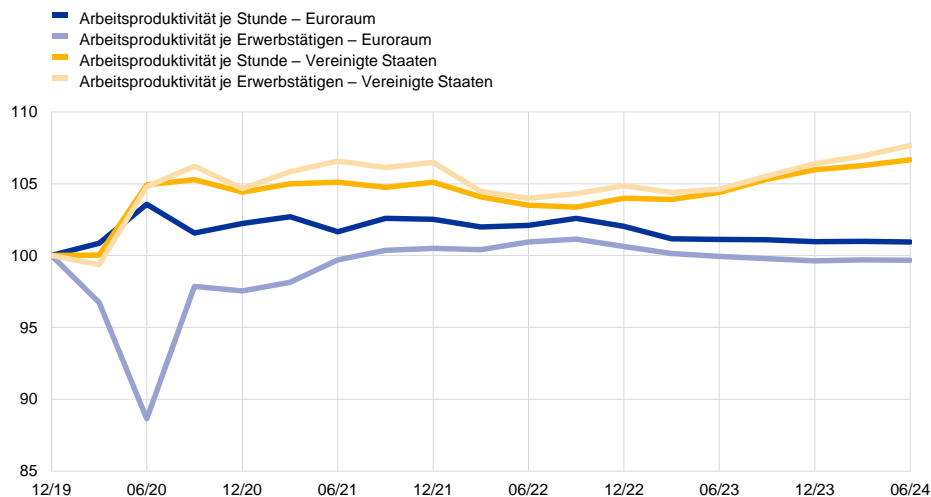
**António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador und Matthias Mohr**

**Die Arbeitsproduktivität je geleistete Arbeitsstunde erhöhte sich in der Zeit vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2024 im Euroraum um 0,9 %, in den Vereinigten Staaten indes um 6,7 %.** In der Vergangenheit war das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Euroraum zwar stets niedriger als in den Vereinigten Staaten, doch seit dem Ausbruch der Pandemie zeigt sich die Entwicklung im Eurogebiet besonders schwach. Der divergierende Verlauf des Produktivitätswachstums setzte im zweiten Quartal 2020 ein. Damals sank der Gesamtarbeitseinsatz (gemessen am BIP) in den Vereinigten Staaten stärker als im Euroraum, sodass sich die Produktivität in den USA deutlicher erholte (siehe Abbildung A). Zum Teil war dies der Einführung von Programmen zur Arbeitsplatzsicherung im Euroraum geschuldet, wohingegen in den Vereinigten Staaten die Arbeitslosigkeit sprunghaft anstieg. Nachdem sich die Differenz beim Produktivitätswachstum kurzzeitig verringert hatte, weitete sie sich ab Mitte 2022 wieder aus, weil die Produktivität im Euroraum durch den gravierenden Energiepreisschock gedämpft wurde. Im vorliegenden Kasten wird erörtert, inwieweit die sektorspezifische Produktivität und die Entwicklungen in der Vergangenheit dazu beitragen können, die zuletzt beobachtete Differenz des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstums zu erklären. Ursächlich für die Unterschiede zwischen dem Produktivitätswachstum in den beiden Wirtschaftsräumen sind sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren.

## Abbildung A

### Arbeitsproduktivität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(Q4 2019 = 100)



Quellen: Eurostat, Bureau of Economic Analysis und U. S. Bureau of Labor Statistics.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024.

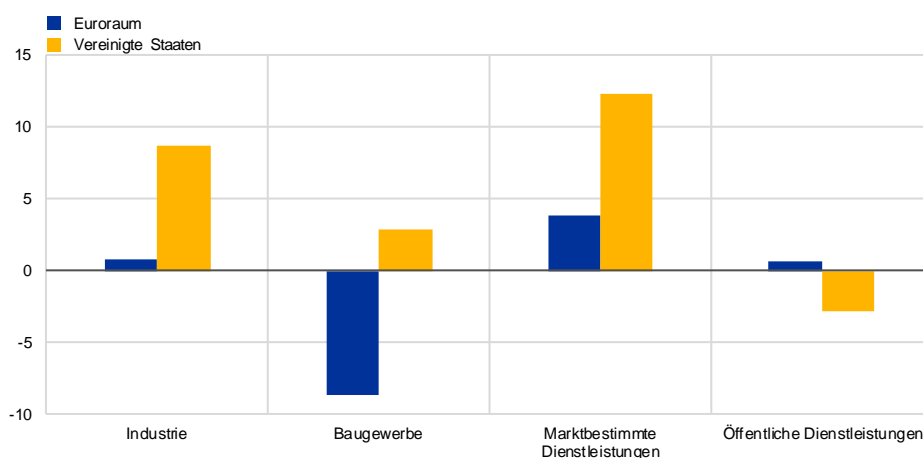
#### Das schwächere Wachstum der Arbeitsproduktivität im Euroraum, das vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2024 beobachtet wurde, war über die Sektoren hinweg recht breit angelegt.

Während sich in den USA die Arbeitsproduktivität je Stunde bei den marktbestimmten Dienstleistungen um 12,4 % erhöhte, nahm sie im Eurogebiet um lediglich 3,8 % zu (siehe Abbildung B). Dabei erzielten zwei Teilsektoren in den Vereinigten Staaten ein wesentlich kräftigeres Wachstum als im Euroraum: Im Bereich Informations- und Kommunikationstechnologie stieg die Produktivität in den USA um 27,2 % und im Sektor der freiberuflichen Dienstleistungen um 18,7 %. Im Euroraum ergaben sich in diesen Teilsektoren dagegen nur Steigerungen von 6,5 % bzw. 5,0 %. In der Industrie erhöhte sich die Arbeitsproduktivität je Stunde in den USA um 8,8 % und im Eurogebiet um lediglich 0,8 %. Im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2022 fiel die Produktivitätsentwicklung in der Industrie jedoch in beiden Wirtschaftsräumen ähnlich aus. Der ab 2021 verzeichnete Anstieg der Gaspreise, der durch die Folgen des Krieges Russlands gegen die Ukraine noch erheblich verschärft wurde, erwies sich dagegen in Europa als stärker und dauerhafter als in den Vereinigten Staaten. Die Verteuerung von Gas hatte daher im Euroraum wesentlich größere Auswirkungen auf die Industrie, wo sich das Produktionswachstum abschwächte, die Beschäftigung aber hoch blieb. Von den in Abbildung B betrachteten vier Sektoren verbuchten lediglich die öffentlichen Dienstleistungen im Eurogebiet einen höheren Produktivitätszuwachs als in den USA. Frühere Untersuchungen haben gezeigt, dass das seit der Pandemie zu beobachtende höhere Produktivitätswachstum in den Vereinigten Staaten mit der Fluktuation am Arbeitsmarkt und umfangreicheren Investitionen in die Digitalisierung

zusammenhängt.<sup>1</sup> Diese allgemeinen Entwicklungen zeigen, dass die Produktivität in den beiden Wirtschaftsräumen unterschiedlichen zyklischen Mustern folgt. Im Eurogebiet entwickelt sie sich stark prozyklisch, in den USA ist dieses Merkmal hingegen tendenziell weniger ausgeprägt, denn dort lässt sich der Arbeitseinsatz flexibler an die Produktion anpassen.<sup>2</sup> Da das BIP-Wachstum in den Euro-Ländern schwächer ausfiel als in den Vereinigten Staaten, wurde die Divergenz beim Produktivitätszuwachs durch die größere Prozyklizität im Euroraum noch verstärkt.

### Abbildung B Produktivitätswachstum je Stunde nach Hauptsektoren

(kumulierte Veränderung vom vierten Quartal 2019 bis zum ersten Quartal 2024)



Quellen: Eurostat, Bureau of Economic Analysis und U. S. Bureau of Labor Statistics.

**In beiden Wirtschaftsräumen war die Produktivitätssteigerung vor allem durch die Entwicklung innerhalb der Sektoren und nicht durch eine Veränderung der sektoralen Zusammensetzung bedingt.** Auch die abrupten Produktionsverlagerungen zwischen den Sektoren, die während der Pandemie zunächst infolge von Lockdowns und im weiteren Verlauf aufgrund von Störungen der internationalen Lieferketten auftraten, änderten hieran nichts.<sup>3</sup> Im Jahr 2020

<sup>1</sup> Siehe M. Dao und J. Platzer, [Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States](#), Working Papers des IWF, Bd. 2024, Nr. 124. Zudem könnte auch die Industriepolitik in den Vereinigten Staaten, etwa das Gesetz zur Inflationsbekämpfung (Inflation Reduction Act) und das Halbleitergesetz (Chips and Science Act), die Investitionstätigkeit in wichtigen Branchen wirksamer angekurbelt haben (siehe hierzu F. de Soyres, J. Garcia-Cabo Herrero, N. Goernemann, S. Jeon, G. Lofstrom und D. Moore, [Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?](#), FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17. Mai 2024). Siehe auch EZB, [Warum erholt sich das Wachstum im Euroraum langsamer von der Pandemie als in den Vereinigten Staaten?](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 4/2024. Darin wird aufgezeigt, dass die privaten Investitionen in den USA höher waren als im Euroraum.

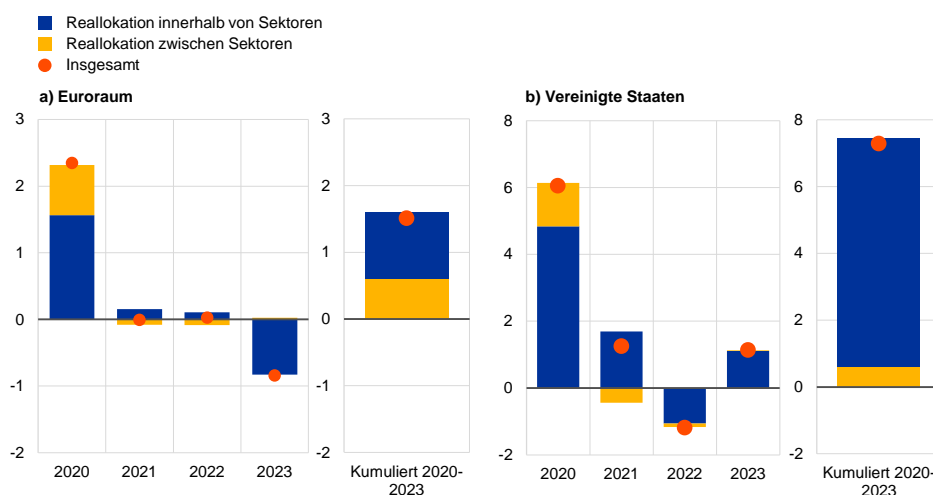
<sup>2</sup> Siehe J. G. Fernald und J. C. Wang, [Why Has the Cyclical of Productivity Changed? What Does It Mean?](#), Working Paper Series der Federal Reserve Bank of San Francisco, 2016-07; Ó. Arce und D. Sondermann, [Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#), Der EZB-Blog, 6. Mai 2024; EZB, [Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren für das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2024; EZB, [Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2024; Ó. Arce, A. Consolo, A. Dias Da Silva und M. Mohr, [More jobs but fewer working hours](#), Der EZB-Blog, 7. Juni 2023.

<sup>3</sup> Siehe EZB, [Aktuelle länderspezifische und sektorale Entwicklungen der Arbeitsproduktivität im Euroraum](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2024; EZB, [Auswirkungen der jüngsten Schocks und gegenwärtigen strukturellen Veränderungen auf das Produktivitätswachstum im Euroraum](#), Wirtschaftsbericht 2/2024; A. Consolo und F. Petroulakis, [Did COVID-19 induce a reallocation wave?](#), *Economica*, im Erscheinen.

wirkte sich die Reallokation von Arbeitskräften von Sektoren mit niedriger Produktivität in Sektoren mit hoher Produktivität (d. h. Umschichtungen zwischen den Komponenten) positiv aus. Allerdings hatte sie nach dem ersten Quartal 2020 in beiden Regionen nur einen begrenzten positiven Effekt auf die kumulierte Veränderung der Produktivität (siehe Abbildung C), was mit der Schließung und dem anschließenden Wiederhochfahren von Sektoren mit niedriger Produktivität zusammenhing. Insgesamt war das kumulierte Produktivitätswachstum im Euroraum im Zeitraum von 2020 bis 2023 zur Hälfte durch die 2020 erzielte positive Reallokationswirkung bedingt. In den Vereinigten Staaten war dieser Effekt genauso groß, wenngleich er angesichts des dort wesentlich höheren Produktivitätszuwachses vergleichsweise geringer erscheint.

**Abbildung C**  
Shift-Share-Analyse: Entwicklung der Arbeitsproduktivität je Stunde

(jährliche und kumulierte Veränderungen, 2020-2023)



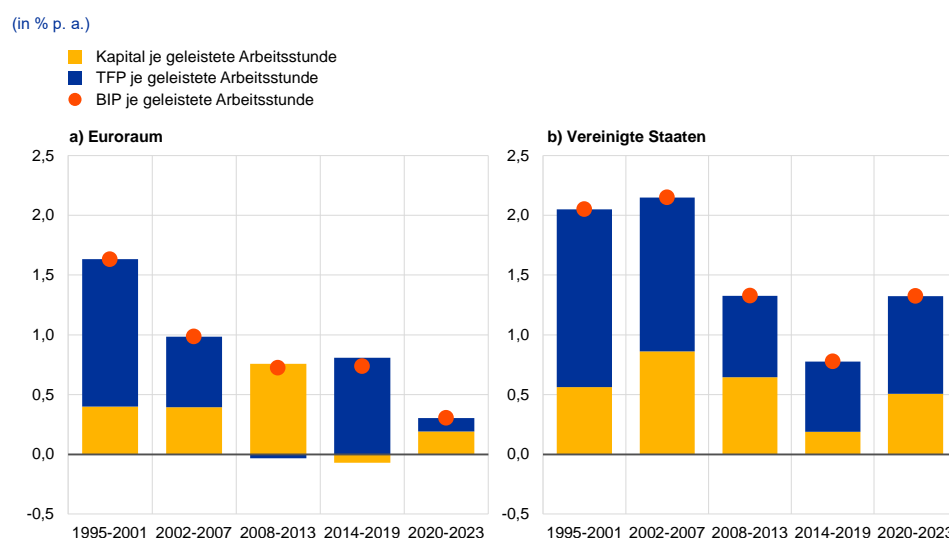
Quellen: EZB-Berechnungen auf Basis von Eurostat, Bureau of Economic Analysis und U. S. Bureau of Labor Statistics.  
Anmerkung: Die Berechnung erfolgt nach der Shift-Share-Analyse in: C. Denis, K. McMorrow und W. Röger, *An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)*, European Economy – Economic Papers, Nr. 208, Europäische Kommission, 2004, S. 78.

**Durch die Entwicklungen nach der Pandemie wurde die über zwei Jahrzehnte verzeichnete Ausweitung der Produktivitätslücke zwischen den beiden Wirtschaftsräumen noch verstärkt, was auf den Einfluss struktureller Faktoren hindeutet.** Von 1995 bis 2019 erhöhte sich die Arbeitsproduktivität je geleistete Arbeitsstunde in den USA um rund 50 %, was einer jährlichen Zunahme um 2,1 % entspricht. Im Eurogebiet beschleunigte sich das Produktivitätswachstum in dieser Zeit um nur 28 % bzw. 1 % pro Jahr.<sup>4</sup> Eine Zerlegung der Produktivität in Kapitalintensivierung und totale Faktorproduktivität (TFP) zeigt, dass die Produktivität im Euroraum in den ersten zehn Jahren dieses Jahrhunderts von einem deutlichen Rückgang der TFP gekennzeichnet war (siehe Abbildung D). Von 2014 bis 2019 erholte sich die TFP etwas, während der Beitrag der Kapitalintensivierung negativ ausfiel. Einige Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die Produktivitätslücke zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum unter

<sup>4</sup> Im gleichen Zeitraum erhöhte sich die Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen in den USA um rund 44 % (1,8 % pro Jahr), im Euroraum aber nur um 20 % (0,8 % pro Jahr).

anderem maßgeblich darauf zurückzuführen ist, dass die USA besser in der Lage sind, digitale Technologien zu entwickeln und diese im Produktionsprozess einzusetzen.<sup>5</sup> Zwar könnte der jüngste Anstieg der illegalen Einwanderung das Produktivitätswachstum seit der Pandemie in gewissem Maße in die Höhe getrieben haben, doch wird der Effekt als gering eingeschätzt. Im Euroraum wirkt sich die Digitalisierung in den einzelnen Sektoren sehr heterogen aus, und im Vergleich zu den Vereinigten Staaten ziehen weniger Unternehmen großen Nutzen daraus. Dies kann zum Teil mit der vergleichsweise geringeren Größe europäischer Unternehmen zusammenhängen.<sup>6</sup> Die hier angestellten Berechnungen auf der Basis von EU-KLEMS-Daten (zum Einsatz von Kapital (K), Arbeit (L), Energie (E), Material (M) und Dienstleistungen (S)) zeigen, dass der Informations- und Kommunikationssektor in den Vereinigten Staaten im Zeitraum von 1995 bis 2019 rund 20 % zum Wachstum der gesamten Arbeitsproduktivität je Stunde beisteuerte. Im Euroraum belief sich der entsprechende Anteil lediglich auf rund 12 %.

**Abbildung D**  
**Zerlegung des Wachstums der Arbeitsproduktivität je Stunde**



Quellen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission und EZB-Berechnungen.

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Divergenz zwischen dem Produktivitätswachstum im Euroraum und in den Vereinigten Staaten sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Merkmale aufweist.** Der deutlich langsamere Anstieg der Produktivität im Eurogebiet während der vergangenen vier Jahre ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass sich das Produktivitätswachstum dort zyklischer entwickelt, Produktion und Realeinkommen stärker und für längere Zeit

<sup>5</sup> Siehe B. Van Ark, M. O'Mahoney und M. Timmer, [The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes](#), Journal of Economic Perspectives, Bd. 22, Nr. 1, 2008, S. 25-44; F. Schivardi und T. Schmitz, [The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades](#), Journal of the European Economic Association, Bd. 8, Nr. 5, 2020, S. 2441-2486; C.-T. Hsieh, P. J. Klenow und K. Shimizu, [Romer or Ricardo?](#), Working Papers, Hoover Institution, 2022.

<sup>6</sup> Siehe R. Reis, [Letting large European firms grow](#), Think Tank, Europäisches Parlament, 2024; M. Poschke, [The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology](#), American Economic Journal: Macroeconomics, Bd. 10, Nr. 3, 2018, S. 1-41; R. Anderton, V. Botelho und P. Reimers, [Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 2794, 2023.



durch die Energieverteuerung belastet wurden und die mit dem Krieg Russlands gegen die Ukraine verbundene Unsicherheit einen größeren Einfluss ausübte. In den beiden Jahrzehnten vor der Pandemie nahm die Arbeitsproduktivität in den Vereinigten Staaten jedoch etwa doppelt so schnell zu wie im Euroraum. Dies deutet auf das Wirken struktureller Faktoren hin. Entscheidend waren und sind dabei die höhere Produktivität des Informations- und Kommunikationssektors in den USA und die vergleichsweise schwächere Innovationskraft europäischer Unternehmen. Diese Unterschiede hängen möglicherweise mit der geringeren durchschnittlichen Größe der Unternehmen im Eurogebiet zusammen. Die niedrigeren Beiträge der Kapitalintensivierung und der totalen Faktorproduktivität im Euroraum trugen ebenfalls zu der Divergenz bei. Auf mittlere Sicht könnten Maßnahmen zur Förderung produktiver Investitionen und zur Steigerung des TFP-Wachstums die Produktivität stützen.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Die historische Produktivitätslücke Europas gegenüber den Vereinigten Staaten wird auf EU-Ebene erörtert in: M. Draghi, The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe, Bericht im Auftrag der Europäischen Kommission, 9. September 2024. Es wird vorgeschlagen, durch bestimmte Maßnahmen wie eine Verbesserung der Bedingungen für bahnbrechende Innovationen die Wettbewerbsfähigkeit Europas zu erhöhen.

## Die Berücksichtigung der Natur bei der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum

Mariana Martins Cardoso und Miles Parker

**Die Natur trägt mit einer Reihe kritischer Dienstleistungen zur Wirtschaftsproduktion bei. Viele davon werden allerdings in Standard-Wirtschaftsstatistiken unzureichend berücksichtigt.** Diese allgemein als

„Ökosystemleistungen“ bezeichneten Inputs umfassen wichtige Funktionen wie die Bestäubung, die Filterung von Luft und Wasser, die Kohlenstoffbindung sowie die Bereitstellung von Nutzpflanzen, Holz und weiteren Ressourcen. Der Wert dieser Dienstleistungen wird nur selten direkt in Statistiken wie dem BIP erfasst. So ist beispielsweise der wirtschaftliche Wert der natürlichen Bestäubung implizit im Preis für Nahrungsmittel enthalten. Da aber keine direkte Messung erfolgt, wird dieser Wert dem Agrarsektor zugeordnet.

**Aktuell wird untersucht, wie die Natur in den Messgrößen für die Wirtschaftstätigkeit besser erfasst werden kann.** Zwei einschlägige Beispiele werden in diesem Kasten erläutert: das Projekt INCA (Integrated Natural Capital Accounting) der Gemeinsamen Forschungsstelle (JRC) der Europäischen Kommission sowie die Initiative der OECD zur Messung des um die Umweltbelastung bereinigten BIP-Wachstums. Diese Messgrößen berücksichtigen den wirtschaftlichen Beitrag der Natur zwar nur teilweise, sie liefern jedoch schon jetzt wertvolle Erkenntnisse, welche Rolle die Natur bei der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum spielt.

**INCA stützt sich auf ein umfassendes Spektrum an Geodaten und verwendet unterschiedliche Modellierungsinstrumente, um den beizulegenden Zeitwert von Ökosystemleistungen zu ermitteln.**<sup>1</sup> So wird beispielsweise der Wert der Kohlenstoffbindung ermittelt, indem die geschätzten sozialen Kosten der Freisetzung von Kohlenstoff mit dem gebundenen Volumen multipliziert werden. Grundlage dabei sind Satellitendaten zur Vegetationsdecke. Im Jahr 2019 belief sich der geschätzte Wert von Ökosystemleistungen in der EU auf mehr als 234 Mrd. € (siehe Tabelle A). Das entspricht mehr oder weniger der kombinierten Bruttowertschöpfung aus Land- und Forstwirtschaft. Wenngleich auf diese beiden Sektoren ein großer Teil der Ökosystemleistungen entfiel, nahmen auch andere Sektoren diese umfassend in Anspruch. So profitierten die privaten Haushalte von der naturnahen Erholung, die unter den analysierten Ökosystemleistungen den höchsten Wert aufwies.

---

<sup>1</sup> Gemeinsame Forschungsstelle, [Accounting for ecosystems and their services in the European Union \(INCA\)](#), Europäische Kommission, 2021.

**Tabelle A****Geschätzter Wert von Ökosystemleistungen in den 28 EU-Mitgliedstaaten im Jahr 2019**

(in Mio. €)

Ökosystemleistung	Bewertungsmethode	Wert
Bereitstellung von Nutzpflanzen	Anteil an dem für die Ernte erzielten Marktpreis	23 145
Bereitstellung von Holz	Anteil an der forstwirtschaftlichen Produktion	16 379
Bestäubung	Marktwert der gestiegenen Produktion	4 977
Kohlenstoffbindung	Soziale Kosten der Freisetzung von Kohlenstoff	13 271
Hochwasserschutz	Kosten verhinderter Schäden	18 016
Wasserreinigung	Wiederbeschaffungswertmethode	61 882
Naturnahe Erholung	Reisekostenansatz	80 262
Wasserversorgung	Wiederbeschaffungswertmethode	4 887
Filterung von PM2,5 aus der Luft	Eingesparte Gesundheitskosten	10 446
Fang von Meeresfischen	Nettogewinn	1 042
<b>Insgesamt</b>		<b>234 307</b>

Quelle: JRC (2021).

**Die Berücksichtigung der Natur und von Umweltfaktoren ermöglicht einen erweiterten analytischen Blick auf die Triebfedern des Wirtschaftswachstums.<sup>2</sup>**

Die OECD berechnet das um die Umweltbelastung bereinigte BIP, indem die geschätzten Kosten der Umweltbelastung, einschließlich der Kosten durch Kohlendioxid, Stickstoff, Schwefel und Feinstaub, abgezogen werden. Darin werden der Klimawandel, die Schädigung von Ökosystemen sowie Krankheiten und Todesfälle berücksichtigt.<sup>3</sup> Folglich ist das um die Umweltbelastung bereinigte BIP niedriger als das in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesene BIP. Bei einer standardmäßigen Wachstumszerlegung werden drei Hauptfaktoren des Wirtschaftswachstums unterschieden: der Kapitalstock (wie Maschinen, Gebäude und Infrastruktur), der Faktor Arbeit und die totale Faktorproduktivität (TFP). Die TFP wird in der Regel als Restgröße berechnet, nachdem die Beiträge von Kapital und Arbeit von der Produktion abgezogen wurden. Die OECD erweitert diese Berechnung um die Messung des Wachstumsbeitrags, der sich aus einer größeren Ausbeutung der Natur ergibt (z. B. durch mehr Bergbau oder Holzeinschlag). Die umweltbereinigte TFP lässt sich dann als Restgröße durch Abzug dieser Inputs von dem um die Umweltbelastung bereinigten BIP errechnen.

**Wird die gleiche Produktion mit weniger Input hervorgebracht, entsteht Wertschöpfung. Analog dazu besteht eine Wertschöpfung aus langfristiger ökologischer Perspektive, wenn die gleiche Produktion mit einer geringeren Umweltbelastung einhergeht.** Von 1996 bis 2018 sank die Umweltbelastung in den meisten europäischen Volkswirtschaften deutlich. Der daraus resultierende Beitrag zum jährlichen (um die Umweltbelastung bereinigten) BIP-Wachstum lag in Deutschland, Frankreich und Italien bei mehr als 0,3 Prozentpunkten (siehe

<sup>2</sup> Siehe M. Cárdenas Rodríguez et al., [Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services](#), OECD Green Growth Papers, November 2023.

<sup>3</sup> Ein Beispiel für die Kosten von Feinstaub: In der EU führte die Luftverschmutzung allein 2020 zu 238 000 vorzeitigen Todesfällen. Siehe Europäische Umweltagentur, [Health impacts of air pollution in Europe](#), 2022.

Tabelle B) und war mehr als doppelt so hoch wie in den Vereinigten Staaten. China und Indien konnten ihr BIP nur auf Kosten einer stärkeren Umweltbelastung steigern. Mit Blick auf die Einflussfaktoren trug die größere Ausbeutung der Natur in den OECD-Staaten kaum, in China und Indien jedoch geringfügig zum durchschnittlichen Wachstum bei.

**Tabelle B**  
Naturbereinigte Beiträge zum Wachstum in großen Volkswirtschaften

(jährliche Wachstumsveränderung in %; Beiträge in Prozentpunkten)

Land	Messgrößen des Produktionswachstums			Beiträge zum Produktionswachstum			
	BIP-Wachstum	Um die Umweltbelastung bereinigtes BIP-Wachstum	Differenz	Beitrag des Faktors Arbeit	Beitrag des Faktors Kapital	Beitrag durch Ausbeutung der Natur	Umweltbereinigtes TFP-Wachstum
Frankreich	1,61	1,98	0,37	0,30	0,58	0,00	1,11
Deutschland	1,40	1,73	0,33	0,17	0,40	-0,01	1,17
Italien	0,60	0,95	0,36	0,17	0,41	-0,01	0,38
Niederlande	1,99	2,22	0,22	0,55	0,57	-0,02	1,12
Spanien	2,14	2,25	0,11	0,87	0,76	0,00	0,62
Durchschnitt EU 27	1,78	2,07	0,28	0,29	0,67	-0,01	1,12
Vereinigte Staaten	2,45	2,62	0,17	0,45	0,70	0,02	1,45
China	8,67	8,09	-0,58	0,33	2,60	0,12	5,05
Indien	6,81	6,28	-0,53	0,54	2,50	0,05	3,19

Quellen: Cárdenas Rodríguez et al. (2023) und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Dargestellt ist der Durchschnitt für den Zeitraum 1996-2018.

**In Europa gehen diese Umweltbereinigungen mit einem höheren gemessenen Produktivitätswachstum einher** (siehe Abbildung A). In einigen neueren EZB-Publikationen wurde aufgezeigt, wie die Reduzierung der Emissionen im Rahmen des ökologischen Wandels die gemessene Produktivität vorübergehend senken kann.<sup>4</sup> Diese Daten legen nahe, dass dieser Prozess möglicherweise bereits eingesetzt hat. Standardmessgrößen für die TFP belegen, dass sich das durchschnittliche jährliche Produktivitätswachstum im Zeitraum 2009-2018 im Vergleich zum Zeitraum 1996-2008 verlangsamt hat, wobei es sowohl in zwölf ausgewählten Ländern des Euroraums (EA 12) gesunken ist (von 0,5 % auf 0,2 %) als auch in den Vereinigten Staaten (von 1,2 % auf 0,6 %).<sup>5</sup> Obwohl auch die umweltbereinigte TFP über diese beiden Zeiträume hinweg rückläufig war, vermittelt sie ein weniger pessimistisches Bild des jüngsten Produktivitätswachstums. Das

<sup>4</sup> Siehe EZB, [Wie der Klimawandel das Produktionspotenzial beeinflusst](#), Wirtschaftsbericht 6/2023; G. Bijnens et al., [The impact of climate change and policies on productivity](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 340, 2024.

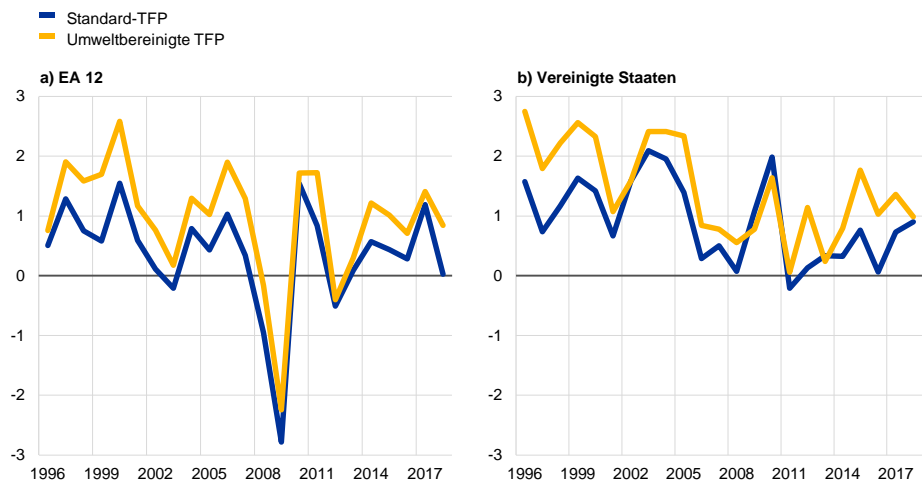
<sup>5</sup> Der EA 12 umfasst Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien, gewichtet nach dem BIP 2013.

umweltbereinigte TFP-Wachstum belief sich von 2009 bis 2018 in den EA 12-Ländern auf durchschnittlich 0,6 % und in den Vereinigten Staaten auf 1 %.<sup>6</sup>

### Abbildung A

Differenz zwischen dem Wachstum der Standard-TFP und der umweltbereinigten TFP

(in % p. a.)



Quellen: Cárdenas Rodríguez et al. (2023), OECD und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Der EA 12 umfasst Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien, gewichtet nach dem BIP 2013.

**Die tatsächliche Bedeutung der Natur für die Wirtschaftstätigkeit dürfte die vorgenannten Schätzungen übertreffen. Folglich könnte die anhaltende Zerstörung der Natur die künftigen Produktionskapazitäten erheblich verringern.**<sup>7</sup> Da zahlreiche Ökosystemleistungen noch nicht quantifiziert sind, wird ihr Wert zu niedrig angesetzt. Hinzu kommt, dass ihre wirtschaftliche Bedeutung auch davon abhängt, ob sie durch andere Produktionsfaktoren ersetzt werden können. So wird die natürliche Bestäubung bei bestimmten hochwertigen Nutzpflanzen bereits manuell durchgeführt. Für alle Nutzpflanzen wäre dies gleichwohl nicht möglich. Eine massive Ausbeutung der natürlichen Ressourcen kann die Produktion kurzfristig zwar steigern, ist aber über längere Zeithorizonte möglicherweise nicht nachhaltig, da die Zerstörung der Natur letztlich den Nutzwert an Ökosystemleistungen und folglich die Wirtschaftstätigkeit verringert.<sup>8</sup>

**Die direkte Messung von Ökosystemleistungen im Rahmen des BIP stellt einen wesentlichen Fortschritt dar, reicht aber nicht aus, um langfristige Auswirkungen nachzuvollziehen.** Bestimmte Datenverbesserungen werden bereits ins Auge gefasst. Eurostat plant, auf den im Rahmen von INCA geleisteten Arbeiten aufzubauen und ab dem Jahr 2026 Ökosystemrechnungen zu veröffentlichen. Dabei werden zunächst sieben Ökosystemleistungen in physischen

<sup>6</sup> Der EA 12-Wert aus dem Jahr 2009 wirkt sich stark auf diese Durchschnittswerte aus. Von 2010 bis 2018 entsprach der Wert für das durchschnittliche umweltbereinigte TFP-Wachstum im EA 12 weitgehend demjenigen in den Vereinigten Staaten.

<sup>7</sup> Siehe B. Döhning et al., [Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity](#), European Economy Discussion Papers, Nr. 180, Europäische Kommission, 2023.

<sup>8</sup> Siehe T. Kuchler et al., [The economics of biodiversity loss](#), Beitrag zum EZB-Forum in Sintra, 2024.

Einheiten erfasst (wie die aus der Bestäubung von Nutzpflanzen durch Wildinsekten erzielte Erntemenge oder die gebundenen Tonnen Kohlenstoff), wobei derzeit geprüft wird, ob eine Berechnung des monetären Werts möglich ist.<sup>9</sup> Dennoch werden im *Bruttoinlandsprodukt* nicht alle Folgen der Naturzerstörung berücksichtigt, da darin keine Kapitalabschreibungen enthalten sind. Die Zerstörung der Natur infolge des an ihr verübten Raubbaus wird somit niemals in das BIP einfließen – und zwar auch dann nicht, wenn Ökosystemleistungen erfasst werden. Um die Auswirkungen auf die künftige Produktion vollständig nachvollziehen zu können, ist das *Nettoinlandsprodukt* heranzuziehen, in dem Abschreibungen berücksichtigt werden. Darüber hinaus verringern mehrere Ökosystemleistungen die Auswirkungen von Klimaextremen wie Überschwemmungen. Der wirtschaftliche Nutzen kann erheblich sein, ist aber nicht beobachtbar, und es lässt sich lediglich anhand von Modellen berechnen, um wie viel geringer die wirtschaftliche Aktivität ohne diesen Schutz wäre.

**Um den Nutzen von Ökosystemleistungen besser zu quantifizieren und herauszufinden, welche Sektoren auf sie angewiesen sind, muss sich auch die ökonomische Modellierung weiterentwickeln.** Mit den so gewonnenen Erkenntnissen kann ermittelt werden, in welcher Konstellation Investitionen in die Natur mittelfristig einen Nettonutzen schaffen könnten. Ebenso wird dann klarer, wie Ausfälle von Ökosystemleistungen im In- und Ausland über die Lieferketten auf die Wirtschaft durchwirken. Solche Ausfälle werden die tatsächliche Wirtschaftstätigkeit dämpfen – unabhängig davon, ob Ökosystemleistungen direkt gemessen werden oder nicht. Eine detailliertere Erörterung der wirtschaftlichen und finanziellen Folgen der Naturzerstörung und des Verlusts der Artenvielfalt findet sich in Aufsatz 2 im vorliegenden Wirtschaftsbericht.

---

<sup>9</sup> Bereitstellung von Nutzpflanzen, Bestäubung von Nutzpflanzen, Bereitstellung von Holz, Luftfilterung, globale Klimaregulierung, lokale Klimaregulierung, naturnahe tourismusbezogene Dienstleistungen. Siehe Vorschlag für eine [Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung \(EU\) Nr. 691/2011 in Bezug auf die Einführung neuer Module für die umweltökonomischen Gesamtrechnungen](#), COM(2022) 329 final.

### 3 Warum ist die Stimmung unter den privaten Haushalten im Euroraum nach wie vor getrübt, und wie wirkt sich dies auf die privaten Konsumausgaben aus?

Alina Bobasu, Dario Esposito und Johannes Gareis

**Der groß angelegte Angriff Russlands auf die Ukraine führte im Euroraum zu einem Einbruch des Verbrauchervertrauens, das trotz einer gewissen Erholung noch immer niedrig ist.** Das Verbrauchervertrauen verbesserte sich schrittweise ab September 2022, als es auf den niedrigsten Stand seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine gesunken war. Dennoch hat es den Vorpandemiedurchschnitt noch nicht wieder erreicht: Im August 2024 lag es weiterhin deutlich unter dem Niveau vor dem Angriff (siehe Abbildung A). In diesem Kasten werden die zugrunde liegenden Faktoren für das schwache Verbrauchervertrauen analysiert. Zudem wird untersucht, wie sich ein anhaltend niedriges Vertrauen kurzfristig auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte auswirkt.

**Das Verbrauchervertrauen wird derzeit vor allem von den Erwartungen der privaten Haushalte zur allgemeinen Wirtschaftslage belastet.** Die Europäische Kommission bestimmt das Verbrauchervertrauen mithilfe eines umfragebasierten zusammengesetzten Indikators. Er berechnet sich als arithmetisches Mittel einer Reihe von Salden zu vier Fragen, wobei die prozentualen Anteile der negativen Antworten von den prozentualen Anteilen der positiven Antworten abgezogen werden. Die Fragen beziehen sich auf die Erwartungen der privaten Haushalte bezüglich ihrer finanziellen Situation, der allgemeinen Wirtschaftslage und der Tätigkeit größerer Anschaffungen in den kommenden zwölf Monaten sowie auf die Einschätzung ihrer finanziellen Situation in den vergangenen zwölf Monaten.<sup>1</sup> Die Erwartungen zur allgemeinen Wirtschaftslage haben sich seit Mitte 2023 kaum verändert. Daher konnte sich das Verbrauchervertrauen, das sich von seinem Einbruch infolge des Angriffs auf die Ukraine etwas erholt hatte, kaum weiter verbessern (siehe Abbildung A). Im Gegensatz dazu entwickelten sich die übrigen Komponenten des Verbrauchervertrauens weiterhin positiv. So erreichten die Einschätzungen zur vergangenen finanziellen Situation und zur Planung größerer Anschaffungen Mitte 2024 einen Wert, der geringfügig über dem Durchschnitt vor der Pandemie lag.

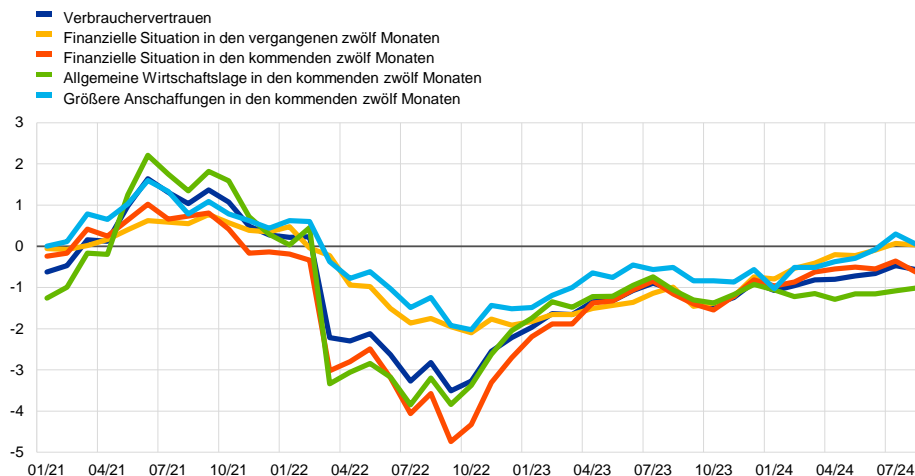
---

<sup>1</sup> Siehe Europäische Kommission, [A revised consumer confidence indicator](#), 2018.

## Abbildung A

### Verbrauchervertrauen und seine Komponenten

(standardisierte Salden in %)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten sind für den Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2019 standardisiert. Die Nulllinie stellt den Durchschnitt vor der Pandemie dar. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf August 2024.

### Mithilfe eines linearen Regressionsmodells wird der historische Zusammenhang zwischen dem Verbrauchervertrauen und unterschiedlichen Einflussfaktoren der privaten Konsumausgaben dargestellt.<sup>2</sup> Das Modell

regressiert das Verbrauchervertrauen auf eine Konstante, zwei Verzögerungen des Verbrauchervertrauens und kontemporäre Werte der Inflationsrate, der Arbeitslosenquote, einer Messgröße für die Kreditfinanzierungskosten, der jährlichen prozentualen Veränderung der Aktienkurse und der Wohnimmobilienpreise sowie auf die Erwartungen der privaten Haushalte zu Inflation und Arbeitslosigkeit in den kommenden zwölf Monaten.<sup>3</sup> Durch die Verzögerungen ist eine schrittweise Reaktion des Verbrauchervertrauens auf die Veränderungen der übrigen Variablen möglich. Das Modell bezieht die Erwartungen zur künftigen Inflation und Arbeitslosigkeit ein, da diese Erwartungen die Wohlstandswahrnehmung der privaten Haushalte prägen und somit das Verbrauchervertrauen oft besser widerspiegeln als die tatsächlichen Werte.<sup>4</sup> Zudem bilden sie per Definition den

<sup>2</sup> Siehe auch M. A. Bolhuis, J. N. Cramer, K. O. Schulz und L. H. Summers, [The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly](#), Working Paper des NBER, Nr. 32163, 2024.

<sup>3</sup> Die Angaben zu den Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf Inflation und Arbeitslosigkeit stammen aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission. Die Inflationserwartungen werden quantitativ erhoben und beziehen sich auf die vierteljährlichen Erwartungen zur Teuerung in den kommenden zwölf Monaten. Die Erwartungen der privaten Haushalte zur Arbeitslosigkeit werden indes qualitativ erfasst, wobei ebenfalls die kommenden zwölf Monate betrachtet werden.

<sup>4</sup> Zur Bedeutung der Inflationserwartungen der privaten Haushalte für das Verbrauchervertrauen im Euroraum siehe Europäische Kommission, [European Business Cycle Indicators 2<sup>nd</sup> Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area](#), Technical Paper, Nr. 074, 2024.



zukunftsgerichteten Charakter der meisten Komponenten des Verbrauchervertrauens ab.<sup>5</sup>

**Dem Modell zufolge ist der Rückgang des Verbrauchervertrauens gegenüber dem Stand vor Kriegsbeginn zunächst auf den Anstieg der tatsächlichen und der erwarteten Inflation zurückzuführen. Erst danach kam es zu den zunehmend negativen Effekten aufgrund höherer Kreditfinanzierungskosten und zugleich sinkender Wohnimmobilienpreise.** Mithilfe des Modells lässt sich der nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine verzeichnete Rückgang des Verbrauchervertrauens im Euroraum gegenüber dem vierten Quartal 2021 weitgehend mit dem Anstieg der tatsächlichen wie auch der erwarteten Inflation erklären (siehe Abbildung B). Ausschlaggebend für die anschließende Erholung des Verbrauchervertrauens war dann wiederum der Rückgang der tatsächlichen und der erwarteten Inflation. Auch bezüglich der Arbeitslosigkeit gingen die Erwartungen der privaten Haushalte im Jahr 2023 gegenüber dem Vorjahr zurück. Im zweiten Quartal 2024 lagen sie allerdings noch immer über dem Niveau des vierten Quartals 2021.<sup>6</sup> Darüber hinaus trug die geldpolitische Straffung zu einem Anstieg der Kreditfinanzierungskosten und einem Rückgang der Wohnimmobilienpreise bei. Dies wirkte sich ab Mitte 2022 nachteilig auf das Verbrauchervertrauen aus. Der negative Beitrag der Regressionsresiduen zeigt zudem, dass das Verbrauchervertrauen aufgrund sonstiger Faktoren weiterhin etwas schwächer war als im vierten Quartal 2021. Diese Faktoren wurden nicht im Modell erfasst und spiegeln möglicherweise die erhöhte geopolitische und wirtschaftspolitische Unsicherheit wider.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Im Jahr 2022 verhielten sich die Erwartungen der privaten Haushalte bezüglich der künftigen Inflation und Arbeitslosigkeit kollinear zur allgemeinen Unsicherheit, die mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verbunden war. Aus diesem Grund könnten die mit dem Modell geschätzten Koeffizienten dieser beiden Variablen neben den Effekten von Inflation und Arbeitslosigkeit auch noch andere mit dem Ukraine-Krieg zusammenhängende Faktoren widerspiegeln.

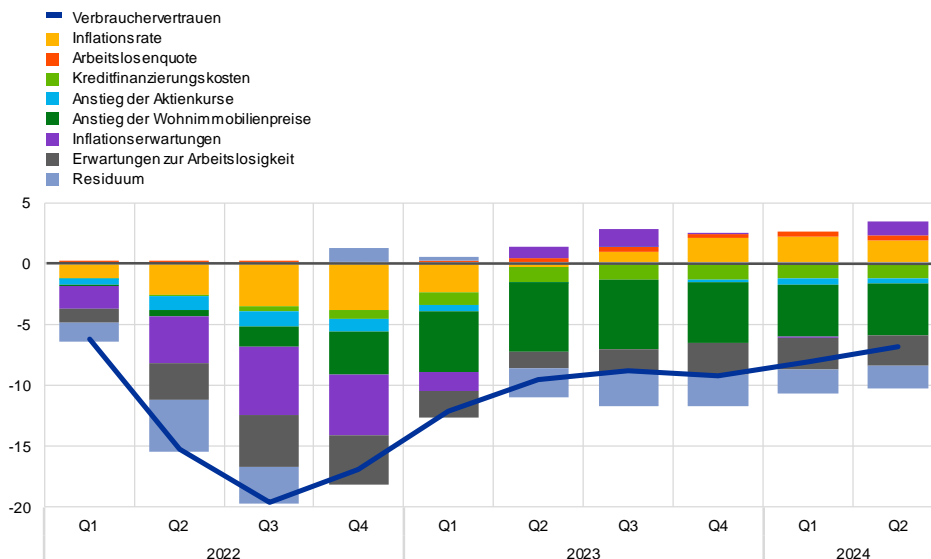
<sup>6</sup> Diese erhöhten Erwartungen zur Arbeitslosigkeit stehen im Widerspruch zu den günstigen Arbeitsmarktdaten. Die Arbeitslosenquote ist vom vierten Quartal 2021 bis zum zweiten Quartal 2024 kontinuierlich gesunken, was sich in diesem Zeitraum geringfügig positiv auf das Verbrauchervertrauen auswirkte. Sowohl die Arbeitslosenquote als auch die Erwartungen zur Arbeitslosigkeit stützten das Verbrauchervertrauen im zweiten Quartal 2024, da sie unter ihrem jeweiligen Vorpandemiedurchschnitt lagen.

<sup>7</sup> Dies steht weitgehend im Einklang mit dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikator für die Verbraucherunsicherheit. Er verzeichnete im dritten Quartal 2022 seinen höchsten Stand und ging dann bis zum zweiten Quartal 2024 deutlich zurück. Gegenüber dem Schlussquartal 2021 lag er aber nach wie vor auf einem erhöhten Niveau.

## Abbildung B

### Modellierte Bestimmungsfaktoren des Verbrauchervertrauens

(Salden in % und Beiträge in Prozentpunkten; Abweichung vom vierten Quartal 2021)



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

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Beiträge der Regressoren in Bezug auf eine Regression des vierteljährlichen Verbrauchervertrauens auf eine Konstante, zwei Verzögerungen des Verbrauchervertrauens und die kontemporären Werte der Inflationsrate, der Arbeitslosenquote, einer Messgröße für die Kreditfinanzierungskosten, der jährlichen prozentualen Veränderung der Aktienkurse, der jährlichen prozentualen Veränderung der vierteljährlichen Wohnimmobilienpreise sowie die Erwartungen der privaten Haushalte zur Inflation und zur Arbeitslosigkeit in den kommenden zwölf Monaten. Die Finanzierungskosten werden näherungsweise anhand des Zinssatzes für Konsumentenkredite ermittelt. Die Schätzung des Modells erfolgt auf Basis der Daten vom ersten Quartal 2004 bis zum zweiten Quartal 2024 und enthält für jedes Quartal des Jahres 2020 eine Dummy-Variablen. Die letzten Datenpunkte beziehen sich auf das zweite Quartal 2024, mit Ausnahme der Daten für den Anstieg der Wohnimmobilienpreise, der mithilfe eines univariaten AR(2)-Modells für das zweite Quartal 2024 vorausgerechnet wurde.

**Das Verbrauchervertrauen korreliert in der Regel stark mit dem Wachstum der privaten Konsumausgaben.** Wie bereits dargelegt, wird das Verbrauchervertrauen von Variablen beeinflusst, die auch die privaten Konsumausgaben bestimmen. Es liefert somit grundlegende Informationen über die aktuelle wirtschaftliche Lage und deren weitere Entwicklung.<sup>8</sup> So wies das Verbrauchervertrauen in der Zeit vor der Pandemie allgemein eine hohe Korrelation mit dem vierteljährlichen Wachstum der Konsumausgaben auf, insbesondere in konjunkturellen Abschwungphasen.<sup>9</sup>

**Das nach wie vor schwache Verbrauchervertrauen deutet darauf hin, dass die privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht nur moderat zunehmen werden.**

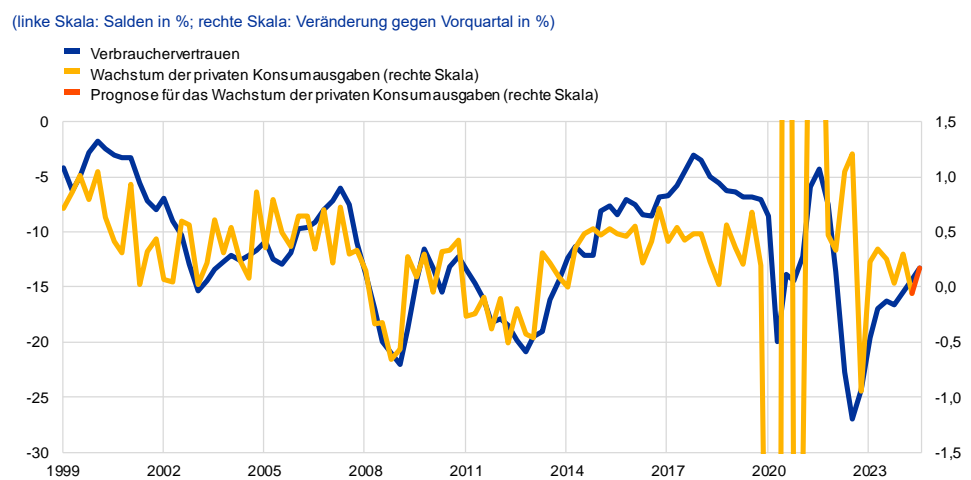
Werden in einem Brückengleichungsmodell Daten für das vierteljährliche Verbrauchervertrauen mit den Daten für das vierteljährliche Wachstum der privaten Konsumausgaben verknüpft, so lässt sich für das dritte Quartal 2024 ein leichter

<sup>8</sup> Ein offensichtlicher Vorteil des Index des Verbrauchervertrauens gegenüber den Bestimmungsfaktoren der privaten Konsumausgaben ist seine Aktualität. Siehe auch EZB, [Besitzt das Verbrauchervertrauen Vorhersagekraft im Hinblick auf die privaten Konsumausgaben?](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 5/2015.

<sup>9</sup> Siehe auch EZB, [Vertrauensindikatoren und Konjunkturentwicklung](#), Monatsbericht Januar 2013.

Anstieg der Konsumausgaben prognostizieren (siehe Abbildung C).<sup>10</sup> Die Aussichten für den privaten Konsum werden jedoch dadurch getrübt, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Bestimmungsfaktoren des Verbrauchervertrauens mit Unsicherheit behaftet ist. Das Verbrauchervertrauen im Euroraum dürfte auch in Zukunft steigen, da die Inflation weiter sinkt, die robusten Arbeitsmärkte nach wie vor Unterstützung bieten und sich die Realeinkommen erholen. Dennoch dürften die Auswirkungen der jüngsten geldpolitischen Straffung noch einige Zeit zu spüren sein. Zudem könnte die erhöhte geopolitische und wirtschaftspolitische Unsicherheit die Erholung des Verbrauchervertrauens beeinträchtigen.

**Abbildung C**  
Verbrauchervertrauen und Wachstum der privaten Konsumausgaben



Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024 (Wachstum der privaten Konsumausgaben) bzw. August 2024 (Verbrauchervertrauen). Die rote Linie veranschaulicht die Prognose des Wachstums der privaten Konsumausgaben für das dritte Quartal 2024. Die Prognose basiert auf einem Brückengleichungsmodell, welches das vierteljährliche Wachstum der privaten Konsumausgaben auf eine Konstante, ihre eigene Verzögerung und kontemporäre Werte für das vierteljährliche Verbrauchervertrauen regressiert. Die Regression erfolgt auf Basis der Daten vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2024 und enthält für jedes Quartal des Jahres 2020 eine Dummy-Variable. Bei der Prognose für das dritte Quartal 2024 wird ein vierteljährliches Verbrauchervertrauen in Höhe des Durchschnittswerts für Juli und August angenommen.

<sup>10</sup> Eine Out-of-Sample-Evaluierung des Brückengleichungsmodells zeigt, dass sich die Prognosekraft, gemessen an der Wurzel des mittleren quadratischen Prognosefehlers, während der Pandemie deutlich verschlechterte. Seit Anfang 2023 ist allerdings wieder eine Verbesserung zu beobachten. An den Komponenten des Verbrauchervertrauens ist abzulesen, dass die Erwartungen der privaten Haushalte zu ihrer finanziellen Situation vor der Pandemie etwas stärker mit dem Wachstum der privaten Konsumausgaben korrelierten als das Verbrauchervertrauen insgesamt. Die relativen Unterschiede zwischen der Prognosekraft der einzelnen Komponenten waren in jüngster Zeit jedoch nur noch gering. Insgesamt sollten die Ergebnisse mit Vorsicht interpretiert und anhand aktueller Daten überprüft werden, da für den jüngsten Zeitraum nur eine kleine Stichprobe zur Verfügung stand. Siehe auch EZB, [Ist der EMI ein verlässlicher Indikator für das Nowcasting des realen BIP im Euroraum?](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2024.

## Ergebnisse einer Umfrage unter führenden Unternehmen zur Entwicklung am Arbeitsmarkt und zur Einführung generativer KI

Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris und Christofer Schroeder

**In einer aktuellen Umfrage der EZB wurden führende nichtfinanzielle Unternehmen zu den Bestimmungsfaktoren einiger wesentlicher Entwicklungen befragt, die in den vergangenen Jahren den Arbeitsmarkt im Euroraum geprägt haben.** Dazu zählen zunehmende Schwierigkeiten der Unternehmen bei der Personalgewinnung, eine trotz der stagnierenden Wirtschaftstätigkeit hohe und weiter wachsende Beschäftigung (und damit einhergehend eine sinkende Arbeitsproduktivität), ein deutlicher Rückgang der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden und die vermehrte Nutzung mobilen Arbeitens. Dieser Teil der Umfrage enthielt eine Reihe allgemeiner Aussagen, zu denen sich die Befragten entlang der folgenden Skala positionieren konnten: „trifft voll und ganz zu“, „trifft zu“, „neutral“, „trifft nicht zu“, „trifft überhaupt nicht zu“. Dabei sollten die Unternehmen eine mittelfristige Perspektive einnehmen und das aktuelle Umfeld mit dem vor fünf bis zehn Jahren vergleichen. Wurde für eine Aussage „trifft voll und ganz zu“ oder „trifft zu“ gewählt, folgten darauf Zusatzfragen mit einer Reihe untergeordneter Aussagen zur Ermittlung der Gründe für ihre Antwort.

**Darüber hinaus wurden die Unternehmen zum Grad der Nutzung generativer künstlicher Intelligenz (generativer KI) befragt.** Generative KI ist die neueste Entwicklung in einer Phase raschen technologischen Fortschritts und könnte den Arbeitsmarkt und die Produktivität stark beeinflussen. Hierzu sollten die Unternehmen folgende Fragen beantworten: a) Wenden Sie generative KI auf der operativen Ebene an, und wenn ja, b) seit wann? c) Wie hoch ist der Anteil der Beschäftigten, die generative KI mindestens einmal pro Woche für ihre Arbeit nutzen? d) Welches sind die Hauptgründe für die Einführung? Die Umfrage richtete sich an Unternehmen, mit denen die EZB im regelmäßigen Dialog steht, um Daten zu den Aussichten für die Entwicklung von Wirtschaftstätigkeit, Preisen und Beschäftigung zu erheben.<sup>1</sup> Sie wurde von Ende Mai bis Ende Juni 2024 durchgeführt, und es gingen 46 Antworten ein.

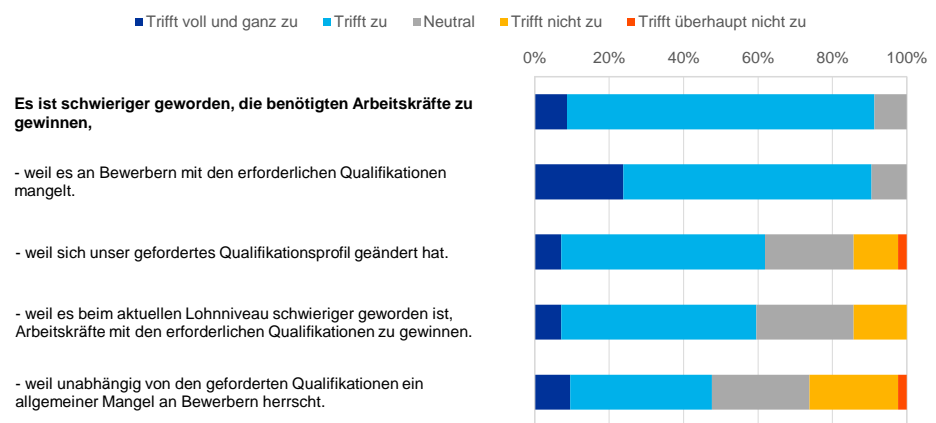
**Die große Mehrheit der befragten Unternehmen stimmte der Aussage zu, dass die Personalgewinnung in den letzten Jahren schwieriger geworden sei. Dabei verwiesen sie vor allem auf einen Mangel an Arbeitskräften mit den erforderlichen Qualifikationen** (siehe Abbildung A). Über 90 % stimmten der Aussage entweder zu oder voll und ganz zu, dass es im Vergleich zur Situation vor fünf oder zehn Jahren schwieriger geworden sei, die gesuchten Beschäftigten zu gewinnen. Dieses Ergebnis weist auf einen allgemeinen Arbeitskräftemangel hin. Von diesen Unternehmen stimmten wiederum 90 % der Aussage zu, dass es an

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

Bewerberinnen und Bewerbern mit den erforderlichen Qualifikationen fehle, was auf einen Fachkräftemangel hindeutet. Zu einem etwas kleineren, aber dennoch signifikanten Teil (knapp 50 %) verwiesen die Befragten darauf, dass unabhängig von den geforderten Qualifikationen ein allgemeiner Mangel an Bewerbern herrsche. Zu den Unternehmen, die einen allgemeinen Mangel an Bewerberinnen und Bewerbern anführen, zählen vor allem jene, die arbeitsintensive Dienstleistungen erbringen oder einen hohen Fertigungsanteil in Deutschland aufweisen. Mit Blick auf die Nachfragefaktoren äußerten sich etwa zwei Drittel der Unternehmen dahingehend, dass der Einstellungsprozess aufgrund von Veränderungen im geforderten Qualifikationsprofil schwieriger geworden sei. Knapp 60 % der Befragten gaben an, dass das aktuelle Lohnniveau es erschwere, Personal mit den benötigten Qualifikationen zu gewinnen.

**Abbildung A**  
Darstellung der Antworten zum Thema Arbeitskräftemangel

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

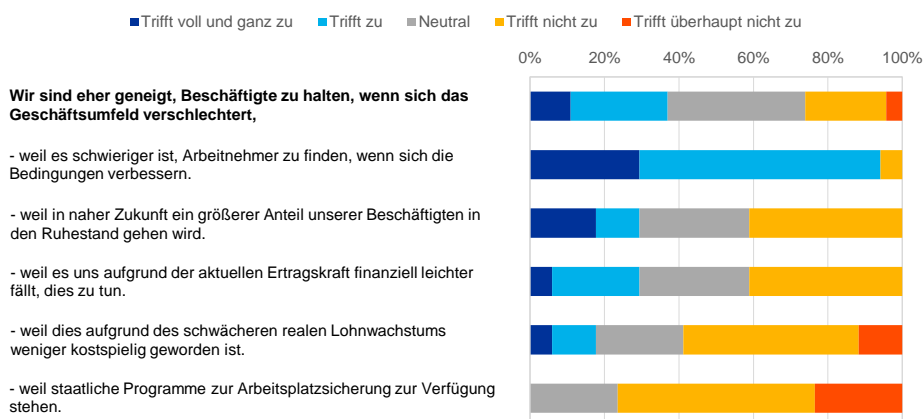
Anmerkung: Die Balken veranschaulichen den prozentualen Anteil der Befragten, die die jeweilige Antwortmöglichkeit auswählten. Alle Befragten wurden gebeten, zu der in Fettdruck hervorgehobenen Aussage Stellung zu nehmen. Stimmen sie dieser zu oder voll und ganz zu, wurden sie um Beantwortung weiterer Fragen zu den untergeordneten Aussagen gebeten. Die für die untergeordneten Aussagen angegebenen Anteile beziehen sich auf die Teilmenge der Befragten, die der übergeordneten Aussage zugestimmt oder voll und ganz zugestimmt hatten.

**Zu etwas mehr als einem Drittel stimmten die Befragten der Aussage zu, dass ihre Unternehmen eher geneigt seien, Beschäftigte auch in einem sich verschlechternden Geschäftsumfeld zu halten. In fast allen Fällen verwiesen sie dabei darauf, dass sie Probleme bei der Neueinstellung erwarteten, wenn sich die Bedingungen wieder verbesserten** (siehe Abbildung B). Dieses Ergebnis deutet auf eine enge Korrelation zwischen Arbeitskräftehortung und Arbeitskräftemangel hin. Die verbleibenden Teilaussagen wurden etwas häufiger verneint als bestätigt. Dennoch betrachteten rund die Hälfte der Unternehmen, die eher geneigt waren, ihre Beschäftigten zu halten, mindestens einen weiteren Faktor als relevant. Zu rund einem Drittel gaben die Befragten an, dass für sie ein in naher Zukunft erwarteter Anstieg der Renteneintritte ein wichtiger Faktor sei. Ein etwa gleich großer Anteil stimmte der Aussage zu, dass es dank der aktuellen Ertragskraft finanziell leichter falle, Arbeitskräfte im Unternehmen zu halten. Rund 20 % gaben das niedrigere reale Lohnwachstum als relevanten Faktor an. Diese Ergebnisse

stützen – wenn auch nur in begrenztem Umfang – frühere Analysen zur Bedeutung dieser Faktoren für die Robustheit der Beschäftigung seit Ende 2022.<sup>2</sup> Keines der befragten Unternehmen nannte staatliche Programme zur Arbeitsplatzsicherung als Bestimmungsfaktor.

## Abbildung B Darstellung der Antworten zum Thema Arbeitskräftehortung

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

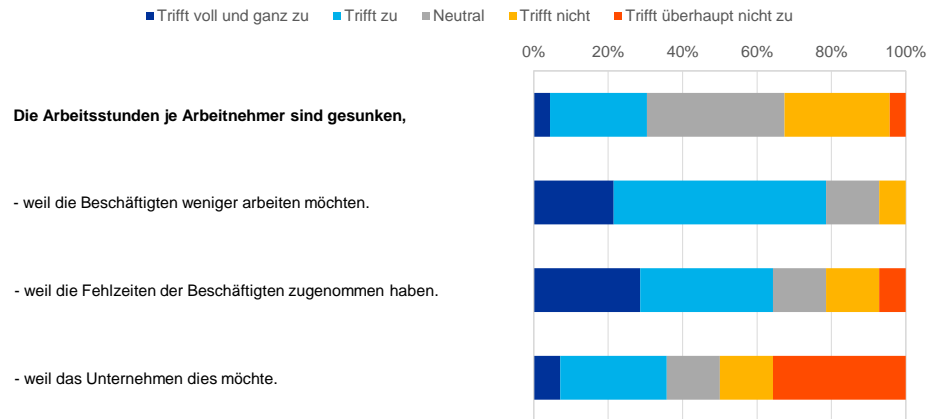
**Die Befragten, die der Aussage zustimmten, dass die geleisteten Arbeitsstunden je Arbeitnehmer gesunken seien, gaben als Hauptgrund hierfür die Präferenz der Beschäftigten für kürzere Arbeitszeiten an** (siehe Abbildung C). So äußerten sich 80 % dieser Gruppe von Befragten dahingehend, dass diese Entwicklung (zumindest teilweise) darauf zurückzuführen sei, dass die Beschäftigten weniger arbeiten wollten. Zwei Drittel nannten längere Fehlzeiten der Beschäftigten als relevanten Faktor. Indes gab nur ein Drittel an, dass der Rückgang der Arbeitsstunden auch den Präferenzen des Unternehmens entspreche. Über die Hälfte der Befragten stimmten dieser Teilaussage dagegen nicht zu, ein Drittel stimmte ihr sogar überhaupt nicht zu.

<sup>2</sup> Siehe EZB, [Höhere Gewinnmargen und ihr Beitrag zur Arbeitskräftehortung der Unternehmen](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 4/2024, und [Modellbasierte Analyse der Bestimmungsfaktoren für das Beschäftigungswachstum im Euroraum nach der Pandemie](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 4/2024.

## Abbildung C

### Darstellung der Antworten zum Thema geleistete Arbeitsstunden

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

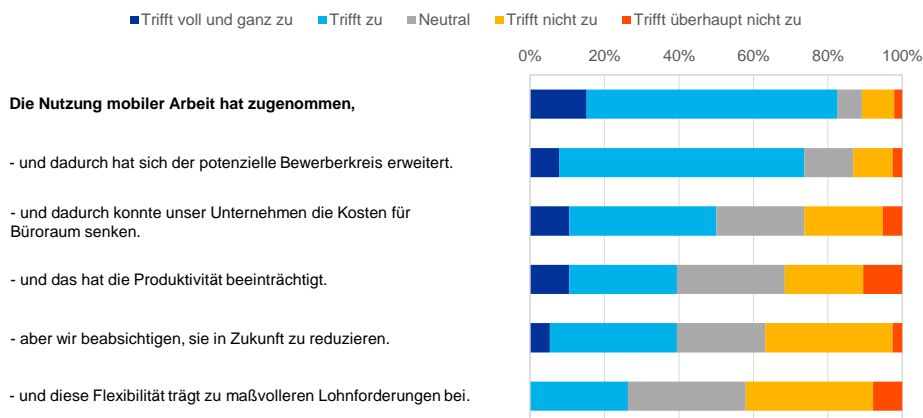
Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

**Die befragten Unternehmen bestätigten, dass mobiles Arbeiten zugenommen habe, und äußerten sich auch überwiegend zustimmend dazu, dass diese Entwicklung zu einer Ausweitung des potenziellen Bewerberkreises führe** (siehe Abbildung D). Von den etwas mehr als 80 %, die auf die zunehmende Bedeutung mobilen Arbeitens verwiesen, stimmten drei Viertel der Aussage zu, dass sich dadurch der potenzielle Bewerberkreis erweitert habe. Rund die Hälfte der Befragten gaben an, dass sie in der Folge die vorgehaltenen Büroflächen und die damit verbundenen Fixkosten reduzieren konnten. Dagegen stimmte nur rund ein Viertel der Aussage zu, dass dies zu maßvolleren Lohnforderungen beigetragen habe. Fast die Hälfte der Befragten stimmte dem nicht zu. Rund 40 % der Unternehmen betrachteten die Aussage, dass die Zunahme des mobilen Arbeitens die Produktivität beeinträchtigt habe, als zutreffend, und ein ähnlich hoher Anteil wollte den Umfang des mobilen Arbeitens zukünftig reduzieren. Knapp über 30 % stimmten dem nicht zu.

## Abbildung D

### Darstellung der Antworten zum Thema mobiles Arbeiten

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

### In Bezug auf die Nutzung generativer KI gaben fast drei Viertel der Befragten an, dass man im Unternehmen die Technologie bereits nutze und es eine ganze Reihe von Gründen dafür gebe (siehe Abbildung E).

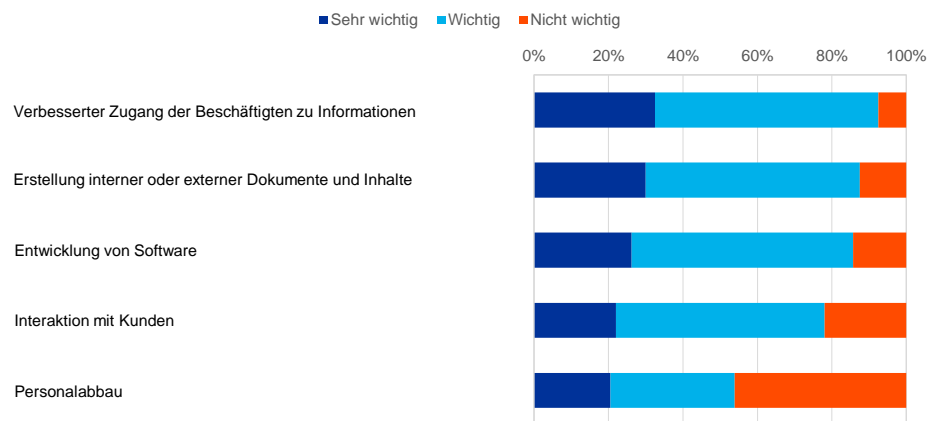
Die meisten der Unternehmen, die generative KI bereits operativ einsetzen, haben damit erst vor relativ kurzer Zeit begonnen, wobei sich im Jahr 2023 ein deutlicher Anstieg zeigte. Ungefähr die Hälfte der Befragten gaben an, dass wohl höchstens 10 % ihrer Beschäftigten generative KI mindestens einmal pro Woche nutzten. Lediglich 6 % setzten den Anteil der Beschäftigten, die regelmäßig auf die Technologie zurückgreifen, mit über 25 % an. Unter den Hauptgründen, die für die Einführung generativer KI angeführt wurden, rangierte ein verbesserter Zugang der Beschäftigten zu Informationen an erster Stelle. Dieser Faktor wurde von über 90 % der Befragten als wichtig oder sehr wichtig erachtet. Knapp dahinter folgten die KI-basierte Erstellung von Inhalten, die Entwicklung von Software und die Interaktion mit Kunden. Etwa jedes zweite Unternehmen nannte als weiteren wichtigen Beweggrund die Einsparung von Personal. Darüber hinaus verwiesen einige Befragte darauf, dass sich die Anwendung generativer KI nach wie vor in einer Erprobungsphase befinde. Die Unternehmen durchliefen noch einen Lernprozess und wollten Anwendungsbereiche identifizieren, in denen sich die Produktivität, Qualität und Effizienz steigern ließen.



## Abbildung E

### Darstellung der Antworten zu den Hauptgründen für die Einführung generativer KI

(in % der Antworten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Balken veranschaulichen den prozentualen Anteil der Befragten, die die jeweilige Antwortmöglichkeit auswählten.

## 5 Die jüngste Entwicklung des Lohnwachstums und die Rolle der Lohndrift

Colm Bates, Katalin Bodnár und Kathinka Schlieker

**Die Beobachtung der Lohnentwicklung ist ein zentrales Element der Analyse der Inflationsaussichten durch die EZB.** Dies verdeutlicht, welche große Bedeutung die Löhne für die Dynamik der zugrunde liegenden Inflation haben, die sich vor allem bei den Dienstleistungen weiterhin als hartnäckig erweist. So beruhen die Aussichten auf einen weiteren Inflationsabbau in den von Fachleuten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom September 2024 unter anderem auf der Erwartung eines nachlassenden Lohnwachstums.

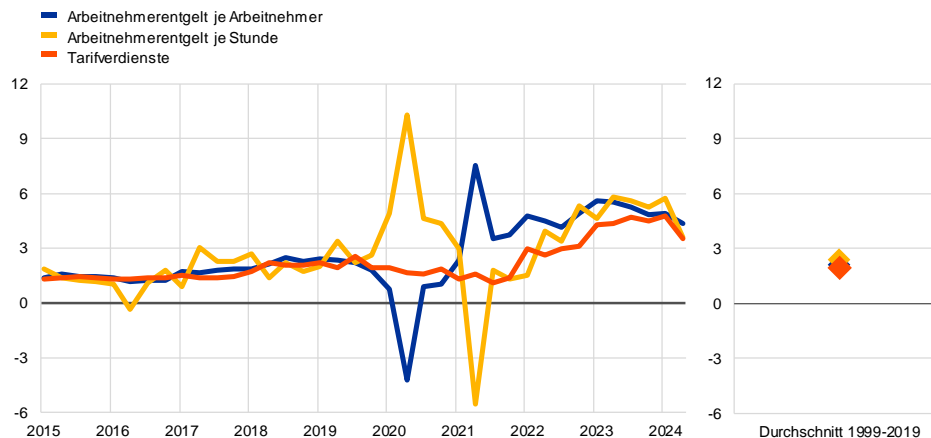
**Das Lohnwachstum im Euroraum ist seit dem Wiederhochfahren der Wirtschaft nach der Pandemie erhöht. Darin spiegelt sich auch der Inflationschock wider, zu dem es nach dem ungerechtfertigten Krieg Russlands gegen die Ukraine kam. Allerdings sind nun Anzeichen einer Abschwächung erkennbar.** Ein wichtiger Indikator für die Messung des Lohnwachstums im Eurogebiet ist die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Nachdem diese Rate bis zum zweiten Quartal 2023 sukzessive auf ein erhöhtes Niveau von 5,5 % angestiegen war, ging sie anschließend wieder auf 4,8 % im ersten Quartal 2024 und weiter auf 4,3 % im zweiten Quartal 2024 zurück. Damit sank sie etwas stärker, als in den September-Projektionen der EZB erwartet. Andere Messgrößen der Lohnentwicklung, wie etwa das Arbeitnehmerentgelt je Stunde, signalisieren ebenfalls eine schwächere Dynamik. Dennoch weisen die Wachstumsraten der verschiedenen Indikatoren nach wie vor ein Niveau auf, das etwa doppelt so hoch ist wie der historische Durchschnitt (rund 2,1 % bei allen Indikatoren). Der langfristige Durchschnitt umfasst allerdings auch Zeiträume mit niedrigem Lohnwachstum und sollte nicht als Zielwert aufgefasst werden. Somit liegen die Zuwachsraten auch weiterhin über einem Lohnwachstum, das mit dem Inflationsziel von 2 % und einem Produktivitätswachstum von 1 % vereinbar ist. Zurückzuführen ist dies in erster Linie auf den starken Einfluss des Arbeitnehmerentgelts auf die vergangene hohe Inflation und den entsprechenden Aufholprozess bei den Reallöhnen (siehe Abbildung A). Unterschiede zwischen der Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und jener der Tarifverdienste deuten darauf hin, dass sich die Lohndynamik unter anderem durch die Lohndrift erklären lässt.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Siehe auch EZB, [Aktuelle Entwicklung der Lohndrift im Euro-Währungsgebiet](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2018.

## Abbildung A Arbeitskostenindikatoren im Euroraum

(Jahreswachstumsrate in %)



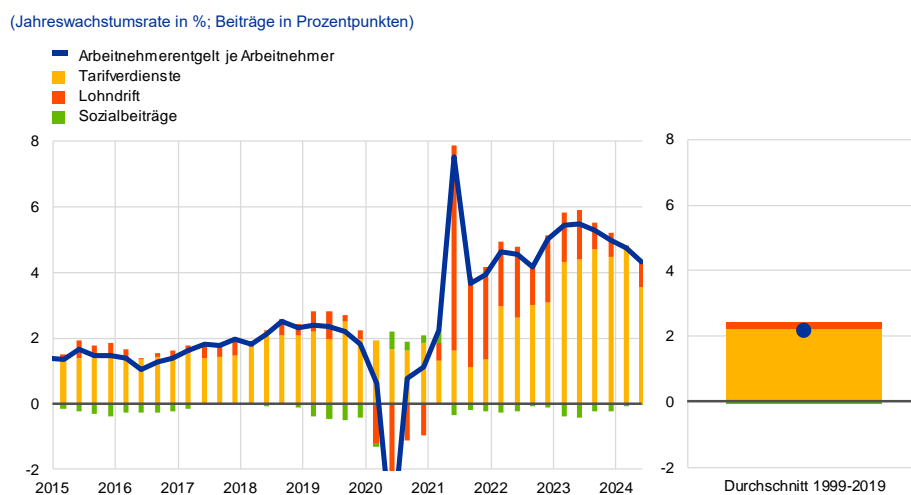
Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024.

**Die Lohndrift erfasst definitionsgemäß alle Elemente der tatsächlich gezahlten Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer, die nicht durch die Tarifverdienste abgedeckt sind. Hierzu zählen etwa individuelle Bonuszahlungen und die Vergütung von Überstunden.** Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lässt sich in die Beiträge der Löhne und Gehälter sowie die arbeitgeberseitigen Sozialbeiträge aufgliedern. Das Wachstum der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer setzt sich wiederum aus dem Anstieg der Tarifverdienste und der Lohndrift zusammen. Dabei wird Letztere als Differenz zwischen dem Anstieg der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer und dem Anstieg der Tarifverdienste berechnet. Die Datenreihe zu den Tarifverdiensten im Euroraum bildet das Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Veränderungen des Entgelts eines durchschnittlichen oder repräsentativen Beschäftigten in den erfassten Sektoren ab. Sie umfasst auch Einmalzahlungen, soweit diese Bestandteil der Tarifverträge sind. Die Löhne und Gehälter beinhalten jedoch auch noch weitere Komponenten, die nicht durch Tarifverträge abgedeckt sind. Hierzu zählen etwa individuelle Bonuszahlungen und Lohnerhöhungen aufgrund von Beförderungen. Diese werden im tatsächlichen Wachstum der Löhne und Gehälter je Arbeitnehmer und damit in der Lohndrift erfasst. Auf aggregierter Ebene spiegelt die Lohndrift auch andere Elemente wider, wie beispielsweise Unterschiede zwischen dem Anstieg individuell vereinbarter und kollektiv ausgehandelter Löhne. Die Bedeutung dieser Unterschiede nimmt zu, wenn die Anzahl der tarifgebundenen Beschäftigten sinkt (und umgekehrt). Da die Tarifverdienste die Arbeitsentgelte von repräsentativen oder durchschnittlichen Vollzeitbeschäftigten abbilden, erfasst die Lohndrift auch Veränderungen der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden (z. B. aufgrund von Überstunden oder infolge des Wechsels zwischen Vollzeit- und Teilzeitbeschäftigung), die für die tatsächliche Vergütung ausschlaggebend sind. Einige dieser Faktoren legen den Schluss nahe, dass kurzfristige Veränderungen der Wirtschaftslage in der Lohndrift rascher zum Ausdruck kommen als in den Tarifverdiensten, die in der Regel eine gewisse Zeit im Voraus festgelegt werden.

Damit ist die Lohndrift ein wichtiges Element in der Analyse des tatsächlichen Wachstums des Arbeitnehmerentgelts.

**Die jüngste Wachstumsabschwächung beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer war auf einen Rückgang der Lohndrift zurückzuführen.** Nach dem sprunghaften Anstieg der Inflation beeinflusste die Lohndrift das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer maßgeblich. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass der Ausgleich für diesen Teuerungsschub bei individuell vereinbarten Arbeitsverträgen frühzeitig erfolgte bzw. bei Tarifverträgen (möglicherweise auf freiwilliger Basis) vorweggenommen wurde. Im Jahr 2023 ging der Aufwärtsdruck auf das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer dann nicht mehr von der Lohndrift, sondern von den Tarifverdiensten aus, was sich bis ins zweite Quartal 2024 fortsetzte (siehe Abbildung B). Diese Verschiebung der relativen Bedeutung steht im Einklang mit der Vorstellung, dass der Inflationsausgleich im Zeitverlauf nicht mehr über die Lohndriftkomponenten, sondern durch die Tarifverdienste erfolgte, und zwar sowohl in Form von Grundlohnerhöhungen als auch in Form von Einmalzahlungen. Der Beitrag der Lohndrift zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer betrug im Zeitraum von 2022 bis 2023 durchschnittlich 1,5 Prozentpunkte und war damit deutlich höher als vor der Pandemie. In jüngerer Zeit lag er noch immer über dem Vorpandemiedurchschnitt (0,2 Prozentpunkte im Zeitraum 1999-2019), wobei er jedoch eine gewisse Volatilität aufwies.

**Abbildung B**  
Aufgliederung des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer



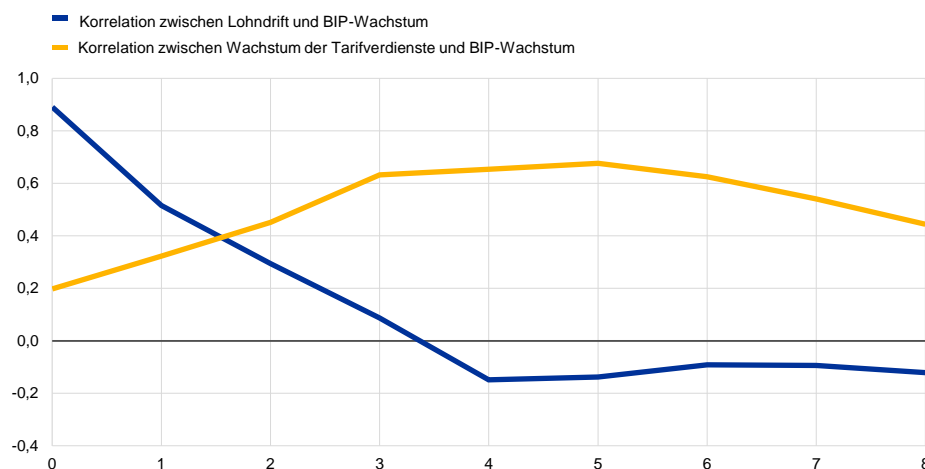
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: In der linken Grafik wurde die Skala aus Gründen der Lesbarkeit unten abgeschnitten. Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag im zweiten Quartal 2020 bei -4,2 %. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024.

**Die jüngste Periode veranschaulicht also, dass sich die wirtschaftlichen Bedingungen rascher in der Lohndrift als im Wachstum der Tarifverdienste niederschlagen.** Allgemein gilt, dass Arbeitgeber, die in einem angespannten Arbeitsmarkt Beschäftigte halten und belohnen möchten, ihren neu eingestellten oder bereits etablierten Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern möglicherweise einen besseren Verdienst anbieten, als es den geltenden Tarifvereinbarungen entspricht.

Ebenso werden Beschäftigte unter Umständen innerhalb der tariflich vereinbarten Lohnskala in eine höhere Lohngruppe eingestuft oder erhalten zusätzlich zum Tarifverdienst Bonuszahlungen. Darüber hinaus können nicht tarifgebundene Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer vielleicht rascher Lohnvereinbarungen treffen als die Gewerkschaften, die an die Laufzeiten der Tarifverträge gebunden sind. Beide Faktoren würden die Lohndrift erhöhen. Dabei steigt die Wahrscheinlichkeit, dass all diese Szenarien eintreten, wenn es in einer angespannten Arbeitsmarktlage gleichzeitig zu deutlichen Reallohnverlusten infolge einer hohen Inflation kommt. Da sich das Wachstum der Tarifverdienste jedoch an den geforderten Inflationsausgleich anpasst, sinkt dann der Beitrag der Lohndrift, was schließlich zu gegenläufigen Entwicklungen der beiden wichtigsten Komponenten des Lohnwachstums führt. Dies lässt sich anhand einer einfachen Korrelationsanalyse ablesen, aus der hervorgeht, dass die Lohndrift früher auf den Konjunkturzyklus reagiert als die Tarifverdienste. Abbildung C zeigt, dass die Lohndrift eine hohe positive kontemporäre Korrelation mit dem BIP-Wachstum aufweist, das daraufhin sinkt, während das Wachstum der Tarifverdienste mit einer Verzögerung von mehreren Quartalen reagiert.

**Abbildung C**  
 Korrelation zwischen Lohndrift und Tarifverdiensten und dem Wachstum des realen BIP

(Korrelationskoeffizient der Jahreswachstumsraten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die x-Achse zeigt die Anzahl der Quartale, um die die Lohndrift und das Wachstum der Tarifverdienste im Vergleich zum BIP-Wachstum verzögert sind. Die Berechnung basiert auf Daten vom ersten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2024. Die Ergebnisse ändern sich nicht grundsätzlich, wenn nur die Zeit vor der Pandemie (vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2019) berücksichtigt wird.

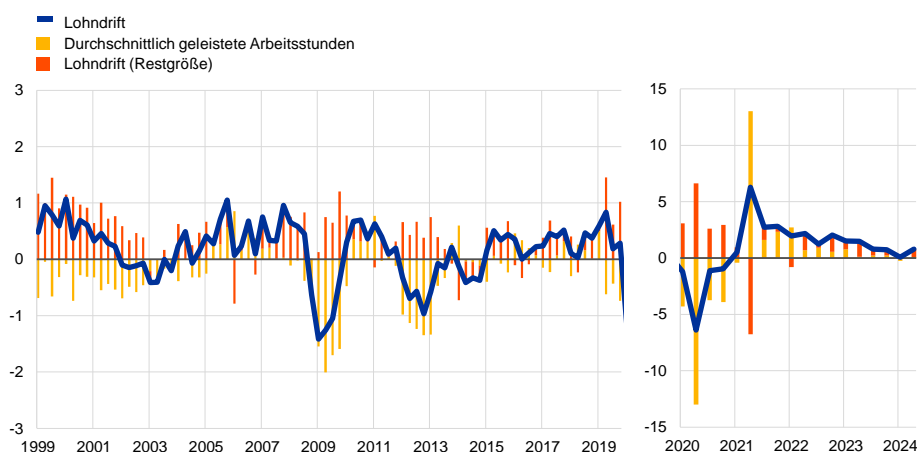
**Die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden stellen einen Kanal dar, über den der Konjunkturzyklus auf die Lohndrift einwirkt.** Verzeichnet ein Unternehmen eine höhere Nachfrage, so besteht seine erste Reaktion normalerweise darin, von den Beschäftigten Überstunden einzufordern. Bezahlte Überstunden schlagen sich daraufhin in der Lohndrift nieder. Der unmittelbar nach der Pandemie beobachtete kräftige Beitrag der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden zur Lohndrift erklärt sich indes nicht durch diesen zyklischen Effekt, sondern vielmehr dadurch, dass sich die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden mit dem Auslaufen der Arbeitsplatzerhaltungsmaßnahmen erholten (siehe

Abbildung D). Dieser Effekt hat sich zuletzt abgeschwächt und trägt zu einer rückläufigen Lohndrift bei. Allerdings deutet die zuletzt auch etwas größere Differenz zwischen der Lohndrift und dem Wachstum der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden darauf hin, dass der Inflationsausgleich eine Rolle spielte.

### Abbildung D

#### Aufgliederung der Lohndrift in das Wachstum der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden und andere Faktoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, EZB und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2024.

#### Bei der Interpretation der Entwicklung der Lohndrift sind auch einige technische Faktoren zu berücksichtigen.

Die durchschnittlichen Löhne und Gehälter – und damit auch die Lohndrift – können sich ändern, wenn Sektoren oder Qualifikationsniveaus mit unterschiedlichen Lohnsätzen verbunden sind und sich die Zusammensetzung der Beschäftigung bezüglich dieser Kategorien verändert. Zum Beispiel hatte die Pandemie negative Auswirkungen auf die Beschäftigung in tourismusbezogenen Branchen, in denen die Löhne für gewöhnlich niedrig sind. Dies dürfte einen aufwärtsgerichteten Effekt auf das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer gehabt haben, der sich wiederum in der Lohndrift widerspiegelt haben dürfte, wodurch sie leicht antizyklisch wurde und andere prozyklische Faktoren zum Teil kompensierte. Darüber hinaus basiert die Berechnung der Lohndrift auf der Differenz zwischen zwei Indikatoren mit unterschiedlicher Länderabdeckung: Die Datenreihe der Tarifverdienste wird aus nicht harmonisierten nationalen Daten aggregiert und umfasst nicht alle Euro-Länder, wohingegen das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer aus dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen abgeleitet wird, das eine harmonisierte Abdeckung aller Länder beinhaltet.<sup>2</sup> Aufgrund dieser unterschiedlichen Abdeckung führt die Aggregation bei der Lohndrift zu einer gewissen Verzerrung, die beispielsweise daher rührt, dass die baltischen Staaten keine Daten zu den Tarifverdiensten erheben, aber ein sehr hohes Wachstum des Arbeitnehmerentgelts

<sup>2</sup> Die Datenreihe der Tarifverdienste im Euroraum wird von der EZB auf der Basis von neun Ländern erstellt (Österreich, Belgien, Deutschland, Spanien, Finnland, Frankreich, Italien, die Niederlande und Portugal) und deckt rund 94 % des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum ab.

je Arbeitnehmer aufweisen.<sup>3</sup> Diese Verzerrung fällt normalerweise sehr gering aus, war aber in den vergangenen Quartalen – vom ersten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2024 – mit durchschnittlich 0,2 Prozentpunkten etwas größer als im Zeitraum vor der Pandemie (1999 bis 2019), als sie bei 0,1 Prozentpunkten lag. Außerdem spiegelte sich, wie bereits erwähnt, der Effekt der während der Pandemie ergriffenen Arbeitsplatzerhaltungsmaßnahmen auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in erster Linie in der Lohndrift wider, da die Tarifverdienste von diesen Verzerrungen nicht betroffen waren.<sup>4</sup>

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer grob in den Anstieg der Tarifverdienste und die Lohndrift unterteilt werden kann, wobei die Lohndrift über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg Vorlaufeigenschaften gegenüber den Tarifverdiensten aufweist.** Während das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum nach wie vor auf historisch hohem Niveau liegt, befindet sich der Disinflationsprozess nun an einem Punkt, an dem der von der Lohndrift ausgehende Aufwärtsdruck nachlässt. Da der Inflationsausgleich in zunehmenden Maße in die Tarifverhandlungen einfließt, wird das derzeit kräftige Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer stattdessen durch das hohe Wachstum der Tarifverdienste gestützt. Mit dem Ende des Inflationsanstiegs könnte der Aufholprozess noch etwas anhalten, aber der Aufwärtsdruck auf das Wachstum der Tarifverdienste dürfte sich abschwächen.

---

<sup>3</sup> In den Euro-Ländern werden die Beschäftigungsverhältnisse der meisten Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer überwiegend durch sektorale Tarifvereinbarungen geregelt. In einigen Ländern gelten für die meisten Beschäftigten allerdings Vereinbarungen auf Unternehmensebene. Siehe auch L. Górnicka und G. Koester (Hrsg.), [A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 338, 2024.

<sup>4</sup> Revisionen des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer spiegeln sich auch vor allem in der Lohndrift wider, da die Daten zum Anstieg der Tarifverdienste in geringerem Maße revidiert werden.

## Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte vom 17. April bis zum 23. Juli 2024

Samuel Bieber und Christian Lizarazo

**Dieser Kasten enthält einen Überblick über die Liquiditätsbedingungen und die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der dritten und vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2024.** Insgesamt erstreckten sich die beiden Erfüllungsperioden über den Zeitraum vom 17. April bis zum 23. Juli 2024 („Berichtszeitraum“).

**Die durchschnittliche Überschussliquidität im Bankensystem des Euroraums sank im Berichtszeitraum weiter auf 3 176,5 Mrd. €.** Dies hing damit zusammen, dass am 26. Juni 2024 das achte Geschäft der dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III.8) fällig wurde und die Banken zugleich ausstehende Beträge anderer GLRG-III-Geschäfte vorzeitig zurückzahlten. Ein weiterer Grund für die rückläufige Liquiditätsbereitstellung war, dass die Banken niedrigere Bestände im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) hielten, da die APP-Reinvestitionen Anfang Juli 2023 eingestellt wurden. Ab Anfang Juli 2024 gingen auch die im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) gehaltenen Bestände zurück, weil die Tilgungszahlungen aus fällig werdenden Wertpapieren seitdem nur noch teilweise wieder angelegt werden. Die geringere Liquiditätsbereitstellung wurde zum Teil durch den anhaltenden Rückgang der autonomen Faktoren (netto) ausgeglichen.

### Liquiditätsbedarf

**Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensystems – d. h. die Summe aus autonomen Faktoren (netto) und Mindestreserve-Soll – verringerte sich im Berichtszeitraum um 47,1 Mrd. € auf 1 484,0 Mrd. €.** Diese Entwicklung war fast ausschließlich darauf zurückzuführen, dass die autonomen Faktoren (netto) um 47,2 Mrd. € auf 1 322,5 Mrd. € sanken (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Ursächlich hierfür war eine Zunahme der liquiditätszuführenden autonomen Faktoren, die durch einen gleichzeitigen Anstieg der liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren nicht vollständig ausgeglichen wurde. Das Mindestreserve-Soll erhöhte sich unterdessen marginal um 0,1 Mrd. € auf 161,6 Mrd. €.

**Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren stiegen im Berichtszeitraum um 20,8 Mrd. € auf 2 640,6 Mrd. €.** Dies war in erster Linie einer Zunahme der sonstigen autonomen Faktoren zuzuschreiben. Im Durchschnitt erhöhten sich die sonstigen autonomen Faktoren (netto) um 47,5 Mrd. €. Grund hierfür war hauptsächlich ein Anstieg der Ausgleichsposten aus Neubewertungen um 66,4 Mrd. €, der mit steigenden Goldpreisen zusammenhing. Die Auswirkungen auf die Liquidität wurden jedoch durch höhere Nettoforderungen in Fremdwährung weitgehend ausgeglichen. Somit waren die Einlagen öffentlicher



Haushalte, die im Berichtszeitraum im Schnitt um 36,9 Mrd. € auf 117,7 Mrd. € sanken, die Haupttriebfeder des Rückgangs der autonomen Faktoren (netto) (siehe Tabelle A unter „Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung“). Dieser Rückgang zeigt, dass sich das Gesamtvolumen der Einlagen, die die Staaten beim Eurosystem halten, weiter normalisiert hat. Begünstigt wurde diese Entwicklung auch durch die geänderte Verzinsung dieser Einlagen, die am 1. Mai 2023 in Kraft getreten war und am 16. April 2024 vom EZB-Rat bestätigt wurde (siehe EZB, Wirtschaftsbericht 4/2024). Der durchschnittliche Banknotenumlauf erhöhte sich im Berichtszeitraum um 10,3 Mrd. € auf 1 554,9 Mrd. €. Die Nachfrage nach Banknoten hat sich nach dem im Juli 2022 verzeichneten Rekordwert von gut 1 600 Mrd. € inzwischen auf einem niedrigeren Niveau eingependelt.

**Die liquiditätszuführenden autonomen Faktoren stiegen um 68,3 Mrd. € auf 1 318,6 Mrd.€. Ursächlich hierfür war in erster Linie eine Zunahme der Nettoforderungen in Fremdwährung um 65,8 Mrd. €.** Diese Zunahme war wiederum bedingt durch einen Wertanstieg der Goldreserven um durchschnittlich 61,4 Mrd. € aufgrund höherer Goldpreise. Die Nettoforderungen in Euro erhöhten sich im Berichtszeitraum geringfügig um 2,5 Mrd. €.

## Tabelle A

### Liquiditätsbedingungen des Eurosystems

#### Passiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni 2024		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 23. Juli 2024		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätsabschöpfende autonome Faktoren</b>	2 640,6	(+20,8)	2 632,4	(+14,1)	2 651,5	(+19,1)	2 619,7	(-33,7)
Banknotenumlauf	1 554,9	(+10,3)	1 551,5	(+5,2)	1 559,5	(+8,0)	1 544,6	(-9,1)
Einlagen öffentlicher Haushalte	117,7	(-36,9)	119,5	(-18,3)	115,2	(-4,3)	154,6	(-27,7)
Sonstige autonome Faktoren (netto) <sup>1)</sup>	968,0	(+47,5)	961,4	(+27,2)	976,8	(+15,4)	920,6	(+3,1)
<b>Über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Giroguthaben</b>	5,7	(-1,3)	5,4	(-1,4)	6,2	(+0,8)	7,0	(-1,1)
<b>Mindestreserve-Soll<sup>2)</sup></b>	161,6	(+0,1)	161,3	(-0,3)	161,9	(+0,7)	161,5	(-1,7)
<b>Einlagefazilität</b>	3 170,8	(-250,6)	3 214,0	(-124,0)	3 113,2	(-100,7)	3 421,3	(-99,1)
<b>Liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperationen</b>	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Quelle: EZB.

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

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

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

## Aktiva

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni 2024		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 23. Juli 2024		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
<b>Liquiditätszuführende autonome Faktoren</b>	1 318,6	(+68,3)	1 311,3	(+39,1)	1 328,3	(+17,1)	1 250,3	(+64,1)
Nettoforderungen in Fremdwährung	1 045,4	(+65,8)	1 031,7	(+36,2)	1 063,7	(+32,1)	979,6	(+34,8)
Nettoforderungen in Euro	273,2	(+2,5)	279,6	(+2,9)	264,6	(-15,0)	270,7	(+29,3)
<b>Geldpolitische Instrumente</b>	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Offenmarktgeschäfte	4 660,5	(-299,0)	4 702,3	(-150,3)	4 604,9	(-97,4)	4 959,5	(-199,9)
Kreditgeschäfte	134,0	(-199,9)	151,6	(-100,6)	110,6	(-40,9)	334,0	(-123,5)
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	3,9	(-0,0)	2,5	(-0,3)	5,7	(+3,2)	3,9	(-3,7)
Dreimonatige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs)	7,7	(+1,3)	8,1	(+0,2)	7,0	(-1,2)	6,4	(+2,0)
Dritte Reihe gezielter LRGs (GLRG III)	122,5	(-201,2)	140,9	(-100,5)	97,9	(-43,0)	323,7	(-121,8)
Outright-Geschäfte <sup>1)</sup>	4 526,5	(-99,0)	4 550,7	(-49,7)	4 494,3	(-56,5)	4 625,5	(-76,5)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Quelle: EZB.

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

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

## Sonstige Angaben zur Liquiditätsversorgung

(Durchschnittswerte; in Mrd. €)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024						Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024	
	Dritte und vierte Erfüllungsperiode		Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni 2024		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 23. Juli 2024		Erste und zweite Erfüllungsperiode	
Aggregierter Liquiditätsbedarf <sup>1)</sup>	1 484,0	(-47,1)	1 482,9	(-25,1)	1 485,5	(+2,6)	1 531,2	(-99,7)
Autonome Faktoren (netto) <sup>2)</sup>	1 322,5	(-47,2)	1 321,6	(-24,8)	1 323,6	(+1,9)	1 369,7	(-98,0)
Überschussliquidität <sup>3)</sup>	3 176,5	(-251,8)	3 219,3	(-125,3)	3 119,4	(-100,0)	3 428,3	(-100,2)

Quelle: EZB.

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

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

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

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

## Zinsentwicklung

(Durchschnittswerte; in % und in Prozentpunkten)

	Aktueller Berichtszeitraum: 17. April bis 23. Juli 2024				Vorheriger Berichtszeitraum: 31. Januar bis 16. April 2024			
	Dritte Erfüllungsperiode: 17. April bis 11. Juni 2024		Vierte Erfüllungsperiode: 12. Juni bis 23. Juli 2024		Erste Erfüllungsperiode: 31. Januar bis 12. März 2024		Zweite Erfüllungsperiode: 13. März bis 16. April 2024	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)
Einlagefazilität	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)
€STR (Euro Short-Term Rate)	3,907	(-0,000)	3,663	(-0,244)	3,907	(+0,01)	3,907	(+0,000)
RepoFunds Rate Euro	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)	3,955	(+0,049)	3,947	(-0,008)

Quellen: EZB, CME Group und Bloomberg.

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

## Liquiditätsbereitstellung über geldpolitische Instrumente

**Die durchschnittliche über geldpolitische Instrumente zur Verfügung gestellte Liquidität sank im Berichtszeitraum um 299,0 Mrd. € auf 4 660,5 Mrd. €** (siehe Abbildung A). Zurückzuführen war dies in erster Linie auf einen Rückgang der Kreditgeschäfte, aber zum Teil auch auf eine Abnahme der Outright-Geschäfte.

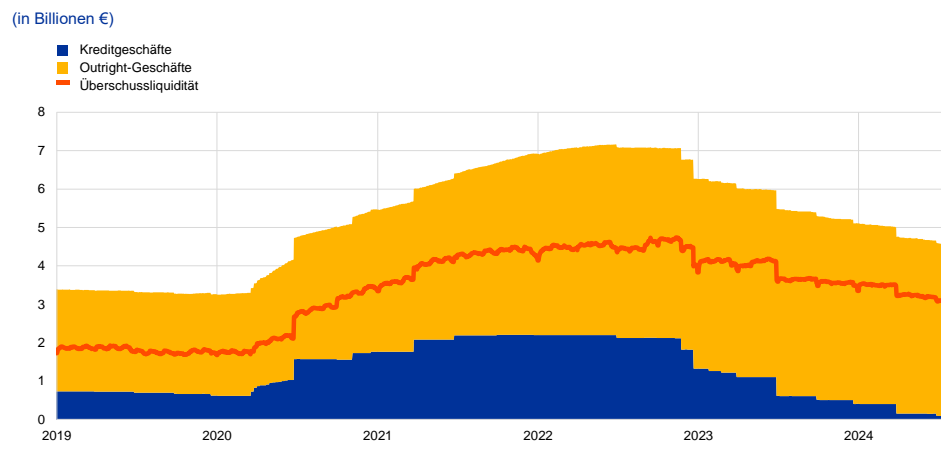
**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über Kreditgeschäfte verringerte sich im Berichtszeitraum um 199,9 Mrd. € auf 134,0 Mrd. €.** Dies ergab sich vor allem daraus, dass die ausstehenden GLRG-III-Beträge zurückgingen, da am 26. Juni 2024 das achte GLRG-III-Geschäft (47,4 Mrd. €) fällig wurde und zudem andere GLRG-III-Mittel (17,1 Mrd. €) vorzeitig zurückgezahlt wurden. Die im Rahmen der dreimonatigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) des Eurosystems durchschnittlich ausstehenden Beträge nahmen leicht zu (um 1,3 Mrd. €), während das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) weitgehend unverändert blieb. Die Banken nahmen nur in begrenztem Maße an diesen Standardgeschäften teil und waren überdies in der Lage, GLRG-Mittel in erheblichem Umfang zurückzuzahlen, ohne auf reguläre Refinanzierungsgeschäfte zurückzugreifen. Darin zeigt sich, dass ihre Liquiditätsposition insgesamt komfortabel war und ihnen alternative Finanzierungsquellen mit attraktiven Zinsen zur Verfügung standen.

**Die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über die Wertpapierbestände in den Outright-Portfolios verringerte sich im Berichtszeitraum um 99,0 Mrd. € auf 4 526,5 Mrd. €.** Seit dem 1. Juli 2023 werden nämlich die Tilgungsbeträge im Rahmen des APP nicht mehr reinvestiert. In begrenzterem Umfang schlug zudem zu

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

### Abbildung A

#### Entwicklung der über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Liquidität und der Überschussliquidität



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf den 23. Juli 2024.

## Überschussliquidität

**Die durchschnittliche Überschussliquidität ging im Berichtszeitraum um 251,8 Mrd. € auf 3 176,5 Mrd. € zurück** (siehe Abbildung A). Die

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

## Zinsentwicklung

**Der EZB-Rat senkte die drei Leitzinssätze mit Wirkung vom 12. Juni 2024 um jeweils 25 Basispunkte.** Damit lagen die Zinssätze für die Einlagefazilität, die

HRGs und die Spitzenrefinanzierungsfazilität am Ende des Berichtszeitraums bei 3,75 %, 4,25 % bzw. 4,50 %.

<sup>1</sup> Die in den Outright-Portfolios gehaltenen Wertpapiere werden zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert und jeweils zum Quartalsende neu bewertet. Auch dies wirkt sich auf die Durchschnittswerte insgesamt und die Veränderungen der Outright-Portfolios aus.

<sup>2</sup> Im Juni 2024 bestätigte der EZB-Rat, dass die EZB die Tilgungsbeträge der im Rahmen des PEPP fällig werdenden Wertpapiere in der zweiten Jahreshälfte 2024 nur noch teilweise wieder anlegen und die Wiederanlage zum Jahresende 2024 einstellen wird.

**Die Leitzinssenkungen spiegelten sich in der Entwicklung des €STR wider, dessen Abstand gegenüber dem Einlagesatz der EZB stabil blieb.** Der €STR lag im aktuellen Berichtszeitraum im Schnitt 9,0 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität, verglichen mit durchschnittlich 9,3 Basispunkten in den ersten beiden Erfüllungsperioden 2024.

**Der durchschnittliche Reposatz im Euroraum, gemessen anhand des RepoFunds Rate Euro, notierte nach wie vor in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität.** Der Reposatz lag im Berichtszeitraum im Schnitt 4,2 Basispunkte unter dem Zinssatz für die Einlagefazilität, verglichen mit durchschnittlich 4,9 Basispunkten in den ersten beiden Erfüllungsperioden 2024. Hierin zeigt sich die fortlaufende Umkehr von Faktoren, die Abwärtsdruck auf die Reposätze ausüben. Dazu zählen die seit Anfang 2024 höhere Nettoemission, die frei werdenden Sicherheiten aus fälligen/zurückgezahlten GLRGs und die bessere Verfügbarkeit von Wertpapieren des öffentlichen Sektors infolge der sinkenden ausstehenden Beträge im APP- und im PEPP-Portfolio.

## Die Geldmengen- und Kreditentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino und Silvia Scopel

**Im vorliegenden Kasten wird die jüngste Transmission der Geldpolitik auf die Geldmenge, das Kreditvolumen und die Zinssätze im Euroraum untersucht. Außerdem wird ein Vergleich mit der Entwicklung in den Vereinigten Staaten gezogen, wobei die wesentlichen Unterschiede und Gemeinsamkeiten während der Pandemie herausgearbeitet werden.** Zunächst ist festzustellen, dass die Zinssätze für Einlagen im Eurogebiet derzeit höher sind als in den USA, obwohl der Leitzinsanstieg geringer war und von einem niedrigeren Ausgangsniveau aus erfolgte. Überdies ist seit Beginn der geldpolitischen Straffung das Kreditwachstum im Euroraum stärker zurückgegangen als in den USA. Dies hängt möglicherweise damit zusammen, dass die Kreditnachfrage in den Vereinigten Staaten größer war und dort zudem mehr Einlagen akkumuliert wurden. Schließlich scheint sich das Wachstum der weit gefassten Geldmenge in den USA viel deutlicher gegenüber dem Höchststand in der Pandemie abgeschwächt zu haben, da die Ankäufe von Vermögenswerten durch die Federal Reserve waren – gemessen am BIP – in der Pandemie fast doppelt so hoch waren wie die entsprechenden Ankäufe des Eurosystems.

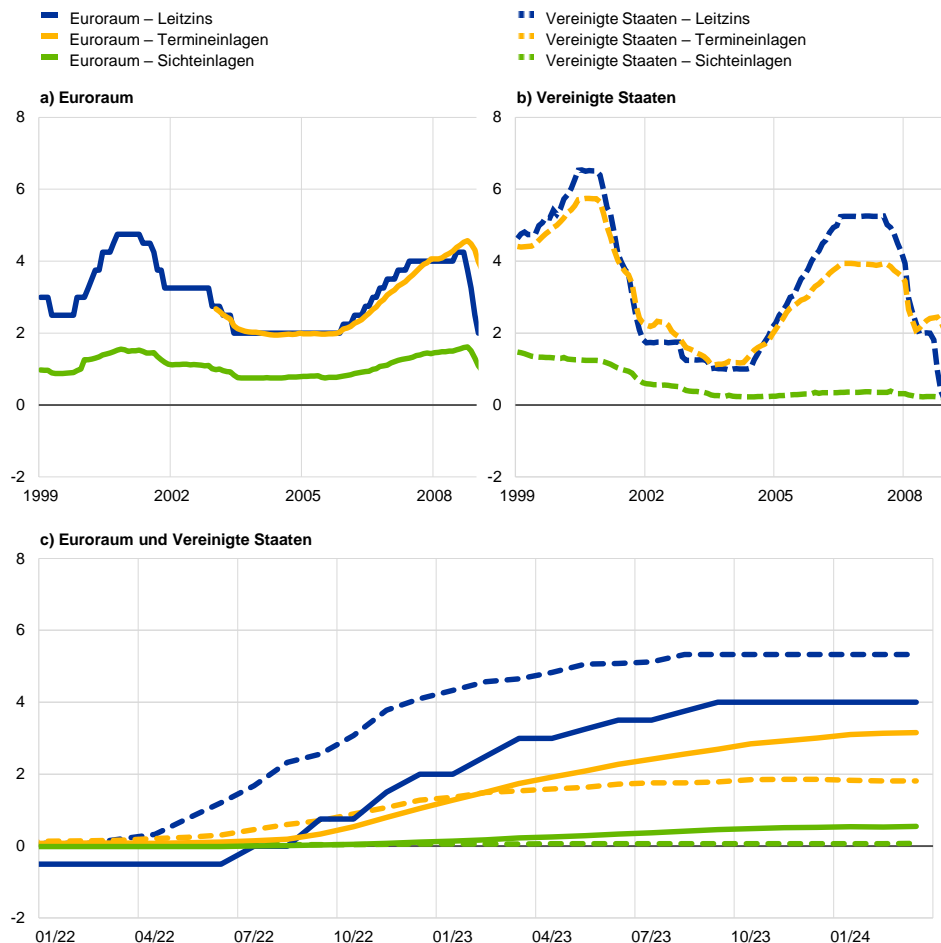
**Inzwischen sind die Zinssätze für Kundeneinlagen im Euroraum höher als in den Vereinigten Staaten, obwohl der Leitzins im Euroraum weniger stark angehoben wurde als in den USA und auch das Ausgangsniveau niedriger war.** Im Zuge der geldpolitischen Straffung stiegen die Einlagenzinsen sowohl im Eurogebiet als auch in den USA an.<sup>1</sup> In beiden Volkswirtschaften reagierten die Termineinlagen rascher und kräftiger als die täglich fälligen Einlagen. Dies entspricht der Entwicklung im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends, als die Leitzinsen deutlich im positiven Bereich lagen (siehe Abbildung A, Grafik a und b). Allerdings war die geldpolitische Transmission im Euroraum zuletzt erheblich stärker als in den Vereinigten Staaten. Obwohl der Leitzins im März 2024 im Euroraum deutlich niedriger war (4 % gegenüber 5,25 % bis 5,50 % in den USA), belief sich die gewichtete durchschnittliche Verzinsung kurzfristiger Termineinlagen auf mehr als 3 %. In den Vereinigten Staaten lag sie hingegen bei unter 2 %. Ein ähnliches Bild ergab sich bei den täglich fälligen Einlagen: Im Eurogebiet betrug deren Verzinsung gut 0,5 %, in den USA weniger als 0,1 % (siehe Abbildung A, Grafik c).

<sup>1</sup> Aus Gründen der Datenverfügbarkeit basiert die Analyse auf den Zinsen für bestehende Einlagen. Diese entwickeln sich zumindest im Euroraum im Großen und Ganzen wie die Zinsen für neue Einlagen.

## Abbildung A

### Zinssätze für bestehende Kundeneinlagen

(in % p. a.)



Quellen: EZB (MFI-Zinsstatistik, Finanzmarktdaten), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Bei Sichteinlagen handelt es sich um täglich fällige Einlagen (Euroraum) bzw. um scheckfähige Einlagen (Vereinigte Staaten). Bei Termineinlagen handelt es sich um Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (Euroraum) bzw. um 12-monatige Certificates of Deposit (Vereinigte Staaten). Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024.

**Da in den Vereinigten Staaten während der Pandemie mehr Einlagen akkumuliert wurden, verzeichneten die Banken dort während des Straffungszyklus auch größere Umschichtungen zulasten dieser Einlagen. Teilweise hing dies mit den höheren Renditen von Anleihen und dem Wettbewerb durch Geldmarktfonds zusammen, die in den USA traditionell stärker in den Anlageportfolios vertreten sind.** Während der Pandemie stiegen die täglich fälligen Einlagen in beiden Volkswirtschaften sprunghaft an. Grund hierfür waren die niedrigen Zinssätze, eine Ausweitung der Geldmenge und eine unfreiwillige Ersparnisbildung. Als die geldpolitischen Zügel dann gestrafft wurden, erhöhten sich die Renditen anderer Sparformen, und Gelder wurden aus den liquidesten Einlagen abgezogen. Während des Straffungszyklus verringerten sich die liquiden Einlagen in den USA um 11 % des BIP, verglichen mit weniger als 8 % im Euroraum. Hierdurch sank das M1-Wachstum in beiden Volkswirtschaften tief in den negativen Bereich. In den USA wurden vor Beginn des Straffungszyklus in größerem Umfang Einlagen aufgebaut als im Eurogebiet, was zumindest anfänglich den Anreiz

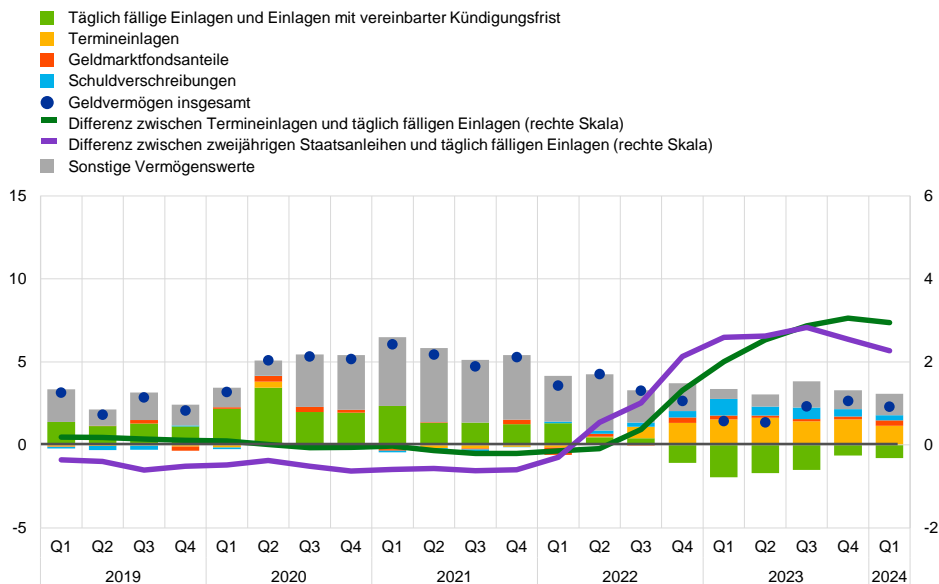
für die Banken verringert haben könnte, die Einlagenzinsen zu erhöhen. Dies dürfte ein Grund dafür sein, dass die Differenz zwischen Staatsanleiherenditen und Einlagenzinsen in den Vereinigten Staaten seit dem zweiten Quartal 2022 durchweg größer war als im Euroraum. Außerdem lassen sich damit auch die höheren Abflüsse bei den Einlagen in den USA erklären (siehe Abbildung B). Dort schichteten Geldhalter mehr Mittel in Anleihen als in Termineinlagen um (rund 10 % gegenüber rund 8 % des BIP). In den USA flossen im Euroraum die meisten Mittel in Termineinlagen (fast 9 % des BIP) und weniger in Anleihen (knapp über 3 %). Auch bei den Geldmarktfonds waren die Zuflüsse in den USA deutlich höher als im Eurogebiet (5 % des BIP gegenüber 1 %). Dies war jedoch auch teilweise auf die Turbulenzen im Zusammenhang mit dem Ausfall der Silicon Valley Bank zurückzuführen, der durch die Sorgen um die Zahlungsfähigkeit von Regionalbanken in den USA ausgelöst wurde. Allein in dieser Zeit verzeichneten US-Geldmarktfonds rund die Hälfte ihrer gesamten Zuflüsse. Als sich der Straffungszyklus dann seinem Ende neigte, verringerten sich die Zuflüsse zugunsten von Termineinlagen, Anleihen und Geldmarktfonds diesseits und jenseits des Atlantiks wieder.



## Abbildung B Portfoliumschichtungen

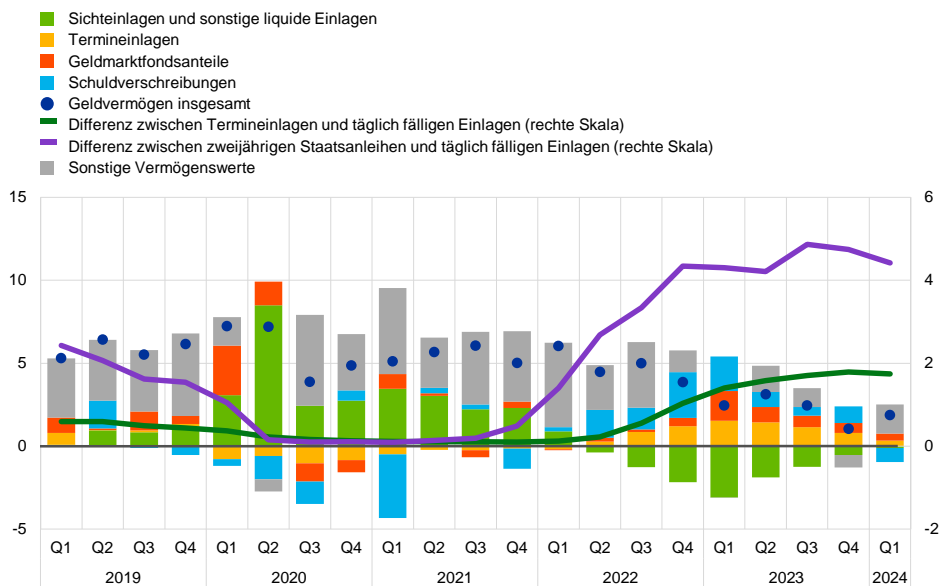
### a) Euroraum

(linke Skala: in % des jährlichen BIP; rechte Skala: in Prozentpunkten)



### b) Vereinigte Staaten

(linke Skala: in % des jährlichen BIP; rechte Skala: in Prozentpunkten)



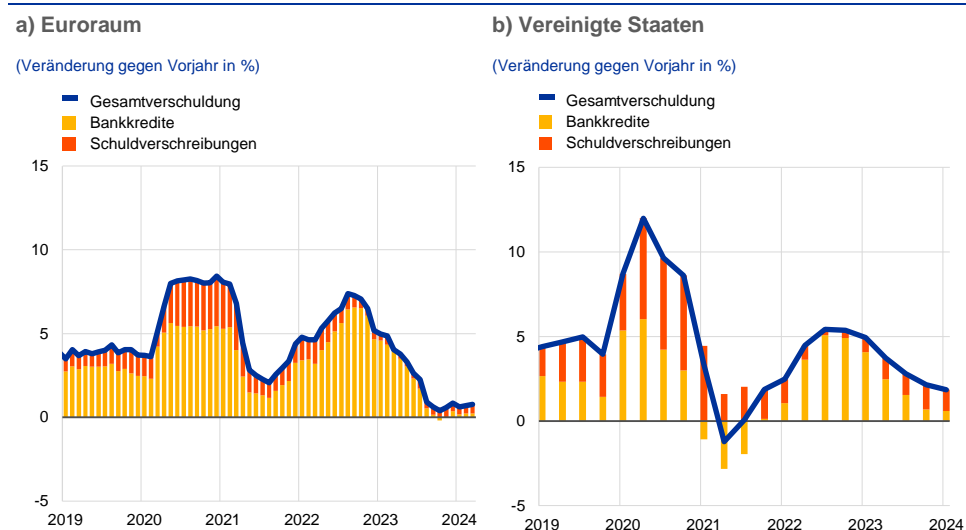
Quellen: Grafik a): EZB (MFI-Bilanz, vierteljährliche Sektorkonten, MFI-Zinsstatistik, Finanzmarktdaten), Eurostat und EZB-Berechnungen; Grafik b): Daten aus der Finanzierungsrechnung der Vereinigten Staaten, Federal Reserve Board/Haver Analytics, RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation, IDCM-Datensatz, Bloomberg und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024.

**Als die Leitzinsen angehoben wurden, sank die Kreditvergabe an Unternehmen im Euroraum stärker als in den Vereinigten Staaten, obwohl die Leitzinserhöhungen in ähnlichem Maße auf die Kreditzinsen durchwirkten.**

Nach erheblichen Schwankungen des Kreditwachstums in den Jahren 2020 und 2021 verringerten die Unternehmen ihre Fremdfinanzierung schon bald, nachdem

die EZB und die Fed mit ihren Zinserhöhungen begannen. Dabei sank die Jahreswachstumsrate von Unternehmenskrediten (Bankkredite und Unternehmensanleihen) im Euroraum stärker als in den USA: Nach einem Höchststand von 7,4 % im August 2022 fiel sie innerhalb von 12 Monaten auf 0,7 %. In den USA verringerte sich die Jahreswachstumsrate im vierten Quartal 2023 lediglich auf 2,2 % nach einem Höchstwert von 5,4 % im dritten Quartal 2022 (siehe Abbildung C). Werden die Kredite von Nichtbanken mitberücksichtigt, verkleinert sich der Abstand zwar etwas, bleibt aber bestehen. Die geringere Wachstumsabschwächung der Unternehmenskredite in den USA könnte auf die widerstandsfähigere Wirtschaft und somit höhere Kreditnachfrage zurückzuführen sein. Zudem waren nach der kräftigeren quantitativen Lockerung, mit der die Fed auf die Pandemie reagierte, weiterhin größere Einlagenbestände vorhanden. Außerdem scheint die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten etwas weniger stark auf die Zinssätze für Unternehmenskredite durchgewirkt zu haben als im Euroraum. Die US-Notenbank erhöhte ihren Leitzins von Februar 2022 bis August 2023 um 525 Basispunkte und damit um 75 Basispunkte mehr als die EZB während ihres Straffungszyklus. Dennoch stiegen die Zinssätze für neu vergebene Unternehmenskredite nur um rund 3,8 Prozentpunkte und damit lediglich um 20 Basispunkte mehr als im Eurogebiet (siehe Abbildung D). Die Veränderung der Kreditzinsen betrug in den Vereinigten Staaten knapp 72 % der Leitzinserhöhung, verglichen mit 79 % im Euroraum. Die Anpassung der durchschnittlichen Zinssätze für bestehende Kredite lag in beiden Volkswirtschaften bei nur etwa 50 % der Leitzinsanhebung. Aufgrund des höheren Ausgangsniveaus sind die Kreditzinsen in den USA allerdings derzeit deutlich höher als im Eurogebiet.

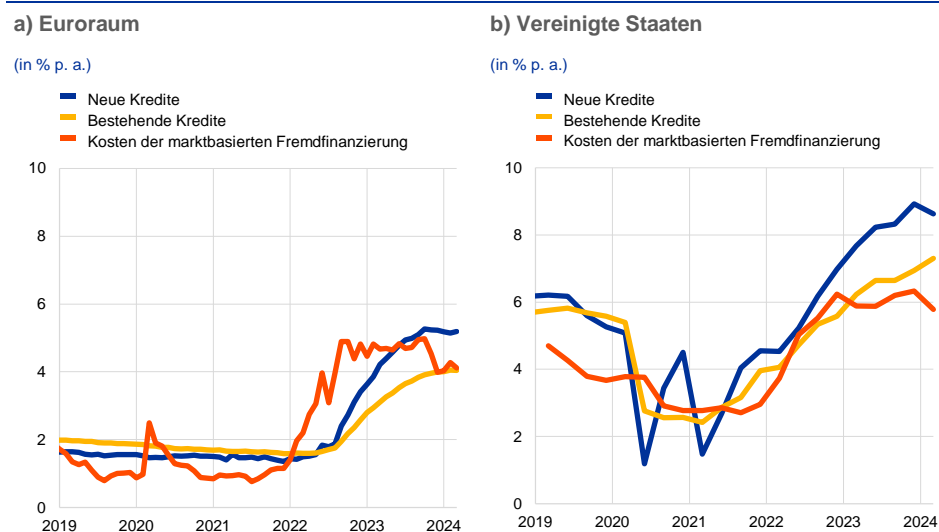
**Abbildung C**  
Gesamtkredite an Unternehmen (ohne Kredite von Nichtbanken)



Quellen: EZB und Daten aus der Finanzierungsrechnung der Vereinigten Staaten.  
Anmerkung: Für den Euroraum sind die Unternehmenskredite um Verkäufe, Verbriefungen und Cash-Pooling bereinigt. Aufgrund unterschiedlicher Erhebungsfrequenzen handelt es sich bei den Daten zum Euroraum um Monatsdaten und bei den Daten zu den Vereinigten Staaten um Quartalsdaten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024 (Euroraum) bzw. das erste Quartal 2024 (Vereinigte Staaten).

## Abbildung D

### Fremdfinanzierungskosten der Unternehmen



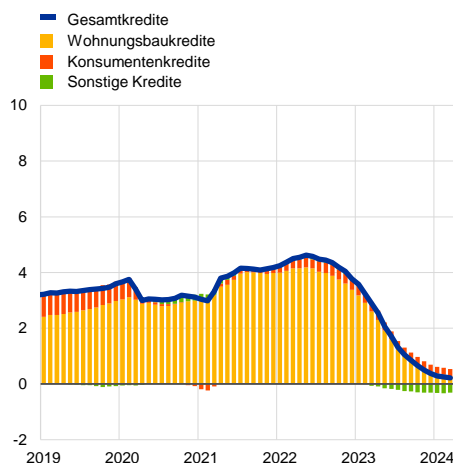
Quellen: EZB (MFI-Zinsstatistik), Federal Reserve Economic Data, Merrill Lynch, Umfrage der Federal Reserve Bank of Kansas City zur Kreditvergabe an kleine Unternehmen und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024 (Euroraum) bzw. das erste Quartal 2024 (Vereinigte Staaten).

**Die Kreditvergabe an private Haushalte entwickelte sich im Euroraum weniger dynamisch als in den Vereinigten Staaten, obwohl die Zinssätze für neue Kredite im Euroraum niedriger waren als in den USA. So verringerte sich das Wachstum der Hypothekarkredite im Eurogebiet, und die Leitzinserhöhungen wirkten schneller auf die Verzinsung bestehender Kredite durch als in den USA.** Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte sank von 4,6 % im Mai 2022 auf zuletzt etwa 0,2 %. In den Vereinigten Staaten fiel der Rückgang stärker aus (5,5 Prozentpunkte vom ersten Quartal 2022 bis zum vierten Quartal 2023). Allerdings war das Ausgangsniveau deutlich höher, da die Vergabe von Hypothekendarlehen in den USA während der Pandemie einen Rekordwert erreicht hatte. Somit wiesen die Kredite an Haushalte in den Vereinigten Staaten Ende 2023 immer noch ein jährliches Wachstum von 2,7 % auf, wobei der Beitrag der Wohnungsbaukredite ähnlich hoch war wie vor der Pandemie (siehe Abbildung E). Der Zinssatz für neue Hypothekarkredite erhöhte sich in den USA stärker als im Euroraum. So stiegen die Hypothekenzinsen (sowohl bei variabel verzinslichen Krediten mit anfänglicher fünfjähriger Zinsbindung als auch bei festverzinslichen Krediten) um rund 4 Prozentpunkte, was etwa 75 % des gesamten Leitzinsanstiegs entspricht. Indessen nahmen die gewichteten Kreditfinanzierungskosten im Eurogebiet lediglich um 2,1 % Prozentpunkte zu und somit nur knapp halb so stark (47 %) wie die Leitzinsen. Die Transmission der Leitzinserhöhungen auf bestehende Kredite vollzog sich in den Vereinigten Staaten hingegen erheblich langsamer als im Euroraum. Aufgrund der größeren Verbreitung festverzinslicher Hypothekarkredite in den USA nahmen die Hypothekenzinsen dort nur um 43 Basispunkte zu, im Eurogebiet hingegen um 74 Basispunkte (siehe Abbildung F).

## Abbildung E Kredite an private Haushalte

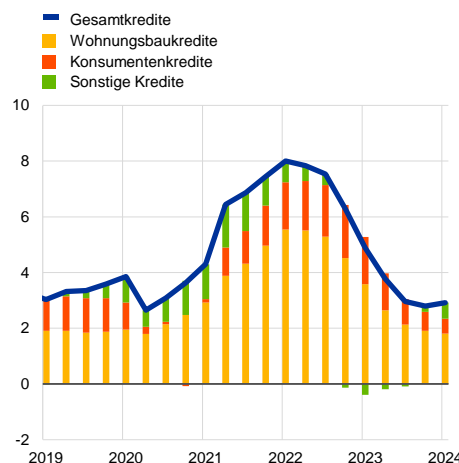
### a) Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



### b) Vereinigte Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



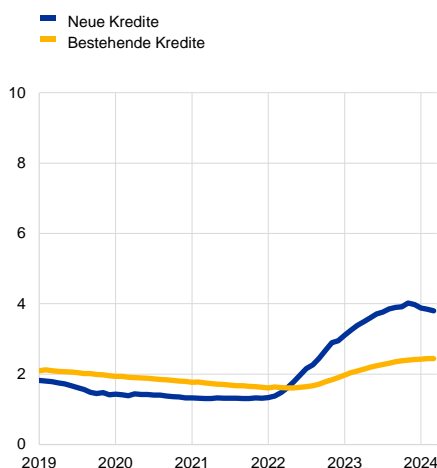
Quellen: EZB und Daten aus der Finanzierungsrechnung der Vereinigten Staaten.

Anmerkung: Im Euroraum umfassen die Kredite an private Haushalte ausschließlich Bankkredite. In den Vereinigten Staaten umfassen sie hingegen sämtliche Arten von Krediten. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024 (Euroraum) bzw. das erste Quartal 2024 (Vereinigte Staaten).

## Abbildung F Hypothekenzinsen

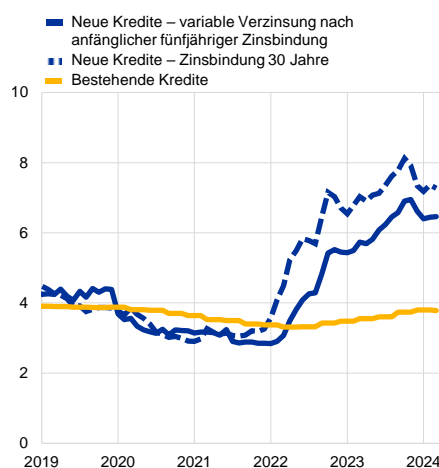
### a) Euroraum

(in % p. a.)



### b) Vereinigte Staaten

(in % p. a.)



Quellen: EZB und Wall Street Journal.

Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024.

**Diese Entwicklungen schlugen sich auch im Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 nieder: Die umfangreichen Einlagenbestände in den USA spiegelten das deutlich größere Volumen der pandemiebedingten Wertpapierankäufe der Federal Reserve wider.** Kurz vor Ausbruch der Pandemie wies die weit gefasste Geldmenge in beiden Wirtschaftsräumen eine ähnliche Wachstumsdynamik auf. Als wichtigste und vergleichbarste Messgrößen werden hierfür das Geldmengenaggregat M3 für den Euroraum und die Geldmenge M2 für

die Vereinigten Staaten herangezogen. Die beiden Aggregate unterscheiden sich zwar teilweise in Bezug auf ihren Erfassungsgrad und ihre Definition, doch diese Unterschiede dürften für die Betrachtung der wesentlichen Trends kaum von Bedeutung sein. In beiden Wirtschaftsräumen hat die Geldpolitik mit ähnlichen Maßnahmen auf die pandemische Notlage reagiert. Diesseits und jenseits des Atlantiks gewährten die Zentralbanken umfangreiche Unterstützung in Form von Wertpapierankäufen. Hinzu kamen aufsichtliche Schritte und geldpolitische Lockerungsmaßnahmen, die darauf abzielten, die Kreditströme an die Realwirtschaft zu stützen. Diese Maßnahmen kurbelten das Geldmengenwachstum an. Der Umfang der Wertpapierankäufe (und der fiskalischen Expansion) war in den Vereinigten Staaten allerdings erheblich größer: Er belief sich dort ein Jahr nach Ausbruch der Pandemie auf insgesamt rund 15 % des BIP im Jahr 2019, verglichen mit weniger als 9 % des BIP im Euroraum. Dementsprechend fiel auch das Geldmengenwachstum in den USA deutlich höher aus und lag in der Spitze bei 26,8 % (verglichen mit 12,6 % im Eurogebiet).

**Für die Abschwächung der Geldschöpfung während des Zinserhöhungszyklus waren im Euroraum in erster Linie die Bankkredite verantwortlich. In den Vereinigten Staaten wirkten hingegen zunächst andere Faktoren; die Bankkredite gewannen erst später an Bedeutung.** Im August 2022, also kurz nach der ersten Leitzinsanhebung, lag das M3-Wachstum im Eurogebiet bei etwa 6 %. Davon entfielen gut 4,5 Prozentpunkte auf Bankkredite an Unternehmen und private Haushalte (siehe Abbildung G). Die Wertpapierankäufe des Eurosystems leisteten einen Wachstumsbeitrag von mehr als 3 Prozentpunkten. Sie wurden aber durch monetäre Abflüsse aus dem Euroraum sowie durch Veräußerungen von Staatsanleihen seitens der Banken ausgeglichen. Beide Entwicklungen standen unter dem Einfluss der Wertpapierankäufe des Eurosystems. Bis September 2023 sank der Beitrag der Bankkredite dann auf fast null, und die Jahreswachstumsrate von M3 verringerte sich auf rund -1 %. In den Vereinigten Staaten kehrte sich das M2-Wachstum im Verlauf des Zinserhöhungszyklus ebenfalls ins Negative. Doch hier wirkten andere Faktoren als die Entwicklung der Bankkredite, nämlich die Wertpapierkäufe durch die Banken, die Veränderung der monetären Zuflüsse aus dem Ausland, die Finanzierung der Banken über die Geld- und Kapitalmärkte und die quantitative Straffung. Erst ab März 2023 verringerte sich in den USA dann auch der Beitrag der Bankkredite zum jährlichen M2-Wachstum.

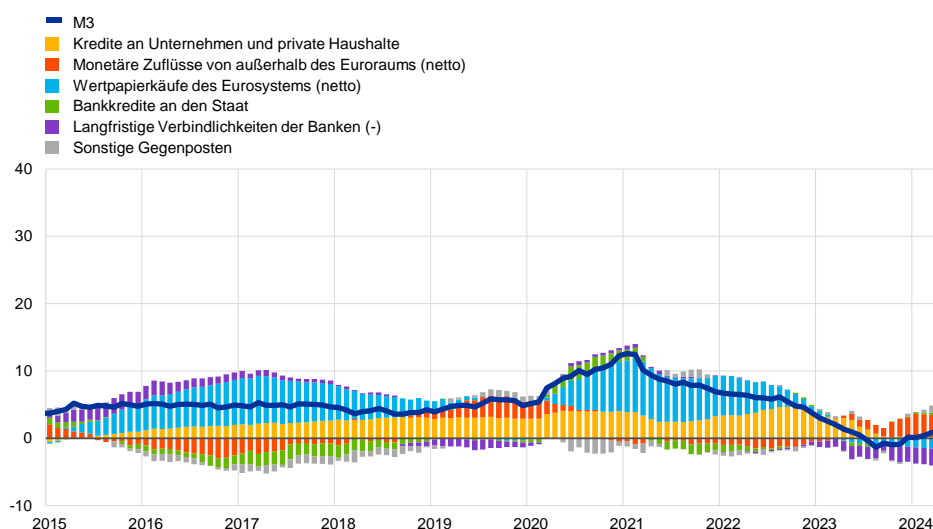
**Ursächlich für die moderate Umkehr der M2-Dynamik in den Vereinigten Staaten war vor allem die rückläufige Finanzierung der Banken über die Geld- und Kapitalmärkte. In geringerem Maße spielten auch der Rückgang der Anleihekäufe der Banken und der monetären Zuflüsse aus dem Ausland eine Rolle. Im Euroraum hingegen waren in erster Linie die monetären Zuflüsse aus dem Ausland für die Umkehr des M3-Wachstums verantwortlich.** In den Vereinigten Staaten sank das M2-Wachstum im April 2023 auf einen Tiefstand von -4,5 %. Ursächlich hierfür waren die quantitative Straffung der Fed und alle anderen Quellen der Geldschöpfung mit Ausnahme der Bankkredite. Seither wird der kontraktive Effekt der quantitativen Straffung durch den Abbau des Wertpapierportfolios der Fed verstärkt. Die sonstigen Gegenposten – mit Ausnahme der Bankkredite – haben jedoch dafür gesorgt, dass das M2-Wachstum wieder in

Richtung null angestiegen ist. Die monetären Nettozuflüsse aus dem Ausland wurden in den Vereinigten Staaten wie auch im Euroraum durch Portfolioinvestitionen gestützt. Indessen wirkte sich das anhaltende Leistungsbilanzdefizit in den USA insgesamt dämpfend auf diese Zuflüsse aus.

## Abbildung G Quellen der Geldschöpfung

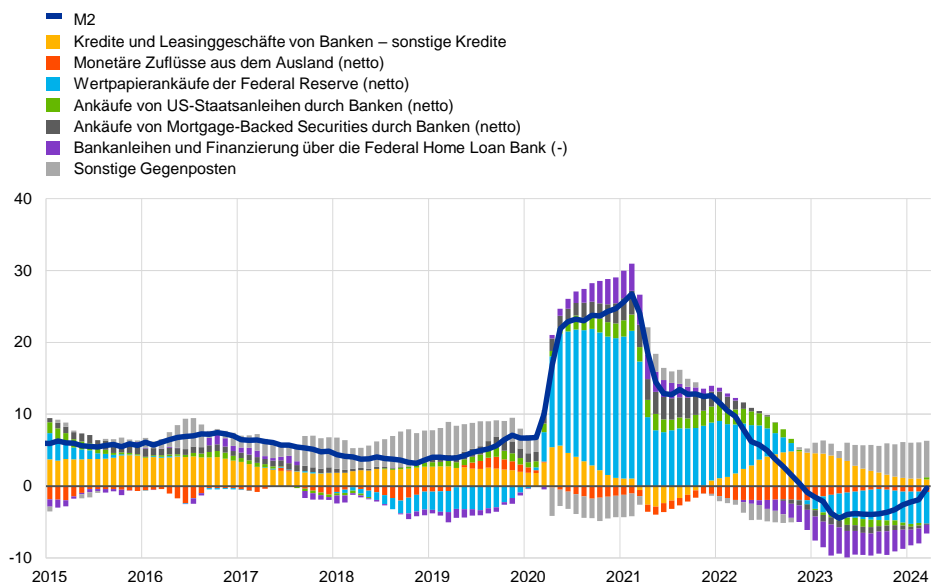
### a) Euroraum

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



### b) Vereinigte Staaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Grafik a: EZB (MFI-Bilanz) und EZB-Berechnungen; Grafik b: Federal Reserve Board/Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In Grafik b wird die Position „Monetäre Zuflüsse aus dem Ausland (netto)“ (die die Mittelströme zwischen dem Nicht-MFI-Sektor und dem Rest der Welt erfasst) berechnet, indem der Beitrag der Einlageninstitute und der Zentralbank (sofern verfügbar) zur Zahlungsbilanz der USA subtrahiert wird. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024.

# Aufsätze

## 1 Die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums – zurückliegende und künftige Herausforderungen

Michael Fidora und Vanessa Gunnella

### 1 Einleitung

**Die Exportunternehmen im Euroraum durchlaufen seit der Pandemie eine schwierige Phase und haben im internationalen Handel an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt.**

Der Anteil des Eurogebiets am Welthandel ist in den vergangenen zwei Jahrzehnten nach und nach gesunken. Dieser Abwärtstrend betrifft jedoch nicht nur den Euroraum. Auch andere Industrieländer verzeichnen rückläufige Weltmarktanteile, während gleichzeitig die Schwellenländer stärker in den globalen Handel eingebunden werden. Zwar sind sinkende Marktanteile nicht zwangsläufig auf eine geringere Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen, doch nimmt die Bedeutung des Euroraums im internationalen Handel seit der Pandemie schneller ab als die anderer Regionen. Dies lässt darauf schließen, dass der Euroraum hinsichtlich seiner internationalen Wettbewerbsfähigkeit vor besonderen Herausforderungen steht.

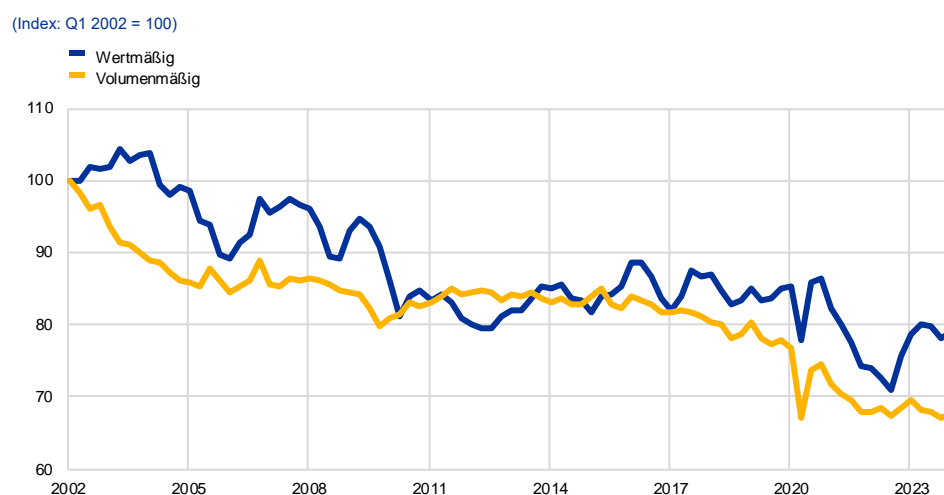
**Im vorliegenden Aufsatz werden die langfristigen Trends untersucht, die für den Verlust von Marktanteilen des Eurogebiets in den vergangenen 20 Jahren mit verantwortlich waren. Zudem werden die in jüngerer Zeit verzeichneten Marktanteilsrückgänge zu einer Reihe globaler Schocks in Beziehung gesetzt, die sich euroraumweit uneinheitlich ausgewirkt haben. Dabei traten erhebliche Anfälligkeiten in der außenwirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit zutage.**

Im Folgenden werden die längerfristigen Trends in Bezug auf die Exportleistung des Euroraums beschrieben. Anschließend werden die Bestimmungsfaktoren der schwachen Exportentwicklung seit der Pandemie erörtert. Zu diesen Faktoren zählen der Energiepreisschock im Gefolge des russischen Einmarschs in die Ukraine, Lieferkettenstörungen, weitere Faktoren mit Auswirkungen auf die preisliche und nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit sowie die Rolle des Handels mit Dienstleistungen seit der Corona-Pandemie. Abschließend wird auf einige der bevorstehenden Herausforderungen eingegangen. Diese stehen in Zusammenhang mit der Persistenz des Energiepreisschocks, den Risiken in Bezug auf die geökonomische Fragmentierung und dem anhaltenden strukturellen Wandel der Volkswirtschaften in Europa und weltweit.

## 2 Längerfristige Trends in Bezug auf die Exportleistung des Euroraums

**Der Euroraum hat in den vergangenen zwei Jahrzehnten weltweit nach und nach Marktanteile bei der Ausfuhr gewerblicher Waren verloren.** Der Anteil des Eurogebiets – wie auch jener anderer Industrieländer – am Volumen der Warenexporte auf globaler Ebene hat sich kontinuierlich verringert (siehe Abbildung 1). Verantwortlich hierfür war vor allem die zunehmende Einbindung großer Schwellenländer, wie etwa China, in die Weltwirtschaft. In wertmäßiger Betrachtung fiel der Rückgang der Marktanteile allerdings weniger deutlich aus. Hier stabilisierte sich der Marktanteil nach 2012 sogar, was durch höhere Exportpreise für im Eurogebiet hergestellte Waren bedingt war, die in höherpreisigen Marktsegmenten verkauft wurden. In den letzten vier Jahren sanken die Marktanteile aber erneut.<sup>1</sup>

**Abbildung 1**  
Marktanteile des Euroraums beim Warenexport



Quellen: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, EZB, World Economic Outlook des IWF und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Exportmarktanteile werden am Wert und am Volumen gemessen. Die wertmäßigen Exportmarktanteile werden durch Division des Wertes der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums durch den Wert der weltweiten Einfuhren (ohne den Euroraum) berechnet. Die volumenmäßigen Exportmarktanteile werden entsprechend durch Division des Volumens der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums durch das Volumen der weltweiten Einfuhren (ohne den Euroraum) ermittelt.

**Die Entwicklung des Marktanteils der Euro-Länder ist Ausdruck der Positionierung und Spezialisierung des Eurogebiets in geografisch wichtigen Märkten. Aber auch andere die Wettbewerbsfähigkeit beeinflussende Faktoren spielen eine Rolle.** Der weltweite Exportmarktanteil einer Volkswirtschaft nimmt in der Regel zu, wenn diese Volkswirtschaft eng mit schnell wachsenden Handelspartnern verflochten ist, die höhere Wachstumsraten aufweisen als die Weltwirtschaft. Ein höherer Marktanteil ergibt sich auch dann, wenn die Volkswirtschaft eine bestimmte Marktmacht in Produktsegmenten erreicht hat, in

<sup>1</sup> Bei der Interpretation langfristiger Trends in Bezug auf die volumenmäßigen Exportmarktanteile ist Vorsicht geboten. Die Exportvolumina des Euroraums und die weltweiten Importvolumina stimmen nämlich nicht vollständig überein. Dies liegt daran, dass die einzelnen Statistikbehörden spezielle Methoden zur Deflationierung und zur Bereinigung um Ausreißer anwenden. Diese Methoden können sich hinsichtlich der Extremwelterkennung und Extremweltersetzung sowie der Qualitätsanpassung unterscheiden.



denen die internationale Importnachfrage stärker steigt als die durchschnittlichen weltweiten Einfuhren. Vor diesem Hintergrund lassen sich im Rahmen einer Shift-Share-Analyse die Veränderungen des Marktanteils wie folgt zerlegen: Veränderungen aufgrund a) des Wachstums der Zielländer (geografischer Effekt), b) des Wachstums spezifischer Gütermärkte (sektoraler Effekt) und c) anderer Faktoren, die Veränderungen der preislichen und nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure erfassen (Wettbewerbsfähigkeitseffekt).<sup>2</sup>

**Vor Ausbruch der Pandemie profitierten die Exportunternehmen im Euroraum vom Wachstum der wichtigsten Handelspartner und von Zuwächsen in den wichtigsten Produktsegmenten.** In den zwei Jahrzehnten vor der Corona-Pandemie leisteten geografische und sektorale Effekte einen positiven Beitrag zum Marktanteil des Euroraums. Bei einer ungünstigeren geografischen und sektoralen Zusammensetzung der Ausfuhren des Eurogebiets hätte sich der Marktanteil zweimal so stark verringert wie in der Zeit von 2001 bis 2019 (siehe Abbildung 2). Dies trifft indessen nicht nur auf den Euroraum zu. In geringerem Ausmaß lässt sich das Phänomen auch in anderen Industrieländern wie den Vereinigten Staaten beobachten. Dort könnten wettbewerbsfähigkeitsbedingte Verluste von Marktanteilen dadurch abgefedert worden sein, dass sich die Entwicklungen bei den Energie- und Arbeitskosten sowie der Produktivität günstiger darstellten als im Euroraum.<sup>3</sup> Die Schwellenländer, allen voran China, verzeichneten nur begrenzte negative sektorale oder geografische Effekte. Wie in der Fachliteratur dokumentiert, ist dies hauptsächlich auf Unterschiede in der Technologieintensität der Ausfuhren von Industrie- und Schwellenländern zurückzuführen. Eine höhere Technologieintensität stützt tendenziell Kompositionseffekte in Industrieländern, während Preis- und Kostenfaktoren der Exportentwicklung in Schwellenländern zugutekommen.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Siehe A. Chepeta, L. Fontagné und S. Zignago, European export performance, Review of World Economics, Bd. 150, 2014, S. 25-58. Die geografischen Effekte, die sektoralen Effekte und die Wettbewerbsfähigkeitseffekte werden unter Verwendung bilateraler Exportdaten für Waren ohne Energie auf Produktebene geschätzt (mit Daten von Trade Data Monitor):

$$\ln \left( \frac{X_{ijk}^t}{X_{ijk}^{t-1}} \right) = FE_i^t + FE_j^t + FE_k^t + \varepsilon_{ijk}^t$$

Die Wachstumsraten der einzelnen Exportströme (X) werden durch eine Regression mit fixen Effekten (FE) geschätzt. Dabei entsprechen die geografischen, sektoralen und Wettbewerbsfähigkeitseffekte den fixen Effekten auf Ebene von Importeur j, Produktsegment k und Exporteur i. In einem zweiten Schritt werden diese auf Ebene der Exporteure aggregiert und in Marktanteilszuwächse umgerechnet.

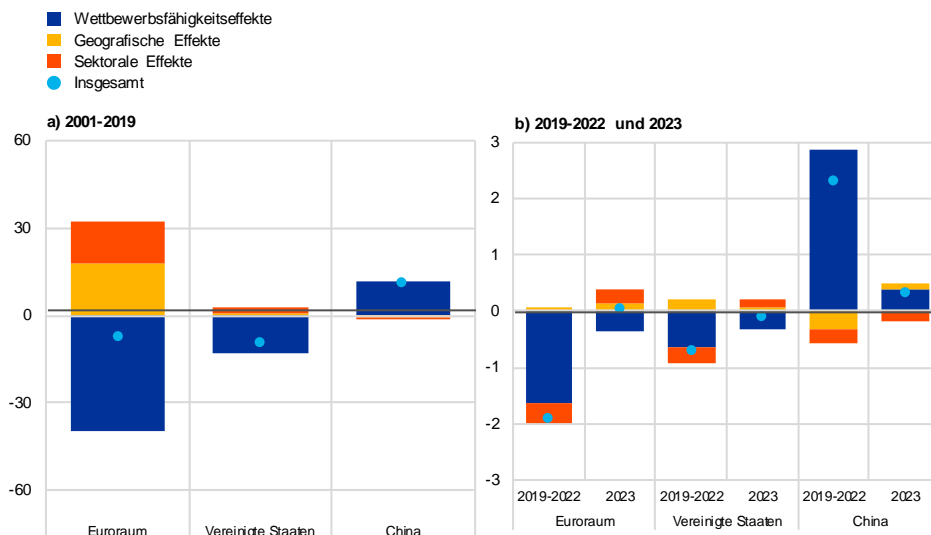
<sup>3</sup> Siehe EZB, [Wesentliche Bestimmungsfaktoren für Produktivitätstrends in Ländern des Euro-Währungsgebiets](#), Wirtschaftsbericht 7/2021.

<sup>4</sup> Siehe beispielsweise A. Beltramello, K. De Backer und L. Moussié, [The Export Performance of Countries within Global Value Chains \(GVCs\)](#), OECD Science, Technology and Industry Working Papers, Nr. 2012/2, OECD Publishing, 2012.

## Abbildung 2

### Marktanteile des Euroraums beim Warenexport und Beiträge der einzelnen Faktoren

(in Prozentpunkten)



Quellen: Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die dargestellten Werte entsprechen den prozentualen Veränderungen der Marktanteile im Vergleich zu 2001 (Grafik a) bzw. im Vergleich zu 2019 und 2022 (jeweiliger Balken in Grafik b). Die Marktanteile berücksichtigen nur den intensiven Rand und umfassen keine Energieerzeugnisse sowie andere spezifische und nicht klassifizierte Produkte (Nummern 25, 26, 27, 97, 98, 99 gemäß den ersten beiden Stellen der Warencodes im Harmonisierten System).

### Während der Pandemie bewirkte die Zusammensetzung der Ausfuhren des Euroraums zeitweise, dass sich der Rückgang des Marktanteils beschleunigte.

Im Zeitraum von 2019 bis 2022 kehrte sich der positive Kompositionseffekt der Exporte ins Gegenteil. Grund hierfür war vor allem das geringe Wachstum in den wichtigsten Produktsegmenten des Eurogebiets, unter anderem bedingt durch die schwächere Nachfrage nach Investitionsgütern und industriellen Vorleistungsgütern. Dies wiederum war der Tatsache geschuldet, dass die Lockdown-Maßnahmen und Lieferkettenstörungen entlang der Wertschöpfungskette wirkten und die Produktion in den Handelspartnerländern des Euroraums behinderten. Zugleich schichteten die privaten Haushalte ihre Ausgaben von Dienstleistungen hin zu Konsumgütern für den häuslichen Gebrauch um. Damit erhöhte sich die globale Nachfrage nach Konsumgütern und elektronischen Geräten, die hauptsächlich außerhalb des Euroraums produziert werden. Der Fachliteratur zufolge hatten zudem die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie gravierendere Auswirkungen auf die Produktion in Wirtschaftszweigen, die sich auf eher nachgelagerten Stufen der Wertschöpfungskette befinden, wie etwa die Automobil-, Pharma-, Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie sowie der Bereich der Unterhaltungselektronik. Diese Branchen sind im Eurogebiet stärker vertreten als in den wichtigsten Handelspartnerländern.<sup>5</sup>

### Wenngleich sich die Hauptabsatzmärkte des Eurogebiets 2023 in gewissem Umfang erholten, entwickelten sich die Exporte weiterhin recht schleppend.

Nach der auf die Pandemie folgenden wirtschaftlichen Belebung profitierten die

<sup>5</sup> Siehe beispielsweise IWF, [Global Trade and Value Chains during the Pandemic](#), World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery, April 2022.

Exporteure im Euroraum wieder von einigen günstigeren sektoralen und geografischen Faktoren, das Exportwachstum blieb jedoch schwach. Der nachstehende Abschnitt liefert einen Überblick über die Schocks, die zur jüngsten Exportschwäche im Euroraum beigetragen haben.

### 3 Bestimmungsfaktoren der jüngsten Exportschwäche im Euroraum

**Dieser Abschnitt befasst sich mit den Hauptfaktoren, die zur Verringerung der Exporte im Euroraum seit der Pandemie beigetragen haben.** Im

vorangegangenen Abschnitt wurden die allgemeinen Trends im Zusammenhang mit den sinkenden Exportmarktanteilen des Eurogebiets umrissen. Dabei erfolgte eine gesonderte Betrachtung sektoraler und geografischer Kompositionseffekte, die in den letzten beiden Jahrzehnten zum Tragen kamen. Im vorliegenden Abschnitt soll nun ermittelt werden, welche Hauptfaktoren nach dem Ende der Pandemie und in der anschließenden Phase stark gestiegener Energiepreise die Exportleistung des Euroraums beeinflussten. Dabei werden geläufige Entwicklungen wie etwa Veränderungen der preislichen und nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit von neuen Herausforderungen abgegrenzt, die sich aus den Lieferkettenstörungen und der Energiekrise ergeben haben.

**Die Mobilitätsbeschränkungen während der Pandemie und die damit einhergehenden langanhaltenden Lieferkettenstörungen führten zu einem Rückgang der Waren- und vor allem der Dienstleistungsexporte des Euroraums. Letztere haben sich zwar inzwischen wieder gut erholt, doch das Wachstum der Warenausfuhren ist weiterhin schwach.** Zu den wichtigsten

Faktoren für die Verschlechterung der Exportleistung des Eurogebiets zählen die pandemiebedingten Nachfrageverschiebungen und Lieferkettenstörungen. Während der Pandemie gerieten die weltweiten Warenströme durch Lockdowns, Mobilitätsbeschränkungen und daraus entstandene Transport- und Lieferkettenstörungen ins Stocken. Der Euroraum bekam die Folgen besonders stark zu spüren, denn er ist in höherem Maße als andere Volkswirtschaften in regionale und globale Lieferketten integriert.<sup>6</sup> Im Jahr 2021 zog der globale Warenhandel dann rasch wieder an, wobei er am Jahresende 2022 dennoch unter seinem historischen Trend lag. Dies schlug sich auch in einem schwachen Wachstum der Warenexporte des Euroraums nieder (siehe Abbildung 3). Hinzu kam der Energiepreisschock, der die Warenausfuhren des Euroraums ab 2022 so stark bremste, dass sie ab dem zweiten Quartal 2023 negative Wachstumsraten aufwiesen. Eine ganz andere Entwicklung zeigte sich bei den Dienstleistungsexporten: Zu Pandemiezeiten belasteten sie die Exporte des Eurogebiets deutlich, vor allem in kontaktintensiven Branchen wie dem Reiseverkehr. Später, als die Mobilitätsbeschränkungen nach und nach aufgehoben und die einzelnen Volkswirtschaften wieder hochgefahren wurden, erwiesen sie sich jedoch als Zugpferd der wirtschaftlichen Erholung. Kasten 1 befasst sich mit der Resilienz der Exporte im Dienstleistungssektor sowie

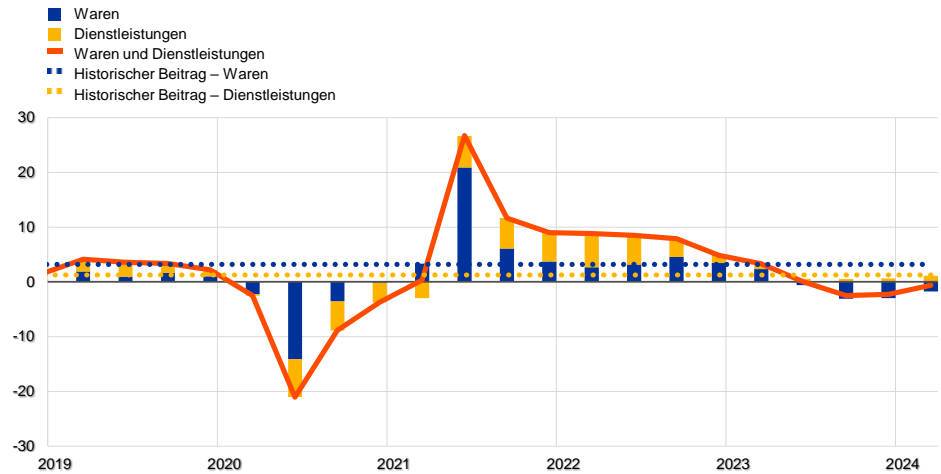
---

<sup>6</sup> Siehe EZB, [Auswirkungen der pandemiebedingten Lieferengpässe auf die globalen Wertschöpfungsketten](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 2/2023.

mit den Faktoren, die die ungewöhnliche Divergenz zwischen den Waren- und den Dienstleistungsexporten erklären.

**Abbildung 3**  
Waren- und Dienstleistungsexporte des Euroraums

(Volumina; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der historische Beitrag ist der durchschnittliche Beitrag im Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum ersten Quartal 2024.

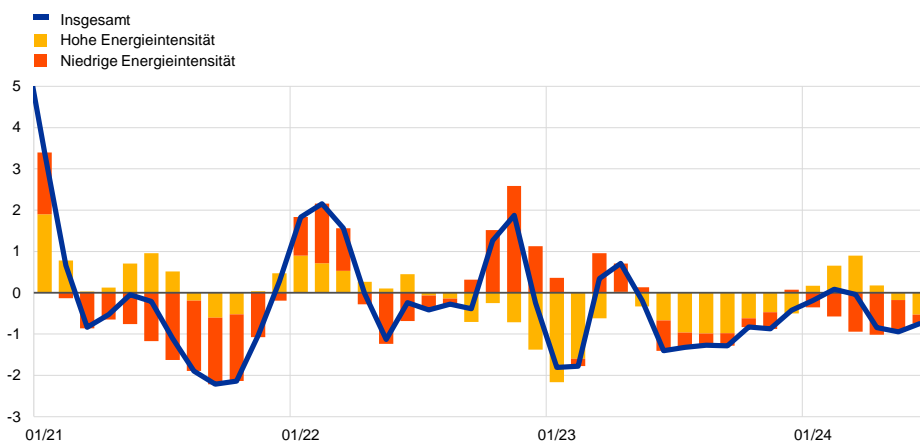
**Die anhaltende Schwäche der Warenausfuhren des Euroraums war in erster Linie auf den Energiepreisschock infolge des Angriffs Russlands auf die Ukraine zurückzuführen, denn die Ausfuhren der energieintensiven Sektoren verringerten sich drastisch.** Gegen Ende 2021 begannen die Energiepreise zu steigen, da der Winter in Europa besonders kalt war und Russland seine Gaslieferungen nach Europa schrittweise drosselte. Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine im Februar 2022 gerieten die Gaspreise in eine Aufwärtsspirale. Die Produktionskosten stiegen so stark an, dass einige energieintensive Branchen ihre Produktion herunterfahren oder vorübergehend einstellen mussten. In der Folge brachen die Exporte in den energieintensiven Sektoren ein, wodurch sich auch der 2023 verzeichnete Rückgang der Gesamtexporte nahezu vollständig erklärte (siehe Abbildung 4).<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Siehe auch EZB, [Auswirkungen des Energiepreisanstiegs auf Industrieproduktion und Importe](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 1/2023.

#### Abbildung 4

### Beiträge der Sektoren zum Wachstum der Warenexporte des Euroraums nach Energieintensität

(Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Saisonbereinigte Volumenindizes der Ausfuhr gewerblicher Waren. Die Energieintensität eines Sektors ist hoch (niedrig), wenn sie über (unter) dem Median liegt. Sie entspricht dem Anteil der (direkten und indirekten) Energievorleistungen an den gesamten Vorleistungen. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Juni 2024.

#### Der jüngste Gaspreisschock traf den Euroraum heftiger als andere Wirtschaftsräume und verschlechterte dessen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den wichtigsten Handelspartnern.

Der Gaspreisschock infolge des Angriffs auf die Ukraine unterschied sich von den bisherigen, durch Ölpreisschocks verursachten Energiekrisen: Er war regional begrenzt, denn die Reduzierung der Gaslieferungen aus Russland betraf vor allem Europa.<sup>8</sup> Wie außergewöhnlich der Gaspreisschock dort war, lässt sich am EU-Referenzpreisindex für Gas ablesen. Dieser überschritt im dritten Quartal 2022, am Höhepunkt der europäischen Gaskrise, seinen historischen Durchschnitt um das Zwanzigfache, den US-Referenzindex um das Zehnfache und auch die asiatischen Referenzindizes deutlich. Der asymmetrische Charakter des Energiepreisschocks schlug sich negativ im Weltmarktanteil der Ausfuhren des Eurogebiets nieder, denn die Vorleistungskosten der exportierenden Unternehmen erhöhten sich gegenüber denen ihrer Wettbewerber in den wichtigsten Handelspartnerländern des Euroraums (siehe Kasten 2).

#### Die durch den asymmetrischen Energiepreisschock entstandenen Einbußen im Preis- und Kostenwettbewerb wurden bis zu einem gewissen Grad, jedoch bei Weitem nicht vollständig, durch Wechselkursveränderungen ausgeglichen.

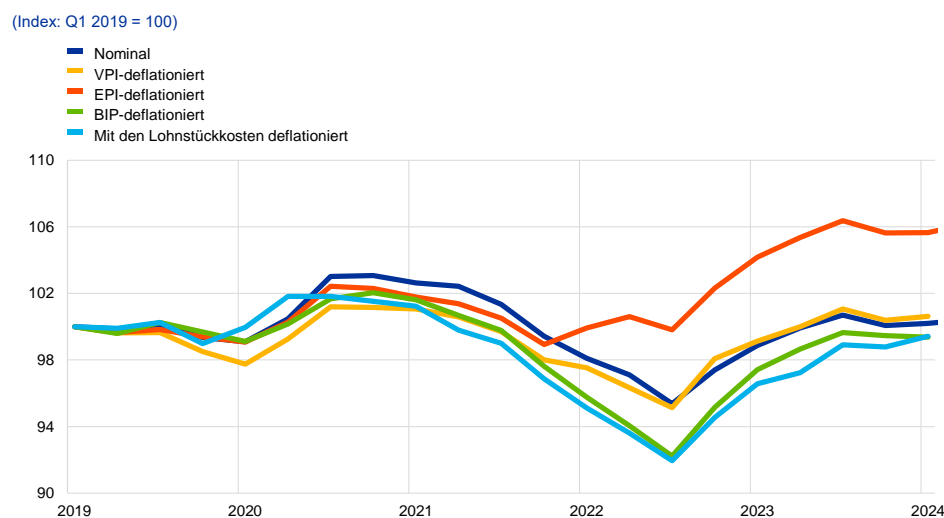
In der frühen Phase der Energiekrise konnte der Rückgang des Euro-Wechselkurses den Anstieg der Vorleistungskosten im Euroraum abbremsen. Der Euro wertete 2021 und Anfang 2022 in nominaler Rechnung stark ab. Dies stützte die Wettbewerbsposition des Euroraums zunächst etwas.<sup>9</sup> Gemessen am realen

<sup>8</sup> Siehe EZB, [Energiepreisschock, preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung des Euroraums](#), Kasten 3, Wirtschaftsbericht 3/2023.

<sup>9</sup> Siehe auch die Website der Deutschen Bundesbank: [Monatsbericht: Relativer Energiepreisanstieg belastet, Euro-Abwertung stützt internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands](#), Artikel zu einem entsprechenden Aufsatz im Monatsbericht Dezember 2022.

effektiven Wechselkurs wurde die Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets auch dadurch verbessert, dass sich die Lohnstückkosten verglichen mit jenen der Wettbewerber nur begrenzt erhöhten.<sup>10</sup> Lohnstückkosten spiegeln jedoch vor allem den binnenwirtschaftlichen Kostendruck wider. Der außenwirtschaftliche Kostendruck, der durch höhere Importpreise bei den Vorleistungen entsteht, lässt sich indes besser am Erzeugerpreisindex (EPI) ablesen. Wird der auf dem EPI basierende reale effektive Wechselkurs betrachtet, der den relativen Preisdruck bei handelbaren Gütern wiedergibt, so zeigt sich eine Verschlechterung bei der Wettbewerbsfähigkeit der Exportpreise. Dies lässt vermuten, dass die Wettbewerbsposition des Euroraums durch den Energiepreisschock stärker belastet wurde (siehe Abbildung 5). Die anfängliche Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der nominalen Abwertung des Euro hielt zudem nur bis Mitte 2022 an, da der Euro ab diesem Zeitpunkt wieder aufwertete und der Preis- und Kostendruck gegenüber den Wettbewerbern stieg.<sup>11</sup>

**Abbildung 5**  
Effektiver Euro-Wechselkurs



Quelle: EZB.

**Eine modellbasierte Analyse zeigt: Die schwache Exportleistung war zu Beginn hauptsächlich auf die pandemiebedingten Lieferengpässe zurückzuführen, doch mittlerweile wird die Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums vor allem durch die Energiekosten und sonstige preisliche Faktoren beeinträchtigt.** In einer Analyse anhand eines strukturellen bayesianischen Vektorautoregressionsmodells (BVAR-Modell) mit Vorzeichenrestriktionen konnte die relative Bedeutung von vier spezifischen Schocks

<sup>10</sup> Ein Vergleich der Lohnkosten im Euroraum und in den Vereinigten Staaten findet sich in: EZB, [Inflationsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 8/2022.

<sup>11</sup> In Bezug auf die Wettbewerbsfaktoren ist festzustellen, dass die Lohnstückkosten im Euroraum Ende 2023 nach wie vor ein kräftiges Wachstum verzeichneten, während sie in anderen Ländern (z. B. den USA) bereits in geringerem Tempo, jedoch weiterhin stärker stiegen als im Euroraum. Die höheren Lohnstückkosten im Euroraum spiegeln die vergleichsweise höheren Löhne und die niedrigere Produktivität wider. Siehe EZB, [Jüngste Inflationsentwicklung und Lohndruck im Euroraum und in den Vereinigten Staaten](#), Kasten 1, Wirtschaftsbericht 3/2024.

gezeigt werden. Dies sind: Lieferkettenstörungen, Energiepreisschocks, sonstige Schocks der preislichen Wettbewerbsfähigkeit (ohne Energie) und Schocks der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit. Zu den sonstigen Schocks der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zählen alle Faktoren, die sich über die relativen Preise (wie Vorleistungspreise, Lohnkosten und Wechselkursbedingungen) auf den Exportanteil auswirken. Schocks der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit sind alle sonstigen Bedingungen mit Einfluss auf die Nachfrage nach Produkten des Euroraums, das sektorale Nachfragewachstum, das Produktivitätswachstum und andere die Marktpräsenz erhöhende idiosynkratische Faktoren (siehe Abbildung 6). Lieferkettenstörungen und Einbußen der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit erklären zu etwa zwei Dritteln die nach Pandemiebeginn beobachtete Verringerung der Exportmarktanteile, denn die Wirtschaft des Euroraums ist in hohem Maße in regionale und globale Lieferketten integriert.<sup>12</sup> Im negativen Beitrag der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit zeigt sich eine Verschiebung der globalen Konsumnachfrage zulasten von Gütern, die vom Eurogebiet gehandelt werden (z. B. Güter im Zusammenhang mit Investitionen), und zugunsten anderer Güter, die in größerem Umfang von Wettbewerbern exportiert werden (z. B. Datenverarbeitungsgeräte und Heimwerkerbedarf). Diese Beobachtungen könnten zum Teil auch mit dem Abbruch der Handelsbeziehungen zu Russland in Zusammenhang stehen. Nachdem Russland die Ukraine angegriffen hatte und mit Sanktionen belegt worden war, halbierten sich die Exporte des Euroraums nach Russland innerhalb weniger Monate und sanken auch danach weiter. Ab Mitte 2022 lösten sich die Lieferkettenstörungen nach und nach auf, und das weltweite Nachfrageverhalten normalisierte sich allmählich. Daher belasteten diese Faktoren die Exportmarktanteile des Euroraums nicht mehr, sondern federten die Verluste zum Teil sogar ab.<sup>13</sup> Zugleich wurde die Exportleistung des Eurogebiets stärker als in den Wettbewerbsländern durch die Energiekosten und die sonstigen Faktoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gebremst.

---

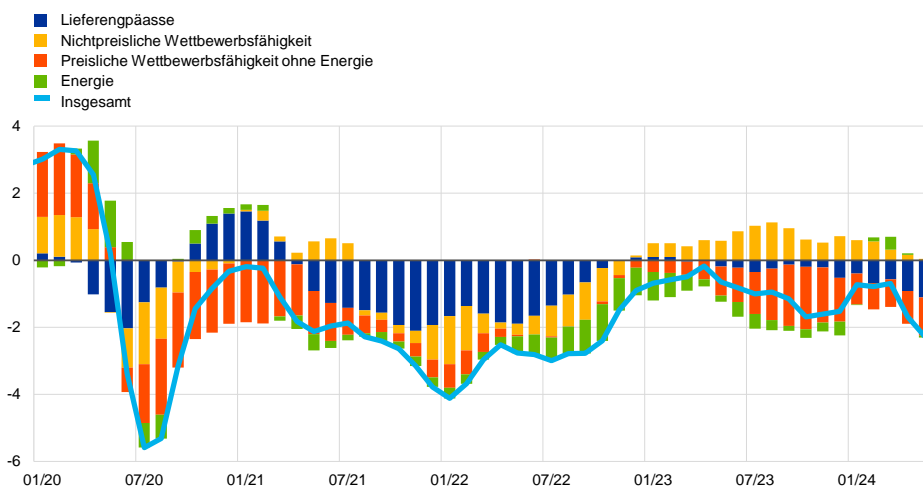
<sup>12</sup> Siehe EZB, [Auswirkungen der Versorgungsengpässe auf den Handel](#), Kasten 4, Wirtschaftsbericht 6/2021. Siehe auch L. Lebastard und R. Serafini, [Understanding the impact of COVID-19 supply disruptions on exporters in global value chains](#), Research Bulletin der EZB, Nr. 105, 2023.

<sup>13</sup> Der negative Beitrag der Lieferengpässe ab Mitte 2023 könnte teilweise mit den längeren Lieferzeiten aufgrund des Wiederhochfahrens der Wirtschaft sowie mit Angriffen der Huthi-Rebellen im Roten Meer zusammenhängen. Siehe M. G. Attinasi, L. Boeckelmann, L. Emter, M. M. Ferrari, R. Gerinovic, V. Gunnella, B. Meunier und R. Serafini, [Sailing through storms: The fallout of Red Sea disruptions for global trade and inflation](#), VoxEU Column, April 2024.

## Abbildung 6

### Strukturelle Bestimmungsfaktoren der Marktanteile des Euroraums beim Warenexport

(Abweichung vom Trend in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Das SVAR-Modell wird anhand folgender monatlicher Variablen für den Zeitraum von Januar 2004 bis Mai 2024 geschätzt: Marktanteil der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (trendbereinigt), nominaler effektiver Euro-Wechselkurs (Anstieg = Aufwertung), relative Exportpreise des Euroraums, Verhältnis der energieintensiven zur nichtenergieintensiven Industrieproduktion. Folgende Vorzeichenrestriktionen werden bei der Wirkung der einzelnen Schocks angenommen: Schock der nichtpreislichen Wettbewerbsfähigkeit: Marktanteil der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (+), relative Exportpreise des Euroraums (+); Schock der preislichen Wettbewerbsfähigkeit: Marktanteil der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (+), nominaler effektiver Euro-Wechselkurs (-), relative Exportpreise des Euroraums (-); Schock durch Lieferengpässe: Marktanteil der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (-), nominaler effektiver Euro-Wechselkurs (-), relative Exportpreise des Euroraums (+), Verhältnis der energieintensiven zur nichtenergieintensiven Industrieproduktion (+); Energiepreisschock: Marktanteil der Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums (-), nominaler effektiver Euro-Wechselkurs (-), relative Exportpreise des Euroraums (+), Verhältnis der energieintensiven zur nichtenergieintensiven Industrieproduktion (-).<sup>14</sup>

## Kasten 1

### Fungiert der Handel mit Dienstleistungen auch in Zukunft als Puffer für das Exportwachstum des Euroraums?

Camilla Altieri, Nina Furbach und Tobias Schuler

In den letzten Jahren wurde der Handel im Eurogebiet stark von den Dienstleistungsexporten gestützt, die deutlich höhere Wachstumsraten verzeichneten als die Ausfuhr von Waren. Im vorliegenden Kasten wird untersucht, ob von einer Fortdauer dieser ungewöhnlichen Abkoppelung des Wachstums der Dienstleistungsexporte von den Warenexporten auszugehen ist.

In den zurückliegenden 20 Jahren hat die Ausfuhr von Dienstleistungen rascher zugenommen als jene von Waren. Aufgrund des technologischen Fortschritts konnten zahlreiche Dienstleistungen an anderen Stellen als ihrem Erzeugungsort bereitgestellt und konsumiert werden, was ihre grenzüberschreitende Handelbarkeit erhöht hat. Der Dienstleistungsanteil am Gesamtwert der Exporte des Euroraums kletterte von 24 % im Jahr 2000 auf rund 31 % im Jahr 2023.

Allerdings sticht die in jüngerer Zeit verzeichnete kräftigere Zunahme der Dienstleistungsexporte besonders ins Auge. Nach der Pandemie erholten sich die Ausfuhren des Dienstleistungssektors merklich und wuchsen sogar angesichts schrumpfender Warenexporte weiter (siehe Abbildung A).

<sup>14</sup> Im Fall der Lieferengpässe wird für das Verhältnis der energieintensiven zur nichtenergieintensiven Industrieproduktion ein positives Vorzeichen angenommen, weil Sektoren mit einer hohen Energieintensität stärker auf Vorleistungen in Form von Rohstoffen angewiesen sind, die nicht von Lieferengpässen betroffen sind.

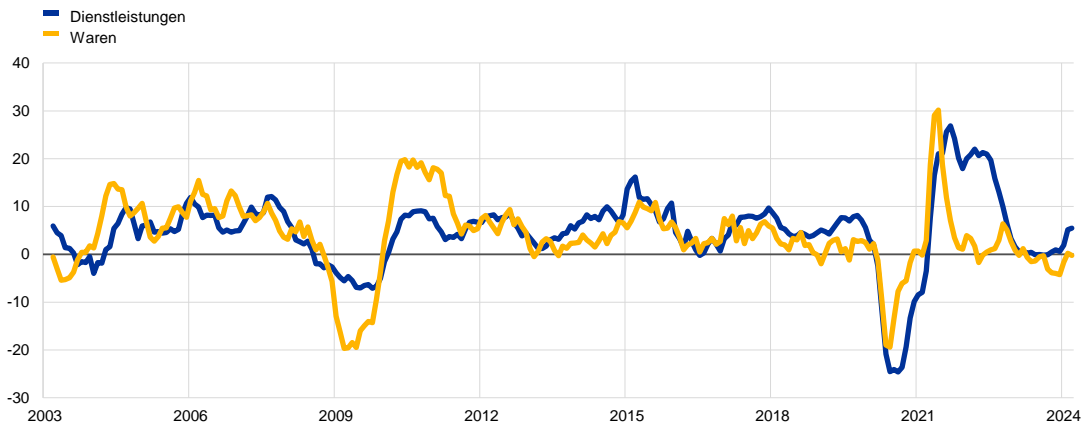


Bezogen auf das Volumen entfiel 2022 auf die Dienstleistungsexporte ein Anteil von zwei Dritteln des Jahreswachstums der Gesamtexporte des Euroraums. Diese von sinkenden Warenausfuhren und weiter steigenden Dienstleistungsexporten geprägte Divergenz ist seit September 2023 kontinuierlich zu beobachten.

## Abbildung A

### Wachstum der Waren- und Dienstleistungsexporte des Euroraums

(gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Veränderung gegen Vorjahr in %; zu konstanten Preisen)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die der Zahlungsbilanz entnommenen Daten zu den Dienstleistungsexporten des Euroraums in Länder außerhalb des Euroraums wurden mit den Preisen der Exporte in Länder innerhalb und außerhalb des Eurogebiets deflationiert, die aus den wichtigsten Aggregaten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen abgeleitet wurden. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2024.

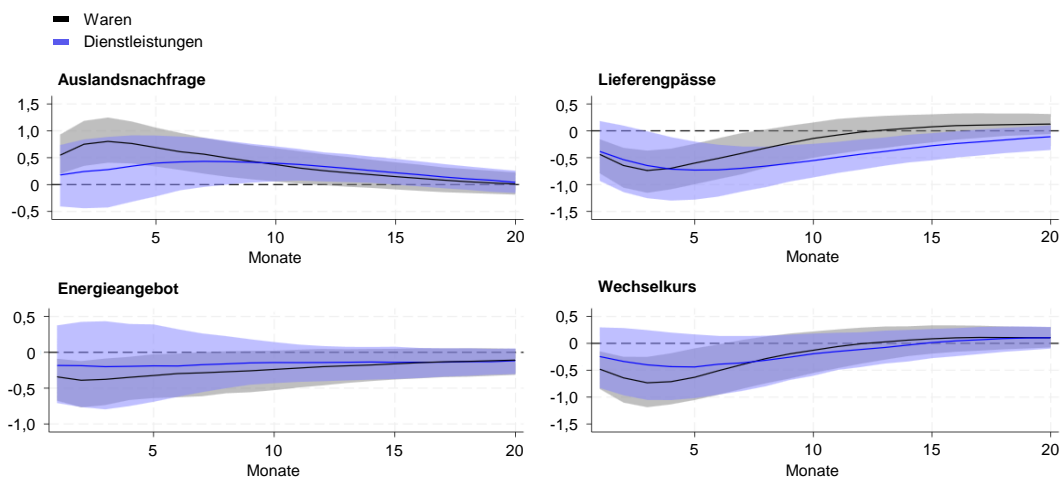
Dienstleistungs- und Warenexporte wiesen in der Vergangenheit einen engen Gleichlauf auf. In den vergangenen 15 Jahren belief sich die Korrelation der Jahreswachstumsraten der Dienstleistungs- und Warenexportvolumina auf einen Wert von etwa 0,6. Die anhand von SVAR-Modellen ermittelte empirische Evidenz legt den Schluss nahe, dass die Waren- und Dienstleistungsausfuhren auf verschiedene Schocks ähnlich reagieren (siehe Abbildung B).<sup>15</sup> Tatsächlich zeigt sich, dass die wichtigsten makroökonomischen Triebkräfte, die auf die Dienstleistungs- und Warenausfuhren wirken, vergleichbar sind. Der Großteil der zyklischen Schwankungen (74 % bei Waren- und 66 % bei Dienstleistungsexporten) lässt sich durch die Auslandsnachfrage, Lieferengpässe, das Energieangebot und den Wechselkurs erklären.

<sup>15</sup> Im hier verwendeten Modell wird das SVAR-Modell zur Untersuchung der Warenexporte um Vorzeichenrestriktionen erweitert – siehe EZB, [Energiepreisschock, preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung des Eurosystems](#), a. a. O. In der Analyse unterliegt die Reaktion der Dienstleistungsexporte auf identifizierte Schocks keinen Restriktionen. Dadurch wird sichergestellt, dass sich der Gleichlauf der Reaktionen nicht auf Annahmen stützt. Folgende Variablen werden berücksichtigt: synthetischer Energiepreisindex, Verhältnis der energieintensiven zur nichtenergieintensiven Industrieproduktion, weltweite Importe, Harmonisierter Verbraucherpreisindex, Global Supply Chain Pressure Index, Warenexporte des Euroraums in Länder außerhalb des Euroraums, nominaler effektiver Euro-Wechselkurs, Ausfuhr von Dienstleistungen in Länder außerhalb des Euroraums. Die Konfidenzintervalle sind für Dienstleistungsexporte etwas größer als für Warenexporte (siehe Abbildung B). Grund hierfür ist möglicherweise deren vielfältigere Zusammensetzung, wobei die Dienstleistungsexporte der unterschiedlichen Teilssektoren uneinheitlich auf Schocks reagieren dürften.

## Abbildung B

### Impulsreaktionen der Waren- und Dienstleistungsexporte, bezogen auf das Volumen

(Reaktion auf einen Schock von einer Standardabweichung; Abweichung vom Gleichgewicht in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Federal Reserve Bank of New York und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die blau und grau schattierten Bereiche markieren Konfidenzintervalle für die Dienstleistungs- bzw. die Warenexporte (jeweils 68 %). Nähere Einzelheiten zu den Schätzungen finden sich in Fußnote 15.

Die historisch gesehen ähnlich verlaufende zyklische Entwicklung der Waren- und Dienstleistungsexporte ist auf die engen Verflechtungen zwischen den beiden Sektoren zurückzuführen. Erstens dient ein Großteil der ausgeführten Dienstleistungen als Vorleistung für die Warenproduktion. So fließt knapp die Hälfte der durch Dienstleistungsexporte generierten Wertschöpfung des Euroraums als Vorleistung in die Warenproduktion in anderen Ländern.<sup>16</sup> Zweitens stehen viele Dienstleistungsexporte in direktem Zusammenhang mit Warenausfuhren. Auf Bereiche wie das Transportgewerbe, handelsbezogene Dienstleistungen und Frachtversicherungen entfallen mehr als 20 % der Dienstleistungsexporte des Euroraums.<sup>17</sup> Und schließlich wird ein wesentlicher Teil der Dienstleistungsexporte von den Herstellern mit Waren gebündelt.<sup>18</sup>

Die jüngste Phase einer starken Abkopplung war ungewöhnlich; verantwortlich hierfür waren die Pandemie und große Veränderungen bei den Dienstleistungen im Reiseverkehr. Die sektorale Aufgliederung lässt die Nachwirkungen der Pandemie deutlich zutage treten, einschließlich einer kräftigen Erholung der Exporte von Dienstleistungen im Reiseverkehr (siehe Abbildung C). Im Jahr 2021 lag der Anteil des Reiseverkehrs am Anstieg der Dienstleistungsexporte bei rund 30 %. Bezogen auf das Volumen entfielen auf den Reiseverkehr allerdings nur 12 % der Dienstleistungsexporte insgesamt. Die Dienstleistungsexporte konnten sich dank des positiven Beitrags der Exporte im Reiseverkehr 2023 behaupten.<sup>19</sup> Im Gegensatz dazu ist die Ausfuhr von Transportleistungen, die sich bis 2021 von der Pandemie erholt hatte, seit 2022 rückläufig. Grund

<sup>16</sup> Die Ergebnisse basieren auf der Grundlage von EZB-Berechnungen, die multiregionale Input-Output-Daten der Asian Development Bank heranziehen.

<sup>17</sup> In der Analyse wird die [von der Statistikabteilung der Vereinten Nationen entwickelte Klassifizierung](#) für güternahe Teilsektoren des Dienstleistungsbereichs auf die Exportdaten des Eurosystems angewendet.

<sup>18</sup> In A. Ariu et al. wird dokumentiert, dass 23 % der aus Belgien ausgeführten Dienstleistungen mit Warenexporten gebündelt werden. Siehe A. Ariu, F. Mayneris und M. Parenti, One way to the top: How services boost the demand for goods, *Journal of International Economics*, Bd. 123, 2020.

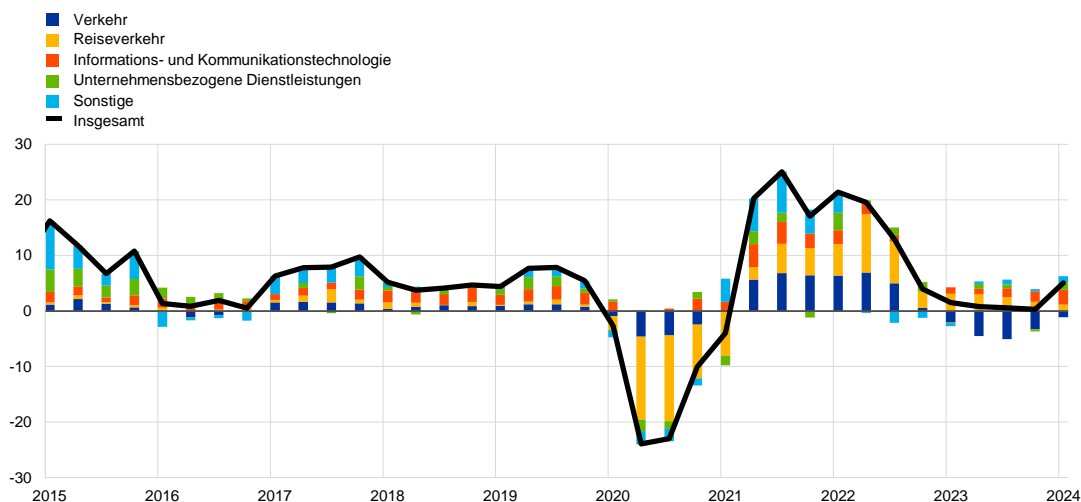
<sup>19</sup> Der Anteil des Reiseverkehrs an den Dienstleistungsexporten ging von 18 % im Jahr 2019 auf 12 % im Jahr 2022 zurück. Einzelheiten zur Entwicklung im Reiseverkehr während der Pandemie finden sich in: EZB, [Entwicklung der Tourismusbranche während der Covid-19-Pandemie](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 8/2020.

hierfür ist, dass die Phase der Lageraufstockung endete und sich der Energiepreisschock auf das verarbeitende Gewerbe auswirkt.

### Abbildung C

#### Sektorale Aufgliederung des Wachstums der Dienstleistungsexporte des Euroraums, bezogen auf das Volumen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Volumenermittlung erfolgt unter Anwendung des Deflators der Dienstleistungsexporte insgesamt. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024.

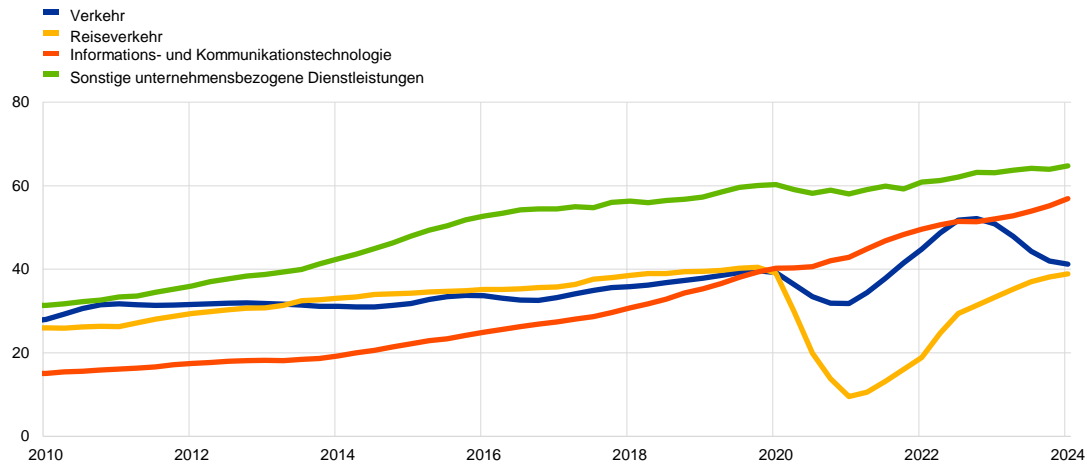
Längerfristig betrachtet dürften die Dienstleistungsexporte entsprechend ihrer stärkeren langfristigen Trendentwicklung rascher zunehmen als die Warenexporte. Auf kurze Sicht könnte die größere Dynamik allerdings durch die anhaltend kräftige Entwicklung der Dienstleistungsexporte im Reiseverkehr noch verstärkt werden, da Letztere ihr Vorpandemieniveau noch nicht wieder vollständig erreicht haben (siehe Abbildung D, Grafik a). Umfragen in der Tourismusbranche zeitigen nach wie vor robustere Ergebnisse als für die Exportwirtschaft im Bereich der Dienstleistungen allgemein (und die der Waren), was auf kurze Sicht auf eine positive Entwicklung hindeutet (siehe Abbildung D, Grafik b).

## Abbildung D

Dienstleistungsexporte des Euroraums nach Teilsektoren (bezogen auf das Volumen) und EMI für den Auftragseingang

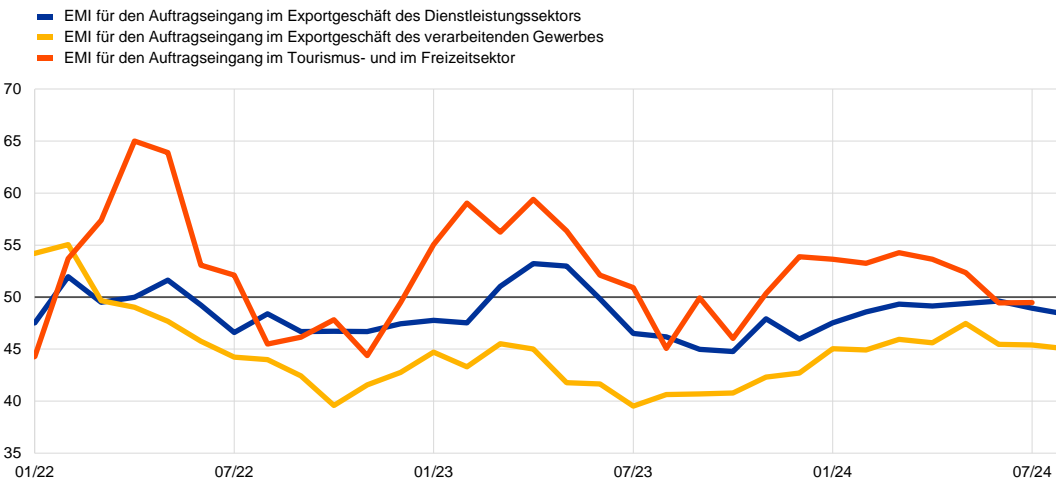
### a) Volumen der Dienstleistungsexporte des Euroraums nach Teilsektoren

(in Mrd. €; gleitende Vierquartalsdurchschnitte)



### b) EMI für den Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe, im Dienstleistungs- und im Tourismussektor

(Diffusionsindex)



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

Anmerkung: Die Volumenberechnung in Grafik a erfolgt unter Anwendung des Deflators der Dienstleistungsexporte insgesamt. In Grafik b beziehen sich die EMIs auf die EU. Ein Wert von über 50 weist auf einen Anstieg hin, während ein Wert von unter 50 auf einen Rückgang hindeutet. Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2024 (Grafik a) bzw. August 2024 (Grafik b, Auftragseingang im Exportgeschäft des verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors) sowie Juli 2024 (Grafik b, Auftragseingang im Tourismussektor).

## Kasten 2

### Divergenzen der Energiekosten und Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums

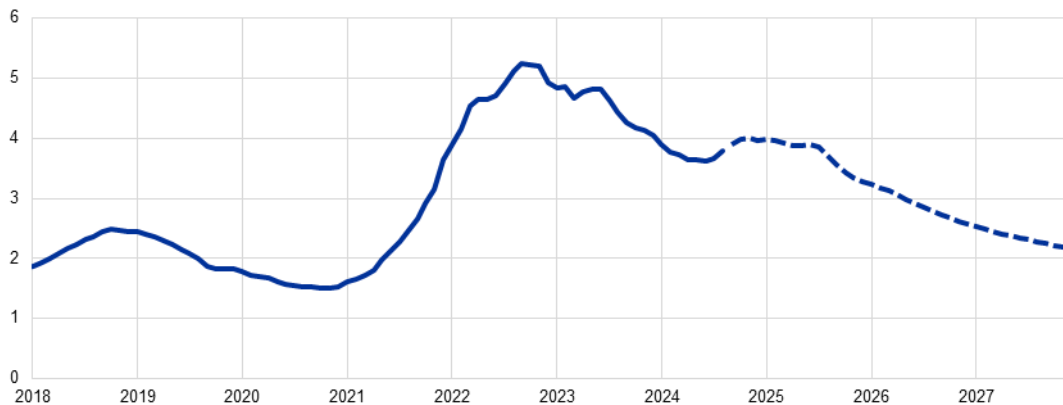
Virginia Di Nino und Marta Salazar Rodríguez

Während der Energiekrise erreichten die Preisunterschiede bei Gas und Strom zwischen Europa und anderen Regionen ein höheres Niveau als je zuvor.<sup>20</sup> Die Erzeugerpreise für Energie waren im Euroraum doppelt so hoch wie in den wichtigsten Wettbewerbsländern.<sup>21</sup> Gegenüber den Vereinigten Staaten fiel die Preisdivergenz sogar noch größer aus (siehe Abbildung A). In diesem Kasten werden die Auswirkungen des Energiepreisschocks auf die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure im Euroraum untersucht und die heterogenen Effekte des Schocks auf die Unternehmen beschrieben.<sup>22</sup>

#### Abbildung A

Energiepreise im Euroraum im Verhältnis zu den Vereinigten Staaten

(Relation)



Quellen: MRIO-Datenbank der Asian Development Bank, IWF, Bloomberg, Trade Data Monitor und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der relative Energiepreis wird als gewichteter Durchschnitt des relativen Erdgaspreises und des relativen Ölpreises berechnet. Die durchgezogene Linie stellt die historischen Daten bis August 2024 dar. Die gestrichelte Linie zeigt die geschätzte Entwicklung des relativen Energiepreises auf Grundlage der Terminpreise für Erdöl und Erdgas in Europa und den Vereinigten Staaten. Die letzte Schätzung bezieht sich auf Dezember 2027.

Wie stark die einzelnen Wirtschaftszweige dem Energiepreisschock ausgesetzt waren, variierte stark und hing von der Energieintensität der Produktionsprozesse sowie dem Anteil von Erdgas am gesamten Energieverbrauch ab. Die Auswirkungen eines Energiepreisschocks auf die Exportpreise und Exportmarktanteile einer Branche werden jedoch nicht allein von deren Vorleistungskosten bestimmt. Auch die Position der Produktionsprozesse in der Produktionskette spielt hier eine Rolle. Diese kann auf Branchenebene mittels zweier Koordinaten bestimmt werden: dem Abstand zur Endnachfrage („Upstream-Position“) und dem Abstand zu den primären Vorleistungen („Downstream-Position“). Abhängig von der jeweiligen Position können Energiepreisschocks auf unterschiedliche Weise übertragen werden. Branchen mit größerem Abstand zur Endnachfrage (Upstream-Branchen) weisen im Allgemeinen engere Margen auf und geben den Schock daher tendenziell vollständig weiter. Zudem stellt Energie für sie häufig eine wichtige Vorleistung dar. Aus

<sup>20</sup> Die Kostendivergenz bei Öl hielt sich indes in Grenzen, denn die Ölnotierungen stiegen in allen Regionen gleichermaßen an.

<sup>21</sup> Dies zeigt der Vergleich des Erzeugerpreisindex für Energie im Eurogebiet mit dem gewichteten Durchschnitt des Erzeugerpreisindex für Energie der wichtigsten Wettbewerbsländer (Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich, China und Japan). Die Gewichtung richtet sich nach dem Anteil des jeweiligen Wettbewerbers an der Gesamtsumme der Exporte der Wettbewerber.

<sup>22</sup> Siehe auch EZB, [Energiepreisschock, preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Exportleistung des Euroraums](#), a. a. O.

diesem Grund ist es für die betreffenden Unternehmen möglicherweise schwieriger als für Unternehmen aus Downstream-Branchen, inländische Vorleistungen durch die Auslagerung von Vorleistungen zu ersetzen. Je größer der Abstand eines Unternehmens zu den primären Vorleistungen ist (Downstream-Position), desto höher ist zugleich die Wahrscheinlichkeit, dass ein Teil des Energiepreisschocks durch die Gewinnmargen der in der Produktionskette vorgelagerten Produzenten aufgefangen wurde. Somit könnte eine Upstream-Position die Auswirkungen von Energiepreisschocks verstärken, eine Downstream-Position dem Effekt jedoch entgegenwirken, während sich die Schocks entlang der Produktionskette bewegen.<sup>23</sup>

Diese Argumentation wird mithilfe eines Panelmodells überprüft. Dadurch lässt sich ermitteln, wie sich die Auswirkungen des Energiepreisschocks je nach Wirtschaftszweig und Volkswirtschaft unterscheiden. Zudem ist es möglich, die Branchen entsprechend ihrer Position in der Produktionskette gesondert zu betrachten. Des Weiteren können bei dieser Vorgehensweise auch Faktoren berücksichtigt werden, die sich nur schwer beobachten oder messen lassen, die aber mit der Divergenz der Energiekosten korrelieren (beispielsweise staatliche Maßnahmen).<sup>24</sup> Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse einer Panelstudie zu den Exportmarktanteilen des Euroraums dargestellt. In der Studie werden für den Zeitraum von Anfang 2007 bis Ende 2022 vierteljährliche Daten für 17 Branchen des verarbeitenden Gewerbes in 20 Ländern des Euroraums herangezogen. Der Energiepreisschock für den Euroraum wird näherungsweise mittels einer Variablen erfasst, die die Divergenz der Energiekosten im Vergleich zu einem wichtigen Wettbewerber (den Vereinigten Staaten) misst. Die Gleichung entspricht einem logarithmischen dynamischen Panelmodell mit fixen Effekten:

$$XMS_{sct} = \rho XMS_{sct-1} + \delta P_{sct} + \gamma IP_{sct} + \beta_1 E_{sct} + \beta_2 E_{sct} \times Up_{sct} + \beta_3 E_{sct} \times Down_{sct} + \mu_1 Up_{sct} + \mu_2 Down_{sct} + FE_{sc} + FE_{ct} + \varepsilon_{sct} \quad (1)$$

$XMS (P)$  entspricht dabei den Exporten (Exportpreisen) eines Sektors  $s$  in einem Euro-Land  $c$  im Verhältnis zu den Exporten (Exportpreisen) des gleichen Sektors  $s$  in einem Land außerhalb des Euroraums zu einem Zeitpunkt  $t$ .<sup>25</sup> Der Energiepreisschock  $E$  in einem Sektor  $s$  eines Euro-Landes  $c$  zu einem Zeitpunkt  $t$  wird definiert durch die Divergenz der Energiekosten, skaliert durch die Energieintensität der Produktion. Für den Grad der Betroffenheit von der Energiekrise wird eine unterschiedliche Heterogenität über die verschiedenen Branchen-Länder-Paare hinweg zugelassen. Hierzu wird der Energiekostenschock  $E$  mit einer Messgröße für die Position einer Branche in der Produktionskette in Beziehung gesetzt. Bei dieser Messgröße handelt es sich um die Anzahl der Verbindungen mit Upstream-Branchen ( $Up$ ) und Downstream-Branchen ( $Down$ ). Und schließlich werden in der Analyse unbeobachtete Faktoren in Form von sektor- und länderspezifischen fixen Effekten  $FE_{sc}$  sowie von länder- und zeitspezifischen fixen Effekten ( $FE_{ct}$ )

<sup>23</sup> Informationen zur Berechnung von Messgrößen für die Upstream- und Downstream-Position in der Produktionskette finden sich in: M. Mancini, P. Montalbano, S. Nenci und D. Vurchio, Positioning in Global Value Chains: World Map and Indicators, a New Dataset Available for GVC Analyses, The World Bank Economic Review, 2024.

<sup>24</sup> Als Reaktion auf den Energiepreisschock beschlossen die Regierungen verschiedene Maßnahmen, um dessen Auswirkungen auf Unternehmen und Verbraucher abzumildern. Würde man diesen Maßnahmen nicht Rechnung tragen, so könnte dies zu einer Unterschätzung des Einflusses führen, den eine sich vergrößernde Differenz der Energiekosten gegenüber konkurrierenden Unternehmen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums hätte. Ähnliche Verzerrungen („attenuation biases“) könnten durch eine Neubewertung der Wechselkurse sowie eine Umschichtung der Ausgaben zulasten teurer energieintensiver Kategorien bedingt sein.

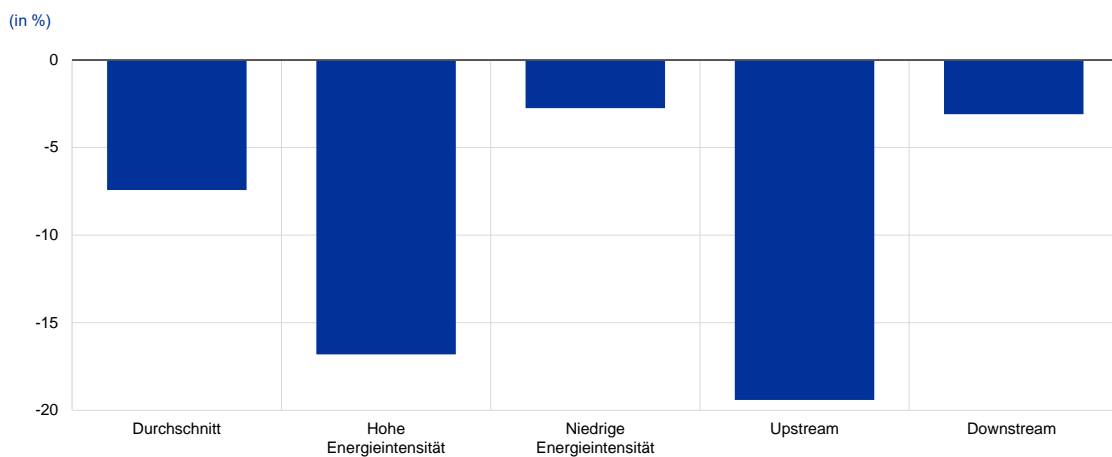
<sup>25</sup> Die relativen Exportpreise in Gleichung 1 werden durch vier Verzögerungen sowie weitere exogene Bestimmungsgrößen instrumentiert, um den Simultanitätsbias von  $P$  und  $XMS$  auszuschalten. Dabei gilt die Annahme, dass in der Vergangenheit verzeichnete Werte von  $P$  ( $XMS$ ) vor den zukünftigen Entwicklungen von  $XMS (P)$  bestimmt sind.

berücksichtigt. Die geschätzten Koeffizienten  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  sind historische Elastizitäten der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets in Bezug auf die Energiekostendivergenz, und zwar in Abhängigkeit von der Energieintensität und der Upstream- bzw. Downstream-Position in der Produktionskette.

Aus den Panelschätzungen geht hervor, dass sich am Höhepunkt der europäischen Gaskrise die negativen Auswirkungen auf die Exportmarktanteile des Euroraums im Durchschnitt auf -7 % beliefen. Dabei zeigt sich jedoch eine ausgeprägte Heterogenität. So verringert sich der Exportmarktanteil in den Branchen mit der höchsten Energieintensität um mehr als 15 %. In Wirtschaftszweigen mit einem sehr großen Abstand zur Endnachfrage (Upstream-Position) kann sich der Rückgang auf nahezu 20 % erhöhen, während er in Branchen mit einem sehr geringen Abstand zur Endnachfrage (Downstream-Position) lediglich rund -3 % beträgt.

### Abbildung B

Auswirkungen der Divergenz bei den Energiekosten auf die Exportmarktanteile am Höhepunkt der Gaskrise (drittes Quartal 2022) nach Art der Branche



Quellen: Trade Data Monitor, IWF, MRIO-Datenbank, TiVA-Datenbank, M. Mancini et al. (2024) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Änderungen der Exportmarktanteile werden für die höchste/niedrigste Energieintensität bestimmt. Die Branchen mit der höchsten Upstream- bzw. niedrigsten Downstream-Position basieren auf den Koeffizienten, die in Gleichung 1 geschätzt wurden. Es wird der Effekt einer Determinante zu einem bestimmten Zeitpunkt bewertet, die anderen Determinanten werden auf null gesetzt. Durch diese Vereinfachung können die Auswirkungen jeder Determinante isoliert betrachtet werden. Da die Position jedes Branchen-Länder-Paares in der Produktionskette aus zwei Koordinaten (Upstream- bzw. Downstream-Koordinate) ermittelt wird, ergibt sich der Gesamteffekt der Positionierung in der Lieferkette aus dem gewichteten Durchschnitt des Effekts der beiden Koordinaten.

## 4 Bevorstehende Herausforderungen

**Einige der Faktoren, die sich in den letzten Jahren negativ auf den Exportmarktanteil des Euroraums ausgewirkt haben, dürften künftig an Bedeutung verlieren.** Die Lieferkettenstörungen und Veränderungen im weltweiten

Nachfrageverhalten bremsten während der Pandemie die Exportentwicklung des Euroraums. Ihre Wirkung lässt nun jedoch immer weiter nach. Auch die mittelfristigen Herausforderungen im Zusammenhang mit der preislichen Wettbewerbsfähigkeit dürften in den Hintergrund treten, da der relative

Kostennachteil des Eurogebiets geringer wird.<sup>26</sup> Dennoch könnte sich die Lage für Exporteure im Euroraum auch künftig schwierig gestalten.

**Die wettbewerblichen Herausforderungen könnten fortbestehen, da die Energiekosten erhöht bleiben dürften und der Euroraum nach wie vor abhängig von Energieimporten und somit anfällig für Veränderungen des globalen Marktumfelds ist.** Der Energiepreisschock hat wesentlich zur Schrumpfung der Exportmarktanteile des Euroraums beigetragen. Unterdessen stellen die auf absehbare Zeit erhöhten Energiekosten die Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums auf die Probe. So sind die Energiepreise im Euroraum nach wie vor deutlich höher als in den wichtigsten konkurrierenden Volkswirtschaften und dürften – den Terminpreisen zufolge – in den nächsten Jahren immer noch doppelt so hoch sein wie in den Vereinigten Staaten.

**Die jüngsten Krisen haben zudem gezeigt, wie anfällig der Euroraum ganz allgemein gegenüber Angebots- und Kostenschocks bei Vorleistungsgütern ist. Die geoökonomische Fragmentierung könnte diese Anfälligkeit noch verstärken.** Neueste Studien belegen die geoökonomische Fragmentierung, insbesondere in Bezug auf Handelsströme und Direktinvestitionen, und zeigen, wie die wirtschaftlichen Verflechtungen zunehmend von geopolitischen Aspekten beeinflusst werden.<sup>27</sup> Es lässt sich nachweisen, dass Unternehmen im Euroraum kontinuierlich versuchen, ihre Lieferkette für strategische Güter so zu diversifizieren, dass sie diese Güter von Produzenten in geopolitisch nahestehenden Ländern beziehen.<sup>28</sup> Diese strategische Diversifizierung macht die Lieferketten potenziell resilienter. Sie könnte aber auch zu steigenden Kosten führen und signifikante Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure im Eurogebiet haben. Gleichzeitig kann die Fragmentierung die Nachfrage nach Exporten des Euroraums beeinträchtigen. Zunehmende geopolitische Spannungen könnten außerdem eine erneute Welle von Zöllen und anderen Handelsbeschränkungen auslösen. Diese würden den Welthandel belasten und hätten auch schwerwiegende Folgen für die Exportwirtschaft im Euroraum.

**Für Exporteure im Euroraum wird der bevorstehende strukturelle Wandel der Volkswirtschaften in Europa und weltweit sowohl mit Herausforderungen als auch mit Chancen verbunden sein.** Die Transformation des Energiemarkts der EU und seiner Lieferquellen sowie der Übergang zu einer klimafreundlichen Wirtschaft werden sich erheblich auf die Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums auswirken.<sup>29</sup> Entscheidend für die künftige Wettbewerbsposition der Exporteure im Eurogebiet dürfte auch sein, dass der Dienstleistungssektor für den Welthandel eine immer größere Rolle spielt und dass aus den Fortschritten in den Bereichen

---

<sup>26</sup> Siehe P. R. Lane und G. M. Milesi-Ferretti, External Wealth, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate, *European Economic Review*, Bd. 46, Nr. 6, 2002, S. 1049-1071; E. Bobeica, S. Christodouloupoulou und O. Tkačevs, [The role of price and cost competitiveness for intra-and extra-euro area trade of euro area countries](#), Working Paper Series der EZB, Nr. 1941, 2016.

<sup>27</sup> Siehe beispielsweise S. Aiyar et al., *Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism*, Staff Discussion Notes des IWF, Nr. 2023/001, 2023.

<sup>28</sup> Siehe EZB, [Wie die Geopolitik den Handel verändert](#), Kasten 2, Wirtschaftsbericht 2/2024.

<sup>29</sup> Siehe beispielsweise EZB, [Wird sich der Automobilsektor im Euroraum erholen?](#), Kasten 5, Wirtschaftsbericht 4/2024. Darin werden die wettbewerblichen Herausforderungen im Zuge des ökologischen Wandels in der Automobilbranche erörtert.



Informationstechnologie und künstliche Intelligenz neue Chancen erwachsen werden.<sup>30</sup> Insbesondere sieht sich die Exportwirtschaft des Euroraums einem steigenden Wettbewerbsdruck aus Schwellenländern gegenüber, die inzwischen Güter mit hoher Wertschöpfung liefern und in einigen wichtigen Märkten in Konkurrenz zum Eurogebiet getreten sind. Derzeit müssen sich die Exporteure im Euroraum gegenüber chinesischen Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe behaupten, denn diese verfügen – teils dank erheblicher Subventionen – über umfangreiche Produktionskapazitäten, welche die inländische Nachfrage in China bei Weitem übersteigen. Der sich daraus ergebende Abwärtsdruck auf die chinesischen Ausführpreise hat letztlich für den Euroraum erhebliche Einbußen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zur Folge.<sup>31</sup> Dennoch können Exporteure aus dem Euroraum den Wert ihrer Marktpräsenz aufrechterhalten, indem sie sich auf höherwertige Marktsegmente konzentrieren. Ein Beispiel hierfür sind Dienstleistungen, bei deren Export der Euroraum derzeit weltweit führend ist. Exportierende Unternehmen könnten somit hohe Preise fordern und zu einer Verbesserung der Terms of Trade des Eurogebiets beitragen.

---

<sup>30</sup> Zur wachsenden Bedeutung des Dienstleistungsgewerbes und der Automatisierung siehe R. Baldwin, *Globotics and macroeconomics: Globalisation and automation of the service sector*, Working Paper des NBER, Nr. 30317, 2022.

<sup>31</sup> Siehe L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler, A. Al-Haschimi und T. Spital, *Why competition with China is getting tougher than ever*, Der EZB-Blog, 3. September 2024; EZB, [Entwicklung des chinesischen Wachstumsmodells: Herausforderungen und langfristige Wachstumsaussichten](#), Wirtschaftsbericht 5/2024.

## 2 Die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen von Naturzerstörung und Biodiversitätsverlust

Andrej Ceglar, Miles Parker, Carlo Pasqua, Simone Boldrini, Marie Gabet und Sjoerd van der Zwaag

### 1 Einleitung

**Die Natur ist für das Wohlergehen des Menschen von entscheidender Bedeutung und bietet wesentliche Ökosystemleistungen, die die Wirtschaftstätigkeit unterstützen.** Die Natur umfasst alle organischen und anorganischen Elemente auf unserem Planeten, aus denen Ökosysteme wie Wälder, Seen und Feuchtgebiete hervorgehen.<sup>1</sup> Diese Ökosysteme sind

Lebensraum für zahlreiche Arten und liefern materielle Güter wie zum Beispiel Nahrungsmittel, Frischwasser, Holz und medizinische Ressourcen. Darüber hinaus bewahren sie das ökologische Gleichgewicht, etwa durch die Regulierung der Luftqualität, die Steuerung des Klimas und die Eindämmung von Überschwemmungen. Wichtige Prozesse, die durch Ökosysteme gefördert werden, sind unter anderem die Bodenbildung, der Nährstoffkreislauf und die Bestäubung. Die Natur bietet auch immateriellen Nutzen wie Freizeitmöglichkeiten und Tourismus. Dieser Nutzen ist jedoch stark gefährdet, da die Zerstörung der Natur und der Verlust an Artenvielfalt ein noch nie dagewesenes Ausmaß erreicht haben.

**Der Unternehmenssektor, die Finanzbranche und die Politik haben die wirtschaftliche Bedeutung von Ökosystemleistungen – von denen viele weder an Märkten gehandelt noch direkt einen monetären Wert aufweisen – lange unterschätzt oder überhaupt nicht berücksichtigt.** So dienen Feuchtgebiete beispielsweise als natürliche Wasserfiltersysteme und Sturmbarrieren, wodurch Kosten für die Wasseraufbereitung und den Katastrophenschutz in Milliardenhöhe gespart werden. Wälder absorbieren Kohlendioxid, tragen entscheidend zur Klimaregulierung bei und mildern die wirtschaftlichen Folgen des Klimawandels ab. Gesunde Böden und Bestäuberinsekten sind für den Ackerbau von wesentlicher Bedeutung. Ohne Bestäuber würden die Ernteerträge sinken. Höhere Produktionskosten, ein Anstieg der Verbraucherpreise und mögliche Verknappungen bei Nahrungsmitteln wären die Konsequenz. Viele der von Ökosystemen erbrachten Leistungen sind öffentliche Güter und werden an den Märkten entweder unterbewertet oder derzeit überhaupt nicht eingepreist. Aus diesem Grund werden sie bei wirtschaftlichen Entscheidungen häufig übersehen, was erhebliche Folgen für die Natur hat. Laut Schätzungen des Projekts „Integrated Natural Capital Accounting“ (INCA), einem integrierten System zur Ökosystembilanzierung für die EU, generierten zehn Ökosystemleistungen in den 28 EU-Ländern (EU 28) einen jährlichen Nutzen im Gesamtwert von 234 Mrd. €. <sup>2</sup> In Kasten 2 des vorliegenden

<sup>1</sup> Siehe Vereinte Nationen, [System of Environmental Economic Accounting](#).

<sup>2</sup> Siehe Eurostat, [Accounting for ecosystems and their services in the European Union \(INCA\)](#), 2021.

Wirtschaftsberichts wird näher erläutert, welche Herausforderungen im Zusammenhang mit der Einbeziehung von Ökosystemleistungen in Messgrößen der Wirtschaftstätigkeit bestehen.

**Aktuellen Studien zufolge verläuft der Verlust an Artenvielfalt hochgradig nichtlinear.**<sup>3</sup> Die bislang festgestellten finanziellen Verluste mögen zwar begrenzt erscheinen, doch ist zu berücksichtigen, dass selbst vermeintlich kleine Ereignisse – wie der Verlust einer einzelnen Bienenart – Übertragungseffekte mit erheblichen wirtschaftlichen Auswirkungen haben können. Durch Artenverlust kann die wirtschaftliche Produktivität gebremst und die Versorgung mit Ökosystemleistungen fragiler werden. Diese Fragilität wiederum kann die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit beeinträchtigen, die Wachstumschancen verringern und unsere Anfälligkeit gegenüber dem künftigen Verlust an Biodiversität verstärken. Demnach kann die Zerstörung der Natur gravierende Folgen für die Wirtschaft haben, die die Zentralbanken berücksichtigen sollten, um Preis- und Finanzstabilität gewährleisten zu können. So führen schlechte Nachrichten über die Biodiversität bereits jetzt zu einem Anstieg der Risikomessgrößen an den Finanzmärkten, und zwar insbesondere in den Ländern, in denen die Ökosysteme stärker erschöpft sind.<sup>4</sup>

**Zentralbanken können ihre Preis- und Finanzstabilitätsziele nur erreichen, wenn sie verstehen und prognostizieren, wie sich wirtschaftliche Schocks und Trends auf die Inflation, die Gesamtwirtschaft und das Finanzsystem auswirken.** Angesichts der Tatsache, dass der Klimawandel und die Zerstörung der Natur zu erheblichen wirtschaftlichen Verwerfungen führen könnten, sollten diese ökologischen Krisen neben Faktoren wie Globalisierung, Demografie und Finanzinnovation in den politischen Handlungsrahmen integriert werden. Sie bergen schwerwiegende Risiken, die den Konjunkturzyklus beeinflussen können. Eine gründliche Analyse und entschlossene politische Maßnahmen sind dringend erforderlich. So wurden beispielsweise während des Wirbelsturms „Sandy“ im Nordosten der Vereinigten Staaten durch Feuchtgebiete an den Küsten Flutschäden in Höhe von 625 Mio. USD abgewendet.<sup>5</sup> Dies zeigt, wie eine verminderte Fähigkeit der Ökosysteme, vor Hochwasser zu schützen, die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass Starkregen in Zukunft zu Überflutungen führt und die Wirtschaftstätigkeit über den Konjunkturzyklus hinweg stört. Der Verlust solcher Ökosystemleistungen kann größere Schäden nach sich ziehen, und zwar mit langfristigen Folgen für die Wirtschaft, die Infrastruktur und die Finanzstabilität der betroffenen Region.

**Im vorliegenden Aufsatz werden die Folgen von Naturzerstörung und Biodiversitätsverlust für die Wirtschaft und die Finanzstabilität behandelt.** Untersucht werden dabei die Triebkräfte des Verlusts an biologischer Vielfalt, ihr Zusammenhang mit dem Klimawandel sowie die wesentlichen Auswirkungen dieser Risiken im Euroraum. Darüber hinaus werden die Fortschritte bei der Quantifizierung

---

<sup>3</sup> Siehe S. Giglio, T. Kuchler, J. Stroebel und O. Wang, [The economics of biodiversity loss](#), Beitrag vorgestellt beim Zentralbankforum der EZB mit dem Titel „Monetary policy in an era of transformation“ in Sintra, Portugal, 2024.

<sup>4</sup> ebd.

<sup>5</sup> Siehe S. Narayan et al., [The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA](#), Scientific Reports 7, Artikelnummer 9463, 2017.

naturbedingter Risiken aufgezeigt. Ein Kasten enthält Bewertungen niederländischer und französischer Finanzinstitute. Abschließend werden die nächsten Schritte zur Steuerung dieser Risiken und ihre Auswirkungen aus Zentralbanksicht erläutert.

## 2 Triebkräfte des Verlusts an Biodiversität und der Zusammenhang mit dem Klimawandel

**Eingriffe des Menschen beeinträchtigen die Artenvielfalt und bedrohen die anhaltende Verfügbarkeit entscheidender Ökosystemleistungen.** Die Anforderungen des Menschen übersteigen die Fähigkeit des Planeten, Ökosystemleistungen nachhaltig zu erbringen. Dies hat zu Naturschäden und einem Verlust an Biodiversität in bisher nie gekanntem Ausmaß geführt.<sup>6</sup> Weltweit sind die beobachteten Tier- und Pflanzenpopulationen seit 1970 um durchschnittlich 69 % gesunken.<sup>7</sup> Die globale Aussterberate ist derzeit zehn- bis mehrere hundertmal höher als im Durchschnitt der letzten zehn Millionen Jahre.<sup>8</sup> Europa bildet dabei keine Ausnahme: Über 80 % der Lebensräume sind inzwischen in einem schlechten Zustand.<sup>9</sup> Für die Bestäuberinsekten stellen sich Zustand und Entwicklung der Lebensräume schlechter dar als für andere Arten.

**Für den Verlust an Artenvielfalt und die Veränderung der Ökosysteme sind im Wesentlichen die Land- und Meeresnutzung, der Klimawandel, der Raubbau an natürlichen Ressourcen (organisch und anorganisch), die Umweltverschmutzung und invasive Arten verantwortlich.**<sup>10</sup> Zur Land- und Meeresnutzung gehört die Umwandlung von unberührten Lebensräumen wie Wäldern und Feuchtgebieten zur Nutzung für andere Zwecke, beispielsweise als landwirtschaftliche Flächen und städtische Gebiete. Seit 1990 sind weltweit fast 420 Millionen Hektar Wald vernichtet worden; das entspricht flächenmäßig der Größe der Europäischen Union. Der Klimawandel stellt eine zunehmende Bedrohung für die Biodiversität dar und gefährdet bereits jetzt jede sechste Art weltweit. Gefährdet sind auch Ökosysteme, die als lebenswichtige CO<sub>2</sub>-Speicher dienen und für die Erreichung der Klimaschutzziele von entscheidender Bedeutung sind. Invasive Arten, die durch Zutun des Menschen eingeführt werden, können lokale Ökosysteme stören, heimische Arten verdrängen und die Wirtschaft, die Umwelt wie auch die Gesundheit der Bevölkerung erheblich beeinträchtigen. 60 % des weltweiten Aussterbens von Pflanzen und Tieren gehen auf invasive Arten

---

<sup>6</sup> Siehe Vereinte Nationen, Globaler Biodiversitätsrahmen von Kunming-Montreal (CBD/COP/DEC/15/4), Dezember 2022.

<sup>7</sup> Siehe WWF – World Wide Fund for Nature, Living Planet Report 2022 – Building a nature-positive society, 2022.

<sup>8</sup> Siehe Vereinte Nationen, [Species Extinction Rate Hundreds of Times Higher Than in Past 10 Million Years, Warns Secretary-General Observance Message, Urging Action to End Biodiversity Loss by 2030](#), Pressemitteilung vom 22. Mai 2022.

<sup>9</sup> Siehe Europäische Umweltagentur, [Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive](#), 18. November 2021.

<sup>10</sup> Siehe E. S. Brondízio, J. Settele, S. Díaz und H. T. Ngo (Hrsg.), [Global assessment report on biodiversity and ecosystem services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services](#), IPBES-Sekretariat, Bonn, 2019.

zurück. In globaler Betrachtung beliefen sich die wirtschaftlichen Kosten hierfür im Jahr 2019 auf über 423 Mrd. USD.<sup>11</sup>

**Der Rückgang der Artenvielfalt kann auch den Klimawandel und damit verbundene Risiken verstärken, insbesondere dann, wenn Ökosysteme, die CO<sub>2</sub> speichern oder Anpassungsvorteile bieten, beschädigt oder zerstört werden.** Die Wiederherstellung von Ökosystemen kann klimabezogene Risiken verringern. Umgekehrt gilt das jedoch nicht immer: Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels können der Natur zugutekommen, ihr aber auch schaden. Beispiele hierfür sind unzureichend durchdachte Initiativen zur Wiederaufforstung (Stichwort Monokulturen) oder der Abbau von für die Energiewende bedeutsamen Mineralien an Biodiversitäts-Hotspots. Diese Konstellationen verdeutlichen, dass Risiken und mögliche Wechselwirkungen auch verstärkt werden können, sodass ein integrierter Ansatz zur Bewältigung klima- und naturbedingter Risiken im Allgemeinen erforderlich ist.<sup>12</sup>

**Da das Ausmaß der Naturzerstörung von Tag zu Tag augenscheinlicher wird, nehmen die Bemühungen zur Eindämmung und Umkehr von Naturschäden zu. Dies wiederum erfordert von den Finanzinstituten, die damit verbundenen wirtschaftlichen und finanziellen Risiken zu steuern.** Im Dezember 2022 verabschiedeten die EU und 195 Länder den Globalen Biodiversitätsrahmen von Kunming-Montreal, der für die Natur und die Artenvielfalt als ebenso wichtig angesehen wird wie das Pariser Klimaschutzabkommen von 2015 für den Kampf gegen den Klimawandel. Der Biodiversitätsrahmen beinhaltet Zielvorgaben wie den Schutz von mindestens 30 % der weltweiten Land- und Meeresfläche bis 2030 und die Verringerung biodiversitätsschädlicher Subventionen um mindestens 500 Mrd. USD pro Jahr. Darüber hinaus sollen bis 2030 jährlich mindestens 200 Mrd. USD aus öffentlichen und privaten Quellen mobilisiert werden, um Biodiversitätsstrategien wie die Förderung privater Investitionen und innovativer Finanzmechanismen wirksam zu unterstützen. Vor allem verpflichten sich die Unterzeichnenden, Maßnahmen zu ergreifen, die sicherstellen, dass Finanzinstitute „ihre Risiken, Abhängigkeiten und Auswirkungen auf die biologische Vielfalt regelmäßig überwachen, bewerten und auf transparente Weise offenlegen, einschließlich [...] für ihre gesamte Geschäftstätigkeit, ihre Liefer- und Wertschöpfungsketten und ihre Portfolios.“<sup>13</sup>

**Um dem besorgniserregenden Tempo der Schädigung der Ökosysteme entgegenzuwirken, setzt die EU im Rahmen des europäischen Grünen Deals eine Reihe gezielter Maßnahmen und Rechtsvorschriften um.** Beispiele hierfür sind die Biodiversitätsstrategie der EU für 2030, die Pläne zur Verbesserung der EU-Vogelschutz- und der Habitat-Richtlinie sowie die EU-Initiative für Bestäuber. Im Juni 2024 verabschiedete die EU die Verordnung über die Wiederherstellung der Natur. Der Fokus liegt dabei unter anderem auf der Wiederherstellung geschädigter Ökosysteme, der Verbesserung der Artenvielfalt, der Ausweitung städtischer

<sup>11</sup> Siehe IPBES, [Thematic Assessment Report on Invasive Alien Species and their Control](#), 2023.

<sup>12</sup> Siehe Network for Greening the Financial System, [Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors](#), Juli 2024.

<sup>13</sup> Siehe [Beschluss der Konferenz der Vertragsparteien des Übereinkommens über die biologische Vielfalt](#): Handlungsziel 15.

Grünflächen und der Verbesserung der Widerstandsfähigkeit natürlicher Lebensräume gegenüber dem Klimawandel.<sup>14</sup> Die EU-Länder müssen der Kommission ihre nationalen Wiederherstellungspläne innerhalb von zwei Jahren nach Inkrafttreten der Verordnung vorlegen. Darin müssen sie ihre Strategien zur Erreichung der festgelegten Ziele erläutern. Durch die Verordnung über die Wiederherstellung der Natur entstehen Transitionsrisiken, da Unternehmen sich an neue Vorschriften werden anpassen müssen. Zugleich bietet sie aber langfristige Vorteile für die Finanzstabilität durch die Erhaltung der Ökosysteme und ihrer Leistungen.

### 3 Naturzerstörung und Biodiversitätsverlust bergen wesentliche wirtschaftliche und finanzielle Risiken

**Naturbedingte Risiken können sich über mehrere Transmissionskanäle auf die Preis- und die Finanzstabilität auswirken.** Wie bei den bekannteren klimatischen Folgen lassen sich auch hier physische Risiken von Transitionsrisiken unterscheiden. Während sich die physischen Risiken darauf beziehen, dass die Naturzerstörung für ökosystemabhängige Wirtschaftsaktivitäten eine Gefahr darstellt, entstehen Transitionsrisiken aus Änderungen der Politik, der rechtlichen Grundlagen, der Präferenzen von Verbraucherinnen und Verbrauchern, der Marktstimmung usw. Zudem können als Unterkategorie sowohl der physischen Risiken als auch der Transitionsrisiken aufgrund einer Vielzahl von Faktoren Prozessrisiken entstehen, darunter Haftungsansprüche, politische und regulatorische Änderungen sowie Fehlverhalten.<sup>15</sup>

**Physische Risiken treten sowohl in akuter als auch in chronischer Form auf und betreffen insbesondere Sektoren, die stärker von spezifischen Ökosystemleistungen abhängig sind** (siehe Schaubild 1). Akute Schäden entstehen abrupt, etwa durch Waldbrände, Ölverschmutzungen und Schädlinge. Chronische Schäden verstärken sich hingegen im Laufe der Zeit. So führt etwa die Bodendegradation dazu, dass Ackerflächen nicht mehr für den Anbau verwendet werden können. Die Unterscheidung zwischen akuten und chronischen Auswirkungen ist mitunter schwierig, da die verschiedenen Elemente der Natur stark miteinander verbunden sind, was zu schwer vorhersehbaren Verstärkungseffekten und Kippunkten führen kann.<sup>16</sup> So können chronische Schäden die Ökosystemleistungen zu einem bestimmten Zeitpunkt plötzlich erheblich verschlechtern.

---

<sup>14</sup> Siehe Europäische Kommission, [Nature Restoration Law: A Regulation supporting the restoration of ecosystems for people, the climate and the planet](#).

<sup>15</sup> Siehe M. O'Connell, [Birth of a naturalist? Nature-related risks and biodiversity loss: legal implications for the ECB](#), Legal Working Paper Series der EZB, Nr. 22, 2024.

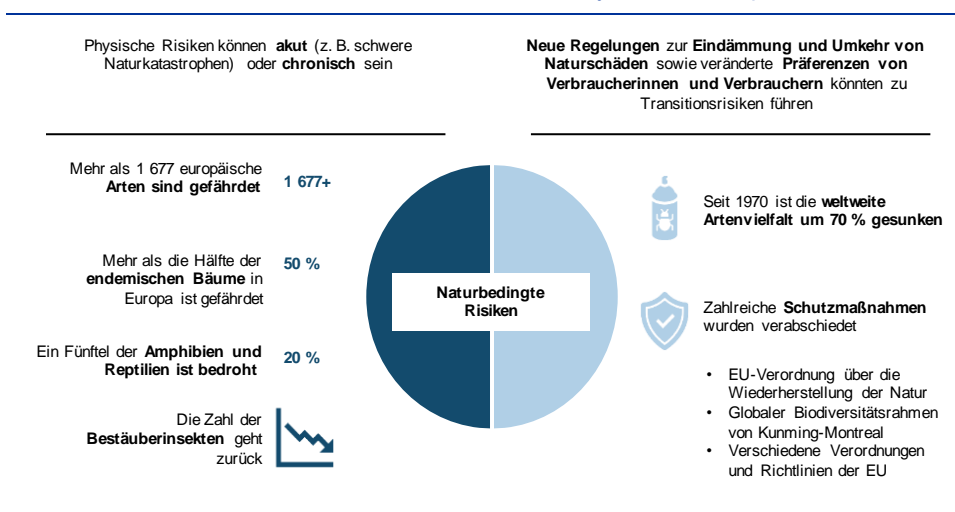
<sup>16</sup> Verstärkungseffekte in miteinander verbundenen Ökosystemen treten dann auf, wenn mehrere Umweltbelastungen aufeinander einwirken und dies schwerwiegendere Folgen hat als die einzelnen Stressfaktoren für sich genommen. Hinweise auf Kippunkte in einer Vielzahl von Ökosystemen, darunter Waldsterben, Verödung von Land (Wüstenbildung), Eutrophierung von Seen, Korallensterben und Kollaps in der Fischerei, finden sich in: T. M. Lenton et al. (Hrsg.), [The Global Tipping Points Report 2023](#), University of Exeter, Vereinigtes Königreich.

**Transitionsrisiken betreffen insbesondere Tätigkeiten, die Naturschäden verursachen, und können deshalb durch Maßnahmen zum Schutz und zur Wiederherstellung der Natur beeinflusst werden** (siehe Schaubild 1).

Die Regierungen bemühen sich zunehmend um den Schutz der Natur und der biologischen Vielfalt, indem sie Vorschriften und Maßnahmen stärken, die die Ausbeutung natürlicher Ressourcen einschränken oder bestimmte Produkte verbieten, die zur Zerstörung der Natur führen. Technologische Innovationen, neue Geschäftsmodelle und Stimmungsänderungen bei Verbrauchern oder Anlegern könnten ebenfalls zu Transitionsrisiken und -kosten führen, da sich die Unternehmen anpassen müssen.

**Schaubild 1**

**Naturzerstörung und Biodiversitätsverlust führen zu physischen Risiken und Transitionsrisiken für die Wirtschaft und das Finanzsystem in Europa**



Quelle: EZB.

**Das Eintreten von physischen Risiken und Transitionsrisiken kann erhebliche Auswirkungen auf das im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verankerte Preisstabilitätsziel des ESZB haben und zu Verlusten führen, die die Finanzstabilität bedrohen können** (siehe Schaubild 2).

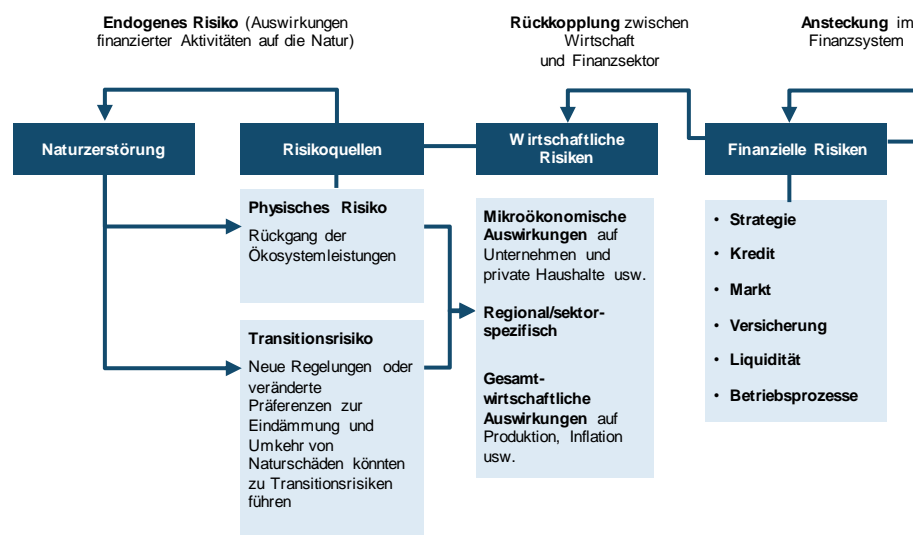
Diese Auswirkungen können unmittelbar eintreten, beispielsweise in Form von Bodenerosion und dem Verlust von Bestäuberinsekten. Dies beeinträchtigt die landwirtschaftliche Produktivität und lässt die Nahrungsmittelpreise steigen. Gleichzeitig sinken der Bodenwert und das Einkommen der Landwirte. Es können sich aber auch indirekte Auswirkungen ergeben, wenn andernorts auf der Welt auftretende Effekte über die Wertschöpfungsketten auf die heimische Wirtschaft übertragen werden. Bei einzelnen Finanzinstituten oder Finanzsystemen können sich wirtschaftliche Auswirkungen in der Folge über die von ihnen finanzierten Aktivitäten in finanziellen Risiken (darunter Kredit-, Markt- und Versicherungsrisiken) niederschlagen. Diese Risiken können durch die Anhäufung individueller Risiken oder durch Ansteckungseffekte im Finanzsystem verstärkt werden und durchaus endogen sein, wenn Naturschäden durch Wirtschaftsaktivitäten entstehen, die über die entsprechenden Institute finanziert werden. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen dieser naturbedingten Risiken könnten die Umsetzung der Geldpolitik



beeinträchtigen – etwa durch Störungen der Finanzstabilität. Zudem könnte die gleichmäßige Transmission geldpolitischer Impulse im Euroraum beeinträchtigt werden, wenn naturbedingte Risiken in den einzelnen Ländern in unterschiedlichem Ausmaß auftreten.

### Schaubild 2

Transmissionskanäle im Rahmenwerk für die Bewertung naturbedingter Risiken



Anmerkung: Diese Grafik wurde erstellt in Anlehnung an NGFS, [Nature-related Financial Risks: a Conceptual Framework to guide Action by Central Banks and Supervisors](#), 2024.

**Neben den direkten Implikationen für das vorrangige Ziel sind für das ESZB auch weitere Bestimmungen des AEUV relevant.** Sofern Naturschutz unmittelbar zur Eindämmung von Klimakrisen beiträgt, ist er mit der Verpflichtung des ESZB konsistent, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU zu unterstützen.<sup>17</sup> Darüber hinaus muss das ESZB gemäß Artikel 7 und 11 AEUV die Kohärenz mit dem Unionsrecht sicherstellen, Erfordernisse des Umweltschutzes in seine Maßnahmen und Aktivitäten integrieren und von Entscheidungen absehen, die diesen Erfordernissen entgegenstehen.

## 4 Fortschritte bei der Quantifizierung naturbedingter Risiken

**Eine kürzlich durchgeführte Analyse der EZB zeigt, dass die Wirtschaft und das Finanzsystem des Euroraums in kritischem Maße von der Natur und den Ökosystemleistungen abhängig sind.**<sup>18</sup> Von 4,2 Millionen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum sind 72 % in kritischem Maße von Ökosystemleistungen abhängig, sodass eine Zerstörung des Ökosystems erhebliche wirtschaftliche Probleme für sie bedeuten würde. Zu den Ökosystemleistungen zählt etwa die Vegetationsdecke: Sie reduziert die Bodenerosion, beugt Lawinen und Erdbeben vor und schützt vor Hochwasser- und Sturmschäden. Rund 75 % aller

<sup>17</sup> Siehe M. O'Connell, a. a. O.

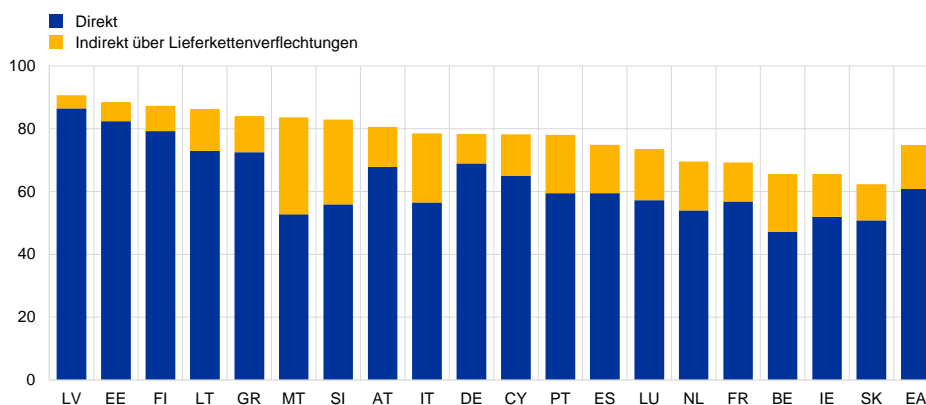
<sup>18</sup> Siehe S. Boldrini, A. Ceglar, C. Lelli, L. Parisi und I. Heemskerk, [Living in a world of disappearing nature: physical risk and the implications for financial stability](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 333, 2023.



Unternehmenskredite im Eurogebiet werden an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergeben, die maßgeblich von mindestens einer Ökosystemleistung abhängig sind (siehe Abbildung 1). Wenn die Umweltzerstörung wie bisher voranschreitet und sich in bestimmten Regionen und Wirtschaftssektoren stärkere Anfälligkeiten konzentrieren, kann dies die Kreditportfolios erheblich beeinträchtigen.

**Abbildung 1**  
Abhängigkeit der Kreditportfolios der Banken im Euroraum von naturbedingten Risiken

(Dezember 2021; y-Achse: in %; Anteil der Kredite mit hoher Abhängigkeit)



Quellen: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Abbildung zeigt die Anteile der Kredite mit hohem Abhängigkeitsscore (über 0,7) bei mindestens einer Ökosystemleistung. Ein Kredit wird als hochgradig abhängig eingestuft, wenn das Schuldnerunternehmen einen hinreichend hohen Score für die direkte Abhängigkeit (blauer Balken) oder eine hinreichend hohe indirekte Abhängigkeit (d. h. bei Berücksichtigung potenzieller Lieferkettenverflechtungen) aufweist (gelber Balken).

**In einer weiteren Analyse der EZB wird untersucht, wie sich die Wirtschaft im Euroraum auf die Natur und die Ökosystemleistungen auswirkt. Dabei zeigt sich, dass naturbedingte Risiken eine doppelte Wesentlichkeit aufweisen.** Die Wirtschaft des Euroraums beeinflusst die Natur und die biologische Vielfalt in erheblichem Maße über zwei wichtige Kanäle: die Landnutzung und den Klimawandel.<sup>19</sup> Insgesamt verursachen gebietsansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften allein im Euroraum einen Verlust von rund 365 Millionen Hektar natürlichen Lebensraums. Darin enthalten ist der Verlust an Biodiversität, der sich aus a) einer bereits realisierten Flächenumwandlung und b) einem potenziellen Verlust an biologischer Vielfalt in den kommenden 100 Jahren ergibt, der auf die Erderwärmung infolge der Treibhausgasemissionen im Jahr 2021 zurückzuführen ist.

**Naturbedingte Risiken haben eine globale Reichweite. So wirken sich die Lieferketten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum auch weltweit auf die Umwelt aus.** Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Eurogebiet sind auf Rohstoffe aus Drittländern angewiesen. Dadurch werden Aktivitäten gefördert, die zur Zerstörung der Natur beitragen (etwa der Bergbau). Da die Kapitalgesellschaften in hohem Maße von landwirtschaftlichen Erzeugnissen, Bergbauprodukten und Erzeugnissen des verarbeitenden Gewerbes aus Asien und

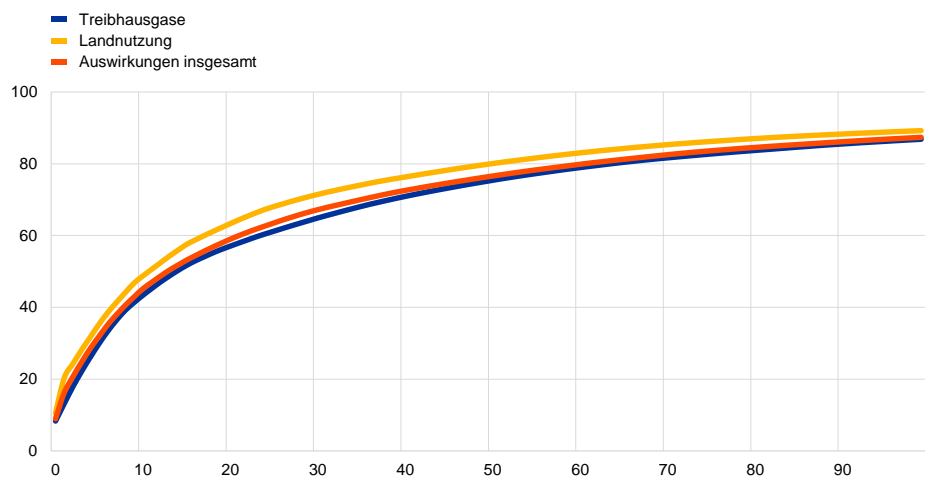
<sup>19</sup> Siehe A. Ceglar, S. Boldrini, C. Lelli, L. Parisi und I. Heemskerk, [The impact of the euro area economy and banks on biodiversity](#), Occasional Paper Series der EZB, Nr. 335.

Afrika abhängig sind, sind die beiden Kontinente am stärksten von dieser Problematik betroffen. Insgesamt sind die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Eurogebiets für den Verlust an natürlichem Lebensraum in der Größenordnung von rund 217 Millionen Hektar außerhalb des Euroraums verantwortlich. Aggregiert betrachtet belaufen sich die Auswirkungen in Europa und weltweit zusammengenommen auf einen Verlust von 582 Millionen Hektar unberührter Natur (was einem Gebiet von fast 60 % der Größe Kontinentaleuropas entspricht). Da in dieser Berechnung einige andere wichtige Faktoren des Biodiversitätsverlusts – wie etwa der Raubbau natürlicher Ressourcen und die Umweltverschmutzung – nicht berücksichtigt sind, dürfte die tatsächliche Zahl noch höher sein.

**Betrachtet man die Beeinträchtigung der Biodiversität, die aus der Unternehmensfinanzierung durch die Banken im Euroraum resultiert, zeigt sich eine hohe Konzentration auf wenige Institute** (siehe Abbildung 2). Die zehn Banken mit den größten Auswirkungen auf die Natur sind für die Finanzierung von rund 40 % des geschätzten weltweiten Verlusts an biologischer Vielfalt verantwortlich, der durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Sitz im Euroraum verursacht wird. Auf die 100 Banken (von insgesamt 2 500 an der Studie teilnehmenden Instituten), die für die stärksten Beeinträchtigungen verantwortlich sind, entfällt ein Anteil von rund 90 %. Dies weist auf eine hohe Konzentration von Finanzierungstätigkeiten mit negativen Auswirkungen auf die Artenvielfalt und damit auf das Transitionsrisiko hin. Rechtsvorschriften, die der Naturzerstörung entgegenwirken sollen, könnten finanzielle Folgen für diese Institute haben.

**Abbildung 2**  
 Konzentration der aus der Unternehmensfinanzierung durch die Banken resultierenden Auswirkungen auf die Biodiversität

(Dezember 2021; y-Achse: in %; x-Achse: Anzahl der Banken)



Quellen: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – ein Unternehmen von Moody's Analytics, iBACH und Schipper et al.\*.

Anmerkung: Konzentration der Auswirkungen auf die biologische Vielfalt, die aus der Unternehmensfinanzierung durch die Banken resultieren (nach Art der Auswirkung). Berücksichtigt werden die 100 Banken mit den größten Auswirkungen. Die Zuordnung der Auswirkungen vom Kreditnehmer auf die betreffenden Banken erfolgt entsprechend dem Anteil der Bank an der Gesamtverschuldung des Kreditnehmers. Der Verlust an Biodiversität wird berechnet als Summe der von einem Kreditnehmer verursachten Auswirkungen von Treibhausgasemissionen sowie Landnutzung für die Güterproduktion auf die mittlere Artenvielfalt.

\*) Siehe A. M. Schipper et al., Projecting terrestrial biodiversity intactness with GLOBIO 4, Global Change Biology, Bd. 26, Nr. 2, 2019, S. 760-771.

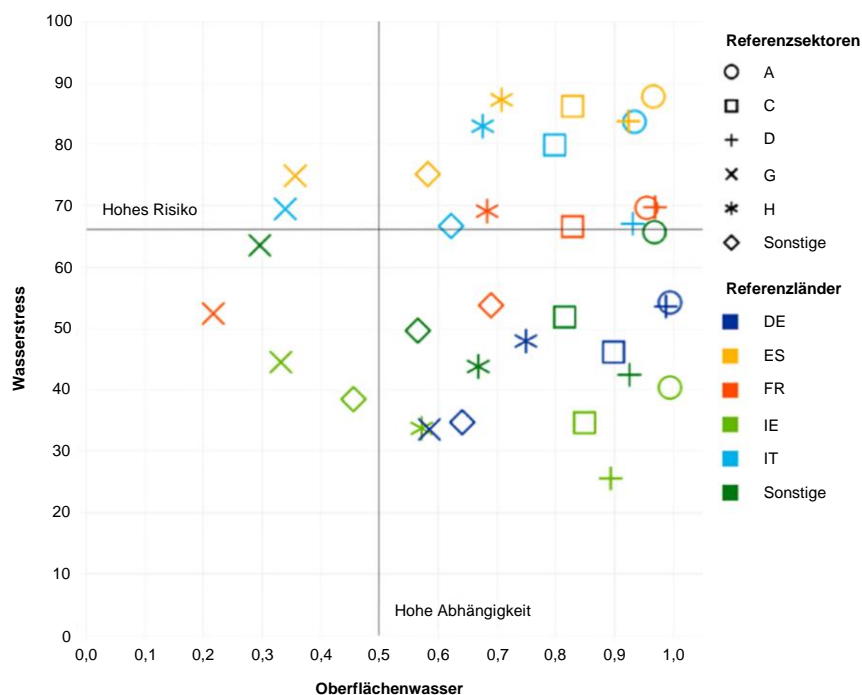
**Es ist wichtig zu verstehen, inwiefern Banken und das Finanzsystem als Ganzes der Verschärfung klimabezogener Risiken infolge einer Verschlechterung von Ökosystemleistungen ausgesetzt sind.** Das größte Risiko für die Banken im Euroraum dürfte aus der Kombination von Klima- und Natureffekten erwachsen. Grafik a in Abbildung 3 veranschaulicht die sektorale Abhängigkeit von der Versorgung mit Oberflächenwasser und die für den Zeitraum 2030 bis 2040 projizierte Gefährdung durch Dürreerisiken. Eine stärkere Abhängigkeit eines Wirtschaftssektors von der Versorgung mit Oberflächenwasser kann mit einem hohen Dürreerisiko verbunden sein. Dadurch können sich die Auswirkungen auf die in den betreffenden Sektoren tätigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie auf die Banken, die diesen Unternehmen Kredite gewähren, verstärken. In Südeuropa wird ein großer Teil der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften in Sektoren gewährt, die beiden Risiken ausgesetzt sind (siehe Abbildung 3, Grafik b).

### Abbildung 3

#### Physische Risiken für Klima und Natur

##### a) Durchschnittliches Risikoniveau nach Ländern und Sektoren

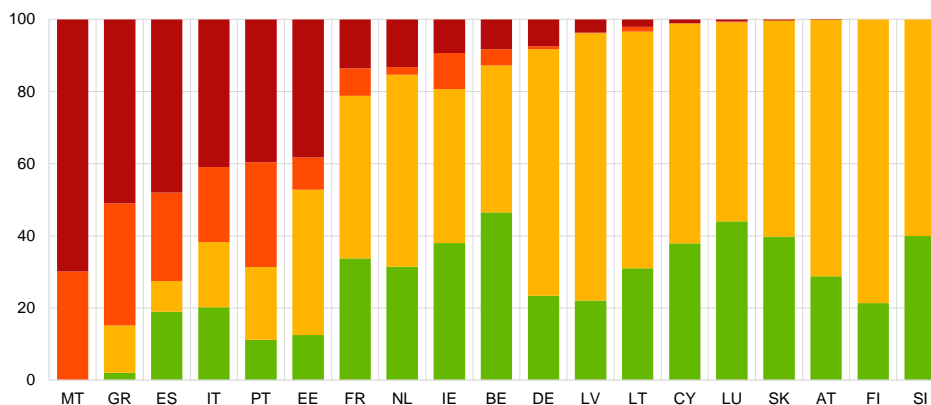
(y-Achse: durchschnittlicher Wassernutzungsindex für 2031-2040; x-Achse: durchschnittlicher Abhängigkeitsscore)



##### b) Anteil der Kredite nach Sitzland und Risikoniveau der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften

(Dezember 2021; y-Achse: in %, Anteil der Kredite nach Risikoniveau)

- Geringes Klimarisiko, geringe Abhängigkeit von der Natur
- Geringes Klimarisiko, hohe Abhängigkeit von der Natur
- Hohes Klimarisiko, geringe Abhängigkeit von der Natur
- Hohes Klimarisiko, hohe Abhängigkeit von der Natur



Quellen: AnaCredit, EXIOBASE, BvD Electronic Publishing GmbH – ein Unternehmen von Moody's Analytics, iBACH und Alogoskoufis et al.\*.

Anmerkung: Grafik a zeigt das durchschnittliche Wasserstressrisiko für den Zeitraum 2031-2040 (y-Achse) und den durchschnittlichen Score für die Abhängigkeit von Oberflächenwasser (x-Achse) nach Ländern und Sektoren (NACE-Klassifizierung) und mit folgender Granularität: A (Land- und Forstwirtschaft, Fischerei), C (verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren), D (Energieversorgung), G (Handel), H (Verkehr und Lagerei) und Sonstiges für die Referenzsektoren. Der Wassernutzungsindex misst die projizierten Veränderungen von Dürresituationen im Zeitverlauf. Grafik b zeigt für jedes Euro-Land den Anteil der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euroraums gemessen anhand ihrer kombinierten Risiken für Klima und Natur.

\*) Siehe S. Alogoskoufis et al., *ECB economy-wide climate stress test*, Occasional Paper Series der EZB, Nr. 281, 2021.

### **Die Analyse der EZB ist zukunftsgerichtet und zeigt die Anfälligkeiten der Banken im Euroraum gegenüber künftigen Einbußen bei der Biodiversität auf**

(siehe Abbildung 4). Sollte sich an der aktuellen Entwicklung der weltweiten Emissionen nichts ändern und der erhebliche Druck auf die biologische Vielfalt anhalten (negatives Szenario), könnten die Verluste für die Banken im Euroraum im Schnitt fast dreimal so hoch ausfallen wie in einem ressourceneffizienten Zukunftsszenario, das mit dem Pariser Klimaabkommen im Einklang stünde (nachhaltiges Szenario). Die Analyse zeigt, dass die größten Verluste in Deutschland entstünden, da die stärksten Wirtschaftssektoren des Landes, z. B. das verarbeitende Gewerbe, erheblich vom Niveau der Biodiversität abhängen. Überdies weisen die Ergebnisse darauf hin, dass Banken mit niedrigerem Kapital in stärkerem Maße dem Biodiversitätsrisiko ausgesetzt sind. Kleinere Banken haben tendenziell konzentriertere Portfolios und fokussieren sich auf kleinere Regionen, während größere Banken eher in der Lage sind, breiter zu streuen.<sup>20</sup>

### **Auch Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors sind den wirtschaftlichen Folgen von Naturzerstörung und schwindender Biodiversität ausgesetzt.**

Laut Angaben der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) hängen rund 30 % der von Versicherungsunternehmen getätigten Investitionen in kritischem Maße von der Natur und den Ökosystemleistungen ab.<sup>21</sup> Im globalen IPBES-Assessment<sup>22</sup> und im Dasgupta Review<sup>23</sup> wird betont, dass Nichtbank-Finanzinstitute entscheidend dazu beitragen können, die Risiken im Zusammenhang mit der Naturzerstörung zu mindern und zugleich die Erhaltung der Ökosysteme zu fördern, indem sie Biodiversitätsaspekte in ihre Investitionsentscheidungen einbeziehen.

### **Andere Untersuchungen des Eurosystems verdeutlichen, dass die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden zunehmend ein Bewusstsein dafür entwickeln, welche erheblichen Risiken von der Naturzerstörung für die Gesamtwirtschaft und die Finanzstabilität ausgehen.**

Die niederländische Zentralbank (De Nederlandsche Bank) hat offengelegt, dass Investitionen niederländischer Banken, Pensionseinrichtungen und Versicherer in Höhe von insgesamt 510 Mrd. € (d. h. 36 % des betrachteten Portfolios von mehr als 1 400 Mrd. €) in kritischem Maße von Ökosystemleistungen abhängig sind.<sup>24</sup> Sie beschäftigte sich zudem mit den potenziellen Transitionsrisiken und stellte dabei erhebliche Anfälligkeiten gegenüber stickstoffemittierenden Sektoren und im Zusammenhang mit globalen Maßnahmen zum Schutz des Ökosystems fest. Zu einem ähnlichen Ergebnis kam die Banque de France: 42 % des Wertes der von französischen Finanzinstituten gehaltenen Wertpapiere stammen von Emittenten, die in kritischem Maße auf Ökosystemleistungen angewiesen sind; ihr Biodiversitäts-

<sup>20</sup> Siehe S. Boldrini et al., a. a. O. Siehe Kapitel 4.2, Abbildung 18.

<sup>21</sup> Siehe [EIOPA Staff paper on nature-related risks and impacts for insurance](#), EIOPA-23/247, 2023.

<sup>22</sup> Siehe E. S. Brondizio et al., a. a. O.

<sup>23</sup> Siehe P. Dasgupta, [The Economics of Biodiversity: The Dasgupta Review](#), HM Treasury, 2021.

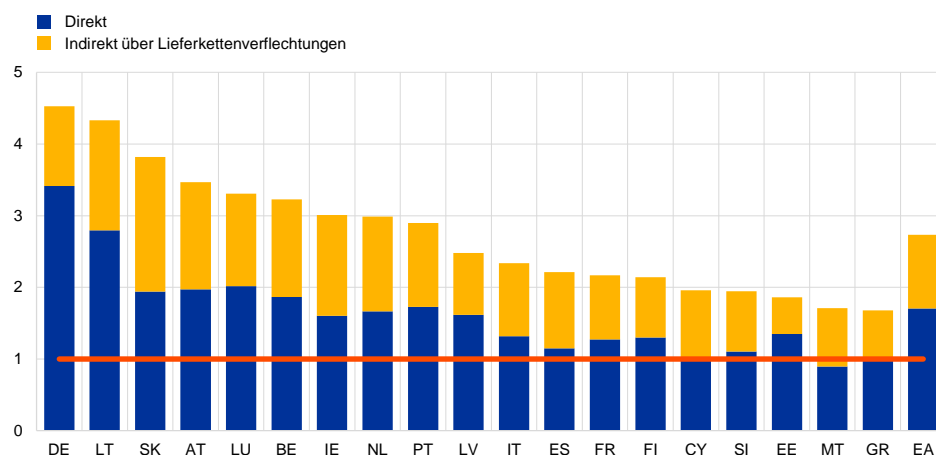
<sup>24</sup> Siehe J. Van Toor, D. Piljic, G. Schellekens, M. van Oorschot und M. Kok, [Indebted to nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector](#), De Nederlandsche Bank/Planbureau voor de Leefomgeving, 2020.

Fußabdruck entspricht dem Verlust von 13 Millionen Hektar unberührter Natur.<sup>25</sup> Für den irischen und den litauischen Finanzsektor wurden ähnliche Ergebnisse gemeldet, was untermauert, welche große Relevanz naturbedingte finanzielle Risiken haben.<sup>26</sup> Kasten 1 befasst sich ausführlicher mit den laufenden Forschungsarbeiten.

#### Abbildung 4

Quotient der Veränderung der für die Kreditportfolios der Banken erwarteten Verluste bis 2050 im negativen zu der im nachhaltigen Biodiversitätsszenario

(Dezember 2021; Quotient der Veränderung der erwarteten Verluste der Banken in den beiden betrachteten Szenarios)



Quellen: EXIOBASE, ENCORE, AnaCredit und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Quotient der Veränderung der erwarteten Verluste der Banken im negativen Biodiversitätsszenario (basierend auf dem Szenario des Intergovernmental Panel on Climate Change SSP5 x RCP8.5) zu der im nachhaltigen Szenario (basierend auf SSP1 x RCP2.6). Das negative Szenario ist durch ein hohes Wirtschaftswachstum, eine konsumorientierte und energieintensive Gesellschaft sowie hochintensive landwirtschaftliche Verfahren gekennzeichnet; der Klimawandel ist stark ausgeprägt. Demgegenüber zeichnet sich das nachhaltige Szenario durch ein relativ geringes Bevölkerungswachstum, ein minimales Konsumwachstum aufgrund weniger ressourcenintensiver Lebensweisen (z. B. verringerter Fleischkonsum) und ressourceneffizienterer Technologien, eine strengere Regulierung von Landnutzungsänderungen durch den Ausbau von Schutzgebieten sowie eine deutliche Verbesserung der landwirtschaftlichen Produktivität aus, die die Wiederaufforstung erleichtert. In diesem Szenario ist der Klimawandel wenig ausgeprägt. Die erwarteten Verluste werden zunächst auf der Ebene der Kreditnehmer/Kreditgeber berechnet, wobei Veränderungen der mittleren Artenvielfalt als Schock herangezogen werden. Der Schock wird dann mit dem anhand von EXIOBASE und ENCORE berechneten Score der Abhängigkeit von Ökosystemleistungen des Kreditnehmers und dem ungedeckten Kreditbetrag an den Kreditnehmer multipliziert. Die Ergebnisse werden auf Länderebene anhand der Kreditbeträge als Gewichte aggregiert.

### Kasten 1

#### Bewertung der naturbedingten Risiken niederländischer und französischer Finanzinstitute

Marie Gabet und Sjoerd van der Zwaag

##### Phase 1: Identifizierung von Risikoquellen

Sowohl die De Nederlandsche Bank als auch die Banque de France haben untersucht, wie stark ihr jeweiliges nationales Finanzsystem von Ökosystemleistungen abhängt. Ziel dabei war es, die Auswirkungen und Abhängigkeiten dieser Leistungen besser zu verstehen.

Die niederländische Zentralbank kommt in ihrer Studie zu dem Ergebnis, dass 36 % der untersuchten Portfolios niederländischer Finanzinstitute in kritischem Maße von

<sup>25</sup> Siehe R. Svartzman, E. Espagne, J. Gauthey, P. Hadji-Lazaro, M. Salin, T. Allen, J. Berger, J. Calas, A. Godin und A. Vallier, *A 'Silent Spring' for the Financial System? Exploring Biodiversity-Related Financial Risks in France*, Working Paper Series der Banque de France, Nr. 826, 2021.

<sup>26</sup> Siehe KPMG, *The Nature of Finance. Assessing the nature-related risks and opportunities for the Irish Financial Sector*, 2023; S. Borges und N. M. Laurinaityte, *Assessing Nature-Related Financial Risks: The Case of Lithuania*, Occasional Paper Series der Lietuvos bankas, Nr. 48, 2023.

Ökosystemleistungen abhängig sind, wobei hier lediglich direkte Abhängigkeiten erfasst werden.<sup>27</sup> Die Untersuchung der Banque de France bezieht sich auf Wertpapiere im Bestand französischer Finanzinstitute. Diese Analyse stellt insofern eine Verfeinerung dar, als sie auch indirekte Abhängigkeiten mit einbezieht.<sup>28</sup> Sie liefert Schätzungen auf Basis von EZB-Daten aus den Statistiken über Wertpapierbestände nach Sektoren. Dabei liegt der Fokus auf börsennotierten Aktien und Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden und sich Ende 2019 in den Portfolios französischer Finanzinstitute befanden. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass wertmäßig 42 % der Papiere von Emittenten stammen, die in kritischem Maße von einer oder mehreren Ökosystemleistungen wie der Wasserversorgung, dem Erosionsschutz oder dem Schutz vor Hochwasser und Sturm abhängig sind.<sup>29</sup> Eine Störung dieser Ökosystemleistungen dürfte die Produktion erheblich beeinträchtigen. Dies ist ein Hinweis darauf, dass das Portfolio möglicherweise sehr anfällig für potenzielle Schocks ist.

Die Studie zeigt außerdem, dass die von französischen Banken finanzierten Wirtschaftstätigkeiten spürbare Folgen für die Natur haben – vergleichbar mit dem geschätzten Verlust von mindestens 13 Millionen Hektar unberührter Natur. Dies entspricht einer vollständigen Bodendegradation auf einer Fläche von einem Viertel des französischen Festlands. Diese Auswirkungen ergeben sich vor allem durch den Druck, der von Änderungen der Landnutzung ausgeht. Für diesen Fußabdruck sind unterschiedliche Wirtschaftszweige verantwortlich, darunter die Herstellung von Chemikalien, die Verarbeitung von Milchprodukten sowie die Gasversorgung und -verteilung.

Die De Nederlandsche Bank führte überdies eine Pilotstudie mit einem integrierten LEAP-Ansatz (Locate, Evaluate, Assess and Prepare) für zwei ihrer eigenen Aktienportfolios durch. Entwickelt wurde dieser Ansatz von der Taskforce on Nature-related Financial Disclosures<sup>30</sup> (TNFD).<sup>31</sup> Die Studie konzentriert sich auf Versorgungsunternehmen und kombiniert Standortdaten auf Vermögenswertebene mit einem Score für das individuelle finanzielle Risiko und soll Erkenntnisse über naturbedingte Risiken auf Unternehmens- und Portfolioebene liefern. Es wurde festgestellt, dass der Energiemix des Portfolios, das mit den Zielen des Pariser Klimaabkommens im Einklang steht, zwar weniger CO<sub>2</sub>-intensiv ist als das passiv verwaltete breite Marktportfolio, die damit verbundenen naturbedingten Finanzrisiken aber dadurch nicht wesentlich verringert werden. Das liegt vor allem daran, dass der Energiemix eine stärkere Abhängigkeit von Wasserkraft aufweist. Wasserkraft ist wenig CO<sub>2</sub>-intensiv, besitzt allerdings im Hinblick auf die Auswirkungen und Abhängigkeiten von Wasser ungünstigere Eigenschaften. Unterschiede im Risiko sind weniger auf die CO<sub>2</sub>-Intensität als vielmehr auf den Standort der Kraftwerke zurückzuführen (z. B. räumliche Nähe zu wichtigen Ökosystemen).

## Phase 2: Beurteilung wirtschaftlicher und finanzieller Risiken

Jüngere Forschungsarbeiten gehen über diese ersten Studien hinaus und zielen darauf ab, die möglichen wirtschaftlichen Auswirkungen naturbedingter finanzieller Risiken besser zu quantifizieren. In einer Studie wurde eine französische Transitionsmaßnahme zur Erreichung des Flächenverbrauchsziels „Netto-Null“ untersucht. Im Rahmen dieser Zielsetzung soll der

---

<sup>27</sup> Siehe J. van Toor et al., a. a. O.

<sup>28</sup> Siehe R. Svartzman et al., a. a. O.

<sup>29</sup> ebd.

<sup>30</sup> Siehe TNFD, [Guidance on the identification and assessment of nature-related issues: The LEAP approach](#), September 2023.

<sup>31</sup> Siehe I. Tiems, V. Smid und C. Ginther, [Nature-related financial risks in our own account investments: An exploratory case study and deep dive in electric utilities](#), De Nederlandsche Bank, Februar 2024.

Flächenverbrauch („land take“) bis 2031 halbiert und bis 2050 gestoppt werden. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die verschiedenen Sektoren unterschiedliche Anfälligkeiten aufweisen.<sup>32</sup> Einige der Sektoren, die am meisten zum Flächenverbrauch beitragen, wie der Groß- und Einzelhandel, sind vergleichsweise anpassungsfähig und daher weniger vulnerabel. Dagegen würden die Landwirtschaft und das Gastgewerbe am stärksten in Mitleidenschaft gezogen. Auch einige Sektoren, die öffentliche Güter bereitstellen (Abfallbehandlung und Wasserversorgung), könnten in finanzielle Schwierigkeiten geraten.

Die Auswirkungen naturbedingter Risiken hängen davon ab, wie schnell die weitere Zerstörung der Natur voranschreitet und welche Maßnahmen ergriffen werden, um sie umzukehren oder zu verlangsamen. In ihrer Analyse untersucht die De Nederlandsche Bank die Risiken für die Wirtschaft und die Finanzstabilität in fünf unterschiedlichen Szenarios (siehe Schaubild).<sup>33</sup> Im globalen Szenario werden alle expliziten und impliziten Subventionen für fossile Brennstoffe mit sofortiger Wirkung vollständig eingestellt. Der kompensierende Effekt fiskalischer Impulse wird dabei nicht berücksichtigt. Der maximale Effekt auf das BIP zeigt sich hier im zweiten Jahr mit einem signifikanten Rückgang um 3 %. Im Stickstoffszenario für die Niederlande, in dem nur unzureichende Maßnahmen zur Verringerung des Stickstoff-Fußabdrucks ergriffen werden, tritt der maximale Effekt auf das niederländische BIP im zweiten Jahr nach dem Schock in Form eines Rückgangs um 1,4 % zutage. Dagegen führt das Szenario, in dem die landwirtschaftliche Produktion so weit verringert wird, dass das Stickstoffproblem gelöst wird, in der Spitze nur zu einem Rückgang des BIP um 0,7 %. Vorläufige Schätzungen zu den Forderungsverlusten niederländischer Banken in den beiden Szenarios mit den größten wirtschaftlichen Auswirkungen ergeben, dass es in diesen Fällen zu einem begrenzten systemweiten Kapitalverzehr in einer Größenordnung von 5 bis 30 Basispunkten käme. Diese vorläufigen Ergebnisse deuten darauf hin, dass es möglich sein sollte, Naturschutzmaßnahmen zu ergreifen, ohne die Wirtschaft und Finanzstabilität in den Niederlanden wesentlich zu beeinträchtigen.

---

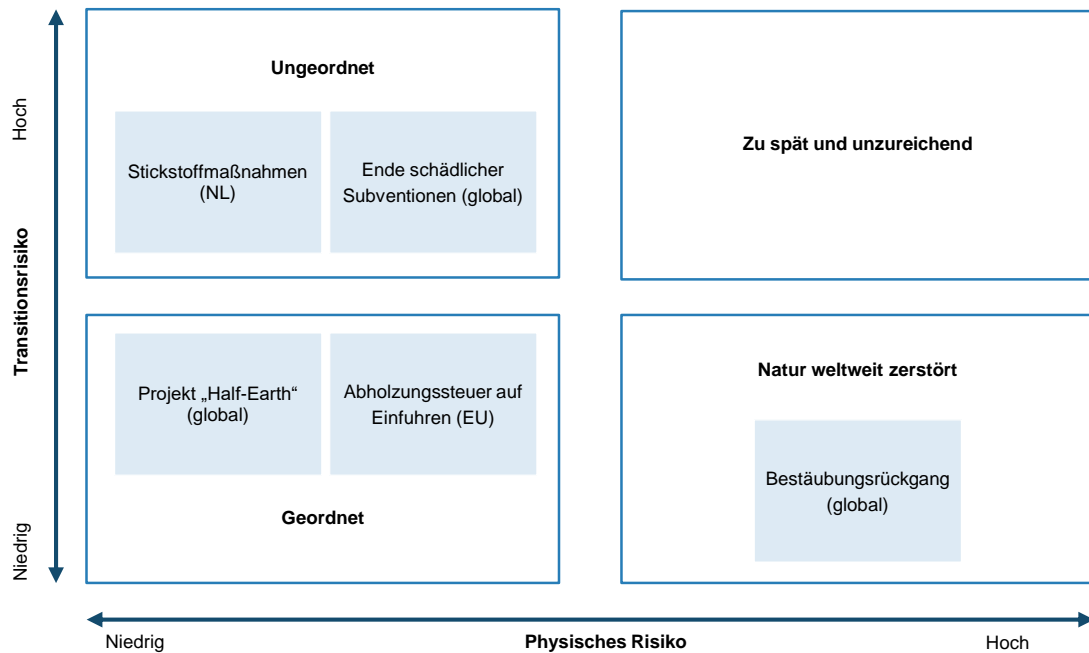
<sup>32</sup> Siehe E. de L'Estoile und M. Salin, [Who Takes the Land? Quantifying the Use of Built-Up Land by French Economic Sectors to Assess Their Vulnerability to the 'No Net Land Take' Policy](#), Working Paper der Banque de France, Nr. 941, 2024.

<sup>33</sup> Siehe J. Prodani et al., [The economic and financial stability repercussions of nature degradation for the Netherlands: Exploring scenarios with transition shocks. A first exploration](#), Occasional Studies der De Nederlandsche Bank, Bd. 21-2, 2023.



## Schaubild

### Taxonomie der naturbedingten Szenarios



Quelle: Prodan et al., a. a. O.

Anmerkung: Im Half-Earth-Szenario würde die Hälfte des weltweiten Lebensraums für den Artenschutz reserviert.

Die Modellierung der wirtschaftlichen Auswirkungen naturbedingter Risiken befindet sich derzeit noch in den Kinderschuhen. Zudem weist die Studie der De Nederlandsche Bank<sup>34</sup> mehrere Einschränkungen auf: a) politische Maßnahmen werden isoliert untersucht, wohingegen realistischere Szenarios mehrere Schocks gleichzeitig berücksichtigen würden; b) durch die Verwendung eines berechenbaren allgemeinen Gleichgewichtsmodells dürften kurzfristige Stressphasen unterzeichnet werden; c) viele Interdependenzen (beispielsweise Wechselwirkungen mit dem Klima) werden derzeit noch nicht abgebildet, und d) in den wirtschaftlichen Modellen wird nicht immer erfasst, wie heterogen die Auswirkungen auf die verschiedenen Sektoren ausfallen, und in den Stresstestmodellen wird dies überhaupt nicht abgebildet. Insgesamt betrachtet deutet die Unsicherheit, mit der naturbedingte Risiken und die in dieser Studie verwendeten Untersuchungsmethoden behaftet sind, darauf hin, dass die Auswirkungen auf die Realwirtschaft sowie auf die Finanzstabilität unterschätzt werden.

## 5 Steuerung naturbedingter Risiken: die nächsten Schritte

**Die naturbedingten Wirtschafts- und Finanzrisiken nehmen immer weiter zu. Um ihre Folgen für die Preis- und die Finanzstabilität quantifizieren und bewerten zu können, ist ein systematischer, proaktiver und umfassender Ansatz erforderlich.** Die Einbeziehung von Klima- und Naturaspekten in die Aufgaben des ESZB bedeutet, dass komplexe dynamische Wechselwirkungen

<sup>34</sup> ebd.

zwischen Biodiversität, der Funktionsweise von Ökosystemen, der Wirtschaft und dem Finanzsystem abgebildet werden müssen. Bei der Entwicklung entsprechender Ansätze sollte wie folgt vorgegangen werden: Zunächst sollten aus makroökonomischer, mikroprudenzieller und makroprudenzieller Perspektive die wichtigsten Risikoquellen (physische Risiken und Transitionsrisiken) ermittelt werden. Anschließend gilt es, die wirtschaftlichen Risiken zu bewerten. Danach sollten die Gefahren für das Finanzsystem sowie jene Risiken beurteilt werden, die vom Finanzsystem ausgehen oder innerhalb des Finanzsystems wirken.

**In den wirtschaftlichen und finanziellen Modellen, die aktuell verwendet werden, um die Auswirkungen des Klimawandels zu untersuchen, werden nicht alle naturbedingten Probleme vollständig erfasst. Daher werden die wahrscheinlichen kumulierten Folgen und die daraus resultierenden Risiken vermutlich zu niedrig ausgewiesen.** Angesichts der Vielschichtigkeit des Sachverhalts muss neben dem Klimawandel auch ein breiteres Spektrum an naturbedingten Herausforderungen beurteilt werden. Dazu ist es unerlässlich, a) die

in Bezug auf die Naturzerstörung bestehenden Datenlücken zu schließen und die Offenlegung von Finanzdaten zu verbessern; b) integrierte Klima- und Naturszenarios zu entwickeln, damit eine zukunftsgerichtete Risikobewertung erfolgen kann; c) die Modellierungsleistung zu verbessern, um die lokalen Folgen von Naturschäden auf regionaler und globaler Ebene beurteilen zu können, und d) einen quantitativen Risikobewertungsrahmen zu schaffen, beispielsweise integrierte Klima- und Naturstresstests.

**Um in der Frage, welche Auswirkungen Naturrisiken auf die im ESZB-Mandat festgelegten Ziele haben, zu einem differenzierteren Verständnis zu gelangen, wird man von einer Analyse der Abhängigkeiten zu einer Risikobeurteilung übergehen müssen.** Dazu müssen datengestützte Methoden und

Modellierungsinstrumente weiterentwickelt werden. Die Granularität von Geodaten ist für eine präzise Beurteilung spezifischer Biome, Regionen und Sektoren sehr wichtig. Für die Bewertung indirekter und kaskadenartiger Folgen entlang der globalen Wertschöpfungsketten ist eine stärkere sektorale und geografische Datengranularität erforderlich, und es müssen verschiedene Kennzahlen in die Szenarios und den Bewertungsrahmen einbezogen werden, um nichtlineare und indirekte Auswirkungen erfassen zu können. Darüber hinaus bedarf es gemeinsamer Forschungsbemühungen aus rechtlicher und finanzieller Perspektive. Nur so ist es möglich, die Implikationen von Gesetzesänderungen für die Finanzinstitute zu verstehen, gleichzeitig aber auch dem globalen Ausmaß dieser Risiken und der Notwendigkeit einer internationalen Zusammenarbeit Rechnung zu tragen. Innerhalb des Network for Greening the Financial System (NGFS) gibt es die Taskforce on Biodiversity Loss and Nature-related risks. Diese Arbeitsgruppe macht erhebliche Fortschritte bei der Integration naturbedingter Risiken in die operativen Prozesse von Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden.<sup>35</sup>

**Die Bankenaufsicht berücksichtigt naturbedingte Risiken bereits, und die Banken selbst kommen zunehmend zu dem Schluss, dass die Naturzerstörung**

---

<sup>35</sup> Siehe NGFS, [NGFS publishes two complementary reports on nature-related risks](#), Pressemitteilung vom 2. Juli 2024.

**und der Verlust an Biodiversität beträchtliche Risiken mit sich bringen.**<sup>36</sup> Der vorbeugende Ansatz erfordert proaktive Maßnahmen, und zwar auch bei unzureichender Datenlage und Methodik. Wie Klimarisiken können auch naturbedingte Risiken zu einer Wertminderung bei Vermögenswerten und Sicherheiten, Ertragsverlusten bei Unternehmen und einer Verschlechterung der Versicherbarkeit führen und haben somit Einfluss auf die traditionellen finanzwirtschaftlichen Risikokategorien. Die zunehmende Datenverfügbarkeit bildet im Zusammenspiel mit dem Wissensaufbau in der Forschung und bei Regierungsbehörden eine solide Grundlage für die Bankenaufsicht, sodass sie zeitnah Maßnahmen ergreifen kann, um naturbedingte Risiken in ihr Rahmenwerk zu integrieren.<sup>37</sup> Besonders relevant ist dies in der Land- und Forstwirtschaft, im Bergbau und im Bereich Energie, denn diese Sektoren belasten die Natur und die Artenvielfalt bereits jetzt am stärksten. Hier sind die Datenlage und Methoden recht weit entwickelt und können weitere Maßnahmen erleichtern.

**Darüber hinaus könnten Zentralbanken in Erwägung ziehen, Naturaspekte in ihren eigenen Nachhaltigkeitsplänen und -maßnahmen zu berücksichtigen.** Sie könnten beispielsweise entsprechende Überlegungen in ihre Strategien zur Verwaltung der Währungsreserven und die Verwendung von Indikatoren zur Überwachung der identifizierten Risiken einbeziehen. Angesichts der erheblichen Wechselwirkungen zwischen Klimawandel und Naturzerstörung könnte es sinnvoll sein, Klimaschutzpläne und Naturschutzmaßnahmen aufeinander abzustimmen, wie es auch der Globale Biodiversitätsrahmen vorsieht. Diese ganzheitliche Strategie verdeutlicht die potenzielle Rolle von Zentralbanken bei der Steuerung naturbedingter finanzieller Risiken, indem sie Sofortmaßnahmen mit einer langfristigen Strategieplanung in Einklang bringt. Die EZB-Bankenaufsicht und die Zentralbanken des Eurosystems haben diesbezüglich bereits einige Initiativen auf den Weg gebracht (siehe Kasten 1).

**Der Klima- und Umweltplan der EZB für 2024-2025 zielt darauf ab, nicht nur die physischen Auswirkungen des Klimawandels besser zu verstehen, sondern auch die Folgen naturbedingter Risiken für unsere Wirtschaft weiter zu untersuchen.**<sup>38</sup> Die ökologischen Herausforderungen sind komplex und bergen sowohl für die EZB als auch für die nationalen Zentralbanken potenziell Gefahren. Dies zeigt einmal mehr, dass gemeinsame Anstrengungen innerhalb des Bankensystems vonnöten sind und gleichzeitig koordinierte Initiativen der Wissenschaft gefördert werden müssen. Um eine umfassende und wirksame Integration von Naturaspekten in das Zentralbankwesen zu gewährleisten, müssen verschiedene Akteure, darunter die Politik und die Forschungsgemeinschaft, zur Zusammenarbeit angeregt werden.

---

<sup>36</sup> Siehe EZB-Bankenaufsicht, [Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken. Erwartungen der Aufsicht in Bezug auf Risikomanagement und Offenlegungen](#), 2020; F. Elderson, [The economy and banks need nature to survive](#), Der EZB-Blog, 8. Juni 2023.

<sup>37</sup> Siehe Europäische Kommission, a. a. O.

<sup>38</sup> Siehe EZB, [Unser Klima- und Umweltplan 2024-2025 auf einen Blick](#).

## 6 Schlussbemerkungen

**Die Risiken, die die Naturzerstörung und der Verlust an Biodiversität mit sich bringen, könnten das ESZB bei der Erreichung seines im AEUV verankerten Ziels, nämlich der Gewährleistung von Preis- und Finanzstabilität, vor erhebliche Herausforderungen stellen.** Zur Bewältigung dieser Herausforderungen bedarf es eines systematischen, proaktiven und umfassenden Ansatzes, mit dem sich die zunehmenden naturbedingten wirtschaftlichen und finanziellen Risiken quantifizieren und bewerten lassen. Die immer schneller voranschreitende Naturzerstörung verdeutlicht die Dringlichkeit dieser Überlegungen. Sie zu vernachlässigen, könnte nicht nur das kritische ökologische Gleichgewicht, sondern auch die wirtschaftliche Resilienz gefährden. Um zu vermeiden, dass der Verlust der Artenvielfalt unvorhersehbare Übertragungseffekte nach sich zieht, sollten die Politik und die Finanzinstitute die Kosten der Naturzerstörung vollständig in ihre jeweiligen Entscheidungsprozesse einbeziehen.

# 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	5,8	8,7	2,7	8,4	6,2	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6	
2022	3,2	1,9	4,3	1,2	3,0	3,3	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4	
2023	3,2	2,6	0,1	1,7	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4	
2023 Q3	0,9	1,2	-0,1	-1,1	1,8	0,0	6,4	7,0	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0	
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	0,6	0,7	.	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5	
2024 März	-	-	-	-	-	-	5,8	6,4	3,5	3,2	2,7	0,1	2,4	
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.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2,2	

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	Industrieländer	Schwellenländer	
	Global <sup>2)</sup>	Vereinigte Staaten	Vereinigtes Königreich	Japan	China	Nachrichtlich: Euroraum	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Auftrags-eingänge im Exportgeschäft				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,1	9,3	12,9
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,6
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,5	-3,8	2,7	
2023 Q3	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	0,3	-0,2	0,8	
Q4	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,7	0,8	0,6	
2024 Q1	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,4	-0,7	
Q2	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,5	2,1	1,1	
2024 März	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,4	49,5	-0,2	0,4	-0,7	
April	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,9	1,9	1,8	
Mai	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,7	54,0	50,4	1,3	1,4	1,2	
Juni	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	1,5	2,1	1,1	
Juli	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	.	.	.	
Aug.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	49,9	53,8	48,4	.	.	.	

Quellen: S&P Global Market Intelligence (Spalten 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis und EZB-Berechnungen (Spalten 10-12).

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

2) Ohne Euroraum.

## 2 Konjunktorentwicklung

### 2.1 Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

(Quartalswerte saisonbereinigt; Jahreswerte nicht saisonbereinigt)

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)											
	Ins-gesamt	Inländische Verwendung								Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen				Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
					Zusammen	Bauinvestitionen	Ausrüstungsinvestitionen	Geistiges Eigentum				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd. €)</i>												
2021	12 577,5	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 Er- werbs- 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	165,154	3,4	12,831	7,8	3,2	10,347	6,9	2,484	16,9	6,549	7,4	6,283	8,2	2,5
2022	167,998	3,1	11,408	6,8	2,7	9,150	6,0	2,257	14,6	5,733	6,4	5,675	7,2	3,2
2023	170,162	2,9	11,178	6,6	2,4	8,881	5,8	2,297	14,5	5,644	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 Q3	170,226	2,9	11,215	6,6	2,3	8,885	5,8	2,330	14,6	5,674	6,3	5,540	7,0	3,0
Q4	170,948	2,9	11,172	6,5	2,3	8,807	5,7	2,366	14,8	5,653	6,2	5,520	6,9	2,9
2024 Q1	171,509	2,9	11,213	6,5	2,3	8,884	5,7	2,328	14,5	5,661	6,2	5,552	6,9	2,9
Q2	.	.	.	6,5	.	.	5,6	.	14,5	.	6,2	.	6,8	2,6
2024 Febr.	-	-	11,236	6,6	-	8,887	5,7	2,349	14,7	5,726	6,3	5,510	6,9	-
März	-	-	11,152	6,5	-	8,829	5,7	2,323	14,5	5,643	6,2	5,510	6,9	-
April	-	-	11,092	6,5	-	8,772	5,6	2,320	14,5	5,632	6,2	5,459	6,8	-
Mai	-	-	11,107	6,5	-	8,780	5,6	2,327	14,6	5,660	6,2	5,447	6,8	-
Juni	-	-	11,104	6,5	-	8,803	5,6	2,300	14,4	5,680	6,2	5,424	6,7	-
Juli	-	-	10,990	6,4	-	8,727	5,6	2,263	14,2	5,679	6,2	5,311	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- tungs- güter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Gewichte in % (2021)	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Veränderung gegen Vorjahr in %													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,4	0,9	8,7	9,1	7,9	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	2,9	1,0	-2,7	3,4	4,5	9,8	-4,3
2023	-2,3	-1,8	-5,6	2,4	-1,7	-5,9	1,4	-2,0	-2,7	-1,0	-1,7	2,6	14,5
2023 Q3	-4,9	-4,4	-5,6	-2,5	-3,2	-7,7	1,6	-2,2	-1,9	-1,6	-3,8	1,8	15,4
Q4	-4,0	-4,3	-4,7	-2,5	-6,6	-1,1	1,1	-0,7	-0,6	0,0	-4,0	1,7	4,1
2024 Q1	-4,7	-4,9	-2,8	-6,0	-5,6	-1,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,6	3,1	4,6
Q2	-3,5	-3,7	-2,3	-6,8	0,4	0,3	-0,7	0,3	-0,2	0,7	0,6	2,6	4,2
2024 Febr.	-6,3	-6,4	-2,8	-9,1	-4,9	-3,3	-1,5	-0,3	-1,2	0,6	-1,4	4,3	4,5
März	-1,2	-1,0	-2,7	1,7	-7,3	-2,0	0,0	0,6	0,9	0,8	-1,0	2,0	2,1
April	-3,1	-3,1	-2,1	-5,1	-0,2	-1,9	-1,1	0,7	-0,2	1,2	1,5	4,3	4,5
Mai	-3,3	-3,7	-3,3	-7,3	1,5	0,4	-2,1	0,5	0,5	0,8	0,7	2,5	-3,6
Juni	-3,9	-4,4	-1,5	-7,8	-0,2	2,6	1,0	-0,4	-0,9	0,2	-0,2	1,2	11,7
Juli	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,7	0,2	0,0	.	-8,2
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2024 Febr.	0,0	0,9	0,4	1,3	-0,1	-3,1	0,1	-0,1	-0,2	0,5	-1,1	1,1	0,2
März	0,5	0,9	-0,2	0,6	-1,9	-0,1	-0,3	0,6	1,1	-0,2	0,8	-0,3	-1,8
April	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	3,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,9	0,7	-0,4	1,0	0,4
Mai	-0,9	-0,8	-0,9	-2,6	1,1	0,4	-0,9	0,1	0,9	-0,2	0,4	-0,1	-6,6
Juni	-0,1	-0,1	0,7	0,9	-1,5	1,9	1,7	-0,4	-0,7	-0,2	-0,6	-0,8	14,0
Juli	.	.	.	.	.	.	.	0,1	0,4	0,1	-1,0	.	-12,4

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	-9,1	79,9	-16,7	-4,2	-6,6	6,2	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	-14,4	-6,3	-7,2	6,4	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
Q3	.	.	78,3	.	.	.	.	90,3	.	.	.	.
2024 März	96,3	-8,8	.	-14,8	-5,6	-6,1	6,4	.	46,1	47,1	51,5	50,3
April	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-6,0	-6,9	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
Mai	96,2	-9,8	.	-14,3	-6,1	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
Juni	96,0	-10,1	.	-14,0	-6,8	-7,9	6,4	.	45,8	46,1	52,8	50,9
Juli	96,0	-10,4	78,3	-13,0	-6,4	-9,1	5,0	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
Aug.	96,6	-9,7	.	-13,5	-6,5	-8,1	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0

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	17,1	95,2	2,0	3,6	19,1	8,6	8,8	36,2	7,3	77,2	5,5	10,5	3,3
2022	13,1	92,8	-0,2	2,4	12,3	2,3	8,1	37,1	5,4	72,4	3,3	9,2	2,2
2023	13,7	86,9	1,2	2,0	2,5	2,0	-0,8	35,2	5,6	68,0	1,7	1,2	0,7
2023 Q2	13,2	89,4	1,2	2,1	1,4	2,9	1,7	36,3	5,7	69,6	1,8	18,5	0,9
Q3	13,4	88,1	0,5	1,9	0,8	1,8	-0,1	35,9	5,8	68,7	1,6	-12,7	0,5
Q4	13,7	86,9	1,8	2,0	1,7	2,0	-0,8	35,2	5,6	68,0	1,7	2,9	0,7
2024 Q1	14,2	85,7	2,9	2,0	-2,2	2,1	-0,4	34,6	5,2	67,6	1,9	-4,6	0,8

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	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q3	1 432,2	1 371,0	61,2	725,7	646,9	337,8	304,7	325,9	330,7	42,7	88,7	28,9	18,5
Q4	1 408,3	1 336,1	72,2	714,1	647,0	335,9	304,5	311,3	293,4	46,9	91,1	61,6	40,7
2024 Q1	1 433,5	1 321,3	112,2	726,6	623,0	362,9	331,2	299,6	289,1	44,3	78,1	19,3	31,0
Q2	1 466,2	1 341,2	124,9	742,6	632,9	359,5	321,7	318,3	300,1	45,7	86,5	22,1	16,3
2024 Jan.	471,6	429,6	42,0	242,0	198,8	119,2	109,3	96,0	95,6	14,4	25,9	4,0	13,3
Febr.	481,9	446,6	35,3	240,7	210,2	125,1	112,4	101,4	98,8	14,7	25,2	4,5	7,9
März	480,0	445,1	34,9	244,0	214,0	118,5	109,4	102,2	94,7	15,3	27,0	10,8	9,7
April	486,8	450,0	36,8	249,1	212,3	118,8	107,1	102,5	101,7	16,4	28,9	6,3	6,8
Mai	489,3	451,7	37,6	246,4	212,0	119,9	105,5	109,0	106,0	14,0	28,1	7,2	5,7
Juni	490,1	439,5	50,5	247,1	208,6	120,8	109,1	106,8	92,4	15,3	29,5	8,7	3,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>													
2024 Juni	5 740,1	5 369,7	370,4	2 909,0	2 549,9	1 396,2	1 262,1	1 255,2	1 213,4	179,7	344,3	132,0	106,5
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</i>													
2024 Juni	38,9	36,3	2,5	19,7	17,3	9,4	8,5	8,5	8,2	1,2	2,3	0,9	0,7

1) Nicht saisonbereinigt.

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

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Aus-fuhren	Ein-fuhren	Insgesamt				Nachricht-lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt				Nachrichtlich:	
			Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter		Ins-gesamt	Vorleistungs-güter	Investi-tions-güter	Konsum-güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Werte (in Mrd. €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q3	-5,2	-22,1	703,6	331,6	141,9	214,5	586,2	678,6	390,7	111,7	158,4	489,6	82,2
Q4	-4,8	-16,6	708,3	333,3	144,1	214,8	588,6	669,3	383,2	107,6	157,9	477,2	81,1
2024 Q1	-3,0	-12,0	714,4	336,3	142,4	219,1	589,6	653,9	370,9	105,1	158,2	462,7	75,8
Q2	1,6	-4,6	716,1	.	.	.	589,3	667,9	.	.	.	471,1	.
2024 Jan.	1,3	-16,0	239,3	113,3	48,2	72,1	197,2	212,0	121,4	33,8	51,4	150,2	25,2
Febr.	0,3	-8,0	238,0	111,1	47,6	73,0	197,0	221,2	124,6	35,7	52,6	154,6	24,8
März	-9,4	-11,6	237,0	111,9	46,6	73,9	195,4	220,7	124,9	35,6	54,2	157,9	25,7
April	13,4	1,8	243,4	113,8	46,3	76,4	199,0	225,1	129,8	36,1	54,7	158,6	27,9
Mai	-0,9	-6,9	236,5	112,4	44,5	73,7	196,6	224,1	128,0	35,6	53,7	157,8	27,0
Juni	-6,3	-8,6	236,2	.	.	.	193,7	218,7	.	.	.	154,7	.
<i>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</i>													
2023 Q2	-3,7	-6,7	97,2	92,7	100,0	105,2	97,2	109,5	107,3	112,2	112,0	110,7	158,7
Q3	-4,2	-10,1	96,3	93,8	96,0	102,4	96,0	106,7	104,6	111,4	109,5	108,6	171,6
Q4	-3,6	-8,6	96,3	93,1	96,1	103,0	95,5	104,5	101,8	104,7	108,3	105,6	164,5
2024 Q1	-4,0	-7,1	96,7	94,0	93,4	104,1	95,5	103,4	100,9	101,3	107,4	102,9	164,5
2023 Dez.	-7,3	-11,0	96,7	93,1	96,1	104,6	95,4	105,0	101,9	105,3	107,0	105,2	168,6
2024 Jan.	0,8	-9,6	97,8	96,2	95,5	102,3	96,7	101,5	99,8	97,3	104,6	100,7	161,0
Febr.	-0,8	-3,4	96,4	92,6	92,3	104,9	95,0	103,7	101,3	103,0	106,9	103,0	166,8
März	-10,7	-8,1	96,0	93,2	92,3	105,2	94,8	105,1	101,6	103,7	110,8	104,9	165,8
April	10,8	2,8	96,9	94,1	90,3	107,4	95,7	104,9	102,8	103,8	108,7	105,4	172,4
Mai	-3,6	-7,3	94,9	93,0	87,3	104,4	93,9	102,8	101,0	101,7	106,8	102,7	171,8

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Differenzen zwischen dem Ausweis des Warenhandels durch die EZB (Tabelle 2.8) und durch Eurostat (Tabelle 2.9) beruhen in erster Linie auf unterschiedlichen Abgrenzungen.  
2) Gemäß der 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	Insgesamt 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 Q3	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,1	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5	
Q4	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	1,0	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	-0,2	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3	
Q2	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,5	-0,4	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8	
2023 März	125,3	2,4	2,9	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	0,5	2,4	2,5	
April	126,0	2,4	2,7	1,3	3,7	0,2	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	0,2	0,1	0,1	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	0,3	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. <sup>3)</sup>	126,7	2,2	2,8	.	4,2	0,2	0,4	0,1	0,0	-1,0	0,4	.	.	

	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 Q3	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
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
2023 März	2,6	3,5	-0,5	0,4	1,1	-1,8	3,4	2,8	3,9	-0,4	5,2	3,8
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. <sup>3)</sup>	2,4	2,7	1,1	.	0,4	-3,0	.	.	.	.	.	.

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) Schnellschätzung.

### 3 Preise und Kosten

#### 3.2 Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Immobilien (soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe <sup>1)</sup>										Bauge- werbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohn- immobilien	Experimen- teller Indikator der Preise für gewerb- liche Immo- bilien <sup>3)</sup>	
	Insge- samt (Index: 2021 = 100)	Insgesamt			Industrie ohne Baugewerbe und Energie									Energie
		Insge- samt	Verarbei- tendes Gewerbe	Zu- sammen	Vorlei- stungsgüter	Investi- tionsgüter	Konsumgüter							
							Zu- sammen	Nahrungs- mittel, Getränke und Tabakwaren	Ohne Nah- rungs- mittel					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Gewichte in % (2021)	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7				
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6	
2022	132,8	32,8	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,5	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6	
2023	130,0	-2,1	1,9	3,8	-0,2	5,2	8,3	8,3	5,6	-13,3	6,9	-1,1	-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	3,7	-0,4	.	
Q2	122,9	-4,4	-0,2	-0,6	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,1	2,8	.	.	
2024 Febr.	124,7	-8,3	-1,5	-1,3	-5,4	2,0	1,4	-0,5	1,3	-21,3	-	-	-	
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	1,0	-11,6	-	-	-	
Juni	123,3	-3,3	0,1	-0,2	-2,3	1,6	1,2	0,1	0,9	-9,6	-	-	-	
Juli	124,3	-2,1	0,3	0,2	-1,2	1,4	1,2	0,1	0,9	-6,9	-	-	-	

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: 2015 = 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	109,6	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	115,1	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	121,8	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 Q3	122,2	5,8	3,5	6,1	3,5	2,9	-2,0	-6,4	79,8	-13,4	-14,5	-12,2	-14,5	-15,2	-13,7
Q4	123,6	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	124,4	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	124,9	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
2024 März	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	1,2	8,3	-5,7	0,7	6,6	-6,2
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	-	-	-	-	-	-	-	-	.	11,3	12,6	10,0	11,8	12,7	10,8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	9,8	10,3	9,2	11,2	12,2	10,1

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 Q3	3,5	21,9	15,4	6,5	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
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
2023 März	5,6	14,5	15,1	1,6	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1
April	5,6	14,1	13,9	2,4	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
Mai	6,5	13,9	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	14,5	12,3	1,9	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
Aug.	6,1	12,6	12,4	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7

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	101,0	1,0	1,1	0,7	1,0	1,1	1,4
2022	105,7	4,6	3,9	7,1	5,0	3,9	2,9
2023	110,4	4,4	4,3	4,7	4,9	3,4	4,5
2023 Q3	106,9	5,0	5,1	4,7	5,6	3,7	4,7
Q4	117,9	3,4	3,3	3,8	4,1	2,0	4,5
2024 Q1	107,9	4,9	5,1	4,4	4,7	5,4	4,7
Q2	118,5	4,1	4,0	4,5	4,0	5,2	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: 2015= 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen									
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Verarbeiten- des Gewerbe/ Herstellung von Waren, Energiever- sorgung und Versorgungs- wirtschaft	Bauge- werbe	Handel, Verkehr, Gast- gewerbe/ Beherber- gung und Gastronomie	Information und Kom- munikation	Finanz- und Versiche- rungsdienst- leistungen	Grund- stücks- und Wohnungs- wesen	Freiberuf- liche und sonstige wirtschaftliche Dienstlei- stungen	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unter- richt, Gesund- heits- und Sozialwesen	Kunst, Unterhal- tung und sonstige Dienst- leistungen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Lohnstückkosten</b>												
2021	110,1	-0,4	0,8	-3,2	5,0	-2,2	0,4	-1,3	5,3	-0,9	1,2	-0,4
2022	113,9	3,5	4,6	4,7	9,0	0,8	3,2	5,5	5,8	3,5	2,7	-5,9
2023	121,1	6,4	4,0	8,0	5,1	7,7	3,9	6,1	4,6	6,0	4,9	1,9
2023 Q3	121,8	6,7	5,0	8,9	4,3	8,5	4,3	5,3	3,5	6,1	5,4	2,9
Q4	123,6	6,0	5,0	8,6	4,4	6,7	2,7	6,8	4,7	4,2	4,5	3,2
2024 Q1	125,0	5,2	3,1	6,7	5,8	4,1	3,2	4,9	3,3	3,6	5,4	4,8
Q2	125,6	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	111,8	4,3	2,6	4,8	5,2	5,4	5,8	3,6	6,7	4,7	2,5	3,3
2022	116,9	4,6	4,5	3,8	4,1	6,1	2,7	3,5	4,3	5,5	3,8	7,4
2023	123,1	5,3	5,6	5,4	4,8	5,9	5,1	5,2	3,9	6,1	4,5	5,4
2023 Q3	123,8	5,3	5,5	5,7	4,8	5,3	5,4	4,8	3,3	6,2	4,7	5,6
Q4	125,4	5,0	4,9	5,5	4,8	5,4	5,0	5,5	4,9	5,3	4,1	5,3
2024 Q1	126,9	4,8	3,4	4,7	4,4	3,9	4,6	4,9	4,5	5,0	5,3	6,4
Q2	127,5	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	101,6	4,7	1,8	8,3	0,2	7,7	5,4	5,0	1,4	5,6	1,3	3,7
2022	102,7	1,1	-0,1	-0,8	-4,5	5,3	-0,4	-1,8	-1,4	2,0	1,1	14,1
2023	101,6	-1,0	1,6	-2,4	-0,3	-1,7	1,2	-0,8	-0,6	0,1	-0,4	3,4
2023 Q3	101,6	-1,3	0,5	-2,9	0,4	-3,0	1,0	-0,4	-0,2	0,1	-0,7	2,7
Q4	101,4	-1,0	-0,1	-2,9	0,5	-1,2	2,3	-1,1	0,2	1,0	-0,3	2,0
2024 Q1	101,5	-0,4	0,3	-1,9	-1,3	-0,2	1,3	-0,1	1,1	1,4	-0,2	1,5
Q2	101,5	-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	114,5	0,3	0,2	0,2	-0,4	-0,7	2,9	1,7	2,1	0,2	1,0	-1,3
2022	118,5	3,5	5,6	4,2	4,3	1,6	3,3	3,8	3,1	4,3	4,9	4,0
2023	124,8	5,3	5,4	5,7	5,0	5,9	5,4	5,8	4,5	6,1	4,4	4,6
2023 Q3	125,2	5,0	5,1	5,8	4,7	5,3	5,5	5,1	4,4	6,0	4,1	4,2
Q4	126,9	4,7	4,9	5,4	4,7	5,1	4,5	5,8	4,2	4,8	3,8	5,1
2024 Q1	128,4	5,0	3,8	5,1	4,6	4,1	4,9	5,8	4,7	4,8	5,6	6,5
Q2	128,6	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	104,9	0,3	0,6	3,2	-5,7	1,3	2,3	2,7	-4,0	0,3	-0,5	-1,8
2022	104,8	0,0	0,4	-0,5	-4,6	1,2	-0,1	-1,6	-3,2	1,1	2,1	9,6
2023	104,0	-0,8	2,1	-2,1	0,1	-1,5	1,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	2,9
2023 Q3	103,7	-1,5	1,0	-2,8	0,3	-2,9	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,2	1,8
Q4	103,6	-1,0	0,4	-2,9	0,8	-1,3	2,0	-0,7	0,6	0,7	-0,6	2,2
2024 Q1	103,6	-0,2	1,6	-1,4	-1,0	-0,1	1,6	0,9	1,7	1,1	0,1	1,5
Q2	103,6	-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)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmontatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	SOFR	TONAR
	1	2	3	4	5	6	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 März	3,91	3,85	3,92	3,89	3,72	5,31	0,02
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

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 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	10 Jahre - 1 Jahr	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 März	3,78	3,26	2,80	2,30	2,36	-0,90	-0,83	-0,55	2,68	2,09	2,07	2,70
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

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	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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 März	509,8	4 989,6	1 046,7	330,6	161,5	123,1	223,8	965,1	1 114,6	358,1	283,7	764,4	5 170,6	39 844,3
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

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 Aug.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,78	7,84	8,50	5,36	4,71	4,22	3,79	3,51	4,16	3,86
Sept.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,78	16,55	8,51	7,83	8,56	5,40	4,74	4,25	3,86	3,57	4,25	3,89
Okt.	0,35	1,60	3,27	3,31	7,98	16,55	8,26	7,87	8,54	5,58	4,83	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	4,91	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	4,90	4,24	3,81	3,63	4,33	3,97
2024 Jan.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,93	7,99	8,02	8,73	5,38	4,85	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	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84
März	0,39	1,72	3,18	2,91	8,18	16,99	8,08	7,79	8,54	5,15	4,79	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	4,82	3,99	3,59	3,42	4,04	3,80
Mai	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	17,07	7,56	7,95	8,69	5,26	4,79	3,97	3,62	3,41	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	3,79
Juli	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,03	7,54	7,79	8,49	5,02	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75

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 Aug.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,47	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
Sept.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,59	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
Okt.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,67	5,87	5,73	5,49	5,29	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
Nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,71	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
Dez.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,49	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,23
2024 Jan.	0,89	3,69	3,37	5,37	5,29	5,69	5,65	5,45	5,23	4,43	5,15	5,00	4,20	5,18
Febr.	0,89	3,63	3,50	5,36	5,44	5,72	5,60	5,46	5,14	4,38	5,10	4,83	3,97	5,14
März	0,91	3,68	3,60	5,35	5,40	5,70	5,53	5,41	5,17	4,34	5,18	5,16	4,16	5,19
April	0,91	3,66	3,34	5,36	5,20	5,61	5,63	5,35	5,09	4,30	5,19	5,00	4,15	5,18
Mai	0,91	3,64	3,61	5,32	5,28	5,75	5,68	5,38	5,07	4,29	4,99	4,96	4,18	5,11
Juni	0,87	3,54	3,54	5,23	5,26	5,69	5,67	5,22	4,99	4,23	5,02	5,04	4,16	5,07
Juli	0,87	3,48	3,28	5,19	5,04	5,43	5,51	5,27	4,92	4,18	5,08	5,00	4,12	5,06

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 tätigte 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	1 411,7	428,9	128,4	52,5	89,7	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8	
2022	1 380,5	476,2	142,7	52,0	94,6	667,0	621,7	480,4	182,5	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1	
2023	1 550,8	611,1	151,7	63,9	86,2	701,8	659,1	502,4	212,7	113,4	39,4	48,9	127,5	103,8	
2024															
Febr.	1 556,9	609,4	170,0	62,4	93,2	684,2	643,6	460,1	183,3	113,9	37,8	39,6	123,3	101,1	
März	1 572,8	617,4	179,6	71,6	82,1	693,7	646,1	478,1	182,9	124,6	47,2	38,5	132,2	103,7	
April	1 535,0	576,3	169,3	62,6	91,3	697,9	648,1	454,7	170,5	101,3	38,7	48,9	134,0	106,2	
Mai	1 507,8	555,0	166,8	58,1	93,5	692,6	638,8	451,3	171,5	105,5	40,5	41,7	132,6	101,9	
Juni	1 575,7	564,1	211,4	56,6	89,1	711,1	657,0	427,5	165,0	91,4	39,0	39,8	131,2	94,0	
Juli	1 569,2	558,4	210,8	52,3	92,8	707,2	651,3	469,3	174,6	112,6	38,7	47,3	134,7	112,0	
<b>Langfristig</b>															
2021	19 918,5	4 168,6	3 364,7	1 376,9	1 621,5	10 763,7	9 942,7	3 171,1	68,7	83,5	34,1	23,3	141,6	128,1	
2022	17 884,2	3 955,3	3 226,4	1 369,8	1 431,9	9 270,6	8 558,6	298,9	79,4	71,0	29,6	17,8	130,6	121,2	
2023	19 555,2	4 490,5	3 398,3	1 379,3	1 565,6	10 100,9	9 361,1	326,9	94,6	72,7	28,2	21,2	138,4	130,0	
2024															
Febr.	19 656,9	4 547,8	3 472,4	1 381,8	1 573,5	10 063,2	9 311,2	370,3	99,8	64,7	10,5	19,3	186,5	168,2	
März	19 943,2	4 629,9	3 502,7	1 380,9	1 602,3	10 208,3	9 446,5	438,5	127,0	97,6	29,0	34,9	179,1	164,4	
April	19 841,1	4 647,1	3 497,4	1 374,5	1 591,8	10 104,8	9 355,0	345,2	100,4	66,2	12,9	34,6	144,0	138,1	
Mai	19 890,3	4 662,6	3 525,5	1 371,0	1 610,9	10 091,3	9 341,1	398,6	77,1	108,5	21,0	34,7	178,3	160,1	
Juni	20 054,1	4 665,0	3 590,9	1 384,5	1 617,9	10 180,3	9 425,6	319,3	71,0	81,4	29,5	27,3	139,7	131,4	
Juli	20 283,4	4 706,3	3 601,8	1 367,6	1 625,8	10 349,5	9 585,9	290,6	78,5	77,8	16,4	14,7	119,6	115,2	

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	21 330,2	4 597,6	3 493,0	1 429,4	1 711,1	11 528,4	10 617,5	10 366,3	600,3	1 486,7	8 278,3	
2022	19 264,7	4 431,5	3 369,1	1 421,8	1 526,5	9 937,6	9 180,3	8 711,0	525,2	1 290,2	6 895,0	
2023	21 106,0	5 101,6	3 550,0	1 443,2	1 651,8	10 802,6	10 020,3	9 684,0	621,8	1 414,7	7 647,0	
2024												
Febr.	21 213,8	5 157,2	3 642,4	1 444,3	1 666,7	10 747,5	9 954,9	10 159,4	652,5	1 506,4	8 000,0	
März	21 516,1	5 247,3	3 682,3	1 452,5	1 684,4	10 902,0	10 092,6	10 515,3	727,8	1 595,4	8 191,6	
April	21 376,1	5 223,4	3 666,8	1 437,1	1 683,1	10 802,8	10 003,1	10 242,2	729,5	1 533,5	7 978,7	
Mai	21 398,1	5 217,5	3 692,2	1 429,1	1 704,4	10 783,9	9 979,9	10 376,2	750,6	1 561,4	8 063,7	
Juni	21 629,9	5 229,0	3 802,3	1 441,1	1 707,0	10 891,5	10 082,6	10 068,2	697,9	1 507,9	7 862,0	
Juli	21 852,6	5 264,7	3 812,6	1 419,9	1 718,6	11 056,8	10 237,2	10 109,0	734,9	1 526,3	7 847,4	
<b>Wachstumsraten<sup>1)</sup></b>												
2023	Dez.	5,9	12,2	3,1	1,5	2,3	4,6	5,0	-1,5	-3,1	0,7	-1,7
2024	Jan.	6,0	11,2	5,0	3,4	2,1	4,7	5,1	-1,5	-3,0	0,7	-1,8
	Febr.	5,8	10,7	4,8	2,6	2,0	4,5	4,8	-1,5	-3,0	0,7	-1,7
	März	5,9	11,4	4,9	2,7	2,3	4,3	4,6	-1,3	-3,0	1,0	-1,6
	April	5,7	10,3	4,4	0,9	2,9	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,6	-1,6
	Mai	5,4	8,8	3,7	-2,4	2,7	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,6	-1,3
	Juni	4,7	7,4	3,4	-3,1	3,0	4,2	4,1	-0,6	-3,3	-1,0	-0,3
	Juli	4,1	5,4	3,4	-4,4	2,0	4,1	4,1	-0,5	-3,5	-0,8	-0,2

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	88,9	67,1	87,4	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,7	84,1	62,2	82,5	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,5	64,5	86,3	121,8	94,7
2023 Q3	98,9	94,9	99,0	89,4	64,9	87,2	123,5	95,9
Q4	98,3	94,2	98,3	89,2	65,0	86,9	123,0	95,1
2024 Q1	98,4	94,4	98,4	89,5	65,0	87,4	123,7	95,2
Q2	98,7	94,6	98,4	.	.	.	124,1	95,2
2024 März	98,8	94,8	98,7	-	-	-	124,2	95,5
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	94,9	98,7	-	-	-	125,2	95,7
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2024 Aug.	0,0	-0,1	-0,1	-	-	-	0,4	0,2
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2024 Aug.	0,0	-0,1	-0,4	-	-	-	1,2	-0,4

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)

	Chine- sischer Renminbi ¥uan 1	Kroatische Kuna 2	Tsche- chische Krone 3	Dänische Krone 4	Unga- rischer Forint 5	Japani- scher Yen 6	Polnischer Zloty 7	Pfund Sterling 8	Rumäni- scher Leu 9	Schwe- dische 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 Q3	7,886	.	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
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
2024 März	7,830	.	25,292	7,457	395,087	162,773	4,307	0,855	4,9708	11,305	0,966	1,087
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
<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>												
2024 Aug.	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,5	-5,9	0,2	1,0	0,1	-0,7	-2,3	1,6
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>												
2024 Aug.	-0,5	.	4,4	0,1	2,5	2,0	-3,8	-0,9	0,7	-3,0	-1,4	0,9

Quelle: EZB.

## 4 Finanzmarktentwicklungen

### 4.10 Zahlungsbilanz des Euroraums – Kapitalbilanz

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

	Insgesamt <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 Q2	32 071,3	31 998,5	72,8	12 218,1	10 028,3	11 962,3	14 119,1	-9,0	6 794,7	7 851,1	1 105,2	16 375,9
Q3	32 250,2	31 983,3	266,9	12 318,8	10 109,6	12 006,9	14 111,2	-31,2	6 842,1	7 762,5	1 113,6	16 374,8
Q4	32 190,1	31 841,7	348,4	11 939,7	9 696,9	12 447,1	14 682,9	-15,3	6 670,8	7 461,9	1 147,7	16 048,3
2024 Q1	33 581,1	32 989,2	591,9	12 255,9	9 806,9	13 142,9	15 446,3	-15,8	6 983,1	7 736,1	1 215,1	16 537,5
<b>Bestände in % des BIP</b>												
2024 Q1	229,4	225,4	4,0	83,7	67,0	89,8	105,5	-0,1	47,7	52,9	8,3	113,0
<b>Transaktionen</b>												
2023 Q3	129,6	35,4	94,2	4,4	14,8	98,5	111,0	-1,1	29,9	-90,4	-2,2	-
Q4	-304,0	-424,3	120,3	-308,1	-300,2	44,0	84,3	23,0	-69,3	-208,4	6,4	-
2024 Q1	563,9	451,9	112,0	118,3	50,0	174,4	190,0	11,4	258,6	211,9	1,2	-
Q2	195,0	64,7	130,3	49,2	-32,6	160,6	226,5	2,3	-20,9	-129,2	3,8	-
2024 Jan.	214,8	174,8	39,9	25,6	16,0	71,3	91,2	12,0	105,0	67,7	0,8	-
Febr.	208,8	193,9	14,9	52,4	3,0	59,1	72,6	11,4	85,1	118,3	0,9	-
März	140,3	83,1	57,2	40,3	31,1	44,0	26,2	-11,9	68,4	25,8	-0,5	-
April	68,7	55,4	13,3	25,6	-7,0	23,1	45,2	6,6	12,7	17,2	0,8	-
Mai	138,9	108,5	30,4	22,0	4,0	63,5	63,7	-2,8	54,5	40,8	1,6	-
Juni	-12,6	-99,2	86,6	1,6	-29,6	74,0	117,6	-1,5	-88,0	-187,2	1,3	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</b>												
2024 Juni	584,5	127,7	456,8	-136,1	-268,0	477,6	611,8	35,7	198,2	-216,1	9,1	-
<b>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen in % des BIP</b>												
2024 Juni	4,0	0,9	3,1	-0,9	-1,8	3,2	4,1	0,2	1,3	-1,5	0,1	-

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	814,7	58,7	1 080,1	16 381,4	
2024 Febr.	1 533,0	8 711,8	10 244,8	2 423,9	2 433,7	4 857,6	15 102,4	178,6	769,2	69,2	1 016,9	16 119,3	
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	73,3	1 075,6	16 221,6	
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	67,4	1 063,6	16 255,1	
Juni	1 533,6	8 809,0	10 342,6	2 530,1	2 428,7	4 958,8	15 301,3	206,7	814,7	58,7	1 080,1	16 381,4	
Juli <sup>(p)</sup>	1 536,7	8 748,4	10 285,1	2 526,6	2 423,9	4 950,5	15 235,6	226,9	823,4	54,2	1 104,4	16 340,1	
<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	157,9	24,0	
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	24,6	-13,5	24,7	163,8	
2024 Febr.	0,2	-17,8	-17,6	65,7	-13,3	52,4	34,8	-4,6	15,1	-15,1	-4,6	30,2	
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	1,8	23,9	29,4	
Mai	-2,8	6,4	3,6	35,8	-0,6	35,2	38,8	0,3	-7,7	-4,9	-12,2	26,6	
Juni	4,5	80,8	85,4	11,7	-2,2	9,5	94,9	1,1	22,3	-10,4	13,0	107,9	
Juli <sup>(p)</sup>	3,1	-58,6	-55,5	-2,8	-4,8	-7,6	-63,2	20,4	7,3	-5,4	22,2	-40,9	
<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	16,3	-17,0	19,3	0,9	
Q2 <sup>(p)</sup>	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,7	-28,5	18,7	2,3	
2024 Febr.	-0,4	-8,9	-7,7	57,9	-4,7	18,8	-0,6	29,6	17,8	-0,1	18,2	0,4	
März	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-17,0	19,3	0,9	
April	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-9,7	22,7	1,3	
Mai	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,8	14,7	0,6	64,6	14,4	-20,4	17,6	1,5	
Juni	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,7	-28,5	18,7	2,3	
Juli <sup>(p)</sup>	0,2	-3,6	-3,1	30,5	-3,3	11,4	1,2	66,9	18,0	-30,7	21,0	2,3	

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 Febr.	3 316,4	2 366,9	810,0	127,9	11,5	8 452,6	5 065,7	1 114,0	2 271,9	1,0	1 214,0	223,4	541,6
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	1 262,1	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 <sup>(p)</sup>	3 368,0	2 402,1	828,4	127,0	10,5	8 544,2	5 058,3	1 221,9	2 263,2	0,9	1 266,0	210,7	537,0
<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 Febr.	-9,1	-16,9	7,3	0,1	0,4	10,8	-17,7	40,6	-11,9	-0,1	8,2	1,3	18,7
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 <sup>(p)</sup>	-25,5	-18,5	-7,9	-0,6	1,6	14,6	-5,2	23,6	-3,5	-0,3	-19,1	-15,2	-0,7
<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 Febr.	-1,2	-10,5	42,3	-3,1	45,7	0,6	-7,9	114,3	-4,7	28,9	-1,7	-1,3	-6,0
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 <sup>(p)</sup>	1,8	-2,6	17,9	-3,0	8,5	2,2	-4,0	62,3	-3,2	10,2	4,9	-3,1	-5,2

Quelle: EZB.

1) Angaben für den Euroraum in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

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

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) 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	15 573,3	13 102,5	13 341,6	5 128,6	6 644,0	1 199,7	130,1	1 554,1	916,7
2024 Febr.	6 211,5	982,6	5 203,3	15 527,8	13 028,1	13 262,5	5 113,2	6 638,2	1 140,6	136,1	1 582,2	917,5
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	15 573,3	13 102,5	13 341,6	5 128,6	6 644,0	1 199,7	130,1	1 554,1	916,7
Juli	6 216,5	972,0	5 218,8	15 590,0	13 132,6	13 365,0	5 123,7	6 643,1	1 234,1	131,8	1 532,4	924,9
<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	19,2	41,5	52,7	15,2	2,5	33,6	-9,8	-16,3	-6,1
2024 Febr.	-22,2	-2,0	-20,2	36,3	32,9	33,2	5,7	4,7	20,4	2,0	-1,3	4,7
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	35,5	25,8	33,5	12,7	4,6	8,4	0,1	11,6	-2,0
Juli	-13,5	-6,9	-6,5	14,8	34,7	28,0	-2,1	0,1	34,9	1,7	-24,7	4,8
<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 Febr.	-2,8	-1,3	-3,1	0,7	0,2	0,7	-0,3	-0,2	5,8	-7,7	1,6	6,2
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	-1,2	0,8	1,1	1,3	0,2	0,4	9,6	-2,5	-3,1	4,3

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 Febr.	5 113,2	5 130,4	890,9	1 090,6	3 131,7	6 638,2	6 871,8	736,8	5 220,3	681,1
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	5 123,7	5 140,0	899,9	1 085,9	3 137,9	6 643,1	6 882,8	741,3	5 228,6	673,2
<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 Febr.	5,7	6,2	2,1	-2,3	5,9	4,7	4,0	2,6	4,5	-2,3
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	-1,5	-0,6
Juni	12,7	19,1	14,0	1,2	-2,5	4,6	4,0	-0,6	4,0	1,2
Juli	-2,1	-3,7	-0,6	-1,3	-0,3	0,1	3,9	1,8	2,2	-3,9
<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 Febr.	-0,3	0,3	-4,5	0,1	0,8	-0,2	0,3	2,8	-0,2	-3,1
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

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	330,9	182,6	176,5
2024 Febr.	438,6	7 354,4	1 828,1	101,7	2 457,3	2 967,4	1 941,7	231,5	165,4	173,4
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	2 174,1	231,0	163,6	177,4
Mai	445,1	7 490,7	1 824,7	109,0	2 520,9	3 036,1	2 234,2	248,2	159,1	165,0
Juni	413,7	7 534,2	1 830,7	109,8	2 528,9	3 064,9	2 230,8	330,9	182,6	176,5
Juli <sup>(p)</sup>	394,0	7 577,4	1 821,8	111,0	2 526,1	3 118,5	2 341,2	163,7	166,9	154,9
<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	459,0	-201,6	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	54,8	2,1	4,6	27,2	21,0	142,8	74,5	4,6	2,3
2024 Febr.	-18,6	12,0	1,8	4,7	13,8	-8,2	-12,2	21,8	2,3	13,7
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	102,3	-24,0	-14,4	3,2
Mai	6,8	11,4	-1,1	1,2	3,2	8,1	62,0	20,8	-4,5	-12,4
Juni	-31,5	26,7	5,2	0,8	1,6	19,2	-21,5	77,8	23,5	11,4
Juli <sup>(p)</sup>	-19,7	-0,2	-8,2	1,2	4,7	2,1	77,5	-139,5	-15,7	-21,6
<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 Febr.	-21,4	5,0	1,7	88,6	10,7	1,2	-	-	10,0	11,0
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 <sup>(p)</sup>	-14,9	4,2	0,2	72,1	9,3	1,1	-	-	11,3	1,0

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					
		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	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 Q3	13,0	11,7	3,5	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
Q4	13,1	11,7	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	13,2	11,8	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
2023 Febr.	12,5	11,2	4,3	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,1	2,0	1,6	3,7	2,3
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	3,3	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
Juni	13,2	11,8	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	1,3	2,3	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 11. September 2024.

ISSN 2363-3409 (Online-Version)  
EU-Katalognummer QB-BP-24-006-DE-N (Online-Version)